

Брюксел, 19.10.2016 г.
COM(2016) 664 final

ДОКЛАД НА КОМИСИЯТА ДО ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ И СЪВЕТА

относно алтернативите на външните кредитни рейтинги, състоянието на пазара на кредитни рейтинги, конкуренцията и управлението в сектора на кредитните рейтинги, състоянието на пазара за рейтинги на структурирани финансови инструменти и относно възможността за създаване на Европейска агенция за кредитен рейтинг

Съдържание

ВЪВЕДЕНИЕ	3
I. Риск от прекомерно доверяване на външни кредитни рейтинги и съществуващи алтернативи	4
1. Прекомерно доверяване на външни кредитни рейтинги	4
2. Налични алтернативи на външните рейтинги.....	7
II. Състояние на пазара за кредитни рейтинги и оценка на разпоредбите на Регламента относно АКР за засилване на конкуренцията на пазара за кредитни рейтинги	10
1. Анализ на пазара за кредитни рейтинги.....	10
2. Въздействие и оценка на разпоредбите на Регламента относно АКР по отношение на конкуренцията.....	17
III. Въздействие и оценка на разпоредбите за АКР относно управлението	20
1. Конфликт на интереси	21
2. Разпоредби, свързани със структурирани финансови инструменти, и евентуално разширяване на обхвата им към други финансови продукти	22
3. Алтернативни модели на възнаграждение	23
IV. Целесъобразност и реалистичност на подкрепата за Европейска агенцията за кредитен рейтинг	24
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	25

ВЪВЕДЕНИЕ

В настоящия доклад се разглеждат няколко задължения за отчитане, определени в изменения Регламент (ЕО) № 1060/2009 относно агенциите за кредитен рейтинг (АКР)¹ („Регламента за АКР“). По-специално в него:

- се анализират позоваванията на външни кредитни рейтинги в законодателството на ЕС и в частни договори между страните за целите на финансовите пазари. В него също се оценяват потенциалните алтернативи на външните кредитни рейтинги, които понастоящем се използват от участниците на пазара в целия ЕС (**раздел I**);²
- се оценяват въздействието и ефективността на мерките в Регламента относно АКР, засягащи конкуренцията в сектора на кредитните рейтинги (**раздел II**);³
- се оценява въздействието на Регламента относно АКР върху управлението и вътрешните процедури на АКР, по-специално предотвратяването на конфликти на интереси и използването на алтернативни модели на възнаграждение. В доклада също така се анализират разпоредбите, отнасящи се до структурираните финансови инструменти (СФИ), и потенциалното разширяване на техния обхват до други класове активи (**раздел III**);⁴
- се разглежда до каква степен е възможно създаването на Европейска агенция за кредитен рейтинг, която да оценява държавния дълг, и на Европейска фондация за кредитен рейтинг за всички други кредитни рейтинги (**раздел IV**).⁵

В този доклад се оценяват, наред с другото, много от ключовите разпоредби, въведени с последното изменение на Регламента относно АКР. Той е изготвен, отразявайки заключенията от Техническите съвети на Европейския орган за ценни книжа и пазари (ESMA) относно намаляване на доверяването, механично и единствено на външни кредитни рейтинги⁶, от проучването, извършено от

¹ Регламент (ЕО) № 1060/2009 на Европейския парламент и на Съвета от 16 септември 2009 г. относно агенциите за кредитен рейтинг (ОВ L 302, 17.11.2009 г.), изменен с Регламент (ЕС) № 513/2011 на Европейския парламент и на Съвета от 11 май 2011 г. (ОВ L 145, 31.5.2011 г.), изменен с Директива 2011/61/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 8 юни 2011 г. (ОВ L 174, 1.7.2011 г.), с Регламент (ЕС) № 462/2013 на Европейския парламент и на Съвета от 21 май 2013 г. (ОВ L 146, 31.5.2013 г.) и с Директива 2014/51/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 16 април 2014 г. (ОВ L 153, 22.5.2014 г.).

² Член 39б, параграф 1 от Регламента относно АКР.

³ Член 39, параграфи 4 и 5 от Регламента относно АКР.

⁴ Член 39, параграфи 4 и 5 от Регламента относно АКР.

⁵ Член 39б, параграф 2 от Регламента относно АКР.

⁶ ESMA/2015/1471 — Технически съвети на Европейския орган за ценни книжа и пазари (ESMA) относно намаляване на доверяването механично и единствено на външни кредитни рейтинги (ESMA Technical Advice on reducing sole and mechanistic reliance on external credit ratings)— публикация на разположение на адрес:

ICF Consulting Services, относно осъществимостта на алтернативите на кредитните рейтинги⁷, от Техническите съвети на Европейския орган за ценни книжа и пазари (ESMA) относно конкуренцията, избора и конфликта на интереси в сектора за кредитни рейтинги⁸ и от проучването, проведено от Europe Economics, относно състоянието на пазара за кредитни рейтинги⁹. В хода на подготовката на тези технически съвети и проучвания бяха проведени широки консултации със заинтересованите страни чрез работни срещи, анкети и интервюта.¹⁰

I. Риск от прекомерно доверяване на външни кредитни рейтинги и съществуващи алтернативи

1. Прекомерно доверяване на външни кредитни рейтинги

Международната реакция на световната финансова криза включваше усилия за намаляване на доверяването на външни кредитни рейтинги, по-специално с цел да се *„отслабят ефектите на „следване на стадото“ и „внезапния срив“ (herding and cliff effects), които застрашават финансовата стабилност и понастоящем възникнат от рейтинговите прагове на АКР, които са стриктно определени в законовите и подзаконовите актове и в пазарните практики“*¹¹. ЕС реагира на тези усилия, включително чрез приемането на законодателни изменения (вж. по-долу). Въпреки това остава необходимостта да се оцени до каква степен останалите позовавания на външни кредитни рейтинги в законодателството на ЕС биха могли да доведат до прекомерно доверяване на рейтингите. Освен това прекомерното доверяване на външни кредитни рейтинги може също така да възникне чрез използването им от пазарните участници при частни договори.

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2015-1471_technical_advice_on_reducing_sole_and_mechanistic_reliance_on_external_credit_ratings.pdf

⁷ MARKT/2014/257/F4/ST/OP-LOT1, на разположение на адрес: http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/index_en.htm

⁸ ESMA/2015/1472 — Технически съвети на Европейския орган за ценни книжа и пазари (ESMA) относно конкуренцията, избора и конфликта на интереси в сектора за кредитни рейтинги (ESMA Technical Advice on competition, choice and conflicts of interest in the credit rating industry) — публикация, на разположение на адрес: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2015-1472_technical_advice_on_competition_choice_and_conflicts_of_int.pdf

⁹ MARKT/2014/257/F/Lot 2, наличен на http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/index_en.htm.

¹⁰ За повече информация вж. стр. 5 от Техническите съвети на Европейския орган за ценни книжа и пазари (ESMA) относно намаляване на доверяването механично и единствено на външни кредитни рейтинги, стр. 5 и сл. от проучването на ICF, стр. 10 от Техническите съвети на Европейския орган за ценни книжа и пазари (ESMA) относно конкуренцията, избора и конфликта на интереси в сектора за кредитни рейтинги, стр. 7 от проучването на Europe Economics.

¹¹ По-специално вж. стр. 1 от *Принципите за намаляване на доверяването на рейтингите на АКР (Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings)* на Съвета за финансова стабилност (СФС), на разположение на адрес: http://www.fsb.org/2010/10/r_101027/. Вж. също *Пътна карта за намаляване на доверяването на рейтингите на АКР (Roadmap for Reducing Reliance on CRA Ratings)* на СФС, на разположение на адрес: http://www.fsb.org/2012/11/r_121105b/.

Няколко правни акта на ЕС в областта на финансовите услуги се позовават на използването на външни кредитни рейтинги. Някои от тях (Директивата относно лицата, управляващи алтернативни инвестиционни фондове (ЛУАИФ)¹², Директивата относно предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК)¹³ и Директивата относно институциите за професионално пенсионно осигуряване (ИППО)¹⁴) бяха изменени с Директива 2013/14/ЕС¹⁵, с която бяха въведени допълнителни правила за управляващи или инвестиционни дружества на ПКИПЦК и ЛУАИФ, изискващи въвеждането на процеси за управление на риска, за да се избегне доверяването единствено и механично на външни кредитни рейтинги. Целта беше да се избегне прекомерното доверяване на рейтинги при измерването на кредитния риск. Едно такова правило, въведено с Директива 2013/14/ЕС, беше изискването да се гарантира, че компетентните органи упражняват надзор над адекватността на процесите на кредитна оценка.

Регламентът за европейската пазарна инфраструктура (EMIR)¹⁶, който представлява законодателството в областта на централните контрагенти (ЦК), разрешава извършването на оценки от агенциите за кредитен рейтинг, за да се установи степента на риска, но не изисква, нито непременно стимулира ЦК да ги използват. Ако ЦК решат да ги използват, трябва да извършат някои насрещни анализи или да допълнят външната кредитна оценка със собствен анализ.

Регламентът за капиталовите изисквания (РКИ)¹⁷ и Директивата за капиталовите изисквания IV (ДКИ IV)¹⁸ съдържат няколко разпоредби, които позволяват различно третиране на рисковете, свързани с експозициите, в

¹² Директива 2011/61/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 8 юни 2011 г. относно лицата, управляващи алтернативни инвестиционни фондове, и за изменение на директиви 2003/41/ЕО и 2009/65/ЕО и на регламенти (ЕО) № 1060/2009 и (ЕС) № 1095/2010.

¹³ Директива 2009/65/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 13 юли 2009 г. относно координирането на законовите, подзаконовите и административните разпоредби относно предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК) (преработен текст).

¹⁴ Директива 2003/41/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 3 юни 2003 г. относно дейностите и надзора на институциите за професионално пенсионно осигуряване.

¹⁵ Директива 2013/14/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 21 май 2013 г. за изменение на Директива 2003/41/ЕО относно дейностите и надзора на институциите за професионално пенсионно осигуряване, Директива 2009/65/ЕО относно координирането на законовите, подзаконовите и административните разпоредби относно предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК) и Директива 2011/61/ЕС относно лицата, управляващи алтернативни инвестиционни фондове, по отношение на предоверяването на кредитни рейтинги.

¹⁶ Регламент (ЕС) № 648/2012 на Европейския парламент и на Съвета от 4 юли 2012 г. относно извънборсовите деривати, централните контрагенти и регистрите на трансакции

¹⁷ Регламент (ЕС) № 575/2013 на Европейския парламент и на Съвета от 26 юни 2013 г. относно пруденциалните изисквания за кредитните институции и инвестиционните посредници и за изменение на Регламент (ЕС) № 648/2012.

¹⁸ Директива 2013/36/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 26 юни 2013 г. относно достъпа до осъществяването на дейност от кредитните институции и относно пруденциалния надзор върху кредитните институции и инвестиционните посредници, за изменение на Директива 2002/87/ЕО и за отмяна на директиви 2006/48/ЕО и 2006/49/ЕО.

зависимост от това дали тези експозиции са оценени или не.¹⁹ В резултат на това капиталовите изисквания, свързани с експозициите, могат да варират значително в зависимост от това, дали тази експозиция е оценена от АКР или не, и от съответния получен рейтинг²⁰. Базелският комитет по банков надзор (БКБН) понастоящем е в процес на преразглеждане на стандартизирания подход към кредитния риск и е разгледал различни алтернативи за заместване на външните рейтинги²¹. Комитетът предлага да се запазят позоваванията на външни рейтинги, като същевременно тяхното използване се допълни с банкови процедури за комплексна проверка и се увеличат изискванията, свързани с използването на външни рейтинги, така че да се гарантира, че банките извършват своя собствена комплексна проверка и вътрешно управление на риска, а не разчитат механично на външни рейтинги.

Подобен механизъм се използва в Директивата „Платежоспособност II“²², която предвижда различни степени за риска в зависимост от това дали е налице външен рейтинг или не (и какъв рейтинг е определен за тази експозиция). С цел да се смекчи рискът от прекомерно доверяване на рейтингите Директивата „Платежоспособност II“ предвижда, че застрахователите, когато използват външна оценка на кредитния рейтинг при изчисляването на техническите резерви и капиталовото изискване за платежоспособност, извършват оценка на целесъобразността на тези външни кредитни оценки като част от тяхното управление на риска, като за целта използват допълнителни оценки, когато това е практически възможно, за да се избегне всякаква автоматична зависимост от външни оценки.²³ В допълнение на това делегираният акт за Директивата „Платежоспособност II“²⁴ установява подробни правила относно използването на външни кредитни оценки, като например изискването да се представят вътрешни кредитни оценки за по-големи или по-сложни експозиции, което също допринася за намаляване на риска от прекомерно доверяване на рейтингите.

¹⁹ Методологията е определена в законодателния текст като „стандартизиран подход“ и понастоящем е най-често използваната методология за банките съгласно РКИ и ДКИ.

²⁰ Например, в случай на експозиции към корпоративни ценни книжа, ако има рейтинг от АКР и експозицията получи най-високия рейтинг (напр. AAA), прилаганото рисково тегло е 20%. Следователно за банката ще има изискване да държи регулаторен капитал, равен на 20% от стойността на експозицията. Ако обаче няма рейтинг, прилаганото рисково тегло ще бъде най-малко 100%.

²¹ Базелски комитет по банков надзор, Втори консултативен документ, Преразглеждане на стандартите за стандартизиран подход към кредитния риск (Standards Revisions to the Standardised Approach for credit risk), издадени за коментар до 11 март 2016 г., декември 2015 г., на разположение на адрес: <http://www.bis.org/bcbs/publ/d347.htm>.

²² Директива 2009/138/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 25 ноември 2009 г. относно започването и упражняването на застрахователна и презастрахователна дейност.

²³ Член 44, параграф 4а от Директивата относно започването и упражняването на застрахователна и презастрахователна дейност (Директивата „Платежоспособност II“) и Регламент за изпълнение (ЕС) 2015/2015 на Комисията от 11 ноември 2015 г. за определяне на технически стандарти за изпълнение относно процедурите за оценка на външните кредитни оценки в съответствие с Директива 2009/138/ЕО на Европейския парламент и на Съвета, ОВ L 295, 12.11.2015 г., стр. 16.

²⁴ Членове 3—6 от Делегиран регламент (ЕС) 2015/35 на Комисията от 10 октомври 2014 г. за допълнение на Директива 2009/138/ЕО на Европейския парламент и на Съвета относно започването и упражняването на застрахователна и презастрахователна дейност (Директива „Платежоспособност II“).

Въпреки че са въведени смекчаващи правила, за да се избегне доверяване, механично или единствено на външни рейтинги, използването на рейтинги във важни области на РКИ и Директивата „Платежоспособност II“, по-специално областите, свързани с изчисленията във връзка с регулаторните капиталови изисквания или изискванията за платежоспособност, може да създаде стимули за финансовите институции и застрахователните дружества да разчитат на оценки от агенциите за кредитен рейтинг. Ето защо Комисията ще продължи да извършва мониторинг на въздействието на тези изисквания и да предоставя информация на съответните органи, като например Базелския комитет, с цел намаляване на рисковете от прекомерно доверяване на кредитните рейтинги в пруденциалната рамка за кредитните институции и застрахователните предприятия.

Избягването на прекомерното позоваване на външни кредитни рейтинги в договорите може да се постигне чрез разпоредби за забрана или допълнителни изисквания за оповестяване. Докато обаче допълнителните изисквания за оповестяване изглеждат неподходящи за предвидените в инвестиционните политики или насоки клаузи, които се задействат при присъждането на определен кредитен рейтинг, то забраната би представлявала ограничаване на договорната свобода и задължително ще трябва да бъде обоснована с наложителни причини от обществен интерес. Във всеки случай позоваванията на рейтинги не следва да служат като оправдание за управителите да избягват извършването на тяхна собствена комплексна проверка преди вземането на инвестиционни решения. Комисията ще продължи да наблюдава пазарните практики, за да идентифицира потенциални рискове, дължащи се на прекомерното използване в договорите на външни кредитни рейтинги.

2. Налични алтернативи на външните рейтинги

Основните налични алтернативи на външните рейтинги са пазарноориентираното измерване на кредитния риск, инструментите за вътрешна оценка на кредитния риск и оценките от трето лице.

Пазарноориентираното измерване (например, информация относно спредовете при суап за кредитно изпълнение и относно ценообразуването на облигациите) е обективно и прозрачно по отношение на достъпността и позволява всеки актив да получи специфично рисково тегло. То може да се използва за измерване на вероятността на риска от неизпълнение за широк диапазон от различни класове активи, като например държавен дълг, корпоративен дълг и структурирани продукти. Тези инструменти за измерване обаче се характеризират с важни ограничения. Двата основни риска, идентифицирани от ESMA и проучването на ICF, са високата им степен на променливост и тяхната неспособност да покажат по-нюансирани индикации за риска, свързан с дадена инвестиция. По-специално пазарноориентираните измервания са изложени на риск от манипулиране, т.е. риска участниците на пазара стратегически да повлияят върху цените, за да предизвикат и да се възползват от последващи регулаторни мерки.

Инструментите за вътрешна оценка на кредитния риск се използват като инструмент за оценка на риска за целите на пруденциалния надзор, по-конкретно за изчисляване на регулаторния капитал съгласно рамката „Базел III“ и РКИ (по-специално съгласно вътрешнорейтинговия подход (ВРП) и съгласно рамката на Директивата „Платежоспособност II“ за застрахователни дружества. Вътрешните методологии е по-вероятно да отразят правилно рисковия профил на конкретен кредитополучател или ценна книга и могат да бъдат персонализирани въз основа на нуждите на всеки участник на пазара. Те могат потенциално да се използват също и за всяка категория финансови инструменти и инвестиции.

Основният недостатък на използването на модели за вътрешна оценка на кредитния риск като алтернативи на външните кредитни рейтинги са високите разходи, с които са свързани. Те включват разходите, свързани с разработването на аналитичните инструменти и събирането на данни — включващи евентуално абонаментни такси за достъп до бази данни със съответните финансови данни — както и наемането на квалифициран персонал за субективната част от анализа и за извършване на проверка и контрол на качеството на моделите.

Освен това методологиите за вътрешна оценка на кредитния риск може да не предлагат същото ниво на съпоставимост, осигурявано от външните рейтинги, когато става дума за различните видове договорни споразумения, докато АКР предоставят обективен и ясен начин на определяне на допустимото ниво на риск (посредством стандартизирани системи за оценка като AAA/AA и т.н.).

Те също така не гарантират високо ниво на прозрачност по отношение на пазара. Това се дължи главно на факта, че тези модели не са публично достъпни и съществува обективна трудност за тяхното стандартизиране, тъй като субективните рискови фактори и бизнес модел, които се вземат предвид за извършване на вътрешните оценки, се различават при различните пазарни участници. Ето защо те могат да се считат за полезни за отделния инвеститор да извърши анализ, но те не предоставят на пазара ясна картина и представа за определени продукти, като например държавните дългови инструменти.

Оценките от трета страна се извършват от страни, които не участват в инвестицията. Примери са счетоводните измервания, класификацията на държавния риск на ОИСП, оценките от централни банки и оценките, предлагани от частни дружества и основани на изчислителни модели.

i. Счетоводни измервания

Счетоводните измервания могат да предоставят полезна и лесно сравнима информация за основните финансови коефициенти, които могат да помогнат при оценката на кредитоспособността на дадена инвестиция. Те обаче също се характеризират с редица важни ограничения и не могат да се считат за пълна алтернатива на външните рейтинги. Един от недостатъците на счетоводните измервания е, че макар и да обхващат всички класове корпоративни активи, те не са подходящи за държавния дълг и за много структурирани продукти. Освен това достъпът до информация, както е подчертано от някои от интервюираните

заинтересовани страни в контекста на проучването на ICF, все още е проблематичен, тъй като счетоводните измервания могат в някои държави все още да не са лесно достъпни за дружества, които не са регистрирани на фондовата борса, поради по-ниски или нехармонизирани стандарти или задължения за отчитане.

Също така са необходими специфични умения, както и опит в сектора, за да могат тези инструменти да се използват ефективно и да се получават надеждни оценки. Тълкуването и преценката играят ключова роля при счетоводните измервания, особено когато са необходими сравнения. Например, различни анализатори могат да приложат различни коефициенти за едно и също дружество, което на свой ред може да доведе до различаващи се резултати. Макар и това само по себе си да не е нещо негативно, то означава, че тълкуването на коефициентите без достатъчно съответен експертен опит и знания може да е трудно.

ii. Класификация на ОИСР на държавния риск

Класификациите на ОИСР на държавния риск предлагат по-голямо географско покритие от външните кредитни рейтинги, а съответните данни са обществено достъпни. Оценките на ОИСР обаче имат тесен обхват и вземат под внимание само конкретни категории рискове (политическия риск и други, пряко свързани с него) като същевременно не включват други съответни икономически показатели за рискове, които биха могли да се окажат полезни за инвеститорите и вземането на инвестиционни решения. Следователно класификациите на ОИСР на държавния риск могат да се считат за валиден инструмент за оценка на определени видове рискове. Въпреки че при тях съществуват някои ограничения, те биха могли да бъдат добро допълнение към външните рейтинги на държавния дълг и възможно средство за тяхната проверка.

iii. Оценки от централни банки

Централните кредитни регистри (ЦКР) и централните бази данни за финансови отчети (ЦБДФО) са съответни примери на инструменти за оценки, които или са собственост на централни банки, или се управляват от тях. Техниките на ЦКР и ЦБДФО се прилагат широко по отношение на корпоративни дългови инструменти, но тяхното географско и секторно покритие се различава в отделните държави в зависимост от параметри като това до каква степен инструментите се допускат като обезпечение за операции, свързани с паричната политика. Основният недостатък на ЦКР и ЦБДФО е тяхното ограничено покритие на държави и класове активи, както и ограниченият достъп до данни. Те също така са ограничени по отношение на прилагането им за корпоративен дълг, а тяхното покритие на нефинансови корпорации в някои държави е незначително. Оценките могат да бъдат важен инструмент за по-малките дружества, тъй като те позволяват по-евтино средство за получаване на кредитна оценка (в сравнение с кредитните рейтинги от АКР). Въпреки това оценките не изглежда да са достатъчни, за да се предостави реална пълна алтернатива на външните системи за кредитен рейтинг, а те по-скоро следва да се използват като полезен допълнителен източник на информация за кредитоспособността на даден финансов продукт.

Техническият анализ, извършен при подготовката на настоящия доклад, показва че в момента няма реални алтернативи на пазара, които да заменят изцяло външните кредитни рейтинги. Някои от гореспоменатите инструменти и измервания биха могли до известна степен да се считат за валидни заместители на оценките на АКР, но водят до значителни разходи, които могат да бъдат възпиращ фактор по-специално за по-малките участници на финансовите пазари. Други инструменти могат да се използват само като допълнение към оценките на АКР. Само няколко законодателни разпоредби на ЕС, които се отнасят до външните рейтинги — като съответните разпоредби в РКИ/ДКИ IV и Директивата „Платежоспособност II“ — могат да създадат стимул за финансовите институции и застрахователните дружества да разчитат на оценки от агенциите за кредитен рейтинг, поради което по-нататъшният мониторинг следва да бъде насочен към тези две нормативни уредби.

II. Състояние на пазара за кредитни рейтинги и оценка на разпоредбите на Регламента относно АКР за засилване на конкуренцията на пазара за кредитни рейтинги

1. Анализ на пазара за кредитни рейтинги

Текущо състояние на пазара

Секторът на кредитните рейтинги понастоящем е доминиран от три американски дружества (S&P, Moody's и Fitch) с глобално географско покритие²⁵ на всички класове активи (корпоративни облигации, държавни облигации, структурирани финансови инструменти (СФИ) и обезпечени облигации²⁶) (вж. също таблица 1) и общ пазарен дял по отношение на приходите от приблизително 92% в ЕС (таблица 2)²⁷. Макар че някои нови дружества навлязоха на европейския пазар за кредитни рейтинги — който понастоящем се състои от 26 регистрирани и 4 сертифицирани агенции за кредитен рейтинг²⁸ — повечето малки АКР оценяват ограничен кръг от класове активи и имат ограничена трансгранична дейност и географски обхват.

²⁵ Прямо местоположението на емитента или инструмента, който се оценява.

²⁶ Вж. категориите на класовете активи в базата данни на CEREP.

²⁷ Пазарни дялове, изчислени въз основа на финансовите отчети за 2014 г.

²⁸ Вж. актуализирания списък на регистрираните и сертифицираните агенции за кредитен рейтинг на разположение на адрес: <https://www.esma.europa.eu/supervision/credit-rating-agencies/risk>

Таблица 1: Категории кредитни рейтинги, предлагани от регистрираните в ЕС агенции за кредитен рейтинг за периода 2011—2015 г. (източник: ESMA, CEREP)

	2011 г.									2012 г.									2013 г.									2014 г.									2015 г. (първи семестър)										
АКР	КФ	ЗАСТР	КО	ДЖ	ПД	ПС	НН	СФ	ОО	КФ	ЗАСТР	КО	ДЖ	ПД	ПС	НН	СФ	ОО	КФ	ЗАСТР	КО	ДЖ	ПД	ПС	НН	СФ	ОО	КФ	ЗАСТР	КО	ДЖ	ПД	ПС	НН	СФ	ОО	КФ	ЗАСТР	КО	ДЖ	ПД	ПС	НН	СФ	ОО		
AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)		ЗАСТР	КО								ЗАСТР	КО								ЗАСТР	КО								ЗАСТР	КО								ЗАСТР	КО								
ARC Ratings, S.A.			КО							КФ		КО									КО										КО	ДЖ							КО	ДЖ					СФ		
ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH		ЗАСТР									ЗАСТР									ЗАСТР										ЗАСТР								ЗАСТР									
Axesor SA												КО									КО										КО								КО						СФ		
BCRA-Credit Rating Agency AD	КФ	ЗАСТР	КО		ПД					КФ	ЗАСТР	КО		ПД						КФ	ЗАСТР	КО		ПД					КФ	ЗАСТР	КО	ДЖ	ПД					КФ	ЗАСТР	КО	ДЖ	ПД					
Capital Intelligence (Cyprus) Ltd	КФ		КО	ДЖ						КФ		КО	ДЖ							КФ		КО	ДЖ						КФ		КО	ДЖ						КФ		КО	ДЖ						
CERVED Group S.p.A.			КО									КО									КО										КО									КО							
Creditreform Rating AG			КО						ОО			КО						СФ	ОО			КО						СФ	ОО			КО							СФ	ОО						СФ	ОО
CRIF S.p.A.			КО									КО									КО										КО									КО							
Dagong Europe Credit Rating Srl (Dagong Europe)																			КФ										КФ	ЗАСТР	КО							КФ	ЗАСТР	КО							
DBRS Ratings Limited	КФ	ЗАСТР	КО	ДЖ	ПД	ПС		СФ	ОО	КФ	ЗАСТР	КО	ДЖ	ПД	ПС	НН	СФ	ОО	КФ	ЗАСТР	КО	ДЖ	ПД	ПС	НН	СФ	ОО	КФ	ЗАСТР	КО	ДЖ	ПД	ПС	НН	СФ	ОО	КФ	ЗАСТР	КО	ДЖ	ПД	ПС	НН	СФ	ОО		
The Economist Intelligence Unit Ltd																						ДЖ										ДЖ								ДЖ							
Euler Hermes Rating GmbH	КФ		КО							КФ		КО								КФ		КО							КФ	КО								КФ	КО								
European Rating Agency, a.s.					ПД									ПД									ПД									ПД								ПД							
EuroRating Sp. zo.o.																				КФ	КО								КФ	КО								КФ	КО								
Feri EuroRating Services AG				ДЖ									ДЖ						КФ		КО	ДЖ						КФ	КО	ДЖ							КФ	КО	ДЖ					СФ			
Fitch Ratings Limited	КФ	ЗАСТР	КО	ДЖ	ПД	ПС	НН	СФ	ОО	КФ	ЗАСТР	КО	ДЖ	ПД	ПС	НН	СФ	ОО	КФ	ЗАСТР	КО	ДЖ	ПД	ПС	НН	СФ	ОО	КФ	ЗАСТР	КО	ДЖ	ПД	ПС	НН	СФ	ОО	КФ	ЗАСТР	КО	ДЖ	ПД	ПС	НН	СФ	ОО		
GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung mbH	КФ		КО							КФ		КО								КФ		КО							КФ	КО								КФ	КО								
ICAP Group SA			КО									КО									КО										КО									КО							
INC Rating Sp. zo.o.																																										ПД					
modeFinance S.r.l.																																							КО								
Moody's Investors Service Ltd	КФ	ЗАСТР	КО	ДЖ	ПД	ПС	НН	СФ	ОО	КФ	ЗАСТР	КО	ДЖ	ПД	ПС	НН	СФ	ОО	КФ	ЗАСТР	КО	ДЖ	ПД	ПС	НН	СФ	ОО	КФ	ЗАСТР	КО	ДЖ	ПД	ПС	НН	СФ	ОО	КФ	ЗАСТР	КО	ДЖ	ПД	ПС	НН	СФ	ОО		

[illegible]

Легенда:

КФ	Корпоративно — финансово	НН	Наднационално
ЗАСТР	Корпоративно — застрахователно	СФ	Структурирано финансиране
КО	Корпоративно — нефинансово	ОО	Обезпечени облигации
ДЖ	Държавни		Непоименни
ПД	Поддържавни		
ПС	Публичноправни субекти		

Таблица 2: Изчисляване на пазарния дял въз основа на оборота за 2014 г. от дейности за определяне на кредитни рейтинги и допълнителни услуги на равнището на дадена група в ЕС

Регистрирани агенции за кредитен рейтинг	Пазарен дял
AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)	0,79%
ARC Ratings, S.A.	0,02%
ASSEKURATA Assekuranz Ratings-Agentur GmbH	0,21%
Axesior S.A.	0,61%
BCRA-Credit Rating Agency AD	0,02%
Capital Intelligence (Cyprus) Ltd.	0,12%
CERVED Group S.p.A.	1,20%
Creditreform Rating AG	0,50%
CRIF S.p.A.	0,33%
Dagong Europe Credit Rating Srl	0,02%
DBRS Ratings Limited	1,47%
Euler Hermes Rating GmbH	0,20%
European Rating Agency, a.s.	0,00%
EuroRating Sp. Zo.o.	0,00%
Feri EuroRating Services AG	0,64%
Fitch Group ²⁹	16,80%
GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung mbH	0,32%
ICAP Group SA	0,55%
INC Rating Sp. Zo.o. ³⁰	0,00%
ModeFinance S.A. ³¹	0,00%
Moody's Group ³²	34,67%
Rating-Agentur Expert RA GmbH ³³	0,00%
Scope Credit Rating GmbH	0,14%
Spread Research SAS	0,11%
Standard & Poor's Group ³⁴	40,42%
The Economist Intelligence Unit Ltd.	0,87%
Общо	100%

Източник: Европейски орган за ценни книжа и пазари (ESMA)

Олигополистичната и силно концентрирана структура на сектора на АКР — както като цяло, така и на равнището на отделната категория продукти — предполага, че най-големите АКР, работещи в световен мащаб, биха могли по принцип да упражняват пазарна сила с цел печалба от увеличаване във времето на цените над конкурентните нива или да ограничават избора или качеството на предлаганите услуги.

²⁹ Fitch France S.A.S; Fitch Deutschland GmbH; Fitch Italia S.p.A.; Fitch Polska S.A.; Fitch Ratings España S.A.U.; Fitch Ratings Limited and Fitch Ratings CIS Limited.

³⁰ Регистрирани към 27 октомври 2015 г.

³¹ Регистрирани към 10 юли 2015 г.

³² Moody's Investors Service Cyprus Ltd; Moody's France S.A.S.; Moody's Deutschland GmbH; Moody's Italia S.r.l.; Moody's Investors Service España S.A.; Moody's Investors Service Ltd; and Moody's Investors Services EMEA Ltd.

³³ Регистрирани към 1 декември 2015 г.

³⁴ Standard & Poor's Credit Market Services France S.A.S.; Standard & Poor's Credit Market Services Italy S.r.l.; and Standard & Poor's Credit Market Services Europe Limited.

Всяка АКР работи като платформа, която предлага достъп до мрежа от емитенти и инвеститори и в която търсенето и предлагането са взаимозависими: емитентите предпочитат да използват тези агенции за кредитен рейтинг, които са признати от най-голям брой съответни инвеститори, а инвеститорите искат да използват агенциите за кредитен рейтинг, които могат да предложат най-голямо покритие на емитентите и инструментите, от които се интересуват.

Независимо от измененията в Регламента относно АКР от 2013 г. се наблюдава леко увеличение на концентрацията в цялостния пазар на АКР, като изчислението е въз основа на приходите само от дейността по определяне на рейтинги. Измерванията на пазарен дял въз основа на общите приходи (приходите от дейността по определяне на рейтинги и допълнителни услуги) показват по-ниски нива на концентрация в сравнение с измерванията въз основа на приходите само от дейност, свързана с кредитни рейтинги. Изчисление на пазарните дялове въз основа на общите приходи обаче е по-сложно да се направи поради липсата на универсално определение и третиране на „допълнителните услуги“. Това може да означава, че допълнителните услуги представляват важна дейност за по-малките агенции за кредитен рейтинг, докато по-големите АКР разчитат повече на приходите от кредитен рейтинг. Освен това по отношение на вида рейтинг концентрацията се е увеличила при корпоративните облигации (най-концентрираният пазар), като същевременно е намаляла при рейтингите на държавен дълг и структурираните финансови инструменти (СФИ).

По-голямата част от емитентите са склонни да използват само една или две АКР вместо цяла група и техният избор е до голяма степен мотивиран от приемливостта на АКР за инвеститорите, регулаторите и централните банки³⁵. В допълнение към това изглежда има силни предпочитания към агенции за кредитен рейтинг, които имат глобално покритие, което отразява факта, че предоставянето на кредитен рейтинг е дейност, свързана до голяма степен с репутацията. Следователно може да се предполага, че изборът на АКР силно зависи от разпознаването на тяхното име.

Както се видя по време на последната финансова криза с държавния дълг, един силно концентриран пазар представлява риск за финансовата стабилност, ако АКР взаимно следят поведението си и в резултат на това дават подобни становища за кредитоспособността на емитентите.

Бариери за навлизане на пазара

Навлизането на пазара може да бъде възпрепятствано от наличието на регулаторни и пазарни бариери.

По отношение на регулаторните бариери Европейската асоциация на агенциите за кредитен рейтинг (EACRA) изрази безпокойство относно изключването на

³⁵ Например, след като ЕЦБ реши да включи DBRS в списъка на агенциите за външна кредитна оценка (АВКО) в Рамката на Евросистемата за кредитна оценка (РЕКО), DBRS получи по-добър достъп до пазара.

по-голямата част от регистрираните агенции за кредитен рейтинг от списъка на агенциите за външна кредитна оценка (АВКО) в Рамката на Евросистемата за кредитна оценка (РЕКО) за приемането на обезпечение, тъй като това може да „задуши“ конкуренцията³⁶. АВКО наистина трябва да отговарят на няколко оперативни критерия и да осигурят съответното покритие: по-конкретно, те трябва да отговарят на минималните изисквания за покритие, определени от Евросистемата по отношение на оценяваните активи, оценяваните емитенти и оценявания обем диверсифицирани измежду всички допустими класове активи и държави от еврозоната. В резултат на това само агенции за кредитен рейтинг от системно значение за финансовата система се признават понастоящем като АВКО от ЕЦБ, а именно — S&P, Moody's, Fitch и DBRS — а това може да ограничи конкуренцията на пазара за кредитни рейтинги. Като е посочено в Техническите съвети на ESMA, *„кредитните рейтинги остават фактор в нормативната уредба относно оценката на обезпеченията на някои централни банки в ЕС, което може да има ефект на доминото върху собствените процедури за вътрешна оценка на участниците на финансовите пазари“*. Един начин да се преодолее тази бариера за навлизане на пазара може да бъде намаляването на доверяването на рейтинги в Рамката на Евросистемата за кредитна оценка на ЕЦБ (РЕКО).

В допълнение на това някои от твърденията в поканата за представяне на доказателства³⁷ се отнасят до това, че разходите за съответствие представляват още една бариера за навлизането на нови участници, особено за по-малките агенции за кредитен рейтинг. За да бъдат регистрирани като АКР, дружествата трябва да докажат съответствие с изискванията на Регламента относно АКР. Независимо, че някои изисквания не се прилагат за по-малките агенции за кредитен рейтинг, заинтересованите страни от сектора считат, че регулаторните изисквания облагодетелстват доминиращите АКР, тъй като спазването на изискванията за съответствие³⁸ е твърде скъпо за малките агенции за кредитен рейтинг. Освен това, където съществуват прагове, над които се прилагат допълнителни разпоредби, те се разглеждат като потенциални бариери за разширяването за малките агенции за кредитен рейтинг (по-специално в контекста на корпоративните облигации, но също така и за структурираните финансови инструменти (СФИ). Като цяло следва да се постигне баланс между стандартите, които следва да се прилагат за по-малките АКР, и необходимостта да се гарантират качеството и прозрачността на техните рейтинги.

Неотдавнашното приемане от Комисията на техническите стандарти за изпълнение (ТСИ) за въвеждане на съответствие между рейтингите на АВКО и

³⁶ Европейска асоциация на агенциите за кредитен рейтинг (EACRA) —Позиция: Критерии на ЕЦБ за приемане на агенции за кредитен рейтинг като източници на АВКО за целите на РЕКО (ECB criteria for acceptance of Credit Rating Agencies as ECAI sources for ECAF purposes), 26 февруари 2016 г.

³⁷ Консултативният документ и резултатите от поканата за представяне на доказателства са на разположение на адрес: http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/financial-regulatory-framework-review/index_en.htm

³⁸ Напр. изискването за наличието на независим съвет за преглед, съставен от наети лица на пълно работно време, отговорник по съответствието на пълно работно време, изискванията за отчитане и оповестяване, изискването за информиране на оценяваните лица преди официалното публикуване на рейтингите.

степените за кредитно качество³⁹, следвайки техническите съвети на ЕНО, най-накрая ще позволи на европейските банки и застрахователи да използват по-малки агенции за кредитен рейтинг в регулаторните уредби за капитала. Въвеждането на такова съответствие може да създаде някои бъдещи възможности за използването на по-малки АКР и може да стимулира развитието на пазара.

По отношение на свързаните с динамиката на пазара бариери главната пречка пред новите участници — освен факта, че изглежда няма достатъчно търсене на допълнителни АКР — е спецификата на пазара за кредитни рейтинги, който е силно зависим от репутацията. Ето защо новите участници — които нямат или имат ниска репутация сред инвеститорите — срещат затруднения да компенсират липсата на примери и доказателства от досегашната си работа, както и недостатъчното си географско покритие. Освен това новите участници трябва да създадат клиентска база, за да преодолеят „мрежовите ефекти“ в сектора, които облагодетелстват по-големите агенции за кредитен рейтинг в ущърб на малките АКР, тъй като рейтингите на най-големите АКР улесняват достъпа до пазара на оценяваните продукти.

Такси

С измененията на Регламента относно АКР от 2013 г. беше въведена разпоредба, изискваща плащаните от клиентите такси за определянето на кредитен рейтинг и предоставянето на допълнителни услуги да не бъдат дискриминационни, а да се основават на действителните разходи.

В отговор на поканата за представяне на доказателства някои застрахователи заявиха, че АКР изглежда начисляват на пазарните участници допълнителни разходи (до 80% по-високи) за използването на информацията за кредитния рейтинг в техните доклади до националните компетентни органи, което води до увеличаване на разходите за изпълнение на Директивата „Платежоспособност II“ (както е докладвано от Асоциацията на взаимозастрахователните дружества и застрахователните кооперации в Европа).

Съгласно Регламента относно АКР ESMA има правомощията да упражнява надзор над агенциите за кредитен рейтинг, за да се гарантира, че плащаните от клиентите такси не са дискриминационни, а са основани на действителните разходи. Комисията приканва ESMA да гарантира стриктното спазване на Регламента относно АКР във връзка с таксите, плащани от застрахователите.

³⁹ Регламент за изпълнение (ЕС) на Комисията за определяне на технически стандарти за изпълнение по отношение на съотнасянето на кредитните оценки на агенциите за външна кредитна оценка за кредитния риск в съответствие с член 136, параграф 1 и член 136, параграф 3 от Регламент (ЕС) № 575/2013 на Европейския парламент и на Съвета; Регламент за изпълнение (ЕС) на Комисията за определяне на технически стандарти за изпълнение относно разпределянето на кредитните оценки на агенциите за външна кредитна оценка по обективна скала на степените на кредитно качество в съответствие с Директива 2009/138/ЕО на Европейския парламент и на Съвета и Регламент за изпълнение (ЕС) на Комисията за определяне на технически стандарти за изпълнение по отношение на съотнасянето на кредитните оценки на агенциите за външна кредитна оценка във връзка със секюритизацията в съответствие с Регламент (ЕС) № 575/2013 на Европейския парламент и на Съвета

Очаквани развития на пазара на АКР

През следващите години ще бъдат въведени редица мерки с цел засилване на конкуренцията на пазара на АКР, а именно Европейската рейтингова платформа, — които ще подобрят видимостта на кредитните рейтинги, издавани от по-малки АКР, и ще увеличат сравнимостта на рейтингите на един и същи инструмент от различни агенции за кредитен рейтинг. Съответствието на външните кредитни рейтинги със степените за кредитно качество, което беше въведено наскоро в контекста на РКИ и Директивата „Платежоспособност II“, също е предназначено да осигури справедливо третиране на рейтингите, определяни от всички АКР, независимо от тяхната големина, като същевременно позволяват на органите за пруденциален надзор да гарантират, че АКР от системно значение подлежат на ефективни предпазни мерки.

2. Въздействие и оценка на разпоредбите на Регламента относно АКР по отношение на конкуренцията

Главната цел на измененията в Регламента относно АКР от 2013 г. по отношение на конкуренцията беше да се увеличи конкуренцията между АКР и да се насърчи използването на по-малки агенции за кредитен рейтинг. Поспециално с тези изменения беше въведен задължителен двоен кредитен рейтинг за структурираните финансови инструменти (**член 8в**), стимул да се назначава поне една малка АКР в случай на двоен кредитен рейтинг (**член 8г**), общи и периодични оповестявания (**член 11, параграф 2**) и създаването на Европейска рейтингова платформа (ЕРП) (**член 11, буква а**).

Член 8в

Съгласно член 8в емитентите са задължени да търсят определянето на двойни кредитни рейтинги за структурирани финансови инструменти, за да се осигури независим втори рейтинг.

Тази разпоредба може да окаже въздействие на пазара само ако вторият рейтинг е публикуван или известен на инвеститорите; в този случай инвеститорите и емитентите ще могат да сравнят рейтингите на един и същи финансов инструмент и като следствие от това ще има по-сериозни последици за репутацията на АКР, тъй като големите различия между рейтингите от различни АКР могат да повдигнат съмнения относно качеството на самите рейтинги.

Освен това, ако инвеститорите са наясно, че емитентите са задължени да получат втория рейтинг, инвеститорите могат да поискат да се запознаят с него, дори да няма правно изискване за неговото публикуване. Следователно финансовите инструменти, за които вторият рейтинг не е оповестен, могат да се възприемат като по-ниско качество.

Като цяло броят на АКР, които оценяват структурирани финансови инструменти (СФИ), се е увеличил, което означава, че емитентите наистина търсят допълнителни рейтинги не само от големите АКР — които вече оценяват структурирани финансови инструменти (СФИ) — но също така и от

малки агенции за кредитен рейтинг. Затова тази мярка изглежда е полезна за пазарния сегмент за структурирано финансиране.

Член 8г

Съгласно член 8г в случаите, когато емитент или свързана трета страна възнамерява да ангажира поне две агенции за кредитен рейтинг за оценка на една емисия или предприятие, емитентът или свързаната трета страна трябва да разгледа варианта да ангажира поне една кредитна агенция, която не притежава повече от 10% от пазарния дял, при условие че емитентът или свързаната трета страна прецени, че агенцията е в състояние да присъди рейтинг на съответната емисия или предприятие, и че една от тези по-малки агенции за кредитен рейтинг е на разположение да присъди такъв рейтинг. В допълнение на това, когато емитентът или свързаната трета страна не възнамерява да ангажира поне една по-малка АКР, този факт следва да се документира.

Тази мярка все още не се прилага и изпълнява напълно на национално равнище, поради което все още не е възможно да бъде оценено въздействието на член 8г. Освен това броят на предприятията и инструментите, които имат множество рейтинги, все още не може да бъде установен чрез базата данни CEREP⁴⁰ (но Европейската рейтингова платформа (ERP) ще дава възможност на инвеститорите да виждат кои агенции за кредитен рейтинг са присъдили кредитен рейтинг на дадено предприятие или инструмент).

Възможно е малките АКР да не притежават достатъчен опит и репутация, за да бъдат избрани доброволно от емитентите за втория рейтинг (а такъв втори рейтинг не е задължителен, освен ако емисията не е структуриран финансов инструмент). Въздействието зависи от това дали емитентите биха предпочели да поискат втория рейтинг от по-малка АКР или да обяснят защо не са направили този избор.

Освен това е възможно индивидуалните емитенти да нямат достатъчно стимул да променят АКР съгласно разпоредбата „спазване или обяснение“, тъй като член 8г не е задължителен. С цел подобряване на ефективността на тази разпоредба ESMA одобри мандат за временна оперативна група относно информацията, която трябва да бъде документирана и докладвана при обсъждане на назначаването на няколко АКР, за да подпомогне секторните компетентни органи в изпълнението на техните отговорности в областта на надзора съгласно членове 8г и 8в от Регламента относно АКР⁴¹.

И накрая, използването и ефективността на изчисляването на пазарния дял, което се изисква съгласно този член, станаха повод за безпокойство, тъй като то се извършва не само въз основа на приходите от кредитните рейтинги, но и на

⁴⁰ В базата данни CEREP се събират данни относно кредитни рейтинги, присъдени от регистрирани и сертифицирани АКР, и относно кредитни рейтинги, признати от регистрирани АКР, както и относно кредитни рейтинги, издадени в трета държава от АКР, които не са сертифицирани или регистрирани в ЕС, но принадлежат към същата група. Част от информацията в базата данни CEREP е публично достъпна чрез уебсайта на Европейския орган за ценни книжа и пазари (ESMA).

⁴¹ Вж. също Въпроси и отговори, Насоки и други инструменти на ESMA, както и общия образец за отчитане със съответните инструкции.

приходите от допълнителни услуги. Освен това такива изчисления могат да бъдат подвеждащи поради липсата на ясно определение за допълнителни услуги. Всъщност малките АКР и новите участници заявиха, че не са запознати с прилагането на подобен член, и призоваха за издаване на насоки на равнището на ЕС или на държавите членки.

Член 11, параграф 2

Съгласно член 11, параграф 2 АКР са длъжни да докладват данни относно присъжданите от тях кредитни рейтинги — включително и относно непоисканите рейтинги — в централния регистър на ESMA (базата данни CEREPR). Целта е да се даде възможност на инвеститорите да сравняват данни между АКР и да проверяват резултатите от присъжданите от една АКР рейтинги.

Възможно е член 11, параграф 2 да бъде от полза повече за по-опитните инвеститори, отколкото за доверяващите се, защото дори и цялата информация да е публично достъпна, сравняването на резултатите на АКР все пак изисква време и умения.

Публикуването на такива данни може да увеличи видимостта на малките АКР и да им помогне да преодолеят свързаната с репутацията бариера за навлизането на пазара.

Член 11а

Съгласно член 11а CEREPR ще бъде включена в Европейската рейтингова платформа (ERP) — уебсайт, поддържан от ESMA, на която ще бъдат публикувани всички кредитни рейтинги, присъдени от регистрирани и сертифицирани АКР.

ERP е създадена с цел увеличаване на количеството налична за инвеститорите информация и за осигуряване на видимост за по-малките АКР, тъй като публикуването на всички рейтинги на един уебсайт може да повиши осведомеността и доверието на инвеститорите спрямо малките АКР. При все това използването на различни методологии между АКР не позволява извършването на прости сравнения между рейтингите.

Следва да се отбележи също, че „плащаните от инвеститорите рейтинги“, които се изготвят по искане и се оповестяват само на инвеститорите срещу заплащане на такса, не са включени в ERP, за да не се подкопаят тези бизнес модели.

Европейската рейтингова платформа все още не функционира изцяло и следователно е твърде рано да се оцени въздействието ѝ върху конкуренцията. Тъй като видимостта и репутацията са много важни в сектора на рейтингите, въздействието на тази разпоредба върху конкуренцията следва да подлежи на допълнителен мониторинг след пълното въвеждане в експлоатация на платформата.

3. Цялостна оценка

Изглежда, че малките АКР и новите участници все още не присъждат значителен брой кредитни рейтинги във всички класове активи и изглежда между АКР съществува слаба конкуренция, като се имат предвид честите увеличения на таксите и високите такси, начислявани от най-големите АКР.

Въпреки това трябва да се подчертае също, че пазарът за кредитни рейтинги е специален пазар, на който движеща сила е главно репутацията сред инвеститорите и емитентите. Като се има предвид, че характерът на пазара е свързан до голяма степен с репутацията, мерки, които правят принудителен избора на АКР, които емитентите не биха избрали, а инвеститорите — оценили, могат да доведат до нежелани последствия, като същевременно имат ограничена полза за насърчаването на допълнително навлизане на пазара.

С Регламента относно АКР се създадоха положителни условия за подобряване на конкуренцията в сектора на АКР.

Като цяло член 8в заедно с член 8г, член 11, параграф 2 и член 11а може да доведат до увеличаване на търсенето на малки АКР за рейтингите на структурирани финансови инструменти. Освен това прилагането на член 11а и член 11, параграф 2, съгласно които информацията относно втория рейтинг е публично достъпна, може да засили допълнително ефекта от член 8в, като по този начин инвеститорите може да наложат по-голям натиск върху АКР да се конкурират по отношение на качеството.

В допълнение към това с Регламента относно АКР беше постигната по-голяма видимост за АКР, които функционират в ЕС, например чрез регистрацията в ESMA и публичното оповестяване на информация относно присъдените кредитни рейтинги. Със засилените мерки за прозрачност беше повишена осведомеността относно съществуването на малки АКР. И накрая, присъждането и публикуването на непоискани рейтинги изглежда ефективен инструмент за повишаване на видимостта на малките АКР и за подпомагането им да си изградят репутация.

В заключение, макар че има някои мерки, които са в процес на изпълнение, Комисията не очаква бърза промяна в олигополния сектор на рейтингите. При все това от анализа и от техническите съвети на ESMA е видно, че е необходимо повече време за пълна оценка на въздействието от въведените наскоро с Регламента относно АКР мерки, свързани с конкуренцията на пазара на АКР.

III. Въздействие и оценка на разпоредбите за АКР относно управлението

Като се има предвид, че на текущия пазар на кредитни рейтинги все още доминират три големи АКР, а новите АКР трябва да преодоляват различни бариери за навлизане на пазара, е от първостепенно значение да се гарантира доброто поведение на АКР, и по-специално на съществуващите АКР, и изготвянето на рейтинги с високо качество. Това може да се постигне единствено чрез правилни регулаторни ограничения, които в крайна сметка ще бъдат от полза също и за изготвянето на рейтинги с високо качество, а следователно и за стабилността на пазара.

При скорошната финансова криза на преден план излязоха, наред с другото, проблеми с качеството и независимостта на кредитните рейтинги. По-специално имаше опасения относно потенциалния конфликт на интереси между емитентите и агенциите за кредитен рейтинг поради модела на възнаграждение „емитентът плаща“ и силните и дългосрочните отношения между емитентите. В допълнение към това имаше опасения относно независимостта на АКР при присъждането на рейтинг за издадени от техни акционери инструменти и относно независимостта и квалификацията на рейтинговите анализатори. Освен това вследствие на финансовата криза беше необходимо да се насърчи прозрачността на структурираните финансови продукти, за да се даде възможност на инвеститорите да извършват собствена оценка на кредитоспособността на тези сложни продукти. За разрешаване на тези проблеми при последното преразглеждане на Регламента относно АКР бяха въведени редица разпоредби относно конфликтите на интереси (1), структурираните финансови инструменти (2) и моделите на възнаграждение (3). Целта на този раздел е да се установи дали тези разпоредби са ефективни или има нужда от допълнително подобрене.

1. Конфликт на интереси

Регламентът относно АКР предвижда няколко разпоредби, свързани с избягването и управлението на ситуации на конфликт на интереси. Общата цел е гарантиране на независимостта на АКР, а следователно и на качеството на техните рейтинги, както и засилване на доверието на инвеститорите във функционирането на финансовия пазар като цяло.

Въвеждането с Регламента относно АКР на позицията на независими директори, които не са натоварени с изпълнителни функции (INEDS), е ключов фактор за гарантирането на ефективността на вътрешните системи за контрол и за откриването на конфликти на интереси. При назначаване на лица на тази длъжност е много важно да се гарантират минимални стандарти на знания и добра репутация. ESMA изрази желание да бъде по-активна в това отношение, за да гарантира постоянно високи равнища на управление сред АКР.

С Регламента относно АКР се определят вътрешни правила и процедури за анализаторите и другите лица, участващи в процеса на кредитен рейтинг, с цел откриване и управляване на всякакви конфликти на интереси, които възникват по време на процеса на определяне на рейтинг. Тези разпоредби се допълват от подробните изисквания в приложение I към Регламента относно АКР. Правилата за освобождаване на малките АКР спомагат да се гарантира, че въздействието на Регламента относно АКР върху АКР с различен размер е пропорционално.

Натискът на акционерите върху АКР има потенциала да подкопае тяхната независимост, ако АКР присъжда рейтинг на своите собствени акционери или финансови инструменти, емитирани от акционерите. Това се смекчава чрез разпоредби за ограничаване на акционерното участие, които гарантират независимостта на АКР и качеството на техните рейтинги. Практическото

приложение на тези разпоредби обаче остава неясно, тъй като понастоящем не съществува общо определение за термина „акционер“ на европейско равнище.

С Регламента относно АКР се предвиждат набор от изисквания, свързани със знанията, уменията и поведението на рейтинговите анализатори и другите служители на АКР, които участват в процеса на определяне на рейтинга. С въвеждането на механизъм на поэтапна ротация за тези хора може да се гарантира независимост на рейтингите. Поради ротацията на персонала обаче разходите по прехвърлянето на анализатор към друг портфейл е възможно да се увеличат.

Текущата работа на ESMA по насоки относно валидирането и прегледа на методологиите на агенциите за кредитен рейтинг⁴² може да предостави допълнителна яснота относно вътрешните процедури на АКР в областта на съответствието и риска, като по този начин се постигне по-ясно определение за понятието „методология на определяне на рейтинг“, като се вземе под внимание определението съгласно код IOSCO за 2015 г.⁴³.

Текущото равнище на санкциите не изглежда пропорционално на оборота на АКР, особено на големите АКР. Глобите, които ESMA може да налага понастоящем, на практика нямат възпиращ или разубеждаващ ефект⁴⁴. Следователно Комисията допълнително ще преразгледа наказателния режим от Регламента относно АКР, който се различава от режимите, предвидени в приетото по-наскоро европейско законодателство.

2. Разпоредби, свързани със структурирани финансови инструменти, и евентуално разширяване на обхвата им към други финансови продукти

Разпоредбата относно задължителната ротация между АКР и емитент (член 6б) е ограничена до емитирането на пресекюритизации и е допълнена с максимален четиригодишен период на изчакване, през който на АКР не се разрешава да присъждат рейтинги на пресекюритизации с базови активи от същия инициатор. Малките АКР са освободени от това изискване, за да се избегнат потенциалните утежняващи последици от неговото спазване.

Член 8б от Регламента относно АКР налага създаването от ESMA на уебсайт за целите на оповестяване на информация относно структурираните финансови инструменти. Наскоро ESMA обяви, че поради редица срещнати трудности в подготвителната работа по изготвянето на уебсайта е малко вероятно той да

⁴² Вж. консултативния документ на уебсайта на ESMA: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-consults-validation-and-review-cras%E2%80%99-methodologies-guidelines>.

⁴³ Окончателен доклад относно Кодекса за поведение на агенциите за кредитен рейтинг на Международната организация на комисиите по ценни книжа (IOSCO) за 2015 г. (IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies Final Report 2015), на разположение на адрес: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD482.pdf>

⁴⁴ За сравнение през януари 2015 г. Комисията за ценните книжа и фондовите борси на Съединените американски щати (SEC) наложи санкции с общ размер 77 милиона щатски долара за поредица от нарушения на федералното право в областта на ценните книжа от страна на Standard & Poor's, <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-10.html>

бъде достъпен за отчитащите се лица в рамките на законовия срок от 1 януари 2017 г.

И член 6б, и член 8б все още не се изпълняват и прилагат на практика. Във връзка със задължителната разпоредба относно двойния кредитен рейтинг за структурираните финансови инструменти в член 8в изглежда в момента няма достатъчно избор между АКР, които присъждат рейтинг на различни класове активи, за да е възможно конкуренцията да функционира ефективно. Предвид гореизложеното потенциалното разширяване на обхвата на механизма на задължителната ротация и разпоредбите относно оповестяването на информация за структурираните финансови инструменти към други финансови продукти изглеждат преждевременни на този етап, тъй като няма достатъчно данни за анализиране на въздействието на тези разпоредби върху кредитните рейтинги. Комисията ще продължи да наблюдава развитието на пазара, докато съответните разпоредби от Регламента относно АКР бъдат приведени в действие.

3. Алтернативни модели на възнаграждение

Наблюдават се минимални промени в сектора за кредитен рейтинг, особено при рейтингите за корпоративни облигации и структурирани финансови инструменти (СФИ), от прилагането на разпоредбите на Регламента относно АКР по отношение на моделите за възнаграждение. Преобладаващият и най-често използван модел на възнаграждение на пазара на АКР е моделът „емитентът плаща“, при който на АКР плащат емитентите, които желаят да получат кредитни рейтинги за техните инвестиционни продукти.

Други примери за модели на възнаграждение са моделът, при който инвеститорите предоставят рейтинги за проекти, които те частично финансират, като запазват издадените инструменти, или когато агенциите за кредитен рейтинг получават възнаграждение под формата на инструментите, които те оценяват и които те държат до падежа⁴⁵ (модела skin-in-the-game), както и моделът „платформата плаща“, въвеждащ посредник на пазара, който финансира и предоставя рейтинга. Компенсационният модел „заплащане според резултатите“ изисква всяка АКР да заплати фиксиран процент от приходите си на общ фонд, който след това се изплаща на най-добре представилите се АКР, което поражда стимул за агенциите за кредитен рейтинг да подобрят точността на техните рейтинги, като същевременно може да доведе до несигурност относно ефективността на механизма за стимулиране. Кредитните рейтинги могат също така да се предоставят от неправителствени организации или да се финансират от правителствата. Участието на правителството при разпределението на АКР между емитентите може да повиши риска от сегментиране на пазара по националните граници и би могло също така потенциално да предизвика конфликт на интереси в рамките на сектора, особено по отношение на присъждането на държавни и поддържавни рейтинги.

⁴⁵ Моделът се основава на допускането, че лицето, предоставящо рейтинга, което е също така и инвеститор в оценяваните ценни книжа, има явен интерес от точността на рейтинга.

Както се посочва в оценката на въздействието на Комисията за 2011 г., всички потенциални модели на възнаграждение могат да доведат до евентуален конфликт на интереси. Затова Регламентът относно АКР не налага използването на един конкретен модел на възнаграждение, тъй като няма съществена нужда да се предпочита един модел пред друг.

Понастоящем алтернативни модели на възнаграждение рядко се използват като самостоятелни решения на практика, тъй като АКР обикновено използват вместо това хибридни модели. Кредитни рейтинги се присъждат на някои клиенти по модела „емитентът плаща“, а на други по модела „инвеститорът плаща“ или на абонаментна основа. Анализът на ESMA заключава, че тази гъвкавост при избора на модел на възнаграждение следва да се запази, така че участниците на пазара да имат свободата да избират най-подходящия модел по отношение на тяхната пазарна стратегия.

4. Цялостна оценка

Предвид гореизложенения анализ разпоредбите на Регламента относно АКР, свързани с управлението, изглежда имат предимно превантивен характер, като същевременно имат важен принос за осигуряване на независимостта на агенциите за кредитен рейтинг. Въпреки че според техническия съвет на ESMA някои разпоредби биха могли да генерират за агенциите за кредитен рейтинг разходи по изпълнението им, произтичащи от промени в ИТ системите, организиране на обучение, въвеждане на съответствие и правни процедури, като цяло се очаква последната нормативна уредба относно управлението на агенциите за кредитен рейтинг да донесе ползи в дългосрочен план.

Въпреки че промените може да не се проявят незабавно в практиката с кредитните рейтинги, разпоредбите успешно предоставят на регулаторите необходимите инструменти за надзор над АКР, които не спазват разпоредбите за управление, заложили в Регламента относно АКР. Все пак може да е необходимо режимът на санкциониране в Регламента относно АКР да бъде преразгледан, за да се гарантира, че той е надежден и има пропорционален възпиращ ефект.

IV. Целесъобразност и реалистичност на подкрепата за Европейска агенцията за кредитен рейтинг

Поради проблеми, свързани с процикличността в публикуването на рейтингите, видни от скорошната криза с държавния дълг в ЕС, Регламентът относно АКР беше изменен през 2013 г., като бяха въведени допълнителни мерки за увеличаване на прозрачността при рейтингите на държавния дълг. Член 8а от Регламента относно АКР изисква вече АКР да публикуват ежегодно календар с датите за публикуване на техните съответни кредитни рейтинги на държавния дълг.

В допълнение на това Комисията анализира в доклад от 2015 г.⁴⁶ целесъобразността на разработването на европейска оценка на кредитоспособността и наличието на достатъчно и подходящи източници на информация за инвеститорите, които да им позволят да извършват своя собствена оценка на кредитния риск на държавни дългови инструменти. В своя доклад Комисията стигна до заключението, че въвеждането на такава европейска оценка на кредитоспособността ще донесе малко добавена стойност към вече съществуващата информация, която се предоставя от различни източници по линия на режима за надзор на фискалната и макроикономическата среда (напр. докладите, публикувани в контекста на Европейския семестър). Освен това няма да се постигне подобрене на информацията за институционалните инвеститори, тъй като те вече получават достатъчно данни чрез публични и частни канали. Освен това инвеститорите, действащи на световния пазар на държавни облигации, са склонни да разчитат повече на информация, предоставена от международни институции като Международния валутен фонд (МВФ) или Световната банка.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Външните кредитни рейтинги продължават да играят важна роля в някои области на регулаторната уредба на ЕС за финансовия сектор, особено за банките и застрахователните дружества. Въпреки това Комисията е на мнение, че понастоящем няма реални алтернативи, които биха могли изцяло да заменят външните кредитни рейтинги. В този контекст надзорните органи следва да продължат да насърчават намаляването на механичното доверяване на кредитните рейтинги, като гарантират, че пазарните участници използват алтернативни инструменти като посочените в раздел I.2 в допълнение към външните кредитни рейтинги. От своя страна, Комисията ще продължи да следи развитието на пазара.

Относно конкуренцията Комисията също така ще продължи да следи развитието на пазара в отговор на прилагането на Регламента относно АКР преди да обмисли приемането на допълнителни мерки. Това е изключително важно, като се има предвид, че някои от разпоредбите все още са в процес на прилагане и ще е необходимо известно време, за да се направи оценка на ползите.

Постигането на пропорционална по своето действие регулаторна уредба и избягването на ненужни разходи са предпоставка за насърчаване на навлизането на пазара и на по-голямата конкуренция на пазара за кредитни рейтинги. Като последващо действие във връзка със своята покана за представяне на доказателства Комисията ще продължи да извършва мониторинг на прилагането на Регламента относно АКР по отношение на по-малките агенции за кредитен рейтинг, по-специално по отношение на въпроса за пропорционалността.

⁴⁶ Доклад на Комисията до Европейския парламент и Съвета за целесъобразността на разработването на европейска оценка на кредитоспособността във връзка с държавния дълг, Брюксел, 23.10.2015 г., COM(2015) 515, на разположение на: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/BG/TXT/?uri=CELEX:52015DC0515>.

Най-общо казано, Комисията ще се стреми да избягва създаването на нови и допълнително да намалява съществуващите регулаторни бариери за навлизане на пазара, както направи наскоро, изменяйки предложените от европейските надзорни органи (ЕНО) проекти за технически стандарти за изпълнение за въвеждане на съответствие на кредитните рейтинги на АВКО със степените за кредитно качество. Тя също така ще насърчава възможно най-широкото приемане на по-малките агенции за кредитен рейтинг, включително в контекста на Рамката на Евросистемата за кредитна оценка (РЕКО) на ЕСЦБ.

Независимо от усилията за стимулиране на по-голяма конкуренция последните развития сочат, че пазарът за кредитни рейтинги може да остане силно концентриран олигопол в обозримо бъдеще. В този контекст е важно да се гарантира, че съществуващите АКР са обект на строга регулаторна уредба, подкрепена с надежден режим за санкциониране с пропорционални равнища на глобите, които действат като ефикасен възпиращ фактор. Освен това ефективното вътрешно управление и процедури за съответствие играят особено важна роля, за да се гарантира качеството на външните кредитни рейтинги на един пазар, характеризиращ се с ограничен конкурентен пазарен натиск. С Регламента относно АКР бяха въведени важни изисквания за укрепването на тези механизми.

По отношение на структурираните финансови инструменти (СФИ) е твърде рано да се направи оценка на въздействието на Регламента относно АКР, тъй като някои от съответните разпоредби все още не са приложени на практика. В този контекст не изглежда уместно в момента да се разглежда възможността за разширяване обхвата на съответните разпоредби на Регламента относно АКР към други финансови продукти.

Що се отнася до задължението за отчитане в член 39б, параграф 2, алинея 2 от Регламента относно АКР и като се има предвид докладът на Комисията от 2015 г. относно целесъобразността на разработването на европейска оценка на кредитоспособността за държавни дългове, Комисията счита, че понастоящем не съществува нужда от Европейска агенция за кредитен рейтинг, специализирана в държавни дългове, или Европейска фондация за кредитен рейтинг за други кредитни рейтинги. В допълнение на това създаването на такива общи агенции на практика вероятно ще създаде повече разходи, отколкото допълнителна стойност към пазара за кредитни рейтинги.

По принцип се счита, че разпоредбите на Регламента относно АКР ще имат дългосрочно положително въздействие върху пазара за кредитни рейтинги. Понастоящем няма доказателства за потенциални отрицателни последици за агенциите за кредитен рейтинг или за емитентите. Тъй като все още невсички разпоредби на Регламента относно АКР са изпълнени, трябва да продължи да се извършва мониторинг на пазара на кредитни рейтинги с цел оценка на цялостното въздействие на тази законодателна уредба.