

Dr.sc. Anita Pavković, izvanredni profesor

Ekonomski fakultet, Sveučilište u Zagrebu

KREDITNE REJTING AGENCIJE I FINANCIJSKO POSREDOVANJE*

SAŽETAK

Kreditne rejtinge agencije postaju sve značajniji sudionici financijskih i gospodarskih sustava. Spektar njihovih aktivnosti i pruženih usluga intenzivno raste i sve su prisutnije i u područjima kojima do sada nisu imale značajniju ulogu.

Dominantne aktivnosti kreditne rejting agencije pružale su u najrazvijenijim svjetskom financijskom sustavu Sjedinjenih Američkih Država no zadnjih nekoliko godina ulaze i u bankocentrične financijske sustave. Spor ulazak na europska tržišta značajno ubrzava i primjena novih regulatornih i supervizorskih standarda u poslovanju kreditnih institucija, investicijskih društava te ostalih financijskih institucija koje rejting agencijama daju važnu funkciju u njihovom upravljanju kapitalom i udovoljavanju kapitalnim zahtjevima. Poticanje razvoja financiranja putem financijskih tržišta svakako će biti jedan od uzročnika još značajnije uloge kreditnih rejting agencija i njihovih aktivnosti i na europskom financijskom tržištu.

U radu se prikazuje i razvoj regulatornog okvira osnivanja, poslovanja, nadzora i prestanka kreditnih rejting agencija, njihove temeljne aktivnosti i izvori prihoda, ograničenja njihova poslovanja, zahtjevi za transparentnošću, konkurencija i koncentracija na tržištu i druga pitanja koja će bitno

* U radu su korišteni nalazi istraživanja pod naslovom „Redefiniranje uloge agencija za kreditni rejting u suvremenom financijskom sustavu“ (2011.), objavljenog u časopisu „Ekonomska misao i praksa“, Sveučilište u Dubrovniku, godina XX., broj 1, ISSN 1330-1039 (ko-autor Vedriš, D.) i rada pod naslovom „Kreditne rejting agencije: od marginalnih igrača ka neizostavnim specijalistima financijskog posredovanja“ (2012.), Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, Računovodstvo i financije, 12/2012, UDK 336.64. Rad je značajno dopunjen i sadržajno inoviran u odnosu na spomenuta istraživanja.

oblikovati buduću strukturu tržišta kreditnog rejtinga, kao i moguća rješenja dosadašnjih loših praksi i anomalija poslovanja kreditnih rejting agencija.

Ključne riječi: *rejting agencije, rejting ocjena, metodologija rejtinga, regulacija i supervizija rejting agencija.*

UVOD

Kreditne rejting agencije djeluju u gospodarskim i financijskim sustavima već preko stotinu i sedamdeset godina. Uloga kreditnih rejting agencija naročito je značajna u sustavima sa razvijenim tržišnim mehanizmima financiranja pri čemu kreditne rejting agencije kreiraju i prodaju objektivne i neovisne ocjene relativne kreditne kvalitete kompanije, dužničkog ili drugog financijskog instrumenta ili državnih dugova. Zahvaljujući razvoju financijskih tržišta i instrumenata koji se na njemu razmjenjuju rasla je i važnost kreditnih rejting agencija. Tijekom vremena agencije za kreditni rejting su se razvijale, pa su tako od agencija koje su procjenjivale rizičnost izdanja željezničkih kompanija proširile svoje poslovanje i započele sa ocjenjivanjem svih instrumenta financijskog tržišta.

No i u tradicionalnim bankocentričnim sustavima, u kojima dominiraju krediti i kreditni instrumenti financiranja, kreditne rejting agencije se posljednjih desetljeća nameću kroz primjenu njihovih ocjena izloženosti rizicima kreditnih institucija i investicijskih društava u regulatorne i supervizorske svrhe. Danas renomirane rejting agencije daju i savjetničke usluge, upravljanju značajnijim svjetskim indeksima i bave se i drugim visoko profitabilnim aktivnostima a posljedično postaju značajni sudionici razvijenih financijskih sustava sa ogromnom tržišnom moći.

Osnovne koristi postojanja kreditnih rejting agencija su uklanjanje asimetričnih informacija između izdavatelja i investitora, niži troškovi ocjene predmeta rejtinga u odnosu na individualne procjenitelje i sl. Međutim kreditne rejting agencije u posljednje vrijeme predmet su brojnih znanstvenih i stručnih istraživanja i posljedičnih kritika poglavito zbog činjenice da se navode kao temeljni uzročnici i akteri globalne financijske krize. U njihovu poslovanju postoje i razne etičke, financijske i druge eksternalije kao što su primjerice tzv. „kupovanje“ rejtinga, naplata

naknada od izdavatelja, visoka koncentraciju u industriji, učinci ekonomije obujma i djelokruga, svrha i djelokrug njihove regulacije i supervizije i sl.

Trenutačno se preispituje dosadašnja uloga i razmatraju mogućnosti budućeg okvira djelovanja i aktivnosti kreditnih rejting agencija, poglavito njihove strože regulacije razboritog poslovanja, ali i stvaranja mehanizama samoregulacije. Reforma regulacije rejting agencija dio je reforme regulatornog i supervizorskog okvira cjelokupnog financijskog sustava.

FUNKCIJE AGENCIJA ZA KREDITNI REJTING

Kreditna rejting agencija je specijalizirana, najčešće privatna, tvrtka koja daje mišljenje o kreditnoj sposobnosti subjekta ili financijske obveze. Rejting agencije su neovisni procjenitelji čiji se savjeti prihvaćaju u svrhu izvršavanja transakcija na financijskom tržištu.

Kreditni rejting se definira kao skup svojstava tražitelja kredita kao što su položaj, imovina, poslovi i perspektiva, na temelju kojih je moguće donijeti ocjenu o kreditnoj sposobnosti potencijalnog dužnika. Rejting je standardizirani pokazatelj kvalitete koji prikazuje procjenu financijske pozicije izdavatelja vrijednosnih papira. Kreditni rejting i ocjenu kreditne sposobnosti dodjeljuju i banke ali iz komercijalnih razloga, no u praksi gospodarski subjekti sve više koriste rejtinge specijaliziranih agencija.

Osim procjene rizičnosti izdavatelja, kada se radi o obveznicama i dionicama, prisutne su u dodjeljivanju rejtinga državama i njihovim dugovima, ali i u današnje vrijeme kompleksnim strukturiranim instrumentima financiranja. Razvojem financijskog sustava i mehanizama koji u njemu djeluju širio se i raspon usluga i aktivnosti koje rejting agencije pružaju, a osim toga procjena rejtinga radi se sve učestalije.

Instrumentarij vrednovanja kreditnih rejting agencija razlikuje se, primjerice, od načina i sustava evaluiranja i vrednovanja bankovnih analitičara, glavnih ekonomista, konzultanata, tržišnih analitičara i drugih osoba koje su zainteresirane za ocjenu poslovanja nekog subjekta. Primjerice u svrhu ocjene uspješnosti poslovnih banaka najčešće se uzimaju u obzir računovodstvene kategorije a u novije vrijeme i rizik i alocirani

kapital te pokazatelji koji iz tih varijabli proizlaze. Kreditne rejting agencije pri procjeni boniteta banke imaju holistički pristup i koriste sve vrste prudencijalnih pokazatelja (kapital, kvaliteta imovine, likvidnost) koji su integralni dio ukupnog mjerenja poslovanja banke ili neke druge financijske institucije. U ocjeni efikasnosti kreditne rejting agencije stavljanju naglasak na jednak ponder pokazateljima efikasnosti i strukturi prihoda i troškova. Štoviše pristup evaluiranja kreditnih rejting agencija je dinamički jer u model vrednovanja uključuju i promjene u strukturi prihoda i troškova a isto tako pokušavaju uključiti i tržišne pokazatelje u analizu. Pri procjeni rizičnosti izdavatelja financijskog instrumenta agencije za kreditni rejting koriste se metodologijom koja analizira javno dostupne podatke vezane uz izdavatelje, ali i ostale podatke koji nisu javno dostupni.

Ulogu agencija za kreditni rejting na financijskom tržištu moguće je promatrati kroz njihove osnovne funkcije. Osnovna svrha poslovanja rejting agencija je uklanjanje asimetričnih informacija između izdavatelja financijskog instrumenta i potencijalnog investitora jer se financijska procjena rejting agencija temelji na primjeni standardiziranih pokazatelja kvalitete. Detaljna procjena boniteta izdavatelja od strane svakog investitora bila bi troškovno neprihvatljiva a agencije za kreditni rejting omogućuju investitorima ulazak na tržište kapitala uz smanjenu cijenu kapitala. Na taj način rejting pomaže u rješavanju problema između principala (investitora) i agenta (financijska institucija - mirovinski fondovi, osiguravajuće kuće, razni investicijski fondovi itd.). Primjerice investitori određuju maksimalni iznos rizika koji su spremni preuzeti na način da agent (financijska institucija) ima propisan minimalni zahtijevani rejting izdavatelja koji može prihvatiti u svojim investicijskim aktivnostima. Korištenjem rejtinga moguće je uspoređivati vrijednosne papire i izdavatelje koje je u slučaju nepostojanja rejtinga gotovo nemoguće ili otežano uspoređivati pa se temeljem navedenoga povećava standardiziranost na tržištu vrijednosnih papira.

Oznaka rejtinga kombinacija je slova i brojeva, ali i znakova plus i minus, koji se nalaze na rejting skali i koji dodatno povećavaju razlike u pojedinim ocjenama rejtinga. Rejting skala nije jedinstvena za sve financijske instrumente i u svrhu procjene rejtinga za druge vrste vrijednosnih papira ili nekih financijskih institucija mogu se koristiti drugi simboli ili se postojeći simboli tumače na drugačiji način ovisno o kojoj vrsti vrijednosnih

papira ili financijskih institucija se radi. Agencije za kreditni rejting, kao rezultat procjene, dobivaju alfanumeričke simbole prikazujući na taj način rizičnost izdavatelja vrijednosnih papira koji s obzirom na rizičnost i kvalitetu imaju investicijski ili špekulativni stupanj. Prema Moody's Investors Service, (2011.) rejting ima subjektivni karakter, on je zapravo pogled u budućnost poslovanja izdavatelja. Pojedine industrije, izdavatelji i zemlje imaju jedinstvena obilježja, i zbog toga se ne može svesti procjena rejtinga samo na korištenje raznih formula i metodologije koja je isključivo objektivna. Unatoč tome agencije za kreditni rejting nastoje dodjeljivati kredibilitetan rejting da bi postigli ili održale dobru reputaciju na tržištu.

Kreditni rejtinzi koji nastaju kao rezultat procjene rejting agencije razlikuju se s obzirom na rizičnost i kvalitetu na investicijski (od S&P AAA ili Moody's Aaa do S&P BBB- ili Moody's Baa3) ili pod investicijski stupanj (od S&P BB+ ili Moody's Ba1 do S&P D ili Moody's C). Tijekom godina, razvojem financijskog tržišta, uz standardne simbole dodane su i oznake plus i minus da bi se napravila što detaljnija gradacija izdavatelja na tržištu. Tako je npr. moguće usporediti simbole koje koristi S&P's sa onima koje koristi Moody's. U slučaju kratkoročnih korporativnih zadužnica koriste se simboli P-1, P-2, P-3 i NP, gdje P označava riječ „prime“ (prvorazredan) a brojke pokazuju visinu na toj rejting skali dok NP znači „not prime“ (drugorazredan, podređeni i špekulativni), izdavatelj ne može ispuniti svoje kratkoročne financijske obveze te spada u špekulativni razred. Npr. P-1 predstavlja rejting od Aaa do A3 a NP uključuje raspon ocjena od rejtinga Ba1 do C.

Agencije za kreditni rejting imaju različite politike u vezi procjene rejtinga te tako neke dodjeljuju rejting samo ako je on zatražen od strane izdavatelja, dok druge dodjeljuju rejting i kad nisu zatraženi. Ipak u većini slučajeva izdavatelji sami zatraže procjenu rizičnosti i dodjelu rejtinga jer je dobar rejting dodijeljen od strane poznate međunarodne agencije za kreditni rejting preduvjet za izlazak na međunarodno financijsko tržište. Nakon što je zatražena dodjela rejtinga agencija nadzire klijenta (izdavatelja) nekoliko godina te vrši promjene rejtinga u slučaju da se financijska pozicija klijenta značajnije promijeni. Osim dostupnih dokumenata i standardnih procedura pri procjeni, na ocjenu rejtinga utječe i rezultat razgovora sa menadžmentom izdavatelja i rezultirajuća subjektivna procjena analitičara agencije za kreditni rejting.

Ne postoji određena univerzalna formula određivanja rejting ocjene iz razloga što je procjena rizičnosti izdavatelja posao koji osim objektivne procjene financijskih i ekonomskih pokazatelja koje analitičari imaju na raspolaganju, sadrži i subjektivnu procjenu. Procjenjuju se i poslovni temelji poduzeća, pozicija poduzeća na tržištu, menadžment i njegove strategije. Pri određivanju rejtinga nekada u većoj mjeri sudjeluju poslovni a nekada financijski rizici. Metodologija koja se koristi za različite predmete procjene (poduzeća, financijske institucije, dužničke instrumente, državu i državna izdanja duga) mora se kontinuirano usklađivati sa promjenama u gospodarstvu, promijenjenim uvjetima poslovanja, novim rizicima, posljedicama krize i sl.

Za dodjelu kreditnog rejtinga državama analizira se pokazatelj kao što je, primjerice, dohodak po glavi stanovnika. Što je veći dohodak po glavi stanovnika, veća je porezna baza i vjerojatnije je da će zemlja biti u mogućnosti izvršavati svoje obveze. Kada zemlja premaši određeni iznos dohotka po stanovniku, smatra se da je veća mogućnost urednog servisiranja njenih obveza. Rast BDP-a, primjerice, ukazuje na to da što je veći rast, otplata dugova će postajati sve jednostavnija za zemlju. Inflacija kao jedan od pokazatelja ukazuje na strukturne probleme u vladinoj politici, tj. da ne postoji mogućnost ili volja za bolji oblik financiranja nego izdavanjem novca i stvaranjem inflacije. Stanje bilance plaćanja također je vrlo važan kriterij pri procjeni rizičnosti zemlje. Postojanje velikog deficita ukazuje na probleme, nemogućnost države da pribavi potrebna financijska sredstva. Osim navedenih pokazatelja, u obzir se uzimaju povijesni podaci. Zemlja koja je u prošlosti imala problema sa izvršavanjem svojih obveza ima znatno veći rizik i niži rejting za razliku od zemalja koje nisu imale probleme takve prirode. Svi promatrani pokazatelji nisu isključivo ekonomski, promatra se rast i populacije, starosna struktura stanovništva, produktivnost različitih sektora u ekonomiji, efikasnost obrazovnog sustava i njegova kvaliteta, kvaliteta državne administracije itd. Uz navedeno analizira se i trgovinsko poslovanje zemlje, pokazatelji konkurentnosti, geografska diverzificiranost tržišta, udjel na tržištu itd. Rejting dugoročnog zaduživanja Hrvatske u stranoj valuti u siječnju 2011. bio je prema S&P's metodologiji BBB-, u studenome 2013. BB+ i u studenom 2015. BB (Hrvatska narodna banka, (2015.).

Tri najveće agencije za kreditni rejting, S&P's, Moody's i Fitch, pri određivanju rejtinga države ocjenjuju slijedeće varijable: makroekonomske pokazatelje i rast, javne financije, dug, financijski sektor, vanjske financije, devizni tečaj, političke prilike, strukturalni i institucionalni položaj i ostale čimbenike. Standard & Poor's pri procjeni kvalitete izdavatelja koristi metodologiju koja dijeli korištene podatke za procjenu u kategorije poslovnog i financijskog rizika. Svaka od kategorija se prema izabranim kriterijima ocjenjuje, te u sebi sadrži određene pod kategorije kao što su npr. kvaliteta menadžmenta, profitabilnost, financijska fleksibilnost i sl. Kod procjene poslovnih rizika uzima se u obzir i rizik države iako je on samo jedan od faktora, te nije moguće poistovjetiti rizičnost države sa promatranim privatnim sektorom. Pri procjeni kvalitete poduzeća ocjenjuje se koji faktori rizičnosti države utječu na poslovanje poduzeća i njegov rizik. Primjerice čimbenici poslovnog rizika pri ocjeni izdavatelja su karakteristike industrije kojoj izdavatelj pripada, kvaliteta managementa, tržišna pozicija izdavatelja pri čemu se ocjenjuje marketing, tehnologija, efikasnost, regulacija i sl. Čimbenici financijskog rizika su: financijske karakteristike, financijska politika, profitabilnost, struktura kapitala, tijek novca, financijska fleksibilnost i sl.

KREDITNE REJTING AGENCIJE U SVIJETU

U svijetu je koncem 1999. godine poslovalo oko 150 agencija za kreditni rejting, a kao rezultat okrupnjavanja postojećih rejting agencija, spajanjem ili preuzimanjem manjih rejting tvrtki, koncem 2009. godine na tržištu su poslovale 73 agencije za kreditni rejting. Agencije se razlikuju prema veličini koja se mjeri brojem kreditnih analitičara i njihovih supervizora, brojem dodijeljenih rejtinga, brojem tvrtki kojima su dodijeljeni rejtingi, ukupnim ostvarenim operativnim prihodima itd. Razlikuju se agencije koje dodjeljuju ograničen broj rejtinga i one koje mogu procijeniti rizičnost velikog broja izdavatelja. Na manjim financijskim tržištima ili u određenim tržišnim nišama, a zahvaljujući informatičkoj tehnologiji koja omogućava masovnu proizvodnju procjena, danas posluju i agencije sa manjim brojem zaposlenika, primjerice u Švedskoj.

Tablica 1: Registrirane kreditne rejting agencije u Sjedinjenim Američkim Državama, 2013. godine

Rejting agencija	Kreditni analitičari	Supervizor i kreditnih analitičara	Vlasništvo	Djelokrug rejtinga
Standard & Poor's Ratings Services ("S&P's")	1.465	245	McGraw-Hill	Potpuna usluga
Moody's Investors Service, Inc. ("Moody's")	1.244	149	Dun & Bradstreet	Potpuna usluga
Fitch Ratings, Inc. ("Fitch")	1.102	309	FIMALAC	Potpuna usluga
A.M. Best Company, Inc. ("A.M. Best")	123	42	Privatno	Osiguranje
DBRS, Inc. ("DBRS")	98	33	Privatno	Strukturirani proizvodi
Kroll Bond Rating Agency, Inc. ("KBRA")	58	6	Institucionalni investitori i privatno	-
Japan Credit Rating Agency, Ltd. ("JCR")	57	32	Institucionalni investitori	Potpuna usluga
Morningstar Credit Ratings, LLC ("Morningstar")	30	10	-	Strukturirani proizvodi
Egan-Jones Ratings Company ("EJR")	7	3	-	Korporacije

Napomena: Podaci o supervizorima kreditnih analitičara odnose se na 2012. godinu.

Izvor: U.S. Securities and Exchange Commission, Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, prosinac 2014., str. 14.

Na financijskom tržištu dominiraju tri velike rejting agencije: Standard&Poor's, Moody's i Fitch Ratings, koje zauzimaju preko 90% ukupnog tržišta kreditnog rejtinga, prema ukupnim ostvarenim prihodima industrije. Od nastanka kreditnih rejting agencija tzv. „Tri sestre“ dominiraju tržištem, dok su ostale, ako su se i pokazale uspješnim, bile najčešće preuzete od strane tržišnih lidera ili su prisutne samo u nekoj tržišnoj niši (osiguravateljnom, bankovnom, tržištu strukturiranih instrumenata i sl.).

Standard & Poor's najpoznatija je i najveća agencija kreditnog rejtinga (prema dodijeljenim rejtinzima, zaradama, tržišnim udjelima dodijeljenih rejtinga po pojedinim sektorima, broju zaposlenih) koja osigurava investitorima tržišnu inteligenciju kroz kreditne rejtinge, indekse, investicijska istraživanja, ocjenu rizika i savjetovanje. Standard & Poor's

vodi svjetski poznati i široko primjenjivi indeks S&P's 500. Sektori kojima dodjeljuje rejtinge dijeli na korporacije, financijske institucije, fondove, osiguranja, međunarodne javne financije, strukturne financije i države. Ocjenjuje se kreditna sposobnost dužnika pri čemu analiza profila rizika uključuje rizik zemlje, okruženje, poziciju kompanije, poslovnu i geografsku diverzifikaciju, managerske strategije i sl. Analiza profila financijskog rizika uključuje upravljanje rizikom, kapitalizaciju, zarade, financiranje i likvidnost, računovodstvo i vođenje. Kasnih 80-ih godina prošlog stoljeća proširili su djelokrug ocjene javnih financija na stambeno financiranje, zdravstvenu zaštitu, visoko obrazovanje, neprofitne institucije, i sl.

Na tablici 2. prikazani su dodijeljeni rejtinzi registriranih agencija kreditnog rejtinga prema sektorima kojima dodjeljuje rejtinge u Sjedinjenim Američkim Državama. Koncentracija industrije primjenom pokazatelja udjela tri najveće agencije u ukupnoj industriji prema ukupnom broju dodijeljenih rejtinga za sve sektore (C3) iznosila je 96,55% koncem 2013. godine.

Tablica 2: Dodijeljeni rejtinzi registriranih institucija u Sjedinjenim Američkim Državama, 2013.

Registrirane institucije	Financijske institucije	Osiguratelji	Korporativni izdavatelji	Vrijednosnice na temelju imovine	Vrijednosnice države i lokalnih jedinica	Ukupan broj rejtinga
S&P's	59.000	7.200	49.700	90.000	918.800	1.124.700
Moody's	53.383	3.418	40.008	76.464	728.627	901.900
Fitch	49.821	3.222	15.299	53.612	204.303	326.257
DBRS	13.624	150	3.790	10.706	16.038	44.308
KBRA	15.982	44	2.749	1.401	25	20.201
Morningstar	N/R	N/R	N/R	11.567	N/R	11.567
A.M. Best	N/R	4.492	1.653	56	N/R	6.201
EJR	104	46	877	N/R	N/R	1.027
JCR	150	27	463	N/R	56	696
HR Ratings	N/R	N/R	N/R	N/R	189	189
Ukupno	192.064	18.599	114.539	243.806	1.868.038	2.437.046

Izvor: U.S. Securities and Exchange Commission, Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, prosinac 2014., str. 9.

Razvojem industrije kreditnog rejtinga širio se opseg obuhvata predmeta procjene agencija, a najvažnija inovacija su strukturirani financijski proizvodi koji su posljednjih godina postali primarni izvor njihovih značajnih ostvarenih prihoda. I danas tri velike kreditne rejtinge agencije djeluju globalno u svim sektorima gospodarstva. Navedene agencije u Europi su poslovale preko subsidiarija dok od 2009. godine se registriraju ili certificiraju kod Europskog udruženja za vrijednosnice. Kreditne rejting agencije razlikuju se s obzirom na obuhvat predmeta rejtinga i područje na kojem posluju. Tri najznačajnije rejting agencije posluju globalno i obuhvaćaju sve sektore za procjenu. Ostale priznate institucije specijalizirane su za određeno geografsko područje ili za specifičan sektor kojem dodjeljuju rejting.

Na temelju regulacije iz 2009. kreditne rejting agencije koje djeluju u Europskoj Uniji moraju zahtijevati odobrenje registracije i certifikacije u zemlji sjedišta. U listopadu 2012. bile su registrirane 32 a u listopadu 2015. godine 39 kreditnih rejting agencija u Europskoj Uniji, a u isto vrijeme četiri su certificirane. Registrirane agencije osnovane su u deset zemalja Europske Unije od čega su tri globalno aktivne, a ostale su lokalnog djelovanja. Od toga ih je u listopadu 2015. godine poslovalo po osam u Njemačkoj i Velikoj Britaniji a Italiji i Francuskoj po 4 kreditne rejting agencije (ESMA, (2015.)).

ANOMALIJE U POSLOVANJU KREDITNIH REJTING AGENCIJA

U znanstvenoj i stručnoj literaturi se provlače prijeporna pitanja oko (ne)postojanja kreditnih rejting agencija u budućnosti, nositelja troška njihove naknade za pružene usluge određivanja rejtinga, reputacijskog mehanizma u njihovu poslovanju, slobode tržišnog natjecanja i konkurencije, osnivanja i nadzora, reformi regulatornog okvira i sl. Neki autori smatraju da rejting agencije više promatraju prošlost i slijede trendove nego što anticipiraju budućnost. U svakom slučaju znanstvenici i stručnjaci suglasni su da rejting agencije moraju zadovoljavati kriterije kredibiliteta, neovisnosti, objektivnosti i transparentnosti koje, između ostalog, nameću i novi kapitalni zahtjevi.

Glavne slabosti kreditnih rejting agencija (Financial Stability Forum (2008.)) su slabosti u modelima rejtinga i metodologijama, neadekvatan due diligence u nadzoru kvalitete skupova kolaterala za rangirane vrijednosnice, nedovoljna transparentnost u ocjenama, kriterijima, metodologijama koje su se koristile u rangiranju strukturiranih proizvoda, nedovoljna jasnoća značenja rejtinga i karakteristika rizika strukturiranih proizvoda i nedovoljna pozornost na konflikte interesa u procesu određivanja rejtinga. Kritičari ističu i poslovni model kreditnih rejting agencija kod kojeg su oni ujedno savjetnici izdavatelja i financijskog posrednika u fazi kad je transakcija strukturirana kao i praksu da naknade plaćaju direktno izdavatelji ili originatori sekuritizirane transakcije.

Potreba za strožom i preciznijom regulacijom i supervizijom kreditnih rejting agencija javila zbog njihove izravne i neizravne uključenosti u razvoj financijske krize. Postoji općeprihvaćeno i rašireno mišljenje da se kroz zloupotrebu svog položaja kreditne rejting agencije odigrale ključnu ulogu u materijalizaciji krize drugorazrednih kredita od 2007. godine budući da su bile blagonaklone u davanju visokih rejting ocjena vrijednosnicama koje su nastale na temelju drugorazrednih kredita. U Sjedinjenim Američkim Državama kreditne rejting agencije od 90tih godina prošlog stoljeća osim rejtinga konvencionalnim financijskim instrumentima masovno dodjeljuju rejtinge i novonastalim strukturiranim financijskim proizvodima nastalim najčešće sekuritizacijom potraživanja ili već postojećih sekuritizacijskih instrumenata. Zbog kompleksnosti novonastalih struktura, nepoznavanja značajki novih proizvoda, nepostojanja povijesnih podataka za analize, postavljanje modela i sl. posljedični primijenjeni modeli ocjene rejtinga nisu procjenjivali visoku stopu neplaćanja na tržištu hipotekarnih vrijednosnica u Sjedinjenim Američkim Državama, niti osigurali odgovarajuće mehanizme likvidnosne potpore za sekuritizacijske transakcije, a u većini slučajeva dodijeljeni rejtinzi nisu uopće bili aktualni. Dodjeljivanje rejtinga strukturiranim instrumentima financiranja uzrokuje i problem plaćanja naknade od strane izdavatelja vrijednosnog papira, nedovoljno znanje i dubinu istraživanja od strane rejting agencija i sl. Agencije za kreditni rejting, kao objektivne okolnosti ovakvih ishoda, u svoju obranu od direktne uključenosti u razvoj krize navode velike i neočekivane šokove na tržištu, značajan pad cijena stambenih objekata što je rezultiralo krivom procjenom rejting agencija.

Unatoč svim mehanizmima i mjerama regulacije agencija kreditnog rejtinga, smatra se da se najbolji regulatorni učinak postiže reputacijskim mehanizmom i „zdravom“ konkurencijom na tržištu kreditnog rejtinga. Reputacijski kapital odrednica je uspjeha kreditnih rejting agencija, te one agencije koje ga posjeduju dobro posluju. Subjekti koji su uključeni u investicijske aktivnosti bit će spremni koristiti rejting samo ako je korist od njegova korištenja veća od koristi koja bi se postigla ako bi subjekt samostalno ocjenjivao izdavatelja vrijednosnog papira. Ako se utvrdi da su rejtinzi koje agencija dodjeljuje loše kvalitete ili netočni izgubit će se reputacijski kapital, i pojavit će se potreba za pojavom novih konkurenata na tržištu. I same kreditne rejting agencije svjesne su važnosti reputacijskog kapitala te to u promidžbenim aktivnostima i službenim korporativnim javnim istupima naglašavaju.

Tržišni mehanizmi i sloboda tržišnog natjecanja općenito omogućava efikasnije funkcioniranje financijskog sustava na dobrobit svih korisnika financijskih usluga. Osim standardnih tijela koja nadziru sudionike financijskog tržišta pa tako i agencije za kreditni rejting, glavni mehanizam regulacije i jamstva kvalitete dodijeljenih rejtinga je reputacijski kapital. Investitori se na financijskom tržištu oslanjaju na renomirane rejting agencije koje zbog učinaka ekonomije obujma ostvaruju manji trošak nego što bi bio trošak svakog pojedinog investitora za pojedinačne procjene. Bez obzira na važnost reputacije i goodwilla kreditnih rejting agencija potrebno je omogućiti slobodu tržišnog natjecanja i ulazak, drugih agencija na tržište koji će povećati konkurenciju, djelovati snagom tržišta na sniženje cijena i, u cilju zaštite potrošača odnosno investitora na financijskom tržištu, omogućiti transparentno poslovanje, objektivne procjene i neovisnost u poslovanju. Većina subjekata uključenih u poslove vezane uz investiranje i korištenje usluga agencija za kreditni rejting smatraju da su rejtinzi dodijeljeni od strane agencija u većini slučajeva objektivni te da ne postoje prisile od strane agencija za dodjelu kreditnog rejtinga. Stoga valja i u budućnosti voditi računa o reputaciji agencija, no potrebno je omogućiti i drugim sudionicima na tržištu rejtinga slobodu tržišnog natjecanja i regulatornim i nadzornim mehanizmima utjecat na smanjenje koncentracije na tržištu rejtinga.

Prijeporno pitanje u poslovanju rejting agencija je i model plaćanja njihovih usluga. U vrijeme nastanka kreditnih rejting agencija investitori su kupovali

njihove izdane publikacije. Već 70-ih godina prošlog stoljeća dolazi do promjene modela naplate naknade, na način da naknadu plaćaju izdavatelji vrijednosnih papira. Naknada koju agencije naplaćuju ovisi o veličini izdanja i njegovoj kompleksnosti. Veća izdanja su kompleksnija za analizu i predstavljaju veći rizik u smislu utjecaja na reputaciju agencije za kreditni rejting. Struktura naknada je različita ovisno o rejting agenciji ali isto tako i o tvrtci kojoj se dodjeljuje rejting unutar iste agencije. Izdavatelji koji prvi puta ocjenjuju svoje izdanje podliježu većoj naknadi iz razloga što je potrebno dodatno vrijeme i trud koji podrazumijeva izrada novog rejtinga. Kod naplate naknade od investitora postoji mogućnost sukoba interesa.

Danas u praksi postoje dva poslovna modela plaćanja naknade a učestaliji model je plaćanje naknade od strane izdavatelja što dovodi do problema moralnog hazarda. Naknadu plaća korisnik kod manjih kreditnih rejtinga agencija kao što su RealPoint LLC, Egan-Jones Rating Company i LACE financial Corp. Znanstvenici i stručnjaci predlažu da se investitori više uključe u plaćanje naknada rejting agencijama primjerice preko pretplate ili da se konflikt interesa može smanjiti odvajanjem savjetničke i rejting funkcije rejting agencija. Iako većinu prihoda agencija za kreditni rejting čine prihodi od dodjele rejtinga moguće je da rejting agencija uvjetuje i korištenje savjetničkih usluga. Navedeni problem se može riješiti na način da se regulira maksimalni udjel prihoda od savjetničkih ili drugih usluga od istog klijenta u ukupnim приходima kreditne rejting agencije.

Model plaćanja bi se mogao urediti regulacijom, primjerice ograničenjem broja dodijeljenih rejtinga od strane jednog izdavatelja, uvođenjem plaćanja pretplata od strane korisnika usluge, ograničenjem broja godina pružanja usluga, onemogućavanjem istovremenog pružanja konzultantskih usluga i sl. Problem koji se javlja poglavito kod sekuritizacijskih instrumenata naziva se „kupnja“ rejtinga a odnosi se na ponašanje izdavatelja vrijednosnog papira gdje on izabire agenciju za koju smatra da ima najmanje zahtijevane kriterije dodijele rejtinga za njegove vrijednosne papire. Na taj način dolazi do smanjene kvalitete dodijeljenih rejtinga koje koristi široki krug investitora.

Rejting ocjene se koriste i kao instrument regulacije i supervizije na financijskom tržištu. Regulacija koja se temelji na rejtingu može se podijeliti u tri osnovne grupe. Prva grupa regulacije odnosi se na politiku nadgledanja

i regulacije pojedinih poduzeća na tržištu, druga na regulaciju investicijskih odluka, a treća grupa regulatornih instrumenata se odnosi na zadovoljenje kapitalnih zahtjeva. Banka za međunarodna poravnanja navodi nekoliko mogućnosti primjene rejtinga: pri određivanju kapitalnih zahtjeva; pri identifikaciji i klasificiranju imovine (u kontekstu zamjenjivih investicija ili dozvoljene koncentracije imovine), osiguranje kredibilitetne evaluacije kreditnog rizika u transakcijama kupnje imovine u sekuritizaciji u ponudi pokrivenih obveznica; određivanju zahtjeva za objavljivanjem i određivanjem kvalitete i prihvatljivosti prospekta. Neki autori smatraju upitnim da regulatori koji su odgovorni za implementaciju Basela II značajno ovise o rejtingu rejting agencija opisujući njihovo djelovanje kao oligopolsku nereguliranu industriju. Basel II je povjerio agencijama za kreditni rejting supervizorsko priznavanje i na taj način uključio rejting agencije u veći doprinos krizi.

Nastavno na navedeno, a s obzirom na značajnu ulogu kreditnih rejting agencija u gospodarstvima i financijama, i u budućnosti je potrebno povećati značenje nadzora i kontrole djelovanja predmetnih institucija te njihovih primijenjenih metodologija. U cilju navedenog nužno je dodatno educirati i specijalizirati supervizore, koji će između ostalog, provoditi i superviziju korištenih metodologija i dodijeljenih rejtinga u regulatorne svrhe. Isto tako nužna je dodatna edukacija zaposlenika rejting agencija koji kreiraju modele i uskladiti korištenu metodologiju sa novonastalim okolnostima i novim rizicima u financijsko servisnoj industriji.

REGULATORNI I SUPERVIZORSKI STANDARDI POSLOVANJA AGENCIJA KREDITNOG REJTINGA

Nastavno na kritike uloge i poslovnog modela agencija za kreditni rejting u kreiranju preduvjeta za razvoj financijske krize razna međunarodna i nacionalna tijela već dulji niz godina raspravljaju o potrebi za reformom njihovog regulatornog okvira. Obzirom da agencije kreditnog rejtinga djeluju međunarodno neophodna je i međunarodna suradnja regulatornih tijela oko konzistentnosti i standarda poslovanja. Glavni pokretači promjena u regulaciji su Međunarodna organizacija komisija za vrijednosnice, Komisija za vrijednosne papire u Sjedinjenim Američkim Državama i Europska Komisija u Europskoj uniji, te nacionalni regulatori.

Uređenje regulatornog okvira poslovanja kreditnih rejting agencija započelo je 70 tih godina prošlog stoljeća, intenziviralo se nakon 2003. godine uslijed korporativnih skandala za koje se okrivljene rejting agencije a naročito se potaknula međunarodno usklađivanje principa, standarda i propisa i suradnja nadzornika od 2008. godine do danas. Gotovo svi pokušaji usklađivanja i donošenja međunarodnih i regionalnih propisa imaju za cilj povećanje konkurencije i transparentnosti poslovanja, te smanjenja sukoba interesa.

U Sjedinjenim Američkim Državama Komisija za vrijednosne papire 1975. godine započinje sa regulacijom i nadzorom agencija za kreditni rejting i uvodi pojam priznatih vanjskih institucija za procjenu kreditnog rejtinga koje služe kao regulatori financijskog tržišta jer svojim rejtinzima utječu na izbor investicija financijskih institucija. Međunarodna organizacija komisija za vrijednosnice izdala je u prosincu 2004. godine, a revidirala 2008. godine, dokument Kodeks poslovanja kreditnih rejting agencija, koji sadrži pravila i principe poslovanja rejting agencija. Zakon o reformi agencija za kreditni rejting izglasan 2006. godine u Sjedinjenim Američkim Državama omogućio je Komisiji za vrijednosne papire da od svih ovlaštenih rejting agencija zahtjeva obvezno registriranje kod komisije koja je zadužena za financijsko izvještavanje i pravila supervizije registriranih agencija, javnu objavu informacija vezanih uz metodologiju dodjele kreditnog rejtinga, nadzire aktivnosti koje one provode itd. Spomenuta regulacija na snazi je u Sjedinjenim Američkim Državama od lipnja 2007. godine.

Posljedično, nakon financijske krize, došlo je do revizije međunarodnih standarda i propisa koji su osnova za poslovanje agencija za kreditni rejting. Da bi se zaštitila kvaliteta procesa dodijele rejtinga u osnovi se preispitalo pitanje davanja preporuka vezanih uz karakteristike strukturiranih instrumenata kojima će dodjeljivati rejting, uvedeno je periodično provjeravanje metodologije kojima se koriste rejting agencije, nametnuta je obveza osiguranja objektivnosti pri procjeni, osiguranja da analitičari koji se bave dodjelom rejtinga imaju potrebna znanja i iskustva itd. Osim toga agencije trebaju javno objaviti metodologije koje koriste pri procjeni rizika kako bi investitori shvatili osnovu dodjeljivanja rejtinga i sam rejting te različito prikazivati rejtinge strukturiranih instrumenata i ostalih instrumenata na tržištu. Kao posljedica krize prihvaćene su određene promjene vezane uz djelovanje priznatih rejting agencija u

Sjedinjenim Američkim Državama u cilju povećanja transparentnosti i smanjenja sukoba interesa. Zbog specifične oligopolske strukture tržišta kreditnog rejtinga, snažne tržišne moći najvećih agencija za kreditni rejting, te sve značajnijeg sudjelovanja u aktivnostima kreditnih institucija i investicijskih društava, regulatori su dužni u cilju povećanja financijske stabilnosti pozornije nadzirati njihove ukupne aktivnosti.

Europska Komisija izgradila je model prema kojem je propisana registracija i vanjski supervizorski režim poslovanja kreditnih rejting agencija u Europi gdje regulatori nadziru politike i procedure kreditnih rejting agencija i promoviraju reforme u svoje interno poslovanje. U Europi su od 2006. godine kreditne rejting agencije regulirane kroz postojeće smjernice o financijskim uslugama a kombinirane su i sa samoregulacijom na bazi međunarodnog kodeksa ponašanja rejting agencija. Europska središnja banka na području Europske unije donosi razne odluke vezane uz regulaciju poslovanja agencija za kreditni rejting. U Europi postoje priznate agencije za kreditni rejting, a isti regulatorni okvir implementirala je i Republika Hrvatska u sklopu prilagodbe pravnoj stečevini Unije, odnosno kao punopravna članica Europske Unije od srpnja 2013. godine.

Smjernice koje se odnose na djelovanje kreditnih rejting agencija su smjernica o zloupotrebi tržišta, kapitalnim zahtjevima i tržišnim i financijskim instrumentima. Smjernica o zloupotrebi tržišta regulira insidersko trgovanje i tržišnu manipulaciju i usmjerena je na fer prezentaciju investicijskih preporuka i objavljivanje konflikta interesa. Primjerice, u cilju smanjenja zloupotrebe tržišta kreditni rejting ne sadržavaju preporuku već se odnose na mišljenja o kreditnoj sposobnosti pojedinačnog izdatelja ili financijskog instrumenta. Međutim kreditne rejting agencije moraju usvojiti interne politike i procedure koje će potvrditi da su kreditni rejtingi koje one publiciraju fer prezentirani.

Smjernica o kapitalnim zahtjevima osigurava da upotreba procjena kreditnog rejtinga u određivanju pondera rizika (i rezultirajućih kapitalnih zahtjeva) koji se koriste kod izloženosti banaka ili investicijskih tvrtki. Smjernica sadržava brojne zahtjeve koje vanjske institucije za ocjenu rejtinga moraju zadovoljiti da bi dobile odobrenje supervizora.

Smjernica o tržišnim i financijskim instrumentima sadržava odredbe o poslovanju i organizacijskim zahtjevima kreditnih rejting agencija koje, kao i ostali, pružaju investicijske usluge na profesionalnoj bazi.

Supervizija kreditnih rejting agencija u Europskoj uniji provodi se izravno preko Eurosustava operacijama monetarne politike i upravljanja imovinom. Prema statutu Europskog sustava središnjih banaka Europska središnja banka i nacionalne središnje banke mogu imati kreditne operacije s kreditnim institucijama i drugim tržišnim sudionicima ukoliko je kreditiranje bazirano na adekvatnom kolateralu. Prema navedenom da bi se imovina koristila kao instrument osiguranja u operacijama monetarne politike mora zadovoljiti visoke kreditne standarde pri čemu Eurosustav koristi različite izvore informacija uključujući informacije priznatih registriranih kreditnih rejting agencija. Odbor europskih regulatora vrijednosnica zadužen je za dodjeljivanje licenci na godišnjoj bazi agencijama čiji se rejtinzi koriste u regulatorne svrhe, nadgledanje rejting agencija, smanjenje upotrebe rejtinga u nekim vrstama regulacije, itd.

Problematika dodjele rejtinga strukturiranim proizvodima riješit će se na način da će se revidirati korištene metodologije, verificirati korištene podatke, objavljanja oko korištenih metodologija, raspored revizije rejtinga i sl., odnosno revidirat će se svi aspekti izdavanja rejtinga kod strukturiranih proizvoda. Metodologije rejtinga za strukturirane proizvode moraju se razlikovati od metodologije koja se koristi kod obveznica što se može osigurati različitom ljestvicom ili dodatnim simbolima. U modele se treba uključiti i rizik likvidnosti koji je u dosadašnjoj primjeni bi zanemaren.

U veljači 2010. godine Hrvatska narodna banka izdala je Smjernice u postupku priznavanja i praćenja vanjske institucije za procjenu kreditnog rizika a cilj Smjernica u postupku priznavanja i praćenja kreditnih rejting agencija jest osigurati dosljednost postupka priznavanja na način: da se kreditne procjene agencija koja je podnositelj zahtjeva primjenjuju za izračun kapitalnih zahtjeva za kreditni rizik u standardiziranom pristupu; da se utvrdi standardna dokumentacija koju podnositelj zahtjeva treba priložiti, a kojom se dokazuje udovoljavanje zahtjevima potrebnima za ocjenu propisanih kriterija i da se informacije iz standardnog paketa dokumentacije procjenjuju u skladu s kriterijima priznavanja.

Priznata vanjska institucija za procjenu kreditnog rizika je ona koja je ispunila zahtjeve iz Odluke o adekvatnosti jamstvenoga kapitala kreditnih institucija odnosno koja je dobila odobrenje Hrvatske narodne banke. Za potrebe standardiziranog pristupa za izračun kapitalnog zahtjeva za kreditni rizik, odnosno utvrđivanja pondera rizika za bilančne i izvanbilančne stavke, mogu se primjenjivati jedino kreditni rejtingi odnosno kreditne procjene priznatih agencija. Agencija kojoj je izdano rješenje na temelju kojeg je priznaje Hrvatska narodna banka, uključuje se u listu priznatih agencija, koji sadrži i raspoređivanje njezinih kreditnih rejtinga u odgovarajuće stupnjeve kreditne kvalitete. U Hrvatskoj su dvije globalne kreditne rejting agencije licencirane od strane Hrvatske narodne banke: Moody's i Fitch Ratings.

ZAKLJUČAK

Agencije za kreditni rejting u današnje vrijeme predstavljaju važne sudionike na financijskim tržištima diljem svijeta a njihova uloga i značenje će se povećavati u budućnosti i u bankocentričnim financijskim sustavima gdje je još uvijek financiranje putem kredita i kreditnih instrumenata najzastupljeniji oblik izvora financiranja novčano deficitarnih subjekata.

Njihovi primarni ciljevi su osiguravanje neovisne, objektivne i visoko kvalitetne ocjene tržišnim sudionicima kao što su poslovne banke, investicijski fondovi, osiguravatelji, mirovinski fondovi, drugi institucionalni investitori i kompanije koje ocjene kreditnih rejting agencija koriste u svrhu vođenja politike investiranja ili udovoljavanja regulatornim standardima. Razvojem tržišta i povećanjem njegove kompleksnosti od kreditnih rejting agencija se očekuje procjena kvalitete sve više financijskih instrumenata te povezanih rizika.

Postoji općeprihvaćeno i rašireno mišljenje da su kroz zloupotrebu svog položaja kreditne rejting agencije odigrale primarnu ulogu u kontaminaciji cjelokupnog financijskog sustava budući da su bile blagonaklone u davanju visokih ocjena rejtinga vrijednosnicama i suvremenim strukturiranim proizvodima nastalim na temelju drugorazrednih kredita. Nastavno na navedeno većina sofisticiranih tržišnih sudionika posljednjih godina, kao

što su upravljači imovinom institucionalnih investitora, nije provodilo vlastitu dubinsku ocjenu imovine već je eksternaliziralo ocjenu kreditnog rizika na vanjske ovlaštene kreditne rejtinge agencije, te se previše oslanjalo na ocjene, što je prouzročilo ogromne gubitke i štete u financijskim i gospodarskim sustavima diljem svijeta.

U cilju transparentnijeg poslovanja rejting agencija u budućnosti, veće zaštite investitora, povećanja stabilnosti financijskog sustava i sl., regulatori, supervizori, vladajuće strukture, stručna i šira javnost u budućnosti će morati više pozornosti posvetiti reputaciji agencija kreditnog rejtinga, strukturi tržišta, konkurenciji, koncentraciji i slobodi tržišnog natjecanja, razboritijem nadzoru i kontroli primijenjenih rejtinga u regulatorne svrhe od strane kreditnih institucija, te razmotriti efikasniji i pravedniji model plaćanja naknada agencijama. Kreditni rejtingi moraju biti neovisni, objektivni i visoko kvalitetni no i investitori trebaju osvijestiti rizike uključene u neke proizvode i ne oslanjati se isključivo na dodijeljene rejtinge. Metodologija ocjene rejtinga mora se usklađivati sa suvremenim promjenama u financijama, novim financijskim i nefinancijskim rizicima, inovacijama i sl., te je nužna i razboritija supervizija svih sudionika u postupcima dodjele i primjene rejtinga.

LITERATURA

1. Ashcraft A., Goldsmith-Pinkham P., Vickery J. (2009). MBS ratings and the mortgage credit boom, Federal Reserve Bank of New York.
2. Benmelech E., Dlugosz J. (2009). The Credit Rating Crisis. NBER Working Paper No. 15045. Cambridge.
3. Cantor R., Packer F. (1996). Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings. FRBNY Economic Policy review. Federal Reserve Bank of New York.
4. Deb, P., Gareth, M. (2009). Credit rating agencies: An alternative model. London School of Economics and Financial Markets Group.
5. Dittrich F. (2007). The Credit Rating Industry: Competition and Regulation, doktorska disertacija. Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität zu Köln.
6. European Securities and Markets Authority (2015). službeni podaci.
7. European Central Bank (2009). Credit Rating Agencies: developments and policy issues. Monthly Bulletin.

8. European Central Bank (2010). Beyond ROE – how to measure bank performance. Monthly Bulletin.
9. European Securities and Markets Authority (2012., 2015). službeni podaci.
10. Fitch Ratings (2010). Fitch Sovereign Ratings: Rating Methodology. Fitch. New York.
11. Hrvatska narodna banka (2015). službeni podaci.
12. Hunt, J.P. (2008). Credit rating agencies and the Worldwide credit crisis: the limits of reputation, the insufficiency of reform, and a proposal for improvement. Berkeley Center for Law, Business and the Economy.
13. Katz J., Salinas E., Stephanou C. (2009). Credit Rating Agencies: No Easy Regulatory Solutions. The World Bank Group. Financial and Private Sector Development Vice Presidency, Washington.
14. Kuhner C. (2001). Financial rating agencies: Are they credible? – Insights into the reporting incentives of rating agencies in times of enhanced systemic risk. Schmalenbach Business Review. Vol. 53. Muenchen.
15. Leko, V.; Mates, N. (ur.) (1993). Rječnik bankarstva i financija. Masmedia. Zagreb.
16. Narodne novine br. 1/2009., 41/2009., 75/2009. i 2/2010.
17. Pavković, A., Vedriš, D. (2011). Redefiniranje uloge agencija za kreditni rejting u suvremenom financijskom sustavu. Ekonomska misao i praksa. 20(1). 225-250.
18. Pavković, A. (2012). Kreditne rejting agencije: od marginalnih igrača ka neizostavnim specijalistima financijskog posredovanja. Računovodstvo i financije. 12/2012.
19. Sy, A. (2009). The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets. IMF Working Paper.
20. U.S. Securities and Exchange Commission (2012., 2014). Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations.
21. Utzig S. (2010). The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective. ADBI Working Paper Series. Tokyo.
22. White, L. (2009). The Credit Rating Agencies: How did we get here? Where should we go?, NYU Stern School of Business.