

Kreditne (rejting) agencije i njihov utjecaj na ukupnu ekonomsku stabilnost

Ćutić, Domagoj

Master's thesis / Diplomski rad

2022

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Zagreb, Faculty of Law / Sveučilište u Zagrebu, Pravni fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:199:258797>

Rights / Prava: [In copyright](#) / [Zaštićeno autorskim pravom.](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2024-07-11**



Repository / Repozitorij:

[Repository Faculty of Law University of Zagreb](#)



Sveučilište u Zagrebu

Pravni fakultet

Katedra za Ekonomsku Politiku

Domagoj Ćutić

**Kreditne (rejting) agencije i njihov utjecaj
na ukupnu ekonomsku stabilnost**

Diplomski rad

Mentor:

dr. sc. Nenad Rančić

Izjava o izvornosti

Ja, Domagoj Ćutić pod punom moralnom, materijalnom i kaznenom odgovornošću, izjavljujem da sam isključivi autor diplomskog rada te da u radu nisu na nedozvoljeni način (bez pravilnog citiranja) korišteni dijelovi tuđih radova te da se prilikom izrade rada nisam koristio drugim izvorima do onih navedenih u radu.

Domagoj Ćutić v.r.

(potpis studenta)

U Zagrebu, 15. rujan 2022.

Sadržaj

1. UVOD	1
2. AGENCIJE ZA KREDITNI REJTING	2
2.1. Povijesni pregled	2
2.2. Definicija i značaj u društvu	4
2.3. Najveće rejting agencije	8
2.3.1. Fitch Ratings	8
2.3.2. Standard & Poor's.....	8
2.3.3. Moody's Investors Service	9
3. KREDITNI REJTING I RAZVOJ PROBLEMATIKE	10
3.1. Ekonomski razvoj i rast tržišta obveznica	10
3.2. Propisi, zakonodavstvo i stečaj.....	12
3.3. Kreditni rejting.....	14
3.4. Ocjene kreditnog rejtinga	15
3.5. Kreditni rejting država	26
3.6. Proces dobivanja kreditnog rejtinga.....	27
4. UTJECAJ NA GOSPODARSTVO I EKONOMSKU STABILNOST	30
4.1. Prednosti rejting agencija.....	30
4.2. Provođenje monetarne politike	31
4.3. Eurosustav	32
5. PROBLEMATIKA MORALNOG HAZARDA KOD REJTING AGENCIJA	44
6. ZAKLJUČAK.....	47
7. POPIS LITERATURE.....	48

1. UVOD

Tema ovog diplomskog rada su kreditne agencije. Motiv za odabir ove teme je ponajprije njihov utjecaj na današnju ekonomiju, odnosno pobliže proučiti način na koji rejting agencije dodjeljuju kreditni rejting, faktori odlučujući prilikom davanja ocjene, koje podatke pritom prikupljaju, informacije relevantne za formiranje kreditne ocjene i uvjeti za promjenu iste.

Motiv je postojao od početka globalne ekonomske krize. Svjetska financijska kriza od 2007. godine, poznata i kao „Global Financial Crisis“ je dovela u fokus autoru tada slabo poznate globalne mastodonte, veliku trojku rejting agencija Fitch Ratings, Moody's i Standard & Poor's.

Svjetska ekonomska kriza koja je uzdrmala ostatak svijeta 2007. godine kod nas je došla nešto kasnije. U to vrijeme kružila je pošalica kako u Hrvatskoj nije ništa uspješno pa neće niti kriza, ali je ona kod nas pokazala svu svoju silu i ostala dulje nego drugdje, a možda čak ostavila i teže posljedice.

Moć rejting agencija prvi put smo osjetili u prosincu 2012. kada je agencija Standard & Poor's snizila kreditni rejting Hrvatske iz 'BBB-/A3' u 'BB+/B' čime je on završio u 'smeću' (engl. 'junk'), kako se nazivaju kreditni rejtingi u ne investicijskom rangu. Odluka rejting agencije tada se pravdala time da 'Snižavanje rejtinga odražava naše stajalište da do sada provedene strukturne i fiskalne reforme nisu dovoljne za poticanje gospodarskog rasta i dovođenje javnih financija na put održivosti'¹

Tom prilikom je spušten i dugoročni i kratkoročni rejting, oba za jedno mjesto. Među ostalim u tadašnjem priopćenju su se isticale slabosti koje nažalost možemo navesti i danas, a to su preveliki broj ljudi zaposlen u javnim službama, te veliki izdaci za socijalna davanja. Agencija je tada zadržala pozitivne izgleda među ostalim radi očekivanja da će zamah gospodarstvu dati EU fondovi, obzirom da govorimo u periodu prije ulaska Hrvatske u EU. U istom priopćenju se navodi kako će gospodarstvo te godine pasti dva posto, stagnirati do 2015. kada bi rast mogao biti oko dva posto.

Daljnji šok se dogodio 2014. godine kada je rejting smanjen na razinu BB, razinu niže od dotadašnje, čime smo dodatno udaljeni od investicijskog ranga, povoljnijih kamatnih stopa, a posljedično i oporavka. Slijedilo je dugo, rekao bih predugo, razdoblje koje je potrajalo do ožujka 2019. godine kada je agencija Standard & Poor's konačno podigla kreditni rejting Hrvatske čime je on podignut na investicijsku razinu.

Na koji način su se navedene izmjene odrazile na Hrvatsku, detaljnije ću obraditi u ostatku rada strukturiranom u nekoliko poglavlja : Povijesni pregled, definicija, pregled kreditnih ocjena, prisutnost i značenje u nacionalnim okvirima, kretanje kreditnog rejtinga kroz vrijeme te zaključak.

¹ Tportal.hr, Kreditni rejting Hrvatske završio – u 'smeću', dostupno na <https://www.tportal.hr/biznis/clanak/kreditni-rejting-hrvatske-završio-u-smecu-20121214>, pristupio 23.01.2022.

2. AGENCIJE ZA KREDITNI REJTING

2.1. Povijesni pregled

U samom uvodu povijesnog pregleda daje se uvid u nastanak i razvoj rejting agencija. Prve rejting agencije nastale su u SAD u periodu širenja države na zapad. Sve veće udaljenosti među ljudima i duge linije dostave robe činile su poslovanje više rizičnim obzirom da se više nije radilo o transportu na male udaljenosti u poznatom krugu ljudi, već o poslovnim odnosima koji su prelazili udaljenosti od više stotina kilometara i više nisu bili i osobni odnosi.²

Zbog velikih distanci i nepoznanica u poslovanju, jer ljudi više nisu bili sigurni s kim dolaze u kontakt i s kim imaju posla, pojavila se potreba za bazom podataka o poželjnosti partnera u poslovnim odnosima, odnosno o statusu i sposobnosti poslovnog partnera da izvrši poslovne obveze odnosno da plati robu i usluge.³

Prethodnici rejting agencija su bile trgovačke kreditne agencije koje su ocjenjivale sposobnost plaćanja financijskih obveza trgovaca i koji su te iste sposobnosti javno objavljivale u vodičima kreditnih sposobnosti. One su uspostavljene nakon financijske krize 1837. godine.

O prvoj poslovnoj agenciji koju je osnovao Lewis Tappan 1841. u New Yorku u svom radu pišu Grindler i Cooper (2017)⁴ - "The Mercantile Agency" bila je prva trgovačka agencija kao prvi organizirani poduhvat omogućiti svima koji se žele pretplatiti na uslugu s detaljnim podacima o kreditnoj sposobnosti o poslovnim ljudima na širokom prostoru. Ona je po svrsi i opsegu bila prva poslovna institucija za izvješćivanje o komercijalnim kreditnim sposobnostima.' 'The Mercantile Agency' je 1859. godine objavila prvi kreditni vodič.

O ulozi i važnosti objavljivanja izvješća tvrtki o poslovnim rezultatima i uspješnosti piše O'Neill (1999) iz Standard & Poor's: 'U ovoj zemlji ne postoji ... središnja točka na kojoj su sve tvrtke dužne prezentirati godišnja izvješća o svojem poslovanju. Nije neuobičajeno da vodeće tvrtke ne objavljuju nikakva izvješća. Neka ih objavljuju nerado, bez namjere da prenesu informacije o temama na koje se odnose. Potpuni i eksplicitni rezultati dostupni su samo malom broju zainteresiranih. Još manji broj tvrtki ima resurse za uspoređivanje rezultata kroz uzastopne godine, bez kojih je nemoguće formirati ispravno mišljenje o načinu na koji je posao obavljen ili o njegovoj sadašnjoj ili budućoj vrijednosti.'⁵

Poznata rečenica koju je izrekao Henry Varnum Poor još daleke 1860. Cilj mu je bio upozoriti investitore na rizik bankrota kompanija kojima posuđuju novac.

U nastavku isti autor navodi da će 'ono što se traži je djelo koje će utjeloviti ... izjavu o organizaciji i stanju svih naših tvrtki, a ujedno prikazati povijest njihovog poslovanja iz godine u godinu koja bi nužno odražavala karakter njihovog upravljanja, opseg i vrijednost njihovog

² Alessi, Christopher, "The Credit Rating Controversy. Campaign 2012", Council on Foreign Relations, 2013.

³ Langohr, H., Langohr, P., The rating agencies and their credit ratings, A John Wiley and sons, Ltd publication, 2008.

⁴ Grindler B., Cooper, D., Spies, Abolitionists and the Origins of Credit Rating Agencies, Financial History, (Winter), 2017, str. 10

⁵ Langohr, H., Langohr, P., The rating agencies and their credit ratings, A John Wiley and sons, Ltd publication, 2008., str. 1.

poslovanja, te pružiti obilje ilustracija s kojima se mogu usporediti slična poduzeća koja bi mogla biti predmet upita i istrage.⁶

Tokom 19. stoljeća pojavila su se tri tipa kompanija koje su investitorima omogućavale kvalitetnije odlučivanje u vezi toga gdje investirati svoj novac. Tako možemo navesti novine specijalizirane za investicije, investicijske banke i kreditne agencije.

Među prvim poslovnim izdanjima je bio 'The American Railroad Journal' koji je počeo izlaziti 1832. godine. Kada je 1849. godine postao urednik navedenog izdanja, Henry Poor ga je preoblikovao u izdanje za investitore u željeznice. Prepoznavši potrebu i dobru poslovnu priliku otvorio je vlastitu kompaniju izdavačku tvrtku, Henry Varnum Poor's koja je prikupljala informacije o američkim željezničkim kompanijama. Prikupljene statističke podatke je počeo objavljivati na godišnjoj razini 1868. godine kroz 'Vodič kroz željeznice Sjedinjenih Država'.⁷

Prva preteča rejting agencija su bile merkantilne (trgovačke) rejting agencije. Navedene su nastale nakon financijske krize 1837. godine. Ove agencije procjenjivale su platežnu sposobnost trgovaca za plaćanje dugova i te ocjene su objavljivale u vodičima kreditnih sposobnosti. Prva koju možemo navesti je osnovao u New Yorku Lewis Tappan 1841. godine. Navedena je kasnije kupljena od strane Robert Dun-a koji je odlučio objaviti vodič za ocjenjivanje koji je ugledao svjetlo dana 1859. godine. Još jedna rana agencija, John Bradstreet, osnovana je 1849. i objavila vodič za ocjenjivanje 1857.⁸

O načinu na koji su prikupljane informacije o poslovnim rezultatima i kreditnim sposobnosti poslovnih subjekata diljem Sjedinjenih Država, te kako su tako prikupljene informacije prodavali pretplatnicima piše Sylla (2002).⁹

Sve navedene kompanije su uvelike pomogle u širenju tržišta obveznica u navedenom stoljeću.

John Moody je 1909. godine pokrenuo rejting agencijskih obveznica u SAD-u, označavajući ekspanziju poslovne analize koja uključuje analizu kreditnog rizika u svrhe rejtinga. Naravno u početku je navedeno uključivalo samo dug željezničkih kompanija.¹⁰

I u nastavku Sylla (2002) piše da je izgradnja opsežnih željezničkih sustava početkom dvadesetih godina prošlog stoljeća dovela je do razvoja izdanja korporativnih obveznica za njihovo financiranje, te je stoga tržište obveznica obujmom nekoliko puta veće nego u drugim zemljama. Tržišta obveznica u Nizozemskoj i Velikoj Britaniji uspostavljena su ranije, ali su zbog manjeg opsega izgradnje željeznica bila znatno manja od onih u Sjedinjenim Američkim Državama.¹¹

⁶ Ibid, str.187

⁷ Ibid, str. 2

⁸ Ibid, str. 3

⁹ Sylla, R., An historical primer on the business of credit ratings, in Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System, Part of the The New York University Salomon Center Series on Financial Markets and Institutions book series, 2002., str.24

¹⁰ Herwig Langohr, Patricia Langohr - The Rating Agencies and Their Credit Ratings_ What They Are, How They Work, and Why They are Relevant (The Wiley Finance Series) (2009), str. 2

¹¹ Sylla, R., A Historical Primer on the Business of Credit Ratings, The Role of Credit Reporting Systems in the International Economy. 2001., str.25

Sinclair (2005) navodi da se nakon financijske krize 1907. godine, potražnja za neovisne tržišne informacije povećala, posebice za neovisnu analizu kreditne sposobnosti izdavatelja obveznica.¹²

Rezultat takvih zahtjeva doveo je do na primjer izdavanja publikacije 1909. godine koja je bila usredotočena isključivo na željezničke obveznice koju je izdao financijski analitičar John Moody. Njegovi su rejtni postali prvi koji su bili široko objavljeni u pristupačnom formatu, a njegova je tvrtka prva naplatila pretplatu investitorima Alessi (2013.).¹³

Kako se navodi u povjesnici u publikaciji Moody'sa o rejtingu, sama publikacija je 1913. godine doživjela dvije značajne promjene: proširila je svoj fokus na industrijske tvrtke i komunalne službe, te je počela koristiti sustav ocjenjivanja putem slova. Prvi put su javni vrijednosni papiri ocijenjeni korištenjem sustava posuđenog od trgovačkih agencija za kreditni rejting, koristeći slova kojima se ukazuje na njihovu kreditnu sposobnost. Moody's History (2013).¹⁴

Na kraju povijesnog pregleda može se zaključiti kako su na temeljima koji su prikazani kroz poglavlje nastale tri bonitetne agencije pod kolokvijalnim nazivom Velika Trojka koje su započele redovito izdavati svoje ocjene: Poor's Publishing Company počela je izdavati ocjene 1916. godine, Standard Statistics Company 1922., i Fitch Publishing Company 1924. Alessi (2013).¹⁵

2.2. Definicija i značaj u društvu

Za početak trebamo definirati što je točno rejting agencija.

Prema Corporate Finance Institute definicija rejting agencije glasi 'Rejting agencija je kompanija koja procjenjuje financijsku snagu drugih kompanija i država, posebno njihovu sposobnost da podmire glavnice i kamate na svoje dugove. Ocjena dodijeljena određenom dugu pokazuje razinu povjerenja agencije da će dužnik ispuniti svoje dužničke obveze prema dogovoru.'¹⁶

Drugim riječima, rejting agencije pružaju informacije potencijalnim kreditorima o potencijalnim dužnicima. Tvrtka koja prikuplja informacije o dugovima pojedinaca i poduzeća, te dodjeljuje brojčanu vrijednost koja se naziva kreditna ocjena, koja označava kreditnu sposobnost zajmoprimca.

U razvijenim državama koje imaju jednako razvijena tržišta i mehanizme financiranja navedene informacije su neprocjenjive kreditorima koji na temelju njih donose odluku hoće li i pod kojim uvjetima nekoga kreditirati. Navedene informacije nisu besplatne nego ih rejting

¹² Sinclair, T., *The New Masters of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*. Ithaca, Cornell University Press, 2005, str.115

¹³ Langohr, H., Langohr, P., *The rating agencies and their credit ratings*, A John Wiley and sons, Ltd publication, 2008

¹⁴ Ibid.

¹⁵ Alessi, C., *The Credit Rating Controversy*. Campaign 2012., Council on Foreign Relations

¹⁶ Corporate Finance Institute, Rating Agency, , dostupno na <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/rating-agency/>, pristupio 14.01.2022.

agencije prodaju, dok se kroz vrijeme mijenjala strana koja navedene informacije plaća. Najčešće se daje informacija za obveznice, preferencijalne dionice i komercijalne papire.

Agencije možemo definirati i na malo drugačiji način. Bonitetna agencija ili agencija za kreditni rejting (Credit Rating Agencies - CRA), djelatnost koje se naziva i usluga ocjenjivanja, je tvrtka koja dodjeljuje kreditne rejtinge, čime ocjenjuju sposobnost dužnika da otplati dug pravodobnom otplatom glavnice i kamata, te vjerojatnošću neispunjavanja obveza. Agencija može ocjenjivati kreditnu sposobnost izdavatelja dužničkih obveza, dužničkih instrumenata, i u nekim slučajevima, servisera temeljnog duga, ali ne i pojedinačnih potrošača.

Langhor i Langhor u knjizi 'Agencije za kreditni rejting i njihov rezultat' (The Rating Agencies and their Credit Ratings) tvrde da agencije za kreditni rejting imaju jedinstvenu, doista važnu ulogu u prevladavanju informacijskih asimetrija koje su endemske za tržište kapitala. Plodovi njihovog rada imaju vrijednost i za izdavatelje, ulagače i regulatore, ali se ta vrijednost često pogrešno shvaća.¹⁷

Što se tiče kreditnog rejtinga, ne postoji neka točna definicija. Možemo ih navesti nekoliko.

Za američki SEC 'kreditni rejting odražava mišljenje rejting agencije na određeni datum o kreditnoj sposobnosti određene tvrtke, vrijednosnog papira ili obveze.'¹⁸, za Međunarodnu organizaciju - Komisija za vrijednosne papire (International Organization of Securities Commissions (IOSCO)) i Odbor europskih regulatora za vrijednosne papire 'Committee of European Securities Regulators (CESR)' kreditni rejting je 'mišljenje o kreditnoj sposobnosti subjekta, kreditnoj obvezi, dugu ili dužničkom vrijednosnom papiru ili izdavatelju takvih obveza, izraženo korištenjem utvrđenog i definiranog sustava rangiranja ...One nisu preporuka za kupnju, prodaju ili ne daju nikakvu sigurnost.' Prema tome kreditni rejting je samo mišljenje.¹⁹,-' za Europsku Komisiju (European Commission)

'Agencije za kreditni rejting daju mišljenja o kreditnoj sposobnosti pojedinog izdavatelja ili financijskog instrumenta. Drugim riječima, oni procjenjuju vjerojatnost da će izdavatelj ne ispuniti svoje financijske obveze općenito (ocjena izdavatelja) ili određeni dug ili vrijednosni papir s fiksnim prihodom (ocjena instrumenta)²⁰.

Također, na kraju, prema Zakonu o reformi američke agencije za kreditni rejting (US Credit Rating Agency Reform Act) iz 2006. 'Izraz 'kreditni rejting' označava procjenu kreditne sposobnosti obveznika kao subjekta ili u odnosu na određene vrijednosne papire ili instrumente na tržištu kapitala.'²¹

Izdavatelji vrijednosnih papira ili obveza mogu biti države, tvrtke, lokalne jedinice, neprofitne organizacije i subjekti posebne namjene. Kreditni rejting olakšava trgovanje vrijednosnim

¹⁷ Langohr H., Langohr P., The Rating Agencies and their Credit Ratings, John Wiley & Sons, Inc., 2009.

¹⁸ US Securities and Exchange Commission, Report on the role and function of credit rating agencies in the operation of the securities markets, 2003., str.5

¹⁹ Technical Committee of International Organization of Securities Commissions, 2004, Code of conduct fundamentals for credit rating agencies, December, OICV-IOSCO PD 180, 1–12, page 3, and The Committee of European Securities Regulators, 2005, March, CESR/05-139b, 1–93, str 12

²⁰ Komisija Europskih zajednica, 2005, Komunikacija Komisije o kreditnim rejting agencijama,2005/11990, 1–9, str 2

²¹ Langohr H., Langohr P., The Rating Agencies and their Credit Ratings, John Wiley & Sons, Inc., 2009., str 23

papirima na sekundarnom tržištu. To utječe na kamatnu stopu kao osiguranje za isplatu vrijednosnih papira, gdje viša ocjena dovodi do nižih kamatnih stopa. Pojedinačni potrošači nisu ocijenjeni kreditnim rejtingom, niti kreditnim agencijama, nego kreditnim uredima (koji se nazivaju i agencijama za izvještavanje potrošača ili kreditnim agencijama), koji izdaju kreditne bodove.

Dužnički instrumenti koje bonitetne agencije ocjenjuju uključuju korporativne i državne obveznice, obveznice lokalnih jedinica, povlaštene dionice i vrijednosne papire s kolateralom (government bonds, corporate bonds, CDs, municipal bonds, preferred stock, collateralized securities), kao što su vrijednosni papiri s hipotekom (mortgage-backed securities) i kolateralizirane dužničke obveze (collateralized debt obligations).

S druge strane, nije loše proučiti što sama industrija tj. same rejting agencija navode da je njihovo područje djelovanja. Najveće tri agencije, poznate kolokvijalno i kao 'velika trojka' su Fitch, Moodys i Standard & Poors i njihove definicije navode se redom:

'Fitchove kreditne ocjene daju mišljenje o relativnoj sposobnosti subjekta da ispuni financijske obveze... Ulagачi ih koriste kao pokazatelje vjerojatnosti povrata novca u skladu s uvjetima pod kojima su uložili... Ovisno o njihovoj primjeni, kreditne ocjene bave se referentnim mjerama vjerojatnosti neispunjavanja obveza, kao i relativnim očekivanjima gubitka u slučaju neizvršenja obveza.'²²

'Kreditni rejting Moody's je neovisno mišljenje o kreditnom riziku. To je procjena sposobnosti i spremnosti izdavatelja vrijednosnih papira s fiksnim prihodom da u potpunosti i pravodobno isplati iznose koji dospijevaju po vrijednosnom papiru tijekom njegovog vijeka trajanja.'²³

Kreditni rejting je mišljenje Standard & Poor's o općoj kreditnoj sposobnosti obveznika ili kreditnoj sposobnosti obveznika s obzirom na određeni dužnički vrijednosni papir ili drugu financijsku obvezu, temeljeno na relevantnim čimbenicima rizika.²⁴

Ono što se odmah može zamijetiti je različita definicija svake od najveće tri rejting agencije; Fitch spominje relativnu mogućnost da ispuni svoje financijsku obveze i fokusirani su na vjerojatnost stečaja, te na distinkciju između mogućnosti stečaja i potencijalnog gubitka za investitora.

Moodys je više fokusiran na neovisnost izraženog mišljenja koji je usmjereno na kreditni rizik i na volju dužnika da ispuni obveze. Standard & Poors je pak usmjeren na kreditnu sposobnost, neovisno da li se radi o samom izdavatelju obveznice ili obveznici i njihovo mišljenje je bazirano na relevantnim faktorima rizika.

Rad rejting agencija je povezan sa sukobima interesa u nekoliko područja.²⁵ Prvi problem koji navodi Partnoy je činjenica da su kreditne agencije plaćene od strane obveznika za rejting te

²² See Fitch Ratings, Fitch ratings definitions: Introductions to rating, Resource Library, 2007., 1–4, str 1.

²³ Moody's Investors Service, Guide to Moody's ratings, rating process, and rating practices, Report 87615, 1–48, 2004., str 9.

²⁴ Standard & Poor's, Corporate Ratings Criteria 1–119, 2005., str 8.

²⁵ Partnoy F., How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers. Research, 2006, San Diego Legal Studies Paper No. 07-46, dostupno na: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=900257, str 68

im je taj prihod ujedno najveći, ako ne i jedini prihod.²⁶ Također, poznato je da su članovi uprava nekih kreditnih agencija, također bili u upravi kompanija kojima su dodijelili rejting (primjerice, Moody's i WorldCom).²⁷ Unatoč tome, agencije nisu bile pod pritiskom eliminirati takve sukobe. Sljedeći od sukoba su dodatne usluge koje nude rejting agencije koje nalikuju uslugama konzultantskih agencija.²⁸ Tako Moody's, S&P i Fitch nude savjetovanje o upravljanju rizicima, usluge internog ocjenjivanja, te druge usluge koje im donose popriličan prihod.²⁹ Problem u ponudi dodatnih usluga rejting agencija je prividan pritisak plaćanja kako se izostanak takvih usluga ne bi negativno odrazio na krajnju ocjenu.³⁰ Isto tako, agencije su pod pritiskom davanja bolje ocjene ako je izdavatelj uzeo njihove konzultantske usluge koje su se pokazale lošim.³¹ Sljedeći problem vezan uz rejting agencije je izdavanje neželjenih rejtinga, odnosno '*unsolicited ratings*'.³² Neželjeni rejting je rejting koji agencije dodjeljuju subjektima bez njihovog zahtjeva pomoću javno dostupnih informacija.³³ Istraživanja pokazuju da takav oblik rejtinga ne mora nužno dovesti do negativnog utjecaja na kotiranje subjekta na tržištu, čak štoviše u većini slučajeva ni nema utjecaja.³⁴

Unatoč tome, uz neželjeni rejting je povezano nekoliko slučajeva. Tako je 1993. školski okrug Jefferson izdao nove obveznice te angažirao S&P umjesto Moody's (kojeg su angažirali u prethodnim slučajevima) nakon čega je Moody's izdao negativan rejting na obveznice.³⁵ Okrug je zatim tužio Moody's zbog pada vrijednosti obveznica, no sud je odbacio tužbu.³⁶

Neovisno o razlikama, kod sve tri najveće agencije fokus je na tome da u načelu daju mišljenje o tome da li će izdavatelj vrijednosnog papira platiti na vrijeme, i u cijelosti. Znači rejting agencije se bave vjerojatnošću stečaja i to na način da vjerojatnost stečaja ocjenjuju tako da ih stave na ljestvicu od najmanje vjerojatnosti, sve do najveće vjerojatnosti.

Iako postoje brojne agencije za ocjenjivanje, tri glavne koje se obično navode su: Moody's, Standard & Poor's (S&P) i Fitch. Te agencije dodjeljuju kreditne rejtinge izdavateljima dužničkih obveza ili obveznicama, uz određene dužničke instrumente koje izdaju ta društva. Izdavatelji duga mogu biti tvrtke, neprofitne organizacije ili državne i lokalne vlasti.

²⁶ Ibid.

²⁷ Ibid. str 69

²⁸ Ibid.

²⁹ Ibid. str 70

³⁰ Ibid.

³¹ Ibid.

³² Poon P.H.W., Are unsolicited credit ratings biased downward?, Lingnan University, Hong Kong, Journal of Banking & Finance, 2003, str 326

³³ Ibid.

³⁴ Ibid. str 337

³⁵ Partnoy F., How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers. Research, 2006, San Diego Legal Studies Paper No. 07-46, dostupno na:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=900257, 72

³⁶ Ibid.

2.3. Najveće rejting agencije

2.3.1. Fitch Ratings

John Knowles Fitch osnovao je Fitch Publishing Company 1913. godine, pružajući financijsku statistiku za potrebe investicijske industrije putem izdanja 'Fitch Stock and Bond Manual' i 'The Fitch Bond Book'.

Fitch je 1924. godine uveo sustav AAA do D koji je postao temelj za ocjenjivanje u cijeloj industriji. S namjerom da postane globalna agencija za rejting s potpunom uslugom, krajem 1990-ih Fitch se spojio s IBCA (international credit-rating agency) iz Londona, podružnicom francuskog holdinga Fimalac, S.A.³⁷ Fitch je 1975. godine bila prva rejting agencija koja je priznata od strane Komisije za vrijednosne papire (SEC) kao nacionalna statistička rejting organizaciju.³⁸

Fitch je također preuzeo tržišne konkurente Thomson BankWatch i Duff & Phelps Credit Ratings Co. Počevši od 2004. godine, Fitch je počeo razvijati poslovne podružnice specijalizirane za upravljanje rizicima u poduzećima, podatkovne usluge i financije, uz stjecanje kanadske tvrtke, Algorithmics, i stvaranje Fitch Solutions i Fitch Training.

Pri analizi kreditnog rejtinga vlade, Fitch se koristi 'čimbenicima makroekonomske politike, učinak, strukturne značajke ekonomije, javne financije i vanjske financije'.³⁹

2.3.2. Standard & Poor's

Henry Varnum Poor 1860. godine je objavio 'Povijest željeznica i kanala u Sjedinjenim Američkim Državama' (History of Railroads and Canals in the United States), koja je predstavljala preteču analize i izvješćivanja o tržištu vrijednosnih papira koja će se razviti tijekom sljedećeg stoljeća. Smatrao je da je 'investitorovo pravo znati'.⁴⁰ Standardna statistika formirana je 1906. godine, u kojoj su objavljene korporativne obveznice, državne obveznice i ocjene lokalnih obveznica. Standard Statistics se spojio s tvrtkom Poor's Publishing 1941. kako bi formirao Standard and Poor's Corporation, koju je 1966. kupio McGraw-Hill Companies, Inc. u kojem obliku je i danas.⁴¹ Prvotne procjene su izvršene 1920.-ih godina pomoću podataka dostupnih javnosti.⁴²

³⁷ F. Marc de Lacharrière (Fimalac) S.A., preko svojih podružnica, pruža financijske usluge prvenstveno u Francuskoj, SAD-u, Ujedinjenom Kraljevstvu

³⁸ Bajo A., Penava J., Kreditne rejting agencije i kreditni rejting države, Financije, dostupno na: https://www.researchgate.net/publication/280224739_Kreditne_rejting_agencije_i_kreditni_rejting_drzave str 50

³⁹ Bach, S., Financijska kriza i kreditni rejtinzi država, 2014. str 13

⁴⁰ Bajo A., Penava J., Kreditne rejting agencije i kreditni rejting države, Financije, dostupno na: https://www.researchgate.net/publication/280224739_Kreditne_rejting_agencije_i_kreditni_rejting_drzave

⁴¹ Bach, S., Financijska kriza i kreditni rejtinzi država, 2014.

⁴² Bach, S.

Standard and Poor's je postao najpoznatiji po indeksima kao što je S&P 500 ; najpoznatiji burzovni indeks i alat za analizu investitorima i donošenje odluka, te američki ekonomski pokazatelj, uz još nekoliko drugih. S&P ima preko 700 analitičara te producira više od trećine sveukupne zarade McGraw Hill.⁴³ Agencija ima svoje podružnice u dvadeset i šest država u svijetu.⁴⁴

Ključni čimbenici ocjene kreditnog rejtinga vlade Standard & Poor's su politički rizik odnosno 'stabilnosti i legitimnost političkih institucija, sudjelovanje u političkim procesima, nasljeđivanje vodstva, transparentnost u donošenju ekonomskih odluka i utvrđivanju ciljeva, državna sigurnost te geopolitički rizik'.⁴⁵ Sljedeća skupina čimbenika je ekonomska struktura i dohodak s ekonomskim napretkom, raznovrsnost te stupanj prijelaza gospodarstva prema tržišnome, nejednakosti dohotka, nejednakost.⁴⁶ Nadalje, predviđanja gospodarskog rasta, fiskalna prilagodljivost, teret duga opće države, *off shore* i potencijalne obveze, monetarna prilagodljivost, vanjska likvidnost te teret vanjskog duga.⁴⁷

Standard and Poor's je bio predmet kritika jer nisu predvidjeli bankrote banaka ni vlada kojima su davali poprilično visoke rejtinge.⁴⁸

Svaka agencija ima vlastite modele po kojima ocjenjuje bonitet tvrtke, što izravno utječe na stopu koju će tvrtka koja ih izdaje ponuditi kupcima obveznica po izdavanju.

2.3.3. Moody's Investors Service

John Moody i suradnici prvi su objavili priručnik 'Moody's Manual' 1900. godine. U priručniku su objavljene osnovne statistike i opće informacije o dionicama i obveznicama raznih industrija. Od 1903. do pada tržišta dionica 1907. godine, 'Moody's Manual' bio je nacionalna publikacija.⁴⁹

⁴³ Michael Kunczik Globalization: News media, images of nations and the flow of international capital with special reference to the role of rating agencies, str. 16, 2000

⁴⁴ Bajo A., Penava J., Kreditne rejting agencije i kreditni rejting države, Financije, dostupno na: https://www.researchgate.net/publication/280224739_Kreditne_rejting_agencije_i_kreditni_rejting_drzave str 49

⁴⁵ Ibid.

⁴⁶ Ibid.

⁴⁷ Bach, S.

⁴⁸ Bajo A., Penava J., Kreditne rejting agencije i kreditni rejting države, Financije, dostupno na: https://www.researchgate.net/publication/280224739_Kreditne_rejting_agencije_i_kreditni_rejting_drzave str 49

⁴⁹ Langohr H.M. and Langohr P., The Rating Agencies and their Credit Ratings, John Wiley & Sons, Inc., March 2009

3. KREDITNI REJTING I RAZVOJ PROBLEMATIKE

Godine 1909. Moody je počeo objavljivati analizu ulaganja u željezničke tvrtke ('Moody's Analyses of Railroad Investments'), koji je dodao analitičke podatke o vrijednosti vrijednosnih papira. Proširenje ove ideje dovelo je do stvaranja Moody's Investors Service 1914. godine, koji će u sljedećih 10-ak godina davati ocjene za gotovo sva tržišta državnih obveznica u to vrijeme. Tako je između 1919. i 1929. godine Moody's određivao rejting državnih obveznica koje su izdale strane vlade.⁵⁰ Do 1970-ih Moody's je ocjenjivao komercijalne papire i bankovne depozite, postajući ovlaštena rejting agencija koja je to i danas.⁵¹ 2012. godine se kredibilitet Moody's stavio pod upitnik zbog mogućeg postojanja sukoba interesa same uprave u kojoj su bili čelnici krovnih korporacija SAD-a industrija poput naftne i farmaceutske te bankarskog sektora.⁵² Zanimljivo je da su 2010. godine dionice Moody's-a označene kao jedne od tri dionica koje treba izbjeći.⁵³ Moody's se tijekom prosudbe kreditnog rejtinga vlade vodi ključnim čimbenicima poput 'ekonomske snage, institucijske snage, financijske snage vlade, osjetljivosti na rizik događaja'.⁵⁴

3.1. Ekonomski razvoj i rast tržišta obveznica

Industrija rejtinga u Sjedinjenim Američkim Državama brzo je rasla i konsolidirala se nakon usvajanja pravnog okvira (Glass-Steagall act) iz 1933. i odvajanja poslovanja s vrijednosnim papirima od bankarstva.⁵⁵

Kako je tržište raslo izvan i iznad tradicionalnih investicijskih bankarskih institucija, novi su investitori ponovno pozvali na veću transparentnost, što je dovelo do donošenja novih zakona o obveznom objavljivanju za izdavatelje i osnivanja Komisije za vrijednosne papire (Securities and Exchange Commission - SEC).

Regulativa kojom se bankama zabranjuje ulaganje u obveznice koje određuju 'priznati priručnici za ocjenjivanje' (recognized rating manuals), koji su bili prethodnici agencija za kreditni rejting, kao 'spekulativne investicijske vrijednosnice' (speculative investment securities – 'junk bonds', ili bezvrijedne obveznice u modernoj terminologiji) uvedena je 1936. godine. Američkim bankama bilo je dopušteno držati samo obveznice 'investicijskog razreda' (investment grade bonds), a ocjene Fitcha, Moody'sa, Poor'sa i Standarda zakonski su odredile

⁵⁰ Bach., S., Financijska kriza i kreditni rejtingi država

⁵¹ Herwig Langohr, Patricia Langohr - The Rating Agencies and Their Credit Ratings_ What They Are, How They Work, and Why They are Relevant (The Wiley Finance Series) (2009),

⁵² Bajo A., Penava J., Kreditne rejting agencije i kreditni rejting države, Financije, dostupno na: https://www.researchgate.net/publication/280224739_Kreditne_rejting_agencije_i_kreditni_rejting_drzave str 49

⁵³ Ibid.

⁵⁴ Bach., S., Financijska kriza i kreditni rejtingi država

⁵⁵ The New Masters of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness. Ithaca, New York: Cornell University Press. p. 26. ISBN 978-0801474910.

koje su koje obveznice. U narednim desetljećima državni regulatori osiguranja odobrili su slične zahtjeve.⁵⁶

Počevši od 1970. godine, industrija kreditnih rejtinga počela se mijenjati tako da je počela usvajati neke važne promjene i inovacije. Prethodno su se investitori upisivali u publikacije svake agencije za ocjenjivanje, dok izdavatelji nisu plaćali nikakve naknade za obavljanje prijeko potrebnih istraživanja i analiza koje su bile uobičajeni dio izrade objavljenih kreditnih rejtinga.

Kao industrija, agencije za kreditni rejting počele su uočavati i priznavati da su objektivni kreditni rejtinzi značajno pomogli izdavateljima: olakšali su im pristup kapitalu, povećali vrijednost izdavatelja vrijednosnih papira na tržištu i smanjili troškove dobivanja kapitala kroz niže kamatne stope. Širenje i složenost na tržištima kapitala, u kombinaciji s rastućom potražnjom za statističkim i analitičkim uslugama, doveli su do odluke na nivou cijele industrije da se usluge ocjenjivanja vrijednosnih papira počnu naplaćivati izdavateljima.

Od 1975. godine financijske institucije, kao što su komercijalne banke i posrednici u trgovanju vrijednosnim papirima, nastojale su ublažiti zakonske zahtjeve za količinom kapitala i likvidnošću koje je donijela Komisija za vrijednosne papire (Securities and Exchange Commission - SEC). Kao rezultat toga, osnovane su nacionalno priznate statističke organizacije za ocjenjivanje (nationally recognized statistical ratings organizations - NRSRO). Ulaganjem u vrijednosne papire financijske institucije mogu zadovoljiti svoje kapitalne zahtjeve dobivanjem povoljnih ocjena od jednog ili više NRSRO-a. Ta je naknada rezultat zahtjeva za registraciju povezanih s većom regulativom i nadzorom industrije kreditnog rejtinga od strane SEC-a. Povećana potražnja investitora i izdavatelja vrijednosnih papira za uslugama ocjenjivanja, u kombinaciji s povećanim regulatornim nadzorom, dovela je do rasta i širenja industrije kreditnog rejtinga.

Krajem šezdesetih i sedamdesetih godina prošlog stoljeća ocjene su proširene na komercijalne i bankovne depozite. Tijekom tog vremena, glavne agencije su promijenile svoj poslovni model tako što su počele naplaćivati izdavateljima obveznica kao i investitorima.⁵⁷

Razlozi za tu promjenu uključivali su rastući problem 'slobodnjaka' (neovisnih igrača) koja se odnosila na sve veću dostupnost jeftinih fotokopirnih uređaja i povećanu složenost financijskih tržišta. Bonitetne agencije dodale su u svojim sustavima ocjenjivanja razine ocjenjivanja. Fitch je 1973. godine dodao simbole plus i minus postojećem sustavu za ocjenjivanje slova. Sljedeće godine, Standard i Poor's su učinili isto, a Moody's je počeo koristiti brojeve za istu svrhu 1982.⁵⁸

⁵⁶ "The Credit Rating Agencies". *Journal of Economic Perspectives*. American Economic Association. 24 (2): 211–226. doi:10.1257/jep.24.2.211.

⁵⁷ Sinclair, Timothy J., *The New Masters of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*. Ithaca, New York: Cornell University Press. ISBN 978-0801474910. 2005.

⁵⁸ Cantor, Richard; Packer, Frank (Summer–Fall 1994). "The credit rating industry". *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*. Federal Reserve Bank of New York. pp. 1–26. ISSN 0147-6580.

Kraj Bretton Woods sustava 1971. godine doveo je do liberalizacije finansijskih propisa i globalne ekspanzije tržišta kapitala u 1970-im i 1980-im godinama.⁵⁹

Pravila Komisije za vrijednosne papire (Securities and Exchange Commission - CEC) 1975. godine počela su se eksplicitno pozivati na kreditne rejtinge.⁶⁰

Na primjer, komisija je promijenila svoje minimalne kapitalne zahtjeve za brokerske dilere, dopuštajući manje rezerve za obveznice višeg rejtinga; rejting bi vršile 'nacionalno priznate statističke organizacije za ocjenjivanje' (nationally recognized statistical ratings organizations - NRSRO). To se odnosilo na 'Veliku trojku'.⁶¹

Kasnije je u vrijeme Komisije za vrijednosne papire (Securities and Exchange Commission - SEC) identificirano deset agencija (kasnije šest, zbog konsolidacije) kao 'nacionalno priznate statističke organizacije za ocjenjivanje' (nationally recognized statistical ratings organizations - NRSRO).⁶²

Kako je broj izdavatelja obveznica koji pristupaju tržištu duga eksponencijalno rastao, kako u Sjedinjenim Državama, tako i u inozemstvu, tako su rasle i rejting agencije u veličini i profitabilnosti. Do 2009. godine svjetsko tržište obveznica (ukupni nepodmireni dug) dostiglo je procijenjenih 82,2 bilijuna dolara.⁶³

3.2. Propisi, zakonodavstvo i stečaj

Budući da velike agencije za kreditni rejting (Credit Rating Agencies CRA) djeluju na međunarodnoj razini, regulacija se odvija na nekoliko različitih razina. Kongres SAD-a usvojio je 'Zakon o reformi agencije za kreditni rejting' (Credit Rating Agency Reform Act) iz 2006. godine, koji je Komisiji za vrijednosne papire (Securities and Exchange Commission SEC) omogućio reguliranje unutarnjih procesa, vođenje evidencije i određene poslovne prakse agencije za kreditni rejting (Credit Rating Agencies CRA). 'Dodd-Frank Wall Street reforma i Zakon o zaštiti potrošača' (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) iz 2010. godine dodatno su povećali regulatorne ovlasti Komisiji za vrijednosne papire (Securities and Exchange Commission SEC), uključujući i zahtjev za objavljivanja metodologija kreditnog rejtinga.

⁵⁹ Sinclair, Timothy J. (2005). *The New Masters of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*. Ithaca, New York: Cornell University Press. ISBN 978-0801474910.

⁶⁰ Christopher Cox (26 September 2007). "The Role and Impact of Credit Rating Agencies on the Subprime Credit Markets". sec.gov. Securities and Exchange Commission.

⁶¹ Cantor, Richard; Packer, Frank (Summer–Fall 1994). "The credit rating industry" (PDF). Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review. Federal Reserve Bank of New York. p. 8. ISSN 0147-6580. Archived from the original(PDF) on 2011-04-29. When the phrase NRSRO was first used, the SEC was referring to the three agencies that had a national presence at that time, Moody's, Standard and Poor's and Fitch

⁶² "Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organization"(PDF). sec.gov. Securities and Exchange Commission. 2 February 2007.

⁶³ Outstanding World Bond Market Debt from the Bank for International Settlements via Asset Allocation Advisor. Original BIS data as of March 31, 2009; Asset Allocation Advisor compilation as of November 15, 2009.

Europska unija nikada nije donijela specifično ili sustavno zakonodavstvo niti je stvorila jedinstvenu agenciju odgovornu za regulaciju agencija za kreditni rejting (CRA). Postoji nekoliko direktiva EU-a, kao što je 'Direktiva o kapitalnim zahtjevima' (Capital Requirements Directive) iz 2006. godine, koja utječe na rejting agencije, njihovu poslovnu praksu i zahtjeve za objavljivanje. Za većinu direktiva i propisa odgovorno je Europsko tijelo za vrijednosne papire i tržišta (European Securities and Markets Authority).

Još od financijske krize i velike recesije od 2007. do 2009. godine, agencije za kreditni rejting su pod povećanim nadzorom i regulatornim pritiskom. Smatralo se da su bonitetne agencije davale ocjene koje su suviše pozitivne, što je dovelo do lošeg investiranja (malinvestment). Nova pravila u EU učinila su agencije za kreditni rejting (CRA) odgovornima za neodgovarajuće ili nemarno ocjenjivanje koje uzrokuje štetu investitoru.

Pojavile su se i tvrdnje da su regulatori pomogli u podupiranju skupine tvrtki (oligopola⁶⁴) u industriji kreditnog rejtinga, izrađujući pravila koja djeluju kao prepreke ulasku na navedeno tržište.

Kako bismo malo bolje razumjeli tematiku bilo bi dobro razjasniti što točno znači stečaj.

Najkraće rečeno, stečaj je nemogućnost ispunjavanja (plaćanja) obveza. Ako navedeno primijenimo na tržište obveznica, rizik neplaćanja o dospijeću može biti veliki ili mali, ali se nikada ne može garantirati za neku obveznicu da će biti isplaćena o dospijeću. Sama procjena vjerojatnosti rizika stečaja je naravno subjektivna ocjena i kao takva može biti bolja ili lošija.

Ako to pretočimo u brojke, godišnje u prosjeku 5,5% izdavatelja obveznica bankrotira, što može narasti i primjerice do 12%, kao što je bio slučaj u doba internetskog mjehura. Logično, da ne postoji bankrot, ne bi bilo ni potrebe za rejting agencijama.

Postoje tri slučaja u kojima se smatra da je došlo do stečaja:

1. Propuštena ili odgođena isplata kamate i/ili glavnice uključujući otplate s odgodom
2. Bankrot, administrativne ili pravne prepreke isplati kamata i/ili glavnice
3. Zamjena kod koje izdavatelj obveznice nudi vjerovniku novu obveznicu ili obveznice sa lošijim uvjetima od prošle obveznice koja je poništena ili izdavanje obveznice čiji je evidentni razlog izdavanja izbjegavanje stečaja

Pojava bilo kojeg od ova tri slučaja znači stečaj.

Kreditni rejtingi mjere izloženost dužnika potencijalnim financijskim problemima, a uz to navode i opcije u slučaju da se one zbilja i dogode.

Langohr i Langohr (2009) u definiranju stečaja daju svoje tumačenje da 'Agencije za kreditni rejting moraju procijeniti u kojoj mjeri loš učinak može dovesti do financijskih poteškoća. Oni procjenjuju vjerojatnost da će tvrtka s dobrim rezultatima pokušati odustati od svojih obveza

⁶⁴ Oligopol je tržišna struktura s malim brojem tvrtki, od kojih niti jedna ne može spriječiti druge da imaju značajan utjecaj. Omjer koncentracije mjeri tržišni udio najvećih tvrtki. Monopol je jedna tvrtka, duopol je dvije tvrtke, a oligopol je dvije ili više tvrtki. Ne postoji precizna gornja granica broja tvrtki u oligopolu, ali taj broj mora biti dovoljno nizak da djelovanje jedne tvrtke značajno utječe na druge.

i moraju ispravno procijeniti sposobnost i spremnost tvrtke u nevolji da privatno riješi svoje probleme s vjerovnicima ili podnese zahtjev za stečaj.⁶⁵

Rejting agencije moraju otkriti koje su to potencijalne posljedice za vjerovnike. Navedeno se među ostalim otkriva kroz provjeru resursa kompanije koja je u fokusu, koliko su otporne njene strukture i možda i najbitnija stvar, koliko je sposoban management.

3.3. Kreditni rejting

Ovdje se dolazi do možda ne najzanimljivijeg, ali barem najpoznatijeg dijela tematike ovoga rada – ocjene, tj. kreditni rejting. Ocjene su najkraće rečeno zapravo mišljenje rejting agencije u vezi sposobnosti dužnika.

Ocjene je prvi put uveo Moody 1909.⁶⁶ Nakon njega to su učinile i ostale agencije, te danas svaka od njih ima svoj način i simbole za ocjenjivanje. Potrebno je napraviti određenu distinkciju. Postoje odvojeni rejtingi za izdavače, dakle dužnike, te za određene instrumente.

Ako pogledamo prve navedene, Standard & Poors ih je definirao kao 'ne specifičnu za bilo koju određenu financijsku obvezu, jer ne uzima u obzir nijednu posebnu obvezu, nego pruža opću ocjenu kreditne sposobnosti poduzeća.'⁶⁷

Rejtingi za određene instrumente se bave samo s određenim instrumentom, te mogućnošću izdavatelja da ispoštuje dogovorene uvjete u vezi sa tim specifičnim instrumentom. U tom slučaju se kombinirano procjenjuje rizik stečaja i gubitak koji bi mogao biti prouzročen u tom slučaju. Sljedeće što je potrebno navesti su tri tipa mjerila kojima se koriste rejting agencije:

'U osnovi postoje tri vrste 'ljestvica' kreditnog rejtinga:

- temeljna redovna ljestvica, koju CRA koriste za pozicioniranje kreditne sposobnosti izdavatelja ili instrumenta
- kreditne razlike na financijskom tržištu, koje proizlaze iz odluka o ulaganju ulagača u obveznice i
- tržišno implicirane kreditne ocjene, koje su izvedene iz kombinacije matematičkog modeliranja ravnotežnih cijena arbitražnog kapitala i imovine izdavatelja, teorije vjerojatnosti i empirijskih zapažanja prošlih neispunjenja obveza.' Langhor i Langhor (2009)⁶⁸

⁶⁵ Herwig Langohr, Patricia Langohr - The Rating Agencies and Their Credit Ratings_ What They Are, How They Work, and Why They are Relevant (The Wiley Finance Series) (2009), str. 31

⁶⁶ Moody's Investors Service's website: <http://www.moodys.com>.

⁶⁷ Standard & Poor's, 2006, Corporate Ratings Criteria, 1–128, str. 9.

⁶⁸ Herwig Langohr, Patricia Langohr - The Rating Agencies and Their Credit Ratings_ What They Are, How They Work, and Why They are Relevant (The Wiley Finance Series) (2009), str. 43

Kreditni rejting, baš kao i osobni kreditni rejting, za svakoga tko je ikada podnio zahtjev za kredit, pokazuje koliko je vjerojatno da će tvrtka platiti kamate tijekom trajanja obveznice. U slučaju tvrtke, to također podrazumijeva naznake potencijalne tržišne vrijednosti obveznica tijekom njihovog životnog ciklusa, kao i sposobnost tvrtke da vrati glavnica kada obveznica dopiye u roku dopiyeća.

Svaka od tri glavne agencije ima malo drugačije ocjene, ali sva tri imaju raspone od takozvanih 'primes', koji su obično rezervirani za najčišće tvrtke ili američku vladu, do obveznica koje su u kašnjenju.

Kreditni rejting daje maloprodajnim i institucionalnim ulagačima informacije koje im pomažu u određivanju mogu li izdavatelji obveznica i drugih dužničkih instrumenata i vrijednosni papiri s fiksnim prihodom ispuniti svoje obveze. Prilikom izdavanja ocjene, agencije za kreditni rejting (credit rating agencies - CRA) pružaju objektivne analize i neovisne procjene tvrtki i zemalja koje izdaju takve vrijednosne papire, Finney (2021).⁶⁹

Države dobivaju kreditni rejting (sovereign credit ratings). Ova ocjena analizira opću kreditnu sposobnost zemlje ili strane vlade. Državni kreditni rejting uzima u obzir sveukupne gospodarske uvjete zemlje, uključujući obim stranih, javnih i privatnih ulaganja, transparentnost tržišta kapitala i devizne rezerve.

Za rejting države ocjenjuju se i politički uvjeti kao što su opća politička stabilnost i razina ekonomske stabilnosti koju će zemlja zadržati u vrijeme političke tranzicije. Institucionalni ulagači se oslanjaju na rejtinge država kako bi kvalificirali i kvantificirali opću atmosferu ulaganja kod određene zemlje. Državni rejting je često preduvjet koji institucionalni investitori koriste kako bi odredili hoće li dodatno razmotriti određene tvrtke, industrije i klase vrijednosnih papira izdanih u određenoj zemlji.

Kreditni rejting, rejting duga ili rejting obveznica izdaju se pojedinim poduzećima i određenim kategorijama pojedinačnih vrijednosnih papira, kao što su povlaštene dionice, korporativne obveznice i različite vrste državnih obveznica. Ocjene se mogu dodijeliti zasebno kratkoročnim i dugoročnim obvezama. Dugoročne ocjene analiziraju i procjenjuju sposobnost tvrtke da ispuni svoje obveze u pogledu svih izdanih vrijednosnih papira. Kratkoročne ocjene usredotočuju se na specifičnu sposobnost vrijednosnih papira za obavljanje posla s obzirom na trenutačno financijsko stanje i opće uvjete poslovanja industrije.

3.4. Ocjene kreditnog rejtinga

Koliko je za investitore važno revidirati kreditne rejtinge, to je još važnije za tvrtke. Ocjena utječe na tvrtku promjenom cijene (troškova) posuđivanja novca koristeći svoju bilancu. Učinak je viši trošak kapitala zbog većih kamatnih troškova, što dovodi do manje

⁶⁹ Finney Denise ' A Brief History Of Credit Rating Agencies' Investopedia, Laws & Regulations SEC & Regulatory Bodies, Updated May 13, 2021

profitabilnosti. To također utječe na način na koji tvrtka koristi kapital; iako se plaćene kamate često oporezuju različito od isplata dividendi, osnovna pretpostavka je da zajmoprimac očekuje veći povrat na posuđeni novac od troška kapitala.

Ocjene tijekom vremena također imaju značajne učinke na utrživost obveznica na sekundarnom tržištu, sposobnost poduzeća da se zadužuju na drugim tržištima, mogućnost izdavanja dionica, način na koji analitičari gledaju na razinu duga na svojoj bilanci te na veliki psihološki aspekt kako se tvrtka promatra.

Sama vrijednost informacije na tržištu ovisi o statističkoj procjeni vjerojatnosti stečaja. Azijska financijska kriza 1997., kriza u SAD-u 2001.-2002. i u Europi 2002.-2003. su situacije u kojima rejting agencije nisu adekvatno reagirale i prepoznale su problem u zadnjem trenutku.

Kreditni rejting je izraz mišljenja relativne kreditne snage izdavatelja instrumenta kroz njegov životni vijek. Za sve instrumente se koristi isti način dodjele rejtinga; neovisno da li se radi o korporativnim ili državnim obveznicama, financijskim institucijama ili o nečemu trećem.

Svaki kreditni analitičar ponudit će nešto drugačiji pristup ocjenjivanju kreditne sposobnosti tvrtke; međutim, kada se uspoređuju obveznice na ovim vrstama ljestvica, dobro je pogledati jesu li obveznice investicijske ili ne investicijske. To će pružiti osnovnu podlogu u jednostavnim, pravocrtnim uvjetima. To ne znači da su ocjene u investicijskim razredima sigurne ili da su ne investicijske ocjene nesigurne, investitor još treba istražiti pod-sektore unutar tih općih ocjena.

Ključno je zapamtiti da su to statične ocjene, budući da investitor početnik može napraviti dugoročne pretpostavke samo kroz razmatranje istih. Za mnoge tvrtke, ove ocjene su stalno u pokretu i podložne promjenama, pogotovo u težim ekonomskim vremenima kao što se u ekonomiji dogodilo 2008. godine. To obično nije dobar znak za tvrtku i ukazuje na smjer sljedeće promjene kreditne kvalitete.

Nažalost, put prema dolje mnogo je češći nego prema gore. To je djelomično posljedica načina na koji je sustav dizajniran. Potrebna je određena kvaliteta tvrtke za izdavanje obveznica kao dio njihove strukture kapitala, a tržište za investicijski razred povijesno je dominiralo ne investicijskim razredom. To onemogućava malim ili novim tvrtkama da ikada uđu na tržište obveznica i podvrgavaju povijesno veće tvrtke stalnom nadzoru.

Izvrstan primjer ovog puta je usporedba dvije vrlo različite tvrtke, General Motors i Microsoft. Ova dva školska primjera tvrtki koje se kreću u suprotnom smjeru. General Motors je prisutan još od početka 20. stoljeća, prošao je kroz mnoge ekonomske cikluse i koristio u velikoj mjeri dugove kao financijsku polugu u svojoj bilanci, kako bi povećao poslovanje u uzlaznim ekonomskim ciklusima i zadržao svoje poslovanje u silaznim ciklusima.

Dugoročni rejtinzi navedenih agencija podijeljeni su u dva osnovna razreda: investicijski i ne investicijski (spekulativni).

Fitch	Moody's	S&P	Opis	
Investicijski rejting				
AAA	Aaa	AAA	Najviša kreditna kvaliteta	
AA+	Aa1	AA+		
AA	Aa2	AA		
AA–	Aa3	AA–	Visoka kreditna kvaliteta	
A+	A1	A+		
A	A2	A		
A–	A3	A–	Iznadprosječna kreditna kvaliteta	
BBB+	Baa1	BBB+		
BBB	Baa2	BBB		
BBB–	Baa3	BBB–	Adekvatna kreditna kvaliteta	
Spekulativni rejting				
BB+	Ba1	BB+		Ispunjavanje obveza nije sigurno
BB	Ba2	BB		
BB–	Ba3	BB–		
B+	B1	B ⁷⁰⁺	Trenutačna sposobnost ispunjavanja obveza, rizik od neispunjavanja obveza u budućnosti	
B	B2	B		

⁷⁰ Web stranica Hrvatske Srednjske banke, dostupno na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/medunarodni-odnosi/kreditni-rejting>

B–	B3	B–	Velika vjerojatnost neispunjavanja obveza
CCC+	Caa1	CCC+	
CCC	Caa2	CCC	
CCC–	Caa3	CCC–	
CC	Ca	CC	
C	C	C	
DDD		D	Neispunjavanje obveza

Agencije Fitch Ratings i Standard & Poor's dugoročni rejting ocjenjuju ocjenama raspona od AAA do D. Sve kategorije osim AAA, CC, C i D kvantificirane su i predznakom plus ili minus, pri čemu se plus dodjeljuje najvišem rejtingu u kategoriji, a minus najnižem.

Dugoročni rejtingi agencije Moody's kreću se u rasponu od Aaa do C. Sve kategorije osim Aaa, Ca i C imaju dodane brojeve od jedan do tri. Broj jedan dodjeljuje se najvišem rejtingu u kategoriji, a broj tri najnižem.

Kada se spominje njihova uloga, govori se o četiri principa kojih bi se rejting agencije trebale pridržavati : njihovo postupanje mora biti neovisno i objektivno, sve informacije koje nisu javno objavljene trebaju biti povjerljive, nužno je povećati transparentnost i smanjiti asimetričnost informacija.

Pri dodjeli kreditnog rejtinga državama agencije, između ostalog, uzimaju u obzir:

- prihode i gospodarsku strukturu,
- očekivani gospodarski rast,
- monetarnu i fiskalnu fleksibilnost,
- vanjsku likvidnost,
- političke rizike,
- zaduženost javnog i privatnog sektora,
- zaduženost državnih tvrtki.

Svrha rejting agencija je ocijeniti vjerojatnost stečaja; ocjenjivanje izgleda da će određene obveznice postati bezvrijedne i nanijeti gubitak investitorima. Obzirom da su kompanije živi organizmi, rejting agencije moraju prilagoditi svoje metode i mehanizme stalnim promjenama

kojima su kompanije izložene. Značajne promjene se rijetko događaju potpuno arbitrarno. Kao i kompanije, i ocjene trebaju odražavati određen nivo stabilnosti. Neke imaju veću vjerojatnost bankrota, neke manju i ocjene trebaju odražavati upravo to.

Možemo razlikovati kratkoročne rejtinge koji se bave nadolazećom godinom, te dugoročne rejtinge koji uzimaju u obzir vremenski period od tri do pet godina. Iako se radi o različitom vremenskom periodu u oba slučaja se procjenjuje vjerojatnost stečaja u periodu na koji je izdana obveznica.

Načelno, kreditni rejtingi su podijeljeni u dva razreda – investicijski i ne investicijski razred. Granica koja ih dijeli, i koja je po mom mišljenju najspominjanija, je ona između rejtinga BBB i BB, gdje naravno rejting BB spada u ne investicijski razred, špekulativni, dok već rejting BBB spada u investicijski.

Osim ove podjele koja je najbitnija i najviše spominjana postoji i ona druga, a to je ona koja dijeli rejtinge koji su iako loši i dalje pozitivni, oni sa rejtingom CC, od onih koji su ispod navedenog rejtinga te označavaju stečaj.

Za primjer možemo pogledati na tablicu definicija koju koristi Standard & Poor's. Pored svake oznake koja označava određeni kreditni rejting je objašnjenje.

Tablica 1: Definicija rejtinga Standard & Poor's

Razred	Rejting	Komentar
Investicija	AAA	Najviša ocjena. Izuzetno jaka sposobnost za ispunjavanje financijskih obveza
	AA	Vrlo jaka sposobnost za ispunjavanje financijskih obveza
	A	Snažna sposobnost za ispunjavanje financijskih obveza, ali donekle osjetljiva na nepovoljne ekonomske uvjete i promjene okolnosti
	BBB	Odgovarajuća sposobnost za ispunjavanje financijskih obveza, ali više podložna nepovoljnim gospodarskim uvjetima
	BBB-	Sudionici na tržištu smatraju ga najnižom investicijskom ocjenom
Spekulativni	BB+	Sudionici na tržištu smatraju ga najvišom spekulativnom ocjenom
	BB	Manje ranjiv u kratkom roku, ali se suočava s velikim stalnim neizvjesnostima nepovoljni poslovni, financijski i gospodarski uvjeti
	B	Ranjiviji na nepovoljne poslovne, financijske i ekonomske uvjete ali trenutno ima kapacitet za ispunjavanje financijskih obveza
	CCC	Trenutno ranjiv i ovisan o povoljnim poslovnim, financijskim i ekonomskim uvjetima za ispunjavanje financijskih obveza
	CC	Vrlo ranjiv; zadana vrijednost još nije nastupila, ali se očekuje da će to biti virtualna sigurnost
	C	Trenutačno je vrlo osjetljiv na neplaćanje, a očekuje se da će konačni oporavak biti niži od onog za obveze s višim ocjenama
	D	Zakašnjenje plaćanja zbog financijske obveze ili kršenja imputiranog obećanja; također se koristi kada je podnesen zahtjev za stečaj ili poduzeta slična radnja

Izvor: Standard & Poor's rating scale, dostupno na: atlas-mag.net

Najviši rejting je razumljivo AAA, te on označava najmanji rizik od stečaja, dok je s druge strane najniži kreditni rejting C te on označava najveći rizik od stečaja.

Iako naravno postoje razlike između rejtinga, nigdje se eksplicitno ne spominje koliko je u stvari veća vjerojatnost da će instrument sa primjerice rejtingom B završiti u stečaju od onoga sa većim rejtingom, primjerice BB.

Gledajući primjerice period između 1980. i 2004. godine prosječni postotak obveznica koje su bile ocijenjene ocjenom koja spada u investicijski rejting, a koje su završile stečajem izdavatelja je bio mizernih 0,07%, dok je maksimalni postotak bio 1985. godine i iznosio je 0,49%.

Podatak koji ne bi trebao začuditi je da je preko 80% vrijednosti svih obveznica u investicijskom razredu, dodatno potpomognuto činjenicom da su velikim dijelom investitori subjekti koji ne vole riskirati ili kojima je na zakonom zabranjeno ulagati u instrumente koji se ne nalaze u investicijskom razredu.

Kada se govori o spekulativnim instrumentima, za jednako vremensko razdoblje od 1980. do 2004. prosječni postotak obveznica koje su završile stečajem je 3,85%, uz maksimalni postotak od 10.59% 1984. godine. Iako se na prvu ne bi tako činilo, i spekulativni, visokorizični instrumenti su imali svoje svijetle momente kada ih se tražilo u jednakoj mjeri kao što ih se nudilo; početak 1920. godina pa do Velike Depresije, i 1980. godine sa dolaskom brzorastućih tehnoloških kompanija koja su se brzo razvijale, te jednako brzo trebale novac.

Spekulativni instrumenti generalno privlače investitore koji očekuju visoke povrate, te raspolažu velikim količinama kapitala radi kojih i mogu diverzificirati portfelj i riskantnije ulagati.

Govoreći o načinu na koji se može izraziti rejtinge dolazimo do dva u suštini jednaka. Pomoću slova (alfanumeričkih znakova) kao što imamo slučaj kod Standard & Poor's (jedno), Fitch (dva) ili Moodys (tri), te brojki. Osim navedenog Standard and Poor's je uveo pozitivan i negativan predznak 1979. godine dok je Moody's uveo brojke 1, 2 i 3 1981. godine.

Uspoređujući sve tri najveće rejting agencije, svaki red kod svake agencije označava jednaki rank, tj. jednaki poredak u ocjenama za svaku agenciju. Tako uspoređujemo AAA za Standard & Poor's, također AAA za Fitch i Aaa za Moody's kao najbolje kreditne rejtinge, dok s druge strane kao najlošije rejtinge kod agencija Standard & Poor's i Fitch imamo rejtinge BB+, dok je ekvivalent kod Moody's Ba1. Važno za napomenuti je da su izračuni iza svake ocjene različiti od agencije do agencije. Za isti red rejtinga kod agencije Moody's je ukalkuliran potencijalni gubitak u slučaju stečaja, dok je kod Standard & Poor's mjerodavna samo mogućnost stečaja. Iz navedenog možemo zaključiti da ocjena u jednakom redu ne znači i jednaku mogućnost stečaja kod dvije različite agencije te ih je nezahvalno uspoređivati radi ranije spomenutog različitog načina izračuna u pozadini svake ocjene.

Većina vrijednosnih papira ima rejting od dvije ili više rejting agencija. U prosjeku manje od 2% vrijednosnih papira ima rejting ocjenu od samo jednog izdavatelja, tj. jedne rejting agencije, otprilike dvije trećine imaju rejting od strane dvije agencije, dok ugrubo trećina ima rejting od strane sve tri relevantne agencije.

Sa strane izdavatelja rejtinga govori se o tome da je Moody's agencija koja je izdala rejting u 99% slučajeva, Standard and Poor's 98%, dok je na začelju Fitch sa manje od 30%. Kompanije koje dobiju različite rejtinge od izdavatelja Moody's i Standard & Poor's će vrlo vjerojatno potražiti i treći rejting. Beattie i Searle (1992).⁷¹

Koja je svrha kreditnih rejtinga, koja je smisao u konačnici? Ako svedemo na novac, kreditni rejting koji ima određeni subjekt determinira kamatne stope, tj. cijenu zaduživanja tog subjekta.

Ono što se uvijek postavlja kao zanimljivo pitanje je da li je rejting agencija ta koja je primjerice sa snižavanjem rejtinga uzrokovala rast kamatnih stopa, ili je pak samo nagovijestila da će navedena kompanija imati poteškoća u budućnosti, te će kao takva novac moći pribavljati po višim kamatnim stopama iz razloga što postoje odrađeni loši financijski pokazatelji.

Uz to se veže važan pojam koji se naziva 'credit spread'. Također je bitno znati razliku između obećanog, očekivanog i potrebnog povrata kod obveznice. Kreditni spread je razlika između prinosa do dospijeaća i obveznice bez rizika stečaja jednake starosti. Navedeno se odnosi na sve dužničke instrumente.

Moody's Investors Service opisuje ocjenu Aaa Obveznice ...' s obzirom na ovu ocjenu smatraju se najvišom klasom ... Praktički sva takva izdanja ovise o cijenama o trenutnim stopama novca, a ne o fluktuacijama u moći zarade. Drugim riječima, njihov je položaj takav da na njihovu vrijednost ne utječu, niti je vjerojatno da će na nju utjecati bilo kakve normalne promjene u sposobnosti zarade željeznice, bilo na bolje ili na gore.¹⁷²

Sljedeći interesantan pojam je 'Očekivana frekvencija stečaja' ili EDF (Expected Default Frequency). Pojam najviše povezujemo s Oldrichom Vasicekom i godinom 1984. kada je izdao svoje poznato istraživanje o kreditnim izračunima. Ističe da 'kreditni rizik treba mjeriti u smislu vjerojatnosti i matematičkih očekivanja, a ne procjenjivati kvalitativnim ocjenama. Kada se izvodi na ovaj način, možemo se pozvati na model kreditne procjene.¹⁷³

Njegova metoda je bazirana na vrijednosti dionica izdavatelja. 'kreditna kategorija dodijeljena tvrtki na temelju uspješnosti njezina vlasničkog kapitala'¹⁷⁴ Metoda se svodi na vjerojatnost hoće li vrijednost kompanije biti dovoljna da pokrije iznos duga.

Moody's i S&P su držali rejting Enrona u investicijskom razredu sve do šest dana prije nego je objavio bankrot. Slično se dogodilo sa Worldcom kome su Moody's i S&P davali investicijski rejting do dva mjeseca pred bankrot. U srpnju 2007. rejting agencije su masovno počele spuštati rejtinge za obveznice bazirane na nekretninama koje su bile izdane samo godinu ranije i to radi u najmanju ruku sumnjivog ugovaranja kredita.

Ono što je potrebno za ispravan rejting su potpune i točne informacije te suradnja izdavatelja obveznica, a za što su rejting agencije navodile da nije bio slučaj i da su u najmanju ruku

⁷¹ Beattie V., and Searle S., 1992, Bond ratings and inter-rate agreement, Journal of International Securities Markets, Summer, Vol. 6, 167–172

⁷² Quoted from Moody's Investors Service, 2007, Moody's Rating Symbols & Definitions, March, str. 6.

⁷³ Vasicek, O.A., 1984. Credit valuation, White Paper: KMV Corporation, March 22, 1–16, str. 1.

⁷⁴ Cantor, R., Fons, J., Mann, C., Munves, D., and Viswanathan, J., 2005. An explanation of market implied ratings, Moody's Investors Service, November, SP1325, 1–19, str. 11.

dobivali pogrešne i nepotpune informacije, ako nećemo ići prema tome da su ih namjerno navodili na pogrešne zaključke i posljedično pogrešne rejtinge. S druge strane izdavatelji obveznica su se žalili da su rejting agencije imali svoj udio u situaciji u kojoj se dogodio pad rejtinga obveznica.

Neki poput Alcatelovog Serge Tchuruk su to opisali sintagmom 'vatrogasac piroman' (pyromaniac firemen), Vasicek (1984)⁷⁵ što je u konačnici rezultiralo pitanjima poput onih da li je možda slučaj da su izdavatelji obveznica suočeni s previše agencija koje im žele naplatiti naknadu za dodjeli rejtinga, ili se radi o tome da je na drugoj strani premalo agencija kako bi imali mogućnost birati s kojom će surađivati.

U priču su se uključili neki poput Odbora europskih regulatora za tržišta vrijednosnih papira (The Committee of European Securities Regulators) (CESR), Međunarodni monetarni fond (International Monetary Fund) (IMF), Međunarodne organizacije komisija za vrijednosne papire (The International Organization of Securities Commissions) (IOSCO), Komisija za vrijednosne papire (The Securities and Exchange Commission) (SEC), i Senat SAD (The US Senate). Rezultat je bio Credit Rating Agency Reform Act iz 2006. godine.

Regulatorna tijela su se odlučila uključiti u cijelu priču oko kreditnih rejtinga. Razlog za to je jer se barem donekle osjećaju odgovornim za kvalitetu informacija koje su dostupne investitorima i za stabilnost ukupnog financijskog sektora. Barem je nekoliko razloga za to; izdavatelji obveznica plaćaju rejting agencijama za rejtinge koje im oni izdaju, a brzina izmjene rejtinga nikada nije zadovoljavajući svima.

Primjerice ukoliko rejting agencije prebrzo spuste kreditni rejting navedeno će rezultirati dodatnim lošim posljedicama kako za dužnika (izdavatelja obveznice), tako i za investitore. S druge strane, što se zapravo češće događa ukoliko rejting agencije prekasno snize rejting događa se da je on snižen kada je izdavatelj obveznice praktički već u bankrotu.

Uz postojanje i poslovanje samih rejting agencija se postavlja nekoliko pitanja:

Pojavljuje li se oligopol u industriji kao nešto neizbježno?

Radi li se o nekim umjetnim barijerama koje bi trebalo preispitati i ukinuti ih?

Imaju li preveliku moć koju mogu koristiti na koji god način žele?

Na neki način se radi o prirodnoj koncentraciji. Nešto se pokušalo sa Zakonom o reformi kreditne agencije SAD-a (The US Credit Agency Reform Act) iz 2006. godine koji je strogo regulirao postupanje rejting agencija i uklonio određene umjetne prepreke, ali točan domet nije jednostavno utvrditi. Ono što je nit vodilja je da je glavna aktivnost rejting agencija ocjenjivati vjerojatnost stečaja u svijetu u kojem sve više i više vlada asimetrija informacija, kombinacija rivalstva sa prirodnom koncentracijom nekoliko velikih kompanija i ono što je najočitije, a to je da se utjecaj rejting agencija širi i da će se samo nastaviti širiti.

⁷⁵ Delaney, K.J., 2002. France Inc. is fuming at top rating agencies – Anger over downgrades is sign of new accountability; 'Search for a Scapegoat,' The Wall Street Journal Europe, November 20

Rejting agencije smanjuju distancu između vjerovnika i dužnika i to na način da zapravo ispunjavaju potrebe obje strana. Izdavatelji trebaju pristup financijskim sredstvima dok vjerovnike zanima koliko je kvalitetna njihova investicija. Ukoliko uspijemo zadovoljiti obje potrebe dolazimo do optimalne investicijske odluke s jedne strane, te do optimalne količine izdanih obveznica sa strane dužnika.

Obje strane rejting agencije gledaju kao svoje klijente te pokušavaju pomiriti naizgled nemoguće; točnost, pravodobnost, mogućnost usporedbe svih dostupnih informacija te stabilnost kroz vrijeme – ideal koji možda nije dostižan u potpunosti, ali je nešto čemu treba težiti. Prvotna funkcija, dakle „raison d'etre“ je objektivno mjerenje rizika izdavateljeve obveznice, te ukloniti asimetriju informacija oko ulaganja u iste. Jer asimetriju informacija uzrokuje činjenica da dvije strane kod navedenih ekonomskih transakcija nemaju pristup istim informacijama. Ovdje se javlja potreba za rejtingom kao mjerom vjerojatnosti rizika stečaja, što točniji rejting, manja je asimetrija informacija i veća vrijednost za klijente.

Sljedeća funkcija nakon otklanjanja asimetrije informacija je pružanje mogućnosti usporedbe različitih rizika koji se odnose na različita izdanja obveznica, a da pritom rejtinzi budu konzistentni jer je to nešto što su investitori spremni jako dobro platiti. Posljednja funkcija rejtinga je činjenica da rejting svim tržišnim sudionicima daje određenu referencu, nešto što je svima razumljivo. Nešto što je provjerljivo, svima dostupno, uključujući širu javnost, koji ako do tada nisu znali s čime se susreću, kada vide ocjenu svima je puno jasnije o čemu se radi.

Izdavatelj obveznice ima prilično jasnu motivaciju za dobivanjem kreditnog rejtinga. Cilj je pokazati se investitorima, biti prisutan na financijskom tržištu, a uz samo prisustvo pokazati da im se može vjerovati, te da ulaganja novca u njihove obveznice nije bacanje novca u vjetar.

Ovdje je dobro spomenuti da se rejting agencije susreću s raznim izdavateljima; kako onima koji izdaju obveznice s unaprijed određenim iznosom obveze koji su dužni podmiriti na određeni datum, te primjerice varijabilne kupone, osigurane od inflatornih utjecaja i kupone sa varijabilnim iznosima koji nemaju točno određen iznos ali imaju formulu po kojoj se iznos izračunava.

Za poduzeća prema Graham i Harvey (1993) 'najvažniji čimbenici koji utječu na politiku duga su održavanje financijske fleksibilnosti i dobar kreditni rejting'⁷⁶.

Treba napomenuti da sam proces dobivanja rejtinga nije jednostavan kao što možda izgleda na prvu. Radi se o dosta skupom procesu, direktno i indirektno. Ono što je svima vidljivo i znano je direktni trošak kroz plaćanje naknade rejting agenciji za samo izdavanje rejtinga, međutim, tome treba dodati i vrijeme koje je potrebno za dubinski nadzor izdavatelja što može biti problematično i sa strane povjerljivih informacija. Svaki poslovni subjekt za određene informacije ne bi volio da za njih zna bilo konkurencija, bilo šira javnost. Prilikom dubinskom nadzora kako kompanije, tako i njene uprave, srednjeg i nižeg managementa dolazi se do

⁷⁶ Graham, J.R., and Harvey, C., 1993. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field, *Journal of Financial Economics*, May, Vol. 60, Issue 2–3, 187–243

mnogih informacija koje nisu poznate na van, a niti samim zaposlenicima što također treba uzeti u obzir kao 'cijenu' rejtinga.

Nakon što izdavatelj dobije kreditni rejting otvoreno mu je tržište obveznica. Mogućnosti financiranja, tj. prikupljanja kapitala se šire i što se tiče geografskog tržišta, ročnosti obveznica, količine sredstava pa do same valute u kojoj mogu prikupljati sredstva. Brojka koja to potvrđuje je činjenica da kompanije koje imaju kreditni rejting imaju 35% veći dug od onih koje ga nemaju. Faulkender (2006).⁷⁷

Gledajući tržišnu utakmicu između konkurentskih kompanija, ona koja ima viši kreditni rejting ima niže troškove kapitala te je time, ako izostavimo sve ostale elemente u puno boljoj poziciji u odnosu na tržišnog konkurenta 'povoljnije širenje u odnosu na konkurenta' ('a tighter spread relative to a competitor.' Winter (2007)⁷⁸

Nekoć je možda bilo jednostavno doći do kapitala na primjerice tržištu Euroobveznica⁷⁹, no danas sa utjecajem globalizacije to više nije slučaj, poglavito ukoliko netko izvan SAD-a želi prikupiti kapital na tržištu SAD-a, na kojem nije moguće doći do kapitala bez kreditnog rejtinga.

Rejtinzi su prilično bitni kada se govori o kupnji obveznica od strane reguliranih investitora. Govoreći o tržištu SAD-a svaka obveznica koja je prodana na navedenom tržištu mora imati rejting od strane NRSRO-a . Na prvi pogled ovo se može činiti kao veliko ograničenje, ali u realnosti traženje rejtinga je nešto sasvim uobičajeno od strane izdavatelja, te nakon što izdavatelj dobije rejting omogućen mu je pristup puno većem broju investitora i u igri se pojavljuju iznosi koji uvelike premašuju investicije od 50 milijuna dolara.

Nabrojimo samo neke prednosti imanja kreditnog rejtinga: diverzifikacija izvora financiranja (mogućnost pristupa široj bazi investitora), mogućnost izdavanja obveznica sa duljim rokom dospijeca, veća financijska i strategijska fleksibilnost, niža cijena zaduživanja, povećana transparentnost, prepoznatljivost i kreditna moć na međunarodnim tržištima kapitala, veća pregovaračka moć.⁸⁰

Investitori značajno cijene drugi, tj. dodatni rejting. Značajna je razlika u cijeni kapitala za izdavatelje koji imaju rejting od (samo) jedne agencije, od onih koji imaju rejting od dvije, ili čak tri agencije.

Kako navodi Tompson (1990) 'izdanja obveznica s dva identična rejtinga imaju znatno manje prinose od izdanja koja tu ocjenu dobivaju samo od jedne rejting agencije.'⁸¹

⁷⁷ Faulkender, M., and Peterson, M., 2006, Does the source of capital affect capital structure?, Review of Financial Studies, Vol. 19, No. 14, 45–79, str. 45.

⁷⁸ John Winter, head of European investment banking at Barclays Capital, as quoted in Oakley, D., 2007, Ford bond a matter of timing, February 14, Financial Times, str. 41.

⁷⁹ Međunarodne obveznice koje su izdane u valuti različitoj od one od zemlje u kojoj je obveznica izdana, s tim da se pod zemljom izdanja računa zemlja u kojoj je banka koja je pomogla izdati obveznicu

⁸⁰ Morgan Stanley Credit Advisory Group, 2006, Pros and cons of obtaining credit ratings, Overview of the rating process, Overview of the credit rating process – Morgan Stanley's integrated rating advisory approach, December 12, 1–3

⁸¹ Tompson, G.R., and Vaz, P., 1990, Dual bond ratings: a test of the certification function of rating agencies, Financial Review, Vol. 25, No. 3, August, 457–471.

Razlog tomu je izgleda to da iako u suštini koriste iste informacije, svaka agencija ima svoj sistem vrednovanja određenih podataka, te daje u konačnici svoju subjektivnu ocjenu. Tako Ederington (1990) tumači 'Upravo ova subjektivnost navodi većinu korisnika da zahtijevaju drugu ocjenu... Budući da je bilo koja ocjena podložna pogrešci, obično se traži druga. Vrijednost druge ocjene, odnosno mišljenja, proizlazi prvenstveno iz činjenice da je neovisna o prvoj'⁸²

S činjenicom da investiranje postaje sve globalnije javlja se i potreba za informacijama u koje kompanije, ili čak države investirati. Naravno, uvijek je veći rizik investirati u inozemstvu nego kod kuće. Neke od investicijskih prilika su sljedeće: 'Veliki raspon ponude strukturiranih proizvoda kao što su vrijednosni papiri zaštićeni imovinom (Asset Backed Securities) (ABS), hipotekarni vrijednosni papiri (Mortgage Backed Securities) (MBS), osigurane obveze dugovanja (Collateralized Debt Obligations) (CDO) ili sekundarne/kolateralizirane obveze zajma (Collateralized Loan Obligations) (CLO), omogućuje investitorima da se izravno izlože i diverzificiraju se u rizik potrošača, rizik nekretnina, te izloženost ili upravljanu izloženost svim vrstama korporativnih rizika.'⁸³

Sa svakim dugom povezana je postojeća, ali nepoznata razina rizika od stečaja, te gubitka povezanih sa stečajem. Optimalan je onaj rejting koji nepristrano i efikasno procjenjuje taj rizik, i povezani gubitak. To je ono što investitori očekuju kako bi na temelju toga mogli donijeti kvalitetne odluke gdje investirati. Da rejtinzi nisu precizni mogla bi se dogoditi opasnost da investitori počnu na sve izdavatelje gledati jednako, i to na način da sve smatraju riskantnom investicijom.

Originalni rejtinzi iz 1909. su se odnosili na američke željezničke obveznice, dok u današnje vrijeme oni pokrivaju razne industrije, proizvode, zemlje, regije i valute. John Moody je 1909. izdao prvi rejting za željezničku obveznicu iako je tržište željezničkih obveznica postojalo već više od 50 godina. Do toga vremena investicijski bankari su 'garantirali' svojom reputacijom za kvalitetu obveznica koje su izbacivali na tržište. Tržište se širilo, a sve veći broj investitora je htio imati pristup originalnim informacijama, to jest, imati informacije koje su do tada dobivali iz druge ruke, od investicijskih bankara. Moodys je uspio udovoljiti navedenoj potrebi i to na način da je spojio funkcije koje su do tada obavljali investicijski bankari, agencije za kreditni rejting i financijski novinari. Broj instrumenata koji su dobili rejting se proširio od inicijalnih obveznica na bankovne depozite, strukturirane financijski instrumente, kredite i komercijalne papire. Također, rejtinge su počeli dijeliti na kratkoročne i dugoročne.

Langohr i Langohr (2009) daju pojašnjenje 'različite vrste rejtinga kombinacija su izdavatelja (npr. korporativni (veliki i MSP) nasuprot državnih nasuprot općinskih, nasuprot strukturiranih financija), instrumenta (npr. obveznice, komercijalni zapisi, zajmovi), zemlje izdavatelja i ciljana tržište izdanja (domaće ili međunarodno)'.⁸⁴

⁸² Ederington, L.H., 1986, Why split ratings occur, Financial Management, Spring, Vol. 15, Issue 1, 37–47, str.46

⁸³ Herwig Langohr, Patricia Langohr - The Rating Agencies and Their Credit Ratings_ What They Are, How They Work, and Why They are Relevant (The Wiley Finance Series) (2009), str. 103

⁸⁴ Herwig Langohr, Patricia Langohr - The Rating Agencies and Their Credit Ratings_ What They Are, How They Work, and Why They are Relevant (The Wiley Finance Series) (2009), str. 126

3.5. Kreditni rejting država

Suverene države, tj. vlade država nastoje dobiti kreditni rejting kako bi omogućili kako sebi, tako i kompanijama koje posluju na njezinom teritoriju pristup međunarodnim tržištima kapitala. Krenuvši sa 1927. godinom Standard Statistics i Poor's Ratings su bile prve agencije koje su državama dodijelile rejting, ocijenivši vjerojatnost stečaja. Sve do 1975. primjerice za Standard & Poors radilo se o samo dvije države, SAD i Kanada. Broj je sporo rastao i primjerice 1975. se radilo o 18 država, brojka koja se nije mijenjala do 1988.

Ono što se tada dogodilo je da su iako države ciljale najbolji (AAA) rejting, neke jake ekonomije su izgubile tu ocjenu. Kako se nije dogodilo ništa pretjerano negativno, sve više država je prihvatilo dobiti rejting, iako on ne bi bio najviši mogući, te se tako priključilo tržištima kapitala van vlastitih granica. Trenutna brojka je nešto više od 200 država koje imaju kreditni rejting čime su pokrivena gotovo sve članice UN-a.

Kompanije u državama s višim rejtingom i same mogu dobiti jednako visoki rejting čime dolaze do jeftinog zaduživanja; padom rejtinga države ne pada nužno i rejting kompanija unutar njezinih granica, ali može biti naznaka kretanja cjelokupne ekonomije.

Geografska lokacija je od velikog utjecaja na vjerojatnost stečaja, a i oporavka u slučaju stečaja. Radi se o zbilja značajnoj stavki kod određivanja rejtinga; infrastruktura svake pojedine države i kvaliteta privatnog i javnog sektora je od velikog utjecaja na kreditnu sposobnost izdavatelja vrijednosnih papira i mogućnost vraćanja dugova. Pod geografsku lokaciju uzimamo regije, tako da kao najznačajnije jasno imamo SAD, Japan, Europu...

Trgovina se na tim tržištima ne odvija na nekom centraliziranom mjestu nego na takozvanom 'over-the-counter (OTC) market' tržištu. Radi se u biti o određenom broju brokera i dilera koji trguju obveznicama širom svijeta. Doduše, određeni broj obveznica je predmet trgovanja na njujorškoj burzi (New York Stock Exchange) (NYSE) i Američkoj burzi (American Stock Exchange) (AMEX), ali se radi o jako malom obujmu.

Promatrajući Europu, oduvijek se radilo o prilično malom tržištu u usporedbi s SAD-om, jer u Europi tradicionalno dominira financiranje putem banaka. Kompanije koje su bile zainteresirane za dobivanje rejtinga su to najčešće činile radi toga što su planirale prikupiti sredstva na tržištu obveznica SAD-a. Naravno, značajni impuls je bio i uvođenje zajedničke valute (Euro 1999. godine), te naknadnim smanjivanjem cijene izdavanja obveznica u Euru kroz Europsku ekonomsku i monetarnu uniju u usporedbi sa cijenama obveznica u valutama država članica. Navedeno je povećalo likvidnost obzirom da je nestao valutni rizik, a i obveznice su postale interesantne i investitorima van Europske Unije. Radi se o mirovinskim fondovima, osiguravajućim društvima, bankama, zajedničkim fondovima.

3.6. Proces dobivanja kreditnog rejtinga

Tržišta zemalja u razvoju su već početkom '90.-ih došla do razine kada je financiranje putem obveznica po veličini preteklo financiranje putem banaka čime je jasno porasla potreba za kreditnim rejtingima. Samo proces davanja i održavanja rejtinga teče na način utvrđen još 1970.-ih i uvođenja naknada za izdavatelje. Najkraće rečeno, analitičar iz rejting agencije priprema procjenu u suradnji sa analitičarom izdavatelja. Vijeće rejting agencije odlučuje hoće li odobriti procijenjeni rejting. Navedeno se odlučuje većinom glasova. Kada je rejting potvrđen, javno se objavljuje uz naplatu.

Dulja verzija cijelog procesa je sljedeća: prije izdavanja obveznice izdavatelj uobičajeno kontaktira rejting agenciju. Neke od uobičajenih pitanja su trajanje i proces dobivanja rejtinga, cijena te tajnost podataka tokom i nakon cijelog procesa.

Standard & Poor's (1998) navodi sljedeće : 'pravilna procjena razina zaštite duga zahtijeva širi okvir, koji uključuje temeljit pregled poslovnih temelja, uključujući prosudbe o konkurentskoj poziciji tvrtke i ocjenu menadžmenta i njegovih strategija.'⁸⁵, a Mahoney (2002) navodi da 'rejtinge treba shvatiti kao profesionalna kreditna mišljenja koja gledaju dalje od dnevnih vijesti kako bi pružili mnogo stabilniji signal od tržišnog mehanizma.'⁸⁶

Informacije koje su u startu cijelog procesa očekuju od izdavatelja obveznice su sljedeće : informacije o poziciji kompanije unutar pripadajuće industrije kao i informacije o navedenoj industriji, poslovni plan, ažurirani opis poslovanja, revidirana poslovna izvješća za zadnjih pet godina, privremena izvješća za zadnjih nekoliko kvartala.

Sljedeći na radu su sastanci s upravom. Prema Standard & Poor's 'ključno u pomaganju u postizanju uravnotežene procjene okolnosti i izgleda tvrtke. Svrha njih je detaljan pregled ključnih operativnih i financijskih planova tvrtke, politike upravljanja i drugih kreditnih čimbenika koji utječu na ocjenu.'⁸⁷

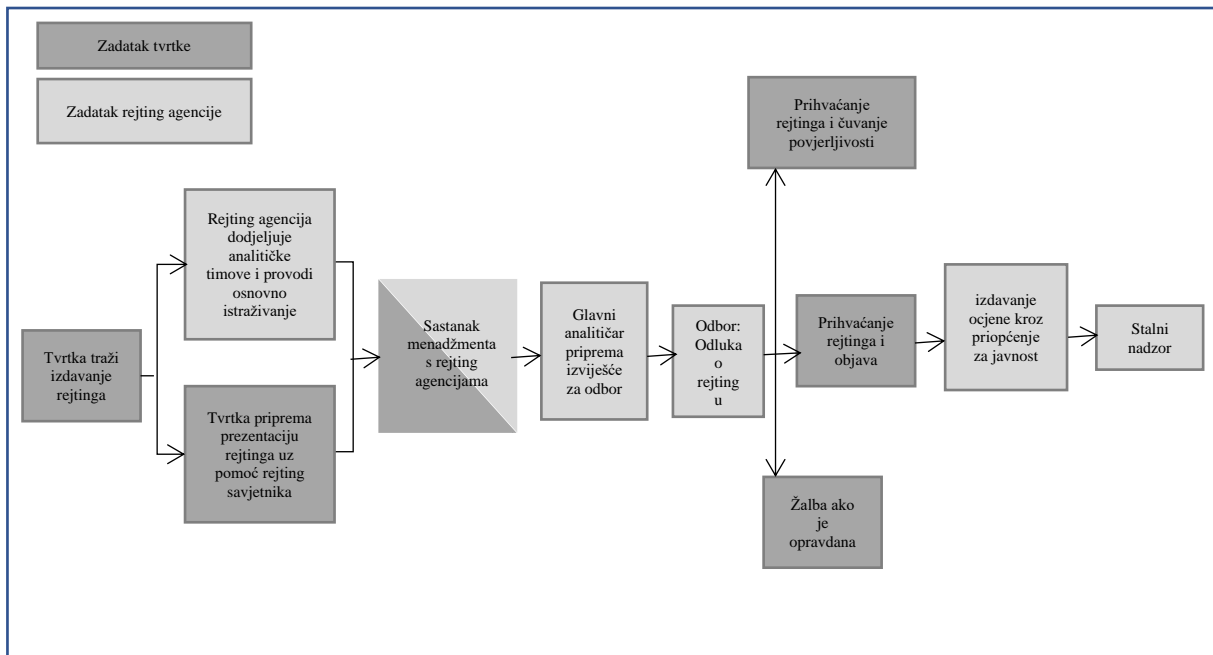
Na slijedećoj slici niže jasno se može vidjeti kako izgleda proces dobivanja kreditnog rejtinga.

⁸⁵ Standard & Poor's, 1998. Corporate Credit Ratings: a Guide, str. 4

⁸⁶ Mahoney, C., 2002. The bond rating process in a changing environment, Special Comment: Moody's Investors Service, January, Report: 73741, 1-4, str. 3.

⁸⁷ Standard & Poor's, 2005. Corporate Ratings Criteria, 1-119, str. 15-18.

Slika 1. Shematski prikaz procesa dobivanja kreditnog rejtinga.



Izvor: Morgan Stanley Credit Advisory Group ⁸⁸

Često u samom procesu sudjeluje i investicijska banka kao posrednik angažiran od strane izdavatelja obveznice, kako bi osigurala što je moguće bolji rejting. Istraživanje se provodi sa ciljem procjene vjerojatnosti stečaja.

Važnu ulogu ovdje zauzima vijeće pred kojim vodeći analitičar mora braniti predloženi rejting. Sam rejting se izglasava većinom glasova članova vijeća i označava vjerojatnost da će izdavatelj obveznice ispuniti svoje financijske obveze. Glasanje je javno i svi članovi vijeća preuzimaju odgovornost za njega. Odluku o dodjeljivanju rejtinga odmah priopćavaju izdavatelju i posredniku ukoliko je bio uključen. Izdavatelj će prije nego dopusti rejting agenciji objavljivanje rejtinga proći kroz izvješće kako bi se potvrdila ispravnost svih navedenih činjenica, te da slučajno ne sadrži neku povjerljivu informaciju koja je bila dostupna u svrhu dodjele rejtinga, ali nikako namijenjena za širu javnost.

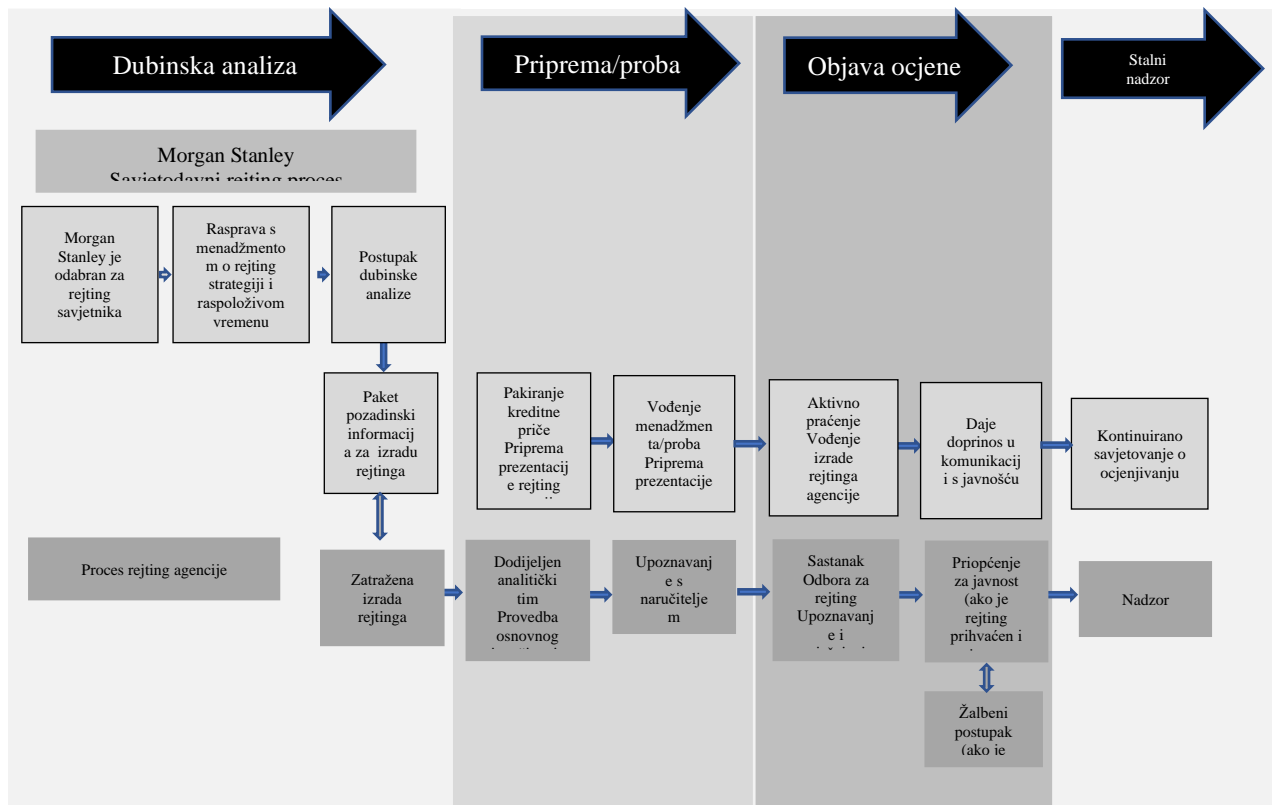
Izdavatelj se može usprotiviti dodijeljenom rejtingu ali takve situacije su rijetke: 'Međutim, agencije mogu oklijevati preispitati odluku osim ako izdavatelj ne predstavi nove materijalne informacije ili ukaže na oslanjanje CRA na netočne informacije'.⁸⁹

Nadalje, moguća je solucija i da ukoliko se izdavatelj snažno protivi rejtingu da on nikada ne bude objavljen radi povlačenja zahtjeva za dodjelom rejtinga.

⁸⁸ Morgan Stanley Credit Advisory Group, 2006, Pros and cons of obtaining credit ratings, Overview of the credit rating process – Morgan Stanley's integrated rating advisory approach, 1–3.

⁸⁹ Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, 2003. Report on the activities of credit rating agencies, September, OICV-IOSCO PD 153, 1–20, str. 5

Slika 2. Prednosti i nedostaci dobivanja kreditnog rejtinga



U vezi pitanja da je rejting od strane S&P i Mody's za Enron sve do četiri dana prije bankrota bio investicijski, te WorldCom tri mjeseca pred bankrot, odgovor agencija je uvijek taj da su dobivali pogrešne informacije od strane izdatelja, dok neke očito bitne informacije nisu dobivali uopće. Prilikom pripreme za dodjelu rejtinga, rejting agencije odrađuju fundamentalnu analizu vjerojatnosti stečaja, kao i vjerojatnosti oporavka u slučaju da se stečaj dogodi.

Analiza počinje sa poslovnom analizom koja uključuje detaljnu provjeru poslovnih operacija određene kompanije, projekcije novčanog toka i procjenu buduće financijske moći izdatelja.

Analiza sadrži dvije komponente; analizu poslovnog rizika i analizu financijskog rizika.

Analiza poslovnog rizika ovisi o riziku određene industrije, kao i o riziku države u kojoj kompanija posluje. Financijska analiza mjeri mogućnost kompanije da otplati dugove te da izdrži šokove.

Većina kreditnih rejtinga pokriva dužničke instrumente. Oni ne uključuju samo procjenu rizika bankrota nego i mogućnost oporavka u slučaju bankrota.

⁹⁰ Morgan Stanley Credit Advisory Group, 2006. Pros and cons of obtaining credit ratings, Overview of the credit rating process – Morgan Stanley's integrated rating advisory approach, December 12, 1–3.

⁹¹ Dering, J.M., Executive Vice President for Global Regulatory Affairs and Compliance – Moody's Corporation, 2005. Remarks to the American Enterprise Institute, September 27, 1–7, str. 5.

4. UTJECAJ NA GOSPODARSTVO I EKONOMSKU STABILNOST

Rejting agencije procjenjuju kreditni rizik određenih dužničkih vrijednosnih papira i subjekata zaduživanja. Na tržištu obveznica, rejting agencija osigurava neovisnu procjenu kreditne sposobnosti dužničkih vrijednosnih papira koje izdaju vlade i korporacije. Izdavatelji velikih obveznica dobivaju ocjene od jedne ili dvije velike tri rejting agencije. U Sjedinjenim Državama, agencije su odgovorne za gubitke koji proizlaze iz netočnih i lažnih ocjena.

Ocjene se koriste u strukturiranim financijskim transakcijama kao što su vrijednosni papiri osigurani imovinom, vrijednosni papiri s hipotekom i kolateralizirane dužničke obveze (asset-backed securities, mortgage-backed securities, and collateralized debt obligations). Agencije za ocjenjivanje se koncentriraju na vrstu udruženja na kojem se temelji sigurnost i predloženu strukturu kapitala kako bi ocijenila strukturirane financijske proizvode. Izdavatelji strukturiranih proizvoda plaćaju agencijama za ocjenjivanje da ih ne samo ocjenjuju, nego i da ih savjetuju o tome kako strukturirati transakcije.

Rejting agencije također daju ocjene neovisnim zajmoprimcima, koji su najveći zajmoprimci na većini financijskih tržišta. Državni zajmoprimci uključuju nacionalne vlade, državne vlade, lokalnu samoupravu i druge institucije koje podupiru državu. Neovisnu ocjenu rejtinga koje daju rejting agencije pokazuje sposobnost države da otplati svoj dug.

Ocjene pomažu vladama zemalja u nastajanju i zemalja u razvoju da izdaju obveznice domaćim i međunarodnim ulagačima. Vlade prodaju obveznice kako bi dobile sredstva od drugih vlada i institucija Bretton Woodsa kao što su Svjetska banka i Međunarodni monetarni fond.

4.1. Prednosti rejting agencija

Na razini potrošača, agencije koriste bonitetne ocjene za određivanje premije za rizik koji se naplaćuje na kredite i obveznice. Slab kreditni rejting pokazuje da kredit ima veću premiju rizika, što dovodi do povećanja kamata pravnim osobama s niskim kreditnim rejtingom. Dobar kreditni rejting omogućuje zajmoprimcima da jednostavno pozajmljuju novac na tržištu javnog duga ili od financijskih institucija po nižoj kamatnoj stopi.

Na korporativnoj razini, tvrtke koje planiraju izdati jamstvo moraju pronaći rejting agenciju koja bi ocijenila dug. Rejting agencije kao što su Moody's, Standards and Poor's i Fitch obavljaju uslugu ocjenjivanja uz naknadu. Investitori se oslanjaju na ocjene kako bi odlučili hoće li kupiti ili ne kupiti vrijednosne papire tvrtke.

Iako se ulagači mogu osloniti i na ocjene koje daju financijski posrednici i osiguravatelji, ocjene međunarodnih agencija smatraju se pouzdanijem i točnijim jer mogu pristupiti mnogim informacijama koje nisu javno dostupne.

Na razini zemlje investitori se oslanjaju na ocjene koje agencije za kreditni rejting daju kako bi donosile odluke o ulaganjima. Mnoge zemlje prodaju svoje vrijednosne papire na međunarodnom tržištu, a dobar kreditni rejting im može pomoći pristupiti investitorima

visoke vrijednosti. Povoljna ocjena može privući i druge oblike ulaganja poput izravnih stranih ulaganja u zemlju.

Osim toga, nizak kreditni rejting ili ispadanje zemlje iz visokog rejtinga u nisku ili nižu razinu ocjene mogu obeshrabriti investitore od kupnje obveznica ili izravnih ulaganja u zemlji. Na primjer, snižavanje ocjene Grčke, Portugala i Irske od strane S&P 2010. godine pogoršalo je europsku krizu državnog duga.

Kreditni rejting također pridonosi razvoju financijskih tržišta. Rejting agencije daju procjene rizika za različite subjekte, a to omogućuje investitorima da razumiju kreditni rizik različitih zajmoprimaca. Institucije i vladini subjekti mogu pristupiti kreditnim mogućnostima bez potrebe za dugim procjenama od strane svakog zajmodavca. Ocjene koje daju agencije za ocjenjivanje također služe kao mjerilo za regulaciju financijskog tržišta. Neki zakoni sada propisuju i zahtijevaju od određenih javnih institucija da drže obveznice investicijskog razreda, koje imaju rejting BBB ili više.

Prema ovlaštenom financijskom analitičaru Schmidtu⁹² u članku objavljenom u Investopediji 'institucionalni i individualni investitori oslanjaju se na agencije za ocjenjivanje obveznica i njihova detaljna istraživanja kako bi donijeli odluke o ulaganjima. Bonitetne agencije igraju ključnu ulogu u procesu ulaganja i mogu napraviti ili zaustaviti uspjeh tvrtke na primarnom i sekundarnom tržištu obveznica. Iako agencije za ocjenjivanje pružaju snažnu uslugu i vrijede naknade koje zarađuju, vrijednost takvih ocjena uvelike se nakon financijske krize 2008. dovodi u pitanje, a vrijeme i mišljenja agencija kritiziraju se kada se dramatično pogoršanje vrlo brzo vrati.'⁹³

Bilo koja dobra investicijska tvrtka, bez obzira radi li se o uzajamnom fondu, banci ili hedge fondu neće se oslanjati isključivo na rejting agencije za rejtinge obveznica i nadopunit će svoja istraživanja vlastitim istraživačkim organizacijskim cjelinama. Zbog toga je za pojedinog investitora važno ne samo propitivati početni rejting obveznica, nego često revidirati ocjene tijekom trajanja obveznice i stalno propitivati te ocjene.

4.2. Provođenje monetarne politike

Okvir monetarne politike HNB-a temelji se na održavanju stabilnosti nominalnog tečaja kune prema euru. Stabilan tečaj kune prema euru predstavlja tzv. nominalno sidro monetarne politike kojim HNB stabilizira inflacijska očekivanja, a naposljetku i inflaciju.

U većini zemalja osnovni je cilj monetarne politike održavanje stabilnosti cijena, no središnje banke ostvaruju taj cilj na različite načine. Okvir monetarne politike način je na koji središnja

⁹² Schmidt Michael, ovlašteno financijski analitičar i član odbora za rješavanje sporova regulatornog tijela za financijsku industriju (The Financial Industry Regulatory Authority – FINRA) s više od 20 godina iskustva na financijskom tržištu.

⁹³ SCHMIDT MICHAEL, When To Trust Bond Rating Agencies, Investopedija, Updated June 25, 2021
Dostupno na: <https://www.investopedia.com/articles/bonds/09/bond-rating-agencies.asp>, pristupio 14.01.2022.

banka instrumentima monetarne politike ostvaruje svoj cilj. Za svoj okvir provođenja monetarne politike središnje banke obično odabiru određenu varijablu na čiju razinu i/ili dinamiku kretanja mogu utjecati te preko nje posredno ostvarivati svoj osnovni cilj - održavanje stabilnosti cijena. Ta varijabla, primjerice, može biti kamatna stopa, nominalni tečaj ili neki monetarni agregat. U skladu s tim, okvir za provođenje monetarne politike može se temeljiti na tečajnom sidru, monetarnom sidru, ciljanju inflacije ili može biti mješovit.

Hrvatska narodna banka odabrala je stabilnost tečaja kune prema euru kao nominalno sidro monetarne politike. Održavanjem stabilnosti tečaja kune prema euru HNB posredno utječe na svoj temeljni cilj, a to je stabilnost cijena. S obzirom na visoku euroizaciju hrvatskoga bankovnog sustava, stabilnost tečaja jest alat kojim HNB održava i financijsku stabilnost, što sve skupa osigurava makroekonomsku stabilnost zemlje i očuvanje realne vrijednosti novčanih sredstava svih sektora gospodarstva.

4.3. Eurosustav

Hrvatska, budući je zemlja članica EU, bila je obvezna u svoje zakonodavstvo implementirati uredbu koja regulira rejting agencije, obzirom da je uredba obvezujući zakonodavni akt koji se mora u cijelosti primjenjivati u cijeloj Europskoj Uniji. UREDBA (EZ) br. 1060/2009 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. rujna 2009. o agencijama za kreditni rejting je u hrvatsko zakonodavstvo uvedena putem Zakona o provedbi Uredbe (EZ) br. 1060/2009 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. rujna 2009. o agencijama za kreditni rejting NN 50/16. (zadnji puta izmijenjena Direktivom 2014/51/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 16. travnja 2014).

Navedenim zakonom se utvrđuje nadležno tijelo, sektorska nadležna tijela i prekršajne odredbe za provedbu navedenu uredbu. Prema navedenom zakonu nadležno tijelo je Hrvatska Agencija za Nadzor Financijskih Usluga, dok su kao sektorska nadležna tijela navedene HANFA i Hrvatska Narodna Banka.

Prekršajne odredbe su svedene na to da u skladu s Uredbom EU 'kreditne institucije definirane u Direktivi...mogu se koristiti kreditnim rejtinzima u regulativne svrhe samo ako ih dodjeljuju agencije za kreditni rejting koje su osnovane u Zajednici i koje su registrirane u skladu s ovom Uredbom'⁹⁴ te da 'prospekt također sadrži jasne i istaknute informacije o tome je li navedene kreditne rejtinge dodijelila agencija za kreditni rejting koja je osnovana u Zajednici i koja je registrirana u skladu s ovom Uredbom'.⁹⁵

Pristupanjem Republike Hrvatske Europskoj uniji Hrvatska narodna banka postala je sastavnim dijelom Europskog sustava središnjih banaka (ESSB). Kao i druge središnje banke u Europskoj uniji, HNB provodi aktivnosti u izvršavanju zadataka ESSB-a.

⁹⁴ Uredba (EZ) br. 1060/2009 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. rujna 2009. o agencijama za kreditni rejting, SL L 301/1, str. 1-31

⁹⁵ Uredba (EZ) br. 1060/2009 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. rujna 2009. o agencijama za kreditni rejting

Guverner HNB-a punopravni je član Općeg vijeća Europske središnje banke (ESB), a stručnjaci HNB-a sudjeluju u radu odbora, pododbora i radnih skupina ESSB-a.

Budući će i Hrvatska uskoro ući u Eurozonu te zamijeniti nacionalnu valutu hrvatske kune sa eurom, dodatne ovlasti nacionalne središnje banke će biti prenesene na Europsku središnju banku.

Europski sustav središnjih banaka čine Europska središnja banka i nacionalne središnje banke svih 28 država članica EU-a. Eurosustav čine ESB i nacionalne središnje banke 19 država članica EU-a koje su uvele euro. Glavni je cilj ESSB-a održavanje stabilnosti cijena. Ne dovodeći u pitanje taj cilj, ESSB podupire opću gospodarsku politiku Europske unije kako bi pridonio ostvarivanju njezinih ciljeva.

U okviru ESSB-a i Eurosustava središnje banke izvršavaju zadatke i obavljaju aktivnosti u skladu s odredbama Ugovora o funkcioniranju Europske unije i Statuta ESSB-a i ESB-a. Za razliku od središnjih banaka koje čine Eurosustav i koje provode zajedničku monetarnu politiku, središnje banke država članica koje nisu uvele euro - među njima i HNB - zadržavaju svoje nadležnosti u utvrđivanju i provođenju monetarne i devizne politike kao i u izvršavanju drugih zadataka koji su im dodijeljeni na temelju nacionalnog zakonodavstva.

ESSB-om i Eurosustavom upravljaju tijela Europske središnje banke nadležna za odlučivanje: Upravno vijeće, Izvršni odbor i Opće vijeće.

Europska središnja banka čini jezgru ESSB-a i Eurosustava. Osnovana je 1. lipnja 1998. i jedna je od institucija Europske unije. Neovisna je u izvršavanju svojih ovlasti i ima punu pravnu osobnost u skladu s međunarodnim javnim pravom. Sjedište je ESB-a u Frankfurtu na Majni u Njemačkoj. ESB i nacionalne središnje banke zajedno izvršavaju zadatke koji su im povjereni u okviru ESSB-a.

ESB ima tri tijela nadležna za odlučivanje, koja ujedno upravljaju ESSB-om i Eurosustavom: Upravno vijeće, Izvršni odbor i Opće vijeće.

Upravno vijeće ESB-a glavno je tijelo nadležno za odlučivanje ESB-a. Ono oblikuje monetarnu politiku europodručja te donosi smjernice i odluke potrebne da se osigura izvršavanje zadataka dodijeljenih ESB-u i Eurosustavu. Čini ga šest članova Izvršnog odbora i guverneri nacionalnih središnjih banaka 19 država članica EU-a koje su uvele euro.

Izvršni odbor ESB-a operativno je tijelo ESB-a i Eurosustava koje provodi monetarnu politiku europodručja u skladu s odlukama Upravnog vijeća te upravlja tekućim poslovanjem ESB-a. Čine ga predsjednik ESB-a, potpredsjednik ESB-a te još četiri člana.

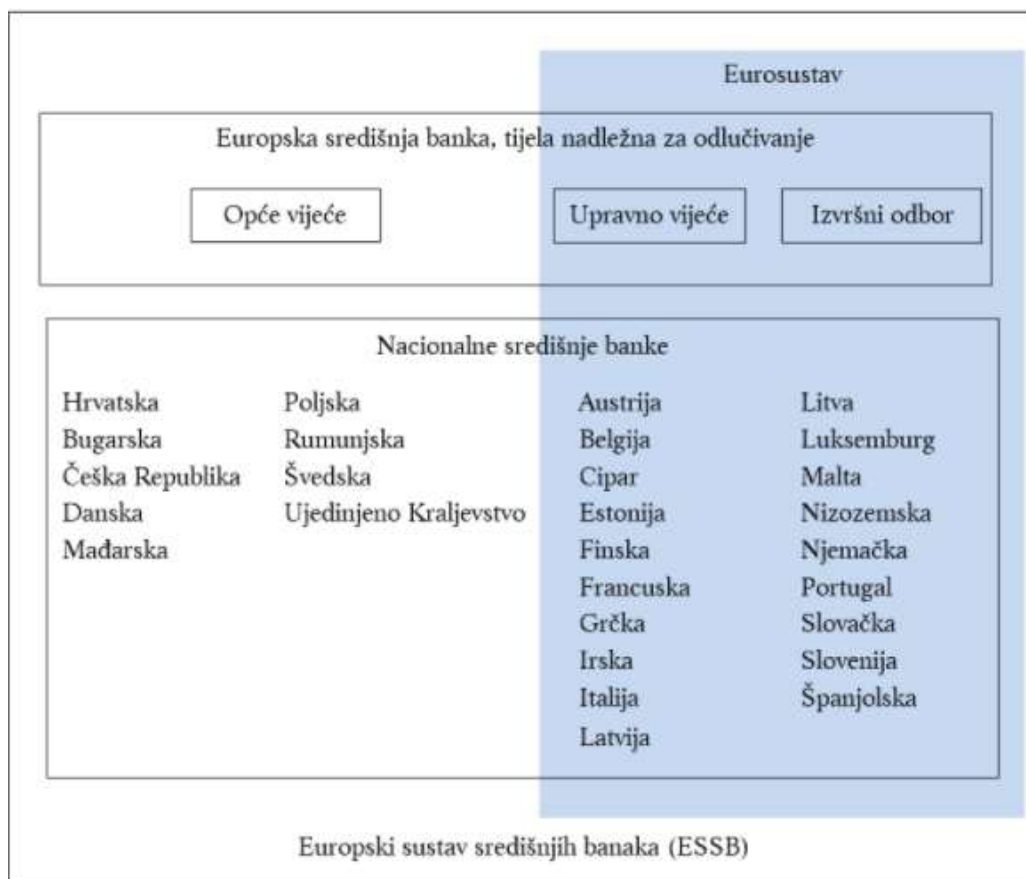
Opće vijeće ESB-a osnovano je kao treće tijelo nadležno za odlučivanje ESB-a. Ono ima prijelazni karakter i postojat će toliko dugo dok sve države članice EU-a ne uvedu euro. Čine ga predsjednik ESB-a, potpredsjednik ESB-a i guverneri nacionalnih središnjih banaka svih 28 država članica EU-a, među njima i guverner HNB-a.

Nadzorni odbor ESB-a osnovan je nakon što su ESB-u u okviru Jedinственoga nadzornog mehanizma (engl. Single Supervisory Mechanism, SSM) dodijeljeni posebni zadaci glede bonitetnog nadzora nad kreditnim institucijama, a s ciljem da se osigura pouzdanost bankovnog sustava i pridonese financijskoj stabilnosti. Nadzorni odbor čine predsjednik, potpredsjednik, četiri predstavnika ESB-a te predstavnici nacionalnih nadzornih tijela iz država europodručja te drugih država članica koje se odluče sudjelovati u SSM-u.

U obavljanju njihovih zadataka tijelima nadležnima za odlučivanje pomažu odbori, pododbori i radne skupine ESSB-a/Eurosustava, čiji su članovi stručnjaci iz nacionalnih središnjih banaka i ESB-a. Svaki od odbora i njegovih podstruktura specijaliziran je za određenu djelatnost koja se odvija u okviru ESSB-a, a zadatak im je da Upravnom i Općem vijeću te Izvršnom odboru pružaju stručnu podršku i tako olakšavaju proces donošenja odluka.⁹⁶

Slika 3. Tijela za odlučivanje Europske središnje banke

⁹⁶ Europski sustav središnjih banaka - HNB



HRVATSKA NARODNA BANKA

U skladu s Zakonom o hrvatskoj narodnoj banci, Hrvatska narodna banka središnja je banka Republike Hrvatske i njezin je osnovni cilj održavanje stabilnosti cijena.⁹⁷

Kako je definirano na službenim stranicama HNB-a 'Hrvatska narodna banka središnja je banka Republike Hrvatske i sastavni je dio Europskog sustava središnjih banaka. Osnovni cilj HNB-a jest održavanje stabilnosti cijena, pri čemu HNB vodi računa i o stabilnosti financijskog sustava u cjelini. Hrvatska narodna banka vodi monetarnu politiku, upravlja međunarodnim pričuvama Republike Hrvatske, izdaje hrvatski novac - kunu, izdaje odobrenja za rad kreditnim institucijama, kreditnim unijama te institucijama za platni promet i elektronički novac te nadzire njihovo poslovanje. HNB također izdaje odobrenja za rad ovlaštenim mjenjačima.⁹⁸

⁹⁷Hrvatska narodna banka, Uloga, Objavljeno: 17.11.2015. Ažurirano: 30.12.2020. dostupno na: <https://www.hnb.hr/o-nama/funkcije-i-struktura/uloga> pristupio 15.01.2022.

⁹⁸ Ibid.

U ostvarivanju svog cilja i obavljanju svojih zadataka Hrvatska narodna banka samostalna je i neovisna, a izvješća o svom djelovanju podnosi Hrvatskom saboru.

Neovisnost HNB-a

Neovisnost središnje banke ključan je preduvjet za uspješno i vjerodostojno provođenje monetarne politike, a time i za ostvarivanje osnovnog cilja središnje banke - stabilnosti cijena.

Također, na službeni stranicama predstavljen je i okvir za neovisnost HNB-a koji glasi: 'Neovisnost Hrvatske narodne banke u skladu je s člankom 130. Ugovora o Europskoj Uniji, kojim se jamči neovisnost nacionalnih središnjih banaka Europske unije. Neovisnost središnje banke obuhvaća više aspekata: funkcijsku, institucionalnu, osobnu i financijsku neovisnost. Funkcijska neovisnost podrazumijeva jasno definiran cilj i samostalnost u odabiru mjera i instrumenata za njegovo ostvarivanje. Institucionalna neovisnost znači da središnja banka donosi odluke neovisno o utjecaju drugih institucija. Osobna neovisnost jamči zaštitu dužnosnika HNB-a od vanjskih pritisaka, isključuje sukobe interesa i precizno definira uvjete za izbor i razrješenje guvernera i drugih članova Savjeta HNB-a. Financijska neovisnost HNB-a implicira mogućnost autonomnog pribavljanja financijskih sredstava za potrebe ostvarivanja svog mandata, pri čemu prihode i rashode određuje narav monetarne politike.'⁹⁹

Monetarna politika Hrvatske narodne banke

Monetarna politika u svakoj modernoj državi predstavlja jednu je od najvažnijih politika. Svojim ciljevima i instrumentima utječe na niz sastavnica na domaćem financijskom tržištu: cijene, investicije, količinu novca u optjecaju, kamate i dr. U provođenju monetarne politike središnja banka postavlja određene ciljeve. Osnovni cilj u većini slučajeva kod gotovo svih središnjih banaka je stabilnost cijena. Hrvatska narodna banka kao glavni preduvjet održavanja financijske stabilnosti kontinuirano provodi ekspanzivnu monetarnu politiku te politiku održavanja stabilnosti kune prema euru. Kontroliranjem i utjecajem na kretanje deviznog tečaja Središnja utječe na realnu ekonomsku aktivnost dok je u području novčanih kretanja i kamatnih stopa njezin je utjecaj nešto slabiji.

Ciljevi monetarne politike

Osnovni cilj Hrvatske narodne banke jest održavanje stabilnosti cijena. To u praksi znači da središnja banka podupire nisku i stabilnu inflaciju.

⁹⁹ Ibid.

Održavanje stabilnosti cijena osnovni je cilj Hrvatske narodne banke. Ne dovodeći u pitanje ostvarivanje osnovnog cilja, Hrvatska narodna banka podupire i opću gospodarsku politiku Europske unije u skladu s ciljevima Europske unije određenima u članku 3. Ugovora o Europskoj uniji. Ti ciljevi uključuju ostvarivanje uravnoteženoga i održivoga gospodarskog rasta te postizanje visoke razine zaposlenosti. Usto, zadaća HNB-a je i održavanje stabilnosti financijskog sustava u zemlji. Pritom valja naglasiti da su sekundarni ciljevi podređeni primarnom cilju HNB-a te da se mogu ostvarivati samo uz uvjet da je osnovni cilj ispunjen.¹⁰⁰

Pri ostvarivanju svojih ciljeva Hrvatska narodna banka treba djelovati u skladu s načelom otvorenoga tržišnoga gospodarstva, slobodne konkurencije, dajući prednost učinkovitoj raspodjeli sredstava, a u skladu s načelima iz članka 119. Ugovora o funkcioniranju Europske unije.

Važnost stabilnosti cijena

Stabilnost cijena osnovni je preduvjet za održiv gospodarski rast, što potvrđuju ekonomska istraživanja i dosadašnja iskustva. Općenito, stabilnost cijena u kontekstu cilja monetarne politike ne znači da stopa inflacije treba biti jednaka nuli, već se taj cilj obično tumači kao ostvarivanje blago pozitivne stope inflacije u dužem razdoblju. Prosječna godišnja stopa inflacije u Hrvatskoj u razdoblju od 2000. do 2015. godine iznosila je 2,5%, što za Hrvatsku narodnu banku znači održavanje niske inflacije.

Niska i stabilna inflacija pridonosi višim razinama gospodarske aktivnosti i zaposlenosti putem više kanala. Kao prvo, niska i stabilna inflacija povećava transparentnost cijena, odnosno omogućuje potrošačima da iz cijena dobiju pravilnu i kvalitetnu informaciju o relativnoj vrijednosti pojedinih dobara. Naime, iskustva pokazuju da visoke stope inflacije rezultiraju velikim promjenama relativnih cijena. Kod nižih stopa inflacije cijene su stabilnije, odnosno lakše je uspoređivati vrijednosti različitih dobara i predvidjeti njihove promjene. U takvom okružju potrošači i poduzeća mogu kvalitetnije donositi odluke o potrošnji, štednji i investicijama, što rezultira učinkovitijom raspodjelom ukupnih resursa u gospodarstvu te naposljetku povećanjem blagostanja i proizvodnog potencijala gospodarstva.

Drugo, u uvjetima stabilnih cijena smanjuje se vjerojatnost da će se kućanstva i poduzeća svojim resursima koristiti u svrhu zaštite od inflacije umjesto da ih usmjere u proizvodnju. To može utjecati na destimuliranje investicija u produktivnije sektore, može potaknuti odljev kapitala te naposljetku kočiti gospodarski rast. Osim toga, visoka i promjenjiva inflacija povećava nesigurnost i neizvjesnost pred onim što donosi budućnost, što još više iskrivljuje vrijednosne prosudbe i utječe na očekivanja koja mogu bitno ugroziti pravilno donošenje ekonomskih i investicijskih odluka.

¹⁰⁰ Web stranica HNBA: Ciljevi monetarne politike (2015).. Dostupno na: <http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/ciljevi> (20.11.2020.)

Nadalje, niska i stabilna inflacija pridonosi smanjenju premije na inflacijski rizik ugrađene u kamatne stope (to je zapravo nadoknada koju vjerovnici zahtijevaju od dužnika da bi se osigurali od rizika gubitka vrijednosti njihove imovine). Manja premija na rizik od inflacije pridonosi smanjenju realnih kamatnih stopa te tako potiče investicije.

Visoka inflacija može imati nepovoljan učinak i na stabilnost poreznog sustava i sustava socijalne zaštite. U gospodarstvima gdje postoje znatni vremenski pomaci u naplati poreza i doprinosa inflacija će najvjerojatnije imati negativan utjecaj na porezne prihode i doprinose za socijalnu zaštitu. Naposljetku, održavanje stabilnosti cijena pridonosi sprječavanju preraspodjele bogatstva i prihoda između vjerovnika i dužnika koja nema fundamentalnu ekonomsku opravdanost.

S druge strane, deflacija, odnosno pad opće razine cijena, također može imati brojne negativne učinke na gospodarski rast i zaposlenost. Ako deflacija potraje, postoji opasnost da je ekonomski subjekti (kućanstva, poduzeća, država itd.) ugrade u svoja očekivanja, pa posljedično odluče odgađati potrošnju očekujući da će cijene biti još niže u budućnosti. To dovodi do smanjenja prihoda poduzeća, koja su potom prisiljena smanjiti svoje troškove, a to u pravilu dovodi do smanjenja plaća i/ili otpuštanja radnika. Rastuća nezaposlenost utječe na nastavak smanjivanja potražnje kućanstava za dobrima i uslugama, izazivajući daljnji pritisak na pad cijena. To može dovesti do pojave deflacijske spirale, koja može imati dalekosežne i dugotrajne negativne posljedice na gospodarstvo.

Zašto je važna stabilnost tečaja kune prema euru

Euroizacija je pojam koji označuje visoku zastupljenost strane valute, odnosno eura, kao valute štednje i mjerila vrijednosti u nekom gospodarstvu. U Hrvatskoj je visoka euroizacija posljedica dosadašnjih iskustava s visokom inflacijom koja su dovela do dugoročno ukorijenjenog nepovjerenja u domaću valutu, a koje se zadržava na visokoj razini unatoč stabilnosti kune od njezina uvođenja do danas. Posljedica je toga i činjenica da Hrvatsku karakterizira visok stupanj valutne supstitucije (zamjene domaće valute stranom valutom), koja se ogleda u tome da najveći dio depozita u bankama čine devizni depoziti (više od 80%), i to dominantno u eurima.

Posljedica je visoke depozitne euroizacije visoka kreditna euroizacija. Naime, banke nastoje i obvezne su, prema zakonskim propisima, zaštititi se od rizika promjene tečaja (valutnog rizika) kako bi očuvale svoju financijsku stabilnost i zadržale povjerenje svojih klijenata. Stoga banke s velikim udjelom deviznih depozita ujedno i odobravaju velik udio kredita u stranoj valuti ili vezanih valutnom klauzulom uz tečaj strane valute. Kao posljedica toga, oko dvije trećine plasmana hrvatskih banaka vezano je uz tečaj strane valute.

Hrvatsko je gospodarstvo malo i otvoreno, što znači da razmjena robe i usluga s inozemstvom ima velik utjecaj na ukupnu gospodarsku aktivnost u Hrvatskoj. Zajednički udio izvoza i uvoza

robe i usluga u bruto domaćem proizvodu iznosio je 90% u 2014. godini, pri čemu se više od polovine robnog izvoza i oko 60% robnog uvoza odnosilo na zemlje članice europodručja. Osim toga, i cijene izvoznih usluga, koje su najviše povezane s turizmom, uvelike su povezane s tečajem kune prema euru budući da više od 60% dolazaka i noćenja stranih gostiju u Hrvatskoj ostvaruju gosti iz zemalja europodručja. Veća kolebanja tečaja kune prema euru dovela bi do učestale promjenjivosti uvoznih i izvoznih cijena, čime bi se otežala njihova predvidivost i povećala neizvjesnost u poslovanju s inozemstvom.

Zbog visoke uvozne ovisnosti hrvatskoga gospodarstva domaće su cijene osjetljive na promjene tečaja. S obzirom na to da velik dio dobara na hrvatskom tržištu potječe od uvoza iz europodručja (oko 60% u 2014.), znatniji porast tečaja kune prema euru mogao bi dovesti do rasta cijena tih dobara izraženih u kunama, a posredno i do rasta opće razine cijena, odnosno inflacije. Uz promjene tečaja vezana su i inflacijska očekivanja kućanstava, koja su osobito izražena zbog loših iskustava s visokom inflacijom na ovim prostorima u prošlosti.

Uz visoku euroizaciju duga prema domaćim bankama, hrvatsko je gospodarstvo dodatno izloženo tečajnim rizicima i zbog visoke razine inozemnog duga koji je najvećim dijelom iskazan u eurima. Naime, većina zemalja ne može se zadužiti u inozemstvu u vlastitoj valuti (samo vrlo mali broj zemalja ima tu mogućnost i valute tih zemalja zovu se 'svjetske rezervne valute'). Kako je velik dio zaduženja svih domaćih sektora vezan uz tečaj eura, hrvatski građani, poduzeća i država izrazito su ranjivi na znatnije promjene tečaja kune prema euru jer bi im slabljenje kune u odnosu na euro uvelike povećalo teret otplate njihova duga.

Tečajni režim	Redovite operacije	0,30%
	Strukturne operacije	1,20 %
Tečajni režim koji provodi Hrvatska narodna banka režim je upravljanoga fluktuirajućeg tečaja.	Prekonoćni kredit	2,50 %
	Prekonoćni depozit	0,00 %
	Eskontna stopa	3,00 %
	Redovita operacija R-15-2019	
	održana 8. travnja 2019., u mil. kuna	
Hrvatska narodna banka vodi politiku tzv. upravljanoga fluktuirajućeg tečaja. To je tečajni režim u kojemu, s jedne strane, domaća valuta nije fiksno vezana uz neku drugu stranu valutu ili košaricu valuta, već odražava kretanja na deviznom tržištu, i drugo, nominalni tečaj kune prema euru stabilan je zbog povremenih HNB-ovih deviznih intervencija. Kretanja na deviznom tržištu poglavito ovise o novčanim tokovima s inozemstvom uključujući, primjerice, plaćanja uvoza i naplate izvoza, priljeve deviza zbog zaduživanja u inozemstvu ili otplate inozemnog duga, te priljeve na osnovi fondova EU-a. Tečaj kune prema euru pritom se slobodno formira na deviznom tržištu ovisno o kretanjima ponude deviza i potražnje za devizama. HNB se povremeno uključuje na devizno tržište, i to kada ocijeni da je već prisutno ili je moguće prenaplašeno kolebanje tečaja. HNB ne utvrđuje unaprijed gornju i donju granicu kretanja tečaja kune prema euru koju se obvezuje braniti (gornju i donju intervencijsku točku).	Smjer	Puštanje likvidnosti
	Datum namire	-
	Datum dospijea	-
	Ukupan iznos pristiglih ponuda	0,00
	Fiksna kamatna stopa	-
	Ukupan iznos prihvaćenih ponuda	0,00
	Ukupan iznos odbijenih ponuda	0,00
	Koeficijent raspodjele	-

Za razliku od tečaja HRK/EUR, Hrvatska narodna banka ne može utjecati na vrijednost kune prema drugim stranim valutama (američkom dolaru, funti sterlinga, švicarskom franku itd.) jer je njihova vrijednost određena odnosima eura i tih valuta na svjetskim deviznim tržištima.

Slika 3. Provođenje monetarne politike

<p>Hrvatska narodna banka provodi monetarnu politiku određivanjem i primjenom instrumenata i mjera koji su joj potrebni za ostvarivanje njezinih ciljeva i zadaća. Osnovni instrument monetarne politike HNB-a jesu devizne intervencije.</p> <p>Devizne intervencije provode se putem povremenih deviznih aukcija, pomoću kojih središnja banka kupuje odnosno prodaje devize bankama. Pri aukciji banke podnose HNB-u željene iznose (npr. u eurima) i pripadajuće cijene (tečaj) deviznih transakcija (tj. organizira se aukcija s višestrukim cijenama). Na temelju pristiglih ponuda HNB donosi odluku o iznosu intervencije i tečaju. HNB općenito organizira aukciju prodaje devize kada kuna slabi, a kupnju deviza kada kuna jača. Prodajom deviza HNB povlači kune iz optjecaja, a kupnjom deviza stavlja kune u optjecaj.</p> <p>Osim deviznim intervencijama, HNB se služi cijelim nizom drugih instrumenata monetarne politike i makroprudencijalnih mjera. Njihovim kombiniranjem HNB nastoji, u okviru svojih zakonskih ovlasti, utjecati na monetarna, a time posredno i na ekonomska kretanja. Tako, primjerice, u uvjetima visoke likvidnosti u bankovnom sustavu koja prijete pritiscima na prekomjerno slabljenje kune prema euru, HNB odgovarajućim</p>	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2">Strukturalna operacija S-01-2018. održana 11. prosinca 2018., u mil. kuna</th> </tr> <tr> <th>Smjer</th> <th>Puštanje likvidnosti</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Datum namire</td> <td>13. 12. 2018.</td> </tr> <tr> <td>Datum dospjeća</td> <td>13. 12. 2023.</td> </tr> <tr> <td>Ukupan iznos pristiglih ponuda</td> <td>1.397,00</td> </tr> <tr> <td>Fiksna kamatna stopa</td> <td>1,20%</td> </tr> <tr> <td>Ukupan iznos prihvaćenih ponuda</td> <td>1.397,00</td> </tr> <tr> <td>Ukupan iznos odbijenih ponuda</td> <td>0,00</td> </tr> <tr> <td>Koeficijent raspodjele</td> <td>100,00%</td> </tr> </tbody> </table>	Strukturalna operacija S-01-2018. održana 11. prosinca 2018., u mil. kuna		Smjer	Puštanje likvidnosti	Datum namire	13. 12. 2018.	Datum dospjeća	13. 12. 2023.	Ukupan iznos pristiglih ponuda	1.397,00	Fiksna kamatna stopa	1,20%	Ukupan iznos prihvaćenih ponuda	1.397,00	Ukupan iznos odbijenih ponuda	0,00	Koeficijent raspodjele	100,00%
	Strukturalna operacija S-01-2018. održana 11. prosinca 2018., u mil. kuna																		
Smjer	Puštanje likvidnosti																		
Datum namire	13. 12. 2018.																		
Datum dospjeća	13. 12. 2023.																		
Ukupan iznos pristiglih ponuda	1.397,00																		
Fiksna kamatna stopa	1,20%																		
Ukupan iznos prihvaćenih ponuda	1.397,00																		
Ukupan iznos odbijenih ponuda	0,00																		
Koeficijent raspodjele	100,00%																		
	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2">Operacije fine prilagodbe – devizna intervencija HNB-a održana 6. veljače 2019.</th> </tr> <tr> <th></th> <th>mil. eura</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Prodano bankama</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Jedinstveni tečaj pri prodaji</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Prosječno ostvareni tečaj pri prodaji</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Otkupljeno od banaka</td> <td>450,30</td> </tr> <tr> <td>Jedinstveni tečaj pri otkupu</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Prosječno ostvareni tečaj pri otkupu</td> <td>7,416860</td> </tr> </tbody> </table> <p>Duže vremenske serije (tablica O1)</p>	Operacije fine prilagodbe – devizna intervencija HNB-a održana 6. veljače 2019.			mil. eura	Prodano bankama		Jedinstveni tečaj pri prodaji		Prosječno ostvareni tečaj pri prodaji		Otkupljeno od banaka	450,30	Jedinstveni tečaj pri otkupu		Prosječno ostvareni tečaj pri otkupu	7,416860		
Operacije fine prilagodbe – devizna intervencija HNB-a održana 6. veljače 2019.																			
	mil. eura																		
Prodano bankama																			
Jedinstveni tečaj pri prodaji																			
Prosječno ostvareni tečaj pri prodaji																			
Otkupljeno od banaka	450,30																		
Jedinstveni tečaj pri otkupu																			
Prosječno ostvareni tečaj pri otkupu	7,416860																		

<p>mjerama - npr. povećanjem stope obvezne pričuve, obveznim upisom blagajničkih zapisa - povlači viškove likvidnosti iz sustava. U uvjetima niske likvidnosti u bankovnom sustavu koja dovodi do pritiska na pretjerano jačanje kune prema euru, HNB svojim mjerama - primjerice odobravanjem kredita, smanjenjem stope obvezne pričuve, povećanjem minimalno potrebnih deviznih potraživanja - osigurava dodatnu likvidnost sustavu. Također, u okolnostima snažnoga kreditnog rasta HNB poseže za restriktivnim mjerama kojima demotivira kreditni rast, a za vrijeme slaboga kreditnog rasta i stagnacije ili pada gospodarske aktivnosti uvodi mjere kojima želi potaknuti kreditni rast i ekonomsku aktivnost.</p>	
--	--

Izvor: Uloga zajmodavca u krajnjoj nuždi

Uloge središnje banke kao zajmodavca u krajnjoj nuždi podrazumijeva osiguranje likvidnosti za solventne kreditne institucije u svrhu očuvanja stabilnosti bankovnog i financijskog sustava.

Kreditne institucije koje su dobile odobrenje za rad od Hrvatske narodne banke mogu zatražiti korištenje izvanredne likvidnosne podrške ako imaju privremenih likvidnosnih poteškoća, i to samo ako su solventne.

Slika 4: Kreditni rejting Republike Hrvatske

Agencija	Dugoročno zaduživanje			
	Strana valuta		Domaća valuta	
	Ocjena	Izgledi	Ocjena	Izgledi
Fitch Ratings	BBB+	Stabilni	BBB+	Stabilni
Moody's	Baa2	Stabilni	Baa2	Stabilni
Standard & Poor's	BBB+	Stabilni	BBB+	Stabilni

Izvor: HNB ¹⁰¹

Trenutni kreditni rejting Republike Hrvatske je prikazan u tablici iznad. U ovom trenutku ga sve tri agencije drže u investicijskom rangu.

S&P očekuje proračunski deficit od 2,9 posto BDP-a u 2021. Očekuje i početak ponovnog trenda smanjivanja javnog duga, koji bi do kraja 2024. trebao pasti ispod 80 posto BDP-a.¹⁰²

Kao značajan korak ističe se činjenica da je u srpnju 2020. godine Hrvatska ušla u Europski tečajni mehanizam (ERM II), što je istaknuto posljednji korak prema članstvu u eurozoni.

Općenito, kreditni rejting koriste državni fondovi, mirovinski fondovi i drugi ulagači kako bi se ocijenila kreditna sposobnost Hrvatske, što ima veliki utjecaj na troškove zaduživanja zemlje.

¹⁰¹ Web stranica HNBA, dostupno na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/medunarodni-odnosi/kreditni-rejting>

¹⁰² <https://www.poslovni.hr/hrvatska/sp-zadrzao-kreditni-rejting-hrvatske-na-investicijskoj-razini-bbb-4279089>

5. PROBLEMATIKA MORALNOG HAZARDA KOD REJTING AGENCIJA

S obzirom na ulogu kreditnih agencija kao instanci koje investitorima nude procjenu kvalitete investicija, one predstavljaju '... prvu liniju obrane investitora od nepotrebnog rizika.'¹⁰³ No, s druge strane, ova pozicija stavlja na njih golemu odgovornost, u kojoj su često znale podbaciti.

Kreditne agencije odigrale su ključnu ulogu u nastanku ekonomske krize 2007. godine. Vrijednosnim papirima temeljenim na hipotekama dodijeljen je rejting koji znatno podcjenjuje njihov stvarni rizik, što je u konačnici dovelo do golemog 'balona', koji je uskoro i pukao. Slična situacija dogodila se i s grčkim obveznicama 2010. godine, kada je državni dug dosegao 113% posto BDP-a.

Općenito govoreći, rejting agencije pokazale su se uvelike nesposobnima predvidjeti nadolazeće krize. Odnosno, pokazalo se da se da pozitivan kreditni rejting neke države ne znači da u toj državi neće uskoro izbiti ekonomska kriza.¹⁰⁴ Što se tiče kreditnih rejtinga tvrtki, ovdje rezultati variraju te oni ponekad doista ukazuju na krizne situacije, no često ne.¹⁰⁵

Kako sugeriraju Edward I. Altman i Herbert A. Rijken, rejting agencije sporo prilagođavaju ocjene koje su dodijelili obzirom na njihovu svrhu predvidjeti vjerojatnost stečaja kroz dulje periode, te dnevne promjene ne utječu u tolikoj mjeri na same ocjene.

Po samoj prirodi svoje djelatnosti, rejting agencije redovito se nalaze u poziciji sukoba interesa. Procjena kreditnog rejtinga predstavlja uslugu za koju klijenti plaćaju, stoga je samim agencijama u interesu 'napuhati' rejting kako bi im se klijenti obratili i sljedeći put kada će trebati procjenu.¹⁰⁶ S druge pak strane, ono što agencije sprječava u pretjeranom 'napuhivanju' je strah od gubitka ugleda.

K tome, s obzirom na postojanje tri glavne rejting agencije, koje smo ranije spominjali, klijenti su skloni odabrati onu koja će im vjerojatno dodijeliti bolji rejting. Paradoksalno, u slučaju rejtinga korporativnih obveznica tržišno natjecanje potencijalno bi moglo imati učinak upravo smanjenja kvalitete usluge rejting agencija, odnosno smanjenja vjerodostojnosti samih rejtinga.¹⁰⁷

Primjerice, ukoliko regulator zahtijeva da izdavatelj ima rejtinge od dvije rejting agencije, velika je vjerojatnost da će odabrati dva najviša od tri dodijeljena.

Rejting agencije pokazuju prošle događaje (Elkhoury, 2007; Raminsky and Sergio, 2002) a ne predviđaju. Navedeno se pokazalo u više financijskih kriza.

Također, Patrick Bolton, Xavier Freixas i Joel Shapiro (2009) su primijetili kako se vjerodostojnost rejtinga razlikuje u periodima recesije i periodima rasta tržišta, tj. u situacijama kada je novac dostupan širem krugu investitora skloniji su davanju boljih rejtinga dok u momentima recesije dodijeljeni rejting će biti puno bliži stvarnom stanju jer je investitora i novca manje, te su oprezniji kod ulaganja.

¹⁰³ Božović et al., 2011., 219.

¹⁰⁴ Vidi: Reinhart, Carmen M. 2002. "Sovereign Credit Ratings Before and After Financial Crises." MPRA Working Paper 7410.

¹⁰⁵ Metz, Albert, Richard Cantor, and Pamela Stumpp. 2004. "The Effectiveness of Credit Ratings as Indicators of Relative Industry Default Risk." Special Comment, Moody's Investor Service Global Credit Research.

¹⁰⁶ Vidi: Piazzolo, Marc. 2006. "Why have Official Rating Agencies Failed in the Past, and Will They in the Future?" *Ekonomia*, 9(1): 3–20. Autor povezuje nesposobnost rejtinga u predviđanju kriza s ovom činjenicom.

¹⁰⁷ Vidi: Becker, Bo, and Todd Milbourn. 2011. "How did Increased Competition Affect Credit Ratings?" *Journal of Financial Economics*, vol. 101, br. 3. Autori su pokazali da je proboj agencije Fitch imao negativan učinak na sposobnost svih agencija da predvide ponašanje korporativnih obveznica.

Rejtinge možemo podijeliti na dvije vrste; zatraženi i nezatraženi rejtinzi.

Rejting agencije redovito objavljuju nezatražene rejtinge temeljene na javno dostupnim informacijama, bez naplate tvrtki kojoj se rejting dodjeljuje. Zatraženi rejtinzi, s druge strane, sadrže i informacije koje nisu javno dostupne, stoga bi trebali predstavljati točniju procjenu rizika neke tvrtke. U slučaju američkih tvrtki, zatraženi rejtinzi ne razlikuju se značajnije od nezatraženih. No, u slučaju kada američke rejting agencije dodjeljuju rejtinge stranim tvrtkama, one će često precijeniti vjerojatnost bankrota, dok će kasniji, zatraženi rejting najčešće biti povoljniji od nezatraženog.¹⁰⁸

Jedno objašnjenje ovog fenomena leži u samim tvrtkama. Tako će tvrtke koje smatraju da su u manjem riziku od bankrota nego što to sugerira rejting zatražiti plaćeni rejting kako bi popravile ugled narušen prethodnim rejtingom. Kod takvih će tvrtki dublja analiza, koja se ne temelji isključivo na javno dostupnim podacima, pokazati da njihov rizik od bankrota doista jest niži nego što je navedeno u prvom rejtingu.¹⁰⁹

No, drugo objašnjenje predlaže da je inicijalni, niži rejting naprosto sofisticirani oblik ucjene.

Rejting agencije odabiru određene dobrostojeće strane tvrtke te im namjerno dodjeljuju niži rejting nego što zaslužuju, čime narušavaju ugled dotične tvrtke. Ovime prisiljavaju tvrtke da zatraže, i plate, uslugu dodjeljivanja rejtinga. Kako navode Božović, Urošević i Živković, '... čini se da empirijski dokazi odbacuju prvo objašnjenje u korist drugoga.'¹¹⁰

Potencijalna rješenja

Prvo rješenje problema moralne odgovornosti rejting agencija predlaže nametanje poreza sudionicima tržišta, iz kojega bi se plaćale usluge rejting agencija.¹¹¹ Rejting bi bio plaćen tek neko vrijeme nakon što je objavljen i povezao bi se sa dugom, tj. ukoliko bi izdavatelj bio u stanju vraćati dug, rejting bi bio plaćen. Sljedeći prijedlozi su osnivanje 'službene' rejting agencije čije bi podatke morale koristiti financijske institucije te postoji prijedlog osnivanja europske rejting agencije

U svakom slučaju, golema odgovornost rejting agencija s jedne strane te inherentnost sukoba interesa u njihovu poslovanju s druge strane, nužno povlači pitanje njihove moralne odgovornosti. Rejtinzi su kao što je ranije navedeno iznimno utjecajni instrumenti koji imaju snažan utjecaj na ponašanje i odluke investitora. Predsjednik BAFIN-a (Njemačka federalna financijska agencija za nadzor) smatra da rejting agencije predstavljaju 'najveću nereguliranu snagu u globalnom financijskom sustavu'.¹¹²

Interesantne su kritike koje su izrečene na račun rejting agencija u dva perioda – period 2008. i 2009. i nakon 2011. te se u najmanju ruku može reći da su paradoksalne. U prvom promatranom periodu optužbe na račun agencija su bile da daju pogrešne procjene na način da su rejtinzi precijenjeni i da su ocjene generalno previše pozitivne. Drugo promatrano razdoblje je značajno drugačije ; rejting

¹⁰⁸ Vidi: Banner, Christina E., Patrick Behr, and André Güttler. 2007. "Why are Unsolicited Ratings Lower than Solicited Ratings? A Theoretical and Empirical Assessment, dostupno na sljedećem linku:

<http://www.finance.uni-frankfurt.de/master/brown/181.pdf>

¹⁰⁹ Ibid.

¹¹⁰ Božović et al., 2011., 225.

¹¹¹ Mukhopadhyay, Bappaditya. 2004. "Moral Hazard with Rating Agency: An Incentive Contract Approach." *Annals of Economics and Finance*, 5: 313–333.

¹¹² Solovjova 116.

agencije su se nakon spuštanja rejtinga nekim državama našli izloženi kritikama da su upravo njihovi (loši) rejtingi uzrok problema (ili barem jedan od) u državama, bankama i poduzećima

Rejting agencije funkcioniraju na način da prenose signale tržišnim sudionicima o potencijalnim rizicima čime im omogućuju da odluče o balansu profita i rizika koji im je prihvatljiv.

Osnovna funkcija rejting agencija je stabilizacija tržišta, ne destabilizacija, iako se često dešava obratno.

6. ZAKLJUČAK

Povijest nas nastoji učiti kako i na koji način koristiti informacije koje pružaju agencije za kreditni rejting. Njihove metode su testirane kroz vrijeme od njihovih prvih rejtinga, pa sve do 2008-2009. godine i rijetko su dovođene u pitanje, naročito na području SAD-a. Vrijednost ocjena za same tvrtke je najvažnija, jer potencijalno može odrediti budućnost tvrtke na način da posredno odredi količinu kapitala koju je tvrtka u stanju pribaviti.

Kako su financijska tržišta postala veća, standardnija te zrela, pristup tržištima kapitala i njihovo ispitivanje povećali su se. Uz određene razlike, tržišta zajmova doživjela su slične rizike kao i tržišta dionica. Uz povećanu dostupnost financijskih informacija koje je na prvu teško profilirati, te tržišnih promjena, informacije koje pružaju rejting agencije su sve važnije i važnije kao prvi korak, budući da su u startu najbitnije dvije informacije ; to su trenutni kreditni rejting, te izgledi, pozitivni ili negativni, koji se vežu uz isti.

Ulagачi u današnje vrijeme mogu koristiti informacije za ocjenjivanje pružene od strane jedne ili više agencija. Ulagачi očekuju da agencije za kreditni rejting pruže objektivne informacije na temelju kvalitetnih analitičkih metoda i točnih statističkih mjerenja. Investitori također očekuju da će izdavatelji vrijednosnih papira poštivati pravila i propise koje su donijela zakonodavna tijela, u istom smislu da agencije za kreditni rejting poštuju procedure izvješćivanja koje su razvile agencije za upravljanje vrijednosnim papirima.

Analize i procjene koje izrađuju razne agencije za kreditni rejting pružaju investitorima informacije i uvid koji olakšavaju njihovu sposobnost da ispituju i razumiju rizike i mogućnosti povezane s različitim investicijskim okruženjima. S tim uvidom, ulagači mogu donositi informirane odluke o zemljama, industrijama i klasama vrijednosnih papira u koje se odlučuju ulagati, no isto tako trebaju biti svjesni rizika te ne investirati ukoliko nemaju dovoljno kvalitetnih informacija. Države boljim rejtingom poboljšavaju investicijsku klimu što je cilj vlade svake zemlje.

Rejting agencije unatoč svojim nesavršenostima uvode red na tržište. Dovoljno je vidjeti da unatoč tome što se u nemalom broju situacija dogodilo da donesu pogrešnu procjenu i dalje opstaju na tržištu, objavljuju rejtinge te su bitan faktor čije mišljenje se poštuje. Radi se o financijskim institucijama koje su jednako moćne, kao što su često potpuno pogrešno shvaćene. S druge strane, kako je ocjena kako smo ranije vidjeli – mišljenje, ono bi bilo puno točnije kada bi se koristilo isključivo za ono čemu je namijenjeno.

Optužbe za oligopol koliko god bile utemeljene i legitimne nisu ništa drugačije od koncentracije u nekim drugim industrijama. Postoje određena pitanja oko načina plaćanja za rejtinge, a s druge strane neodgovornosti za njih, te bi se složio da bi se taj dio trebao redefinirati. Na kraju, jako je interesantno imati tvorevine koje daju rejtinge izdavateljima koji ih plaćaju, regulirano je na razini pojedinih država, služi investitorima raznih vrsta, te ima ogroman utjecaj na utjecaj i stabilnost financijskih tržišta.

Čak i kada bi odlučili potpuno otkloniti ili ukinuti rejting agencije, došli bi do toga da trebamo potpuno identične agencije za potpuno identičan posao.

7. POPIS LITERATURE

Knjige:

- Alessi, Christopher. "The Credit Rating Controversy. Campaign 2012". Council on Foreign Relations. Retrieved 29 May 2013.
- Grindler B i Cooper D. Spies, Abolitionists and the Origins of Credit Rating Agencies, *Financial History*, (Winter,): 10-11 & 38.
- O'Neill, L.C., President and Chief Rating Officer - Standard & Poor's, 1999. Building the new global framework for risk analysis, Remarks to Professional bankers association at World Bank Headquarters in Washington, D.C., March 26, 1–5, page 2
- Sylla, R., 2002. An historical primer on the business of credit ratings, in *Ratings, Rating Agencies and the*
- *Global Financial System*, Part of the The New York University Salomon Center Series on Financial Markets and Institutions book series (SALO, volume 9) edited by Levich, R., Majnoni, G., and Reinhart, C. Boston: Kluwer, 19–40, page 24
- Richard Sylla (1–2 March 2000). A Historical Primer on the Business of Credit Ratings (PDF). *The Role of Credit Reporting Systems in the International Economy*. Washington, D.C.: The World Bank. Retrieved 21 September 2013.
- Sinclair, Timothy J. (2005). *The New Masters of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*. Ithaca, New York: Cornell University Press. ISBN 978-0801474910. Retrieved 21 September 2013.
- Alessi, Christopher. "The Credit Rating Controversy. Campaign 2012". Council on Foreign Relations. Retrieved 29 May 2013.
- "Moody's History: A Century of Market Leadership". moody's.com. Retrieved 17 September 2013.
- Langohr H.M. and Langohr P., *The Rating Agencies and their Credit Ratings*, John Wiley & Sons, Inc., March 2009.
- US Securities and Exchange Commission, 2003, Report on the role and function of credit rating agencies in the operation of the securities markets, January, 1–45, page 5
- Technical Committee of International Organization of Securities Commissions, 2004, Code of conduct fundamentals for credit rating agencies, December, OICV-IOSCO PD 180, 1–12, page 3, and The Committee of European Securities Regulators, 2005, The use of ratings in private contracts, Technical Advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies, March, CESR/05-139b, 1–93, page 12.
- Commission of the European Communities, 2005, Communication from the Commission on credit rating agencies, December 23, 2005/11990, 1–9, page 2
- United States House of Representatives, 2006, H.R. 2990, Short Title: Credit Rating Duopoly Relief Act of 2006 (Version H.R. 2990 RFS – Referred to Senate Committee after being received from House of Representatives), July 13, 1–26, page 4 and

United States Senate, 2006, Credit Rating Agency Reform Act of 2006 (S.3850), 109th Congress, 2D Session, September 22

- See Fitch Ratings, 2007. Fitch ratings definitions: Introductions to rating, Resource Library, March 26, 1–4, page 1.
- Moody's Investors Service, 2004, Guide to Moody's ratings, rating process, and rating practices, June, Report 87615, 1–48, page 9.
- Standard & Poor's, 2005, Corporate Ratings Criteria 1–119, page 8.
- The Rating Agencies and Their Credit Ratings: What They Are, How They Work, and Why They are Relevant (The Wiley Finance Series), Herwig Langohr, Patricia Langohr, 2009

Uredbe:

- UREDBA (EZ) br. 1060/2009

Članci:

- US Securities and Exchange Commission, 2003, Report on the role and function of credit rating agencies in the operation of the securities markets, January, 1–45, page 5
- Delaney, K.J., 2002. France Inc. is fuming at top rating agencies – Anger over downgrades is sign of new accountability; 'Search for a Scapegoat,' The Wall Street Journal Europe, November 20
- Grinder B., Cooper, D., Spies, Abolitionists and the Origins of Credit Rating Agencies, Financial History, (Winter), 2017, str.10-11
- Bajo A., Penava J., Kreditne rejting agencije i kreditni rejting države, Financije, dostupno na:
https://www.researchgate.net/publication/280224739_Kreditne_rejting_agencije_i_kreditni_rejting_drzave
- Partnoy F., How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers. Research, 2006, San Diego Legal Studies Paper No. 07-46, dostupno na:
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=900257
- Poon P.H.W., Are unsolicited credit ratings biased downward?, Lingnan University, Hong Kong, Journal of Banking & Finance, 2003

Web izvori:

<https://www.tportal.h/biznis/clanak/kreditni-rejting-hrvatske-zavrsio-u-smecu-20121214>

- Dun & Bradstreet <https://www.dnb.com/about-us/company/history.html>
Corporate Finance Institute, Rating Agency, , dostupno na
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/rating-agency/>,
pristupio 14.01.2022
- <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/rating-agency/>

- <https://tradingeconomics.com/croatia/rating>
- <https://www.poslovni.hr/hrvatska/sp-zadrzao-kreditni-rejting-hrvatske-na-investicijskoj-razini-bbb-4279089>
- <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/medunarodni-odnosi/kreditni-rejting>