

Bruselj, 19.10.2016
COM(2016) 664 final

POROČILO KOMISIJE EVROPSKEMU PARLAMENTU IN SVETU

o alternativah za zunanje bonitetne ocene, stanju trga bonitetnega ocenjevanja, konkurenci in upravljanju v panogi bonitetnega ocenjevanja, stanju trga za ocenjevanje strukturiranih finančnih instrumentov ter izvedljivosti evropske bonitetne agencije

Kazalo

UVOD	3
I. Tveganje prevelikega zanašanja na zunanje bonitetne ocene in razpoložljive alternative	4
1. Preveliko zanašanje na zunanje bonitetne ocene	4
2. Razpoložljive alternative za zunanje bonitetne ocene.....	6
II. Stanje trga bonitetnega ocenjevanja in ocena določb iz uredbe o bonitetnih agencijah za spodbujanje konkurence na trgu bonitetnega ocenjevanja	9
1. Analiza trga bonitetnih agencij.....	9
2. Učinek in ocena določb iz uredbe o bonitetnih agencijah v zvezi s konkurenco	14
III. Učinek in ocena določb o bonitetnih agencijah v zvezi z upravljanjem	17
1. Nasprotje interesov	18
2. Določbe v zvezi s strukturiranimi finančnimi instrumenti in morebitna razširitev na druge finančne produkte.....	19
3. Alternativni modeli plačevanja.....	19
IV. Ustreznost in izvedljivost podpore evropski bonitetni agenciji.....	20
SKLEPNE UGOTOVITVE	21

UVOD

To poročilo je odgovor na več obveznosti poročanja, določenih v Uredbi (ES) št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah (CRA), kakor je bila spremenjena ¹ (v nadaljnjem besedilu: uredba o bonitetnih agencijah). Poročilo zlasti

- analizira sklicevanja na zunanje bonitetne ocene v zakonodaji EU in pogodbah zasebnega prava med strankami na finančnih trgih. Poleg tega ocenjuje možne alternative za zunanje bonitetne ocene, ki jih trenutno uporabljajo udeleženci na trgu po vsej EU (**oddelek I**)², ter
- ocenjuje učinek in uspešnost ukrepov iz uredbe o bonitetnih agencijah, ki zadevajo konkurenco v panogi bonitetnega ocenjevanja (**oddelek II**)³,
- vrednoti učinek uredbe o bonitetnih agencijah na upravljanje in notranje postopke bonitetnih agencij, zlasti preprečevanje nasprotja interesov in uporabo alternativnih modelov plačevanja. Poročilo tudi analizira določbe v zvezi s strukturiranimi finančnimi instrumenti in njihovo morebitno razširitev na druge razrede sredstev (**oddelek III**)⁴ ter
- obravnava izvedljivost ustanovitve evropske bonitetne agencije za ocenjevanje državnega dolga in evropske ustanove za bonitetno ocenjevanje za vse druge bonitetne ocene (**oddelek IV**)⁵.

Poročilo med drugim ocenjuje številne ključne določbe, uvedene z zadnjo spremembo uredbe o bonitetnih agencijah. Upošteva tehnične nasvete Evropskega organa za vrednostne papirje in trge (v nadaljnjem besedilu: ESMA) o zmanjševanju izključnega in sistematičnega zanašanja na zunanje bonitetne ocene⁶, študijo podjetja ICF Consulting Services o izvedljivosti alternativ za bonitetne ocene⁷, tehnične nasvete ESMA o konkurenci, izbiri in nasprotju interesov v panogi bonitetnega ocenjevanja⁸ ter študijo podjetja Europe Economics o stanju na trgu bonitetnega

¹ Uredba št. 1060/2009 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. septembra 2009 o bonitetnih agencijah (UL L 302, 17.11.2009), kakor je bila spremenjena z Uredbo (EU) št. 513/2011 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 11. maja 2011 (UL L 145, 31.5.2011), Direktivo 2011/61/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 8. junija 2011 (UL L 174, 1.7.2011), Uredbo (EU) št. 462/2013 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 21. maja 2013 (UL L 146, 31.5.2013) in Direktivo 2014/51/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 18. aprila 2014 (UL L 153, 22.5.2014).

² Člen 39b(1) uredbe o bonitetnih agencijah.

³ Člen 39(4)(5) uredbe o bonitetnih agencijah.

⁴ Člen 39(4)(5) uredbe o bonitetnih agencijah.

⁵ Člen 39b(2) uredbe o bonitetnih agencijah.

⁶ ESMA/2015/1471 – Tehnični nasveti ESMA o zmanjšanju izključnega in sistematičnega zanašanja na zunanje bonitetne ocene, publikacija je na voljo na 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, na voljo na http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/index_en.htm.

⁸ ESMA/2015/1472 – Tehnični nasveti ESMA o konkurenci, izbiri in nasprotju interesov v panogi bonitetnega ocenjevanja, publikacija je na voljo na

ocenjevanja⁹. Obširno posvetovanje z deležniki je bilo opravljeno s pomočjo delavnic, vprašalnikov in pogovorov med pripravo navedenih tehničnih nasvetov in študij¹⁰.

I. Tveganje prevelikega zanašanja na zunanje bonitetne ocene in razpoložljive alternative

1. Preveliko zanašanje na zunanje bonitetne ocene

Mednarodni odziv na svetovno finančno krizo je vključeval prizadevanja za zmanjšanje zanašanja na zunanje bonitetne ocene, zlasti z namenom *zmanjšanja črednega obnašanja in učinkov izrazitega naglega padca, ki ogrožajo finančno stabilnost in so trenutno posledica dejstva, da so pragi za ocenjevanje bonitetnih agencij sestavni del zakonov in drugih predpisov ter tržnih praks*¹¹. EU se je na ta prizadevanja odzvala, vključno s sprejetjem zakonodajnih sprememb (glej v nadaljevanju). Kljub temu je še vedno treba oceniti, v kolikšnem obsegu bi lahko preostala sklicevanja na zunanje bonitetne ocene v zakonodaji EU sprožila preveliko zanašanje nanje. Poleg tega lahko pride do prevelikega zanašanja tudi z uporabo zunanjih bonitetnih ocen s strani udeležencev na trgu v pogodbah zasebnega prava.

Več pravnih aktov EU na področju finančnih storitev se sklicuje na uporabo zunanjih bonitetnih ocen. Nekateri od teh (direktive o UAIS¹², KNPVP¹³ in IPPZ¹⁴) so bili spremenjeni z Direktivo 2013/14/EU¹⁵, s katero so bila uvedena dodatna pravila za družbe za upravljanje ali investicijske družbe KNPVP in UAIS, ki zahtevajo, da se pri postopkih obvladovanja tveganj izogiba izključnemu in sistematičnemu zanašanju na zunanje bonitetne ocene. Namen je bilo preprečiti preveliko zanašanje na bonitetne ocene pri merjenju kreditnega tveganja. Eno od teh pravil, ki so bila

<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, na voljo na http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/index_en.htm.

¹⁰ Za več informacij glej str. 5 tehničnih nasvetov ESMA o zmanjšanju izključnega in sistematičnega zanašanja na zunanje bonitetne ocene, str. 5 in naslednje študije podjetja ICF, str. 10 tehničnih nasvetov ESMA o konkurenci, izbiri in nasprotju interesov v panogi bonitetnega ocenjevanja ter str. 7 študije podjetja Europe Economics.

¹¹ Glej zlasti str. 1 *načel za zmanjšanje zanašanja na ocene bonitetnih agencij*, ki jih je pripravil Odbor za finančno stabilnost in so na voljo na http://www.fsb.org/2010/10/r_101027/. Glej tudi *načrt za zmanjšanje zanašanja na ocene bonitetnih agencij*, ki ga je pripravil Odbor za finančno stabilnost in je na voljo na http://www.fsb.org/2012/11/r_121105b/.

¹² Direktiva 2011/61/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 8. junija 2011 o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov in spremembah direktiv 2003/41/ES in 2009/65/ES ter uredb (ES) št. 1060/2009 in (EU) št. 1095/2010.

¹³ Direktiva 2009/65/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 13. julija 2009 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) (prenovitve)

¹⁴ Direktiva 2003/41/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 3. junija 2003 o dejavnostih in nadzoru institucij za poklicno pokojninsko zavarovanje.

¹⁵ Direktiva 2013/14/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 21. maja 2013 o spremembi Direktive 2003/41/ES o dejavnostih in nadzoru institucij za poklicno pokojninsko zavarovanje, Direktive 2009/65/ES o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) in Direktive 2011/61/EU o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov v zvezi s prevelikim zanašanjem na bonitetne ocene.

uvredena z Direktivo 2013/14/EU, je bila zahteva za zagotovitev, da pristojni organi nadzorujejo ustreznost postopkov za ocenjevanje kreditnega tveganja.

Zakonodaja o centralnih nasprotnih strankah (EMIR¹⁶) dovoljuje uporabo ocen bonitetnih agencij za določanje ravni tveganja, vendar tega od centralnih nasprotnih strank ne zahteva niti jih nujno ne spodbuja k temu. V primeru uporabe zunanjih bonitetnih ocen morajo centralne nasprotne stranke predložiti še kakšne druge analize ali jih dopolniti s svojo lastno analizo.

CRR¹⁷ in CRD IV¹⁸ vsebujeta več določb, ki dopuščajo različno obravnavo tveganj, povezanih s posamezno izpostavljenostjo, glede na to, ali za to izpostavljenost obstaja bonitetna ocena ali ne¹⁹. Posledično se lahko kapitalske zahteve, povezane s posamezno izpostavljenostjo, zelo razlikujejo glede na to, ali za tako izpostavljenost obstaja ocena bonitetne agencije ali ne in kakšna je izdana bonitetna ocena²⁰. Baselski odbor za bančni nadzor trenutno opravlja pregled standardiziranega pristopa za kreditno tveganje, pri čemer so bile preučene različne alternative za nadomestitev zunanjih bonitetnih ocen²¹. Odbor predlaga, da se ohrani sklicevanje na zunanje bonitetne ocene, njegova uporaba pa dopolni s postopki skrbnega pregleda s strani bank, ter da se okrepijo zahteve v zvezi z uporabo zunanjih bonitetnih ocen z namenom zagotoviti, da banke opravljajo lastne skrbne preglede in notranje upravljajo tveganja ter se ne zanašajo sistematično na zunanje bonitetne ocene.

Direktiva Solventnost II²² vsebuje podoben mehanizem, ki določa različne ocene tveganja glede na to, ali je zunanja bonitetna ocena na voljo ali ne (in katera bonitetna ocena je dodeljena taki izpostavljenosti). Za zmanjšanje tveganja prevelikega zanašanja na bonitetne ocene direktiva Solventnost II določa, da če zavarovatelj uporablja zunanje bonitetne ocene za izračun zavarovalno-tehničnih rezervacij in zahtevanega solventnostnega kapitala, v okviru svojega obvladovanja tveganj redno ocenjujejo primernost teh zunanjih bonitetnih ocen in pri tem uporabljajo dodatne ocene, kadar je to praktično izvedljivo, da bi preprečili samodejno odvisnost od zunanjih ocen²³. Poleg tega delegirani akt²⁴ za direktivo Solventnost II določa

¹⁶ Uredba (EU) št. 648/2012 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 4. julija 2012 o izvedenih finančnih instrumentih OTC, centralnih nasprotnih strankah in repozitorijih sklenjenih poslov.

¹⁷ Uredba (EU) št. 575/2013 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 26. junija 2013 o bonitetnih zahtevah za kreditne institucije in investicijska podjetja ter o spremembi Uredbe (EU) št. 648/2012.

¹⁸ Direktiva 2013/36/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 26. junija 2013 o dostopu do dejavnosti kreditnih institucij in bonitetnem nadzoru kreditnih institucij in investicijskih podjetij, spremembi Direktive 2002/87/ES in razveljavitvi direktiv 2006/48/ES in 2006/49/ES.

¹⁹ Zadevna metodologija je v zakonodajnem besedilu navedena kot „standardizirani pristop“ ter je trenutno najpogostejše uporabljana metodologija iz CRR in CRD za banke.

²⁰ Na primer v primeru izpostavljenosti do podjetij se, če je bonitetna ocena bonitetne agencije na voljo in izpostavljenost prejme najvišjo bonitetno oceno (npr. AAA), uporabi utež tveganja 20 %. Torej bo banka morala imeti regulativni kapital, ki bo znašal 20 % vrednosti izpostavljenosti. Če pa bonitetna ocena ni na voljo, bi utež tveganja, ki se uporabi, znašala najmanj 100 %.

²¹ Baselski odbor za bančni nadzor, drugi posvetovalni dokument, pregled standardov standardiziranega pristopa za kreditno tveganje, objavljen za zbiranje mnenj do 11. marca 2016, december 2015, na voljo na <http://www.bis.org/bcbs/publ/d347.htm>.

²² Direktiva 2009/138/ES Evropskega Parlamenta in Sveta z dne 25. novembra 2009 o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti zavarovanja in pozavarovanja.

²³ Člen 44(4a) direktive Solventnost II in Izvedbena uredba Komisije (EU) 2015/2015 z dne 11. novembra 2015 o določitvi izvedbenih tehničnih standardov v zvezi s postopki za ocenjevanje

podrobna pravila o uporabi zunanjih bonitetnih ocen, kot je na primer zahteva za izdelavo notranjih bonitetnih ocen za večje ali kompleksnejše izpostavljenosti, ki prav tako prispevajo k zmanjšanju tveganja prevelikega zanašanja na zunanje bonitetne ocene.

Medtem ko je namen pravil za zmanjševanje tveganja preprečevanje izključnega in sistematičnega zanašanja na zunanje bonitetne ocene, bi lahko uporaba bonitetnih ocen v ključnih delih okvirov CRR in Solventnost II, zlasti tistih v zvezi z izračunom regulativnega kapitala ali solventnostnih zahtev, finančne institucije in zavarovalnice spodbujala k zanašanju na ocene bonitetnih agencij. Zato bo Komisija še naprej spremljala učinek teh zahtev in prispevala k delu ustreznih organov, kot je na primer Baselski odbor, da se zmanjšajo morebitna tveganja prevelikega zanašanja na bonitetne ocene v bonitetnem okviru za kreditne institucije in zavarovalnice.

Izogibanje prevelikemu zanašanju na pogodbeni sklicevanja bi bilo mogoče doseči z določbami o prepovedi ali dodatnimi zahtevami po razkritju. Vendar se za slednje zdi, da niso primerne za sprožilce ocenjevanja v skladu z investicijskimi politikami ali smernicami, prve pa bi pomenile omejitev pogodbene svobode in bi jih bilo vsekakor treba utemeljiti z nujnimi razlogi javnega interesa. V vsakem primeru sklicevanja na bonitetne ocene ne bi smela biti izgovor za upravitelje, da pred naložbenimi odločitvami ne opravijo lastnih skrbnih pregledov. Komisija bo še naprej spremljala tržne prakse, da bi prepoznala morebitna tveganja zaradi prevelikega pogodbenega zanašanja na zunanje bonitetne ocene.

2. Razpoložljive alternative za zunanje bonitetne ocene

Glavne razpoložljive alternative za zunanje bonitetne ocene so tržno merjenje kreditnega tveganja, notranja orodja za oceno kreditnega tveganja in ocene tretjih oseb.

Tržno merjenje (npr. razmiki kreditnih zamenjav in informacije o oblikovanju cen obveznic) je objektivno in pregledno v smislu dostopnosti ter dopušča dodelitev posebnih uteži tveganja posameznemu sredstvu. Lahko se uporablja za merjenje verjetnosti tveganja neplačila za široko paleto različnih razredov sredstev, kot so državni dolg, dolg podjetij in strukturirani produkti. Toda ta orodja za merjenje imajo lahko pomembne omejitve. Dve glavni tveganji, ki sta bili opredeljeni s strani ESMA in v študiji podjetja ICF, so velika volatilnost teh orodij za merjenje ter njihova nezmožnost podrobneje opredeliti in izraziti tveganje, povezano z naložbo. Tržni ukrepi so zlasti izpostavljeni tveganju manipulacije, tj. tveganju strateškega vplivanja na cene s strani udeležencev na trgu, da bi ustvarili regulativne posledice in si tako zagotovili koristi.

Notranja orodja za oceno kreditnega tveganja se uporabljajo kot orodje za oceno tveganja za bonitetne namene, zlasti za izračun regulativnega kapitala v skladu z

zunanjih bonitetnih ocen v skladu z Direktivo 2009/138/ES Evropskega parlamenta in Sveta (UL L 295, 12.11.2015, str. 16).

²⁴ Členi 3–6 Delegirane uredbe Komisije (EU) 2015/35 z dne 10. oktobra 2014 o dopolnitvi Direktive 2009/138/ES Evropskega parlamenta in Sveta o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti zavarovanja in pozavarovanja (Solventnost II).

okvirom Basel III in CRR (zlasti v okviru pristopa na osnovi notranjih bonitetnih ocen) ter v skladu z okvirom Solventnost II za zavarovalnice. Za notranje metodologije je bolj verjetno, da bodo ustrezno odrazile profil tveganja posameznega posojilojemalca ali vrednostnega papirja, pri čemer se lahko prilagajajo glede na potrebe vsakega udeleženca na trgu. Poleg tega obstaja možnost, da se jih uporabi za katero koli kategorijo finančnih instrumentov in naložb.

Glavna slabost uporabe notranjih modelov za oceno kreditnega tveganja kot alternativ za zunanje bonitetne ocene so visoki stroški. Ti vključujejo stroške, povezane z razvojem analitičnih orodij in zbiranjem podatkov, vključno z morebitnimi naročninami za dostop do podatkovnih zbirk ustreznih finančnih podatkov, ter najem usposobljenega osebja za opravljanje tistega dela analize, ki zahteva presojo, ter za potrjevanje in nadzor kakovosti modelov.

Poleg tega metodologije za notranje ocenjevanje kreditnega tveganja morda ne zagotavljajo enake ravni primerljivosti, kot jo omogočajo zunanje bonitetne ocene, ko gre za različne vrste pogodbenih ureditev, medtem ko bonitetne agencije zagotavljajo objektivni in nedvoumen način za opredelitev sprejemljive ravni tveganja (s pomočjo standardiziranih sistemov razvrščanja, npr. AAA/AA itd.).

Poleg tega tudi ne zagotavljajo visoke stopnje preglednosti na trgu. Razlog za to je predvsem dejstvo, da takšni modeli niso javno dostopni, njihova standardizacija pa pomeni objektivno težavo, saj se subjektivni dejavniki tveganja in poslovni model, ki se upoštevajo pri pripravi notranjih ocen, med udeleženci na trgu razlikujejo. Zato jih je mogoče šteti kot koristne za posameznega vlagatelja, ki izvaja analizo, vendar pa trgu na zagotavljajo jasnega pregleda in napovedi v zvezi z določenimi produkti, kot so državni vrednostni papirji.

Ocene tretjih oseb izvajajo osebe, ki ne sodelujejo pri naložbi. Primeri so računovodsko utemeljeni ukrepi, razvrščanje držav glede na njihovo tveganje s strani OECD, točkovanja centralnih bank in točkovanja s strani zasebnih podjetij, ki temeljijo na računskih modelih.

i. Računovodsko utemeljeni ukrepi

Računovodsko utemeljeni ukrepi lahko zagotovijo koristne in enostavno primerljive informacije o osnovnih finančnih kazalnikih, ki so lahko v pomoč pri ocenjevanju kreditne sposobnosti naložbe. Vendar zanje veljajo tudi številne pomembne omejitve in se ne morejo šteti kot popolna alternativa za zunanje bonitetne ocene. Ena izmed slabosti računovodsko utemeljenih ukrepov je, da sicer zajemajo vse razrede sredstev podjetja, niso pa primerni za državne dolžniške instrumente in za številne strukturirane produkte. Poleg tega je, kot so poudarili nekateri deležniki, s katerimi so bili opravljeni pogovori v okviru študije ICF, dostop do informacij še vedno problematičen, saj računovodsko utemeljeni ukrepi morda v nekaterih državah še vedno niso zlahka dostopni za podjetja, ki ne kotirajo na borzi, zaradi nižjih ali neusklajenih standardov ali obveznosti za poročanje.

Za učinkovito uporabo teh orodij in pridobivanje zanesljivih ocen so potrebne tudi posebne spretnosti in strokovno znanje. Pri računovodsko utemeljenih ukrepih igrata ključno vlogo razlaga in presoja, zlasti kadar so potrebne primerjave. Različni

analitiki lahko na primer uporabijo različne kazalnike za isto podjetje, kar lahko privede do različnih rezultatov. Čeprav to samo po sebi še ni nekaj negativnega, pa pomeni, da je razlaga kazalnikov brez ustreznega strokovnega in kontekstualnega znanja lahko težavna.

ii. *Razvrščanje držav glede na njihovo tveganje s strani OECD*

Razvrščanja držav glede na njihovo tveganje s strani OECD nudijo večjo geografsko pokritost od zunanjih bonitetnih ocen in ustrezni podatki so na voljo javnosti. Vendar so ocene OECD ozko osredotočene in upoštevajo samo posebne kategorije tveganja (politična in druga z njimi neposredno povezana tveganja), ne vključujejo pa drugih pomembnih ekonomskih kazalnikov tveganja, ki bi bili lahko koristni za vlagatelje in naložbene odločitve. Zato se razvrščanje držav glede na njihovo tveganje s strani OECD lahko šteje kot ustrezno orodje za oceno nekaterih vrst tveganja. Čeprav ima nekatere omejitve, bi lahko dobro dopolnjevalo zunanje bonitetne ocene državnega dolga in ponudilo možnost za njihovo preverjanje.

iii. *Točkovanja centralnih bank*

Centralni registri posojil (CCR) in centralne podatkovne zbirke računovodskih izkazov (CFSD) so pomembni primeri ocenjevalnih orodij, ki so v lasti centralnih bank ali jih te upravljajo. Tehnike CCR in CFSD se veliko uporabljajo za dolžniške instrumente podjetij, vendar se njihova geografska in sektorska pokritost od države do države razlikujeta, odvisno od parametrov, kot so primernost instrumentov kot zavarovanje s premoženjem za posle denarne politike. Največja pomanjkljivost CCR in CFSD je njihovo omejeno pokrivanje držav in razredov sredstev ter omejen dostop do podatkov. Omejeni so tudi, kar zadeva njihovo uporabo za podjetniške dolžniške vrednostne papirje in njihovo pokrivanje nefinančnih družb v nekaterih državah je zanemarljivo. Točkovanje je lahko pomembno orodje za manjša podjetja, saj omogoča cenejši način za pridobitev bonitetne ocene (v primerjavi z bonitetnimi ocenami bonitetnih agencij). Vendar se zdi, da točkovanje ne zadošča za zagotavljanje izvedljive popolne alternative za sisteme zunanjega bonitetnega ocenjevanja, ampak bi se moralo uporabljati kot dodaten vir informacij o kreditni sposobnosti finančnega produkta.

Iz tehnične analize, izvedene za pripravo tega poročila, je razvidno, da trenutno ni nobenih izvedljivih alternativ na trgu, ki bi v celoti nadomestile zunanje bonitetne ocene. Nekateri med zgoraj navedenimi orodji in ukrepi bi se lahko do neke mere obravnavali kot veljavni nadomestki za ocene bonitetnih agencij, vendar pomenijo znatne stroške, ki bi bili lahko zlasti pretirani za manjše akterje na finančnih trgih. Druga orodja bi se lahko uporabljala le kot dopolnilo ocen bonitetnih agencij. Samo nekaj zakonodajnih določb EU, ki se nanašajo na zunanje bonitetne ocene, kot so ustrezne določbe v CRR/CRD IV in Solventnosti II, lahko finančne institucije in zavarovalnice spodbudi, da se zanašajo na ocene bonitetnih agencij, zato bi morale biti nadaljnje spremljanje osredotočeno na ta dva okvirja.

II. Stanje trga bonitetnega ocenjevanja in ocena določb iz uredbe o bonitetnih agencijah za spodbujanje konkurence na trgu bonitetnega ocenjevanja

1. Analiza trga bonitetnih agencij

Sedanje stanje na trgu

V panogi bonitetnega ocenjevanja trenutno prevladujejo tri podjetja s sedežem v ZDA (S&P, Moody's in Fitch), ki na svetovni ravni geografsko pokrivajo²⁵ vse razrede sredstev (podjetniške obveznice, državne obveznice, strukturirane finančne instrumente in krite obveznice²⁶) (glej tudi tabelo 1) in imajo skupni tržni delež v prihodkih v EU, ki znaša približno 92 % (tabela 2)²⁷. Čeprav so na evropski trg bonitetnega ocenjevanja vstopila nova podjetja, ki jih trenutno sestavlja 26 registriranih in 4 certificirane bonitetne agencije²⁸, večina manjših bonitetnih agencij ocenjuje omejen niz razredov sredstev ter ima omejene čezmejne dejavnosti in geografski okvir.

²⁵ S sklicem na lokacijo izdajatelja ali ocenjevanega instrumenta.

²⁶ Glej kategorije razredov sredstev v podatkovni zbirki CEREP.

²⁷ Tržni deleži, izračunani na podlagi računovodskih izkazov za leto 2014.

²⁸ Posodobljeni seznam registriranih in certificiranih bonitetnih agencij je na voljo na: <https://www.esma.europa.eu/supervision/credit-rating-agencies/risk>.

Tabela 1: Kategorije bonitetnih ocen, ki jih v obdobju 2011–2015 nudijo registrirane bonitetne agencije v EU (vir: ESMA, CEREP)

	2011								2012								2013								2014								2015 (prvo polletje)														
Bonitetne agencije	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB		
AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)		IN	CO								IN	CO								IN	CO								IN	CO								IN	CO								
ARC Ratings, S.A.			CO							FI		CO										CO									CO	SV								CO	SV					SF	
ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH		IN									IN										IN									IN																	
Axesor SA												CO										CO									CO															SF	
BCRA-Credit Rating Agency AD	FI	IN	CO		SS					FI	IN	CO		SS						FI	IN	CO		SS					FI	IN	CO	SV	SS					FI	IN	CO	SV	SS					
Capital Intelligence (Cyprus) Ltd	FI		CO	SV						FI		CO	SV							FI		CO	SV						FI		CO	SV						FI		CO	SV						
CERVED Group S.p.A.			CO									CO										CO									CO										CO						
Creditreform Rating AG			CO						CB			CO						SF	CB			CO					SF	CB			CO				SF	CB			CO					SF	CB		
CRIF S.p.A.			CO									CO										CO									CO										CO						
Dagong Europe Credit Rating Srl (Dagong Europe)																			FI									FI	IN	CO							FI	IN	CO								
DBRS Ratings Limited	FI	IN	CO	SV	SS	PE		SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB		
The Economist Intelligence Unit Ltd																						SV									SV									SV							
Euler Hermes Rating GmbH	FI		CO							FI		CO								FI		CO							FI		CO							FI		CO							
European Rating Agency, a.s.					SS									SS									SS									SS									SS						
EuroRating Sp. zo.o.																												FI		CO								FI		CO							
Feri EuroRating Services AG				SV									SV							FI		CO	SV						FI		CO	SV						FI		CO	SV					SF	
Fitch Ratings Limited	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB		
GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung mbH	FI		CO							FI		CO								FI		CO							FI		CO							FI		CO							
ICAP Group SA			CO									CO										CO									CO										CO						
INC Rating Sp. zo.o.																																											SS				
modeFinance S.r.l.																																											CO				
Moody's Investors Service Ltd	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB		
Rating-Agentur Expert RA GmbH																																							FI	IN	CO	SV		PE			
Scope Ratings AG			CO									CO										CO					SF	FI		CO					SF	FI		CO								SF	
Spread Research SAS																						CO									CO								CO								
Standard & Poor's Credit Market Services Europe	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB		

Legenda:

FI	podjetniške – finančne	SN	nadnacionalne
IN	podjetniške – zavarovalniške	SF	strukturirani finančni instrumenti
CO	podjetniške – nefinančne	CB	krite obveznice
SV	državne		neregistrirane
SS	poddržavne		
PE	javni subjekti		

Tabela 2: Izračun tržnega deleža na podlagi prometa leta 2014 iz dejavnosti bonitetnega ocenjevanja in pomožnih storitev na ravni skupine v EU

Registrirana bonitetna agencija	Tržni delež
AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)	0,79 %
ARC Ratings, S.A.	0,02 %
ASSEKURATA Assekuranz Ratings-Agentur GmbH	0,21 %
Axesor 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 %
Skupaj	100 %

Vir: ESMA.

Iz oligopolne in zelo koncentrirane strukture panoge bonitetnih agencij, in sicer v celoti in na ravni posamezne kategorije produkta, je mogoče sklepati, da bi največje bonitetne agencije, ki poslujejo na svetovni ravni, načeloma lahko bile sposobne uveljavljati tržno moč v dobičkonosne namene dviga cen nad konkurenčne ravni v daljšem časovnem obdobju ali omejiti izbiro ali kakovost ponujenih storitev.

Vsaka bonitetna agencija deluje kot platforma, ki omogoča izdajateljem in vlagateljem dostop do mreže ter v kateri sta ponudba in povpraševanje medsebojno odvisna: izdajatelj raje izbirajo bonitetne agencije, ki jih je priznalo največje število

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 Registrirana z učinkom od 27. oktobra 2015.

³¹ Registrirana z učinkom od 10. julija 2015.

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; in Moody's Investors Services EMEA Ltd.

³³ Registrirana z učinkom od 1. decembra 2015.

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

pomembnih vlagateljev, in vlagatelji želijo izbrati bonitetne agencije, ki lahko zagotovijo največjo pokritost izdajateljev in instrumentov, ki jih zanimajo.

Ne glede na spremembe uredbe o bonitetnih agencijah iz leta 2013 je bilo ugotovljeno rahlo povečanje koncentracije celotnega trga bonitetnih agencij, pri čemer je izračun temeljil samo na prihodkih iz dejavnosti bonitetnega ocenjevanja. Meritve tržnega deleža, ki temeljijo na skupnih prihodkih (prihodki iz dejavnosti bonitetnega ocenjevanja in pomožnih storitev), kažejo nižje ravni koncentracije v primerjavi z meritvami, ki temeljijo samo na prihodkih iz dejavnosti bonitetnega ocenjevanja. Vendar je izračun tržnih deležev na podlagi skupnih prihodkov bolj zapleten, ker ne obstaja splošna opredelitev in obravnava „pomožnih storitev“. To bi lahko pomenilo, da predstavljajo pomožne storitve pomembno dejavnost za manjše bonitetne agencije, medtem ko se večje bonitetne agencije zanašajo bolj na prihodke od ocenjevanja. Poleg tega se je glede na vrsto ocenjevanja povečala koncentracija za podjetniške obveznice (najbolj koncentriran trg), medtem ko se je pri bonitetnih ocenah držav in strukturiranih finančnih instrumentih zmanjšala.

Večina izdajateljev raje kot širok razpon bonitetnih agencij uporablja le eno ali dve agenciji, njihova izbira pa večinoma temelji na sprejemljivosti bonitetnih agencij med vlagatelji, regulativnimi organi in centralnimi bankami³⁵. Poleg tega se zdi, da se veliko raje izbirajo bonitetne agencije, ki imajo globalno pokritost, kar odraža dejstvo, da je za dejavnost bonitetnega ocenjevanja zelo pomemben ugled. Izbira bonitetnih agencij naj bi bila tako zelo odvisna od prepoznavnosti njihovega imena.

Visoko koncentriran trg predstavlja tveganje za finančno stabilnost, če se bonitetne agencije medsebojno opazujejo in se odzivajo tako, da objavijo podobna mnenja o kreditni sposobnosti izdajateljev, kar se je pokazalo med zadnjo finančno in dolžniško krizo.

Ovire za vstop na trg

Za vstop na trg lahko obstajajo regulativne in tržne ovire.

Evropsko združenje bonitetnih agencij (EACRA) je glede regulativnih ovir izrazilo zaskrbljenost zaradi izključitve večine registriranih bonitetnih agencij s seznama zunanjih bonitetnih institucij (ECAI) v okviru bonitetnega okvira Eurosistema (ECAF) zaradi prevzetja jamstva, ker bi to lahko omejilo konkurenco³⁶. Zunanje bonitetne institucije morajo dejansko upoštevati več operativnih meril in zagotoviti ustrezno pokritost: zlasti morajo izpolnjevati minimalne zahteve glede kritja, ki jih določi Eurosistem glede ocenjevanih sredstev, ocenjevanih izdajateljev in ocenjevanega obsega po upravičenih razredih sredstev in državah euroobmočja. Rezultat tega je, da ECB kot zunanje bonitetne agencije prizna le bonitetne agencije, ki so sistemsko pomembne za finančni sistem, in sicer S&P, Moody's, Fitch in DBRS, to pa bi lahko omejilo konkurenco na trgu bonitetnega ocenjevanja. Kot je poudarjeno v tehničnih nasvetih organa ESMA, *bonitetne ocene ostajajo dejavniki*

³⁵ Od kar se je na primer ECB odločila, da vključi DBRS na seznam zunanjih bonitetnih agencij v bonitetnem okviru Eurosistema, je DBRS začela imeti boljši dostop do trga.

³⁶ EACRA – dokument o stališču, sklic: Merila ECB za sprejetje bonitetnih agencij kot virov ECAI za namene ECAF, 26. februar 2016.

znotraj okvirjev ocenjevanja jamstev nekaterih centralnih bank v EU, ki imajo lahko znatne učinke na notranje postopke ocenjevanja udeležencev na finančnem trgu. Eden izmed načinov za zmanjšanje te ovire za vstop na trg bi bil manjše zanašanje na bonitetne ocene v okviru evropskega bonitetnega okvira ECB (ECAE).

Poleg tega se nekateri zahtevki v pozivu k predložitvi dokazov³⁷ nanašajo na stroške zagotavljanja skladnosti, ki predstavljajo dodatno oviro za vstop novih udeležencev, zlasti manjših bonitetnih agencij. Da bi bila registrirana kot bonitetne agencije, morajo podjetja dokazati skladnost z zahtevami iz uredbe o bonitetnih agencijah. Kljub izvzetjem iz izpolnjevanja nekaterih obveznosti za manjše bonitetne agencije, deležniki menijo, da regulativne zahteve dajejo prednost glavnim bonitetnim agencijam, saj je izpolnjevanje zahtev glede skladnosti³⁸ za majhne bonitetne agencije zelo drago. Poleg tega takrat, ko obstajajo pragovi, nad katerimi se uporabljajo dodatni predpisi, ti veljajo za morebitne ovire za širitev za majhne bonitetne agencije (zlasti kar zadeva podjetniške obveznice, pa tudi strukturirane finančne instrumente). Na splošno je treba najti ravnovesje med sorazmernostjo standardov, ki bi se morali uporabljati za manjše bonitetne agencije, in potrebo, da se zagotovi kakovost in preglednost ocen, ki jih izdajajo.

Izvedbeni tehnični standardi (ITS) o vzporejanju zunanjih bonitetnih institucij³⁹, ki jih je nedavno sprejela Komisija na podlagi tehničnih nasvetov evropskih nadzornih organov, bodo končno omogočili evropskim bankam in zavarovateljem, da v regulativnih kapitalskih okvirih uporabljajo manjše bonitetne agencije. To vzporejanje bi lahko ustvarilo nekatere prihodnje možnosti uporabe manjših bonitetnih agencij in bi lahko spodbudilo razvoj trga.

Kar zadeva ovire, povezane z dinamiko trga, je glavna ovira za nove udeležence poleg dejstva, da se zdi povpraševanje po dodatnih bonitetnih agencijah premajhno, pomembnost ugleda na trgu bonitetnega ocenjevanja. Zato novi udeleženci, ki ponavadi nimajo ugleda med vlagatelji ali pa je ta zelo nizek, težko nadomestijo pomanjkanje preteklih dosežkov in nezadostno geografsko pokritje. Poleg tega morajo novi udeleženci vzpostaviti bazo strank, da bi presegli „mrežne učinke“ v panogi, ki dajejo prednost večjim bonitetnim agencijam na škodo majhnih bonitetnih agencij, saj ocene največjih bonitetnih agencij olajšajo dostop do trga za ocenjene produkte.

³⁷ Dokument o posvetovanju in rezultati poziva k predložitvi dokazov so na voljo na: http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/financial-regulatory-framework-review/index_en.htm.

³⁸ Npr. da je treba imeti neodvisni revizijski odbor, ki ga sestavljajo zaposleni za polni delovni čas, in uradnika za spremljanje skladnosti s polnim delovnim časom, zahteve glede poročanja in razkritja ter zahteva po obveščanju ocenjevanih subjektov pred uradno objavo bonitetnih ocen.

³⁹ Izvedbena uredba Komisije (EU) o določitvi izvedbenih tehničnih standardov v zvezi z vzporejanjem bonitetnih ocen zunanjih bonitetnih institucij za kreditno tveganje v skladu s členom 136(1) in (3) Uredbe (EU) št. 575/2013 Evropskega parlamenta in Sveta, Izvedbena uredba Komisije (EU) o določitvi izvedbenih tehničnih standardov v zvezi z razporeditvijo kreditnih ocen zunanjih bonitetnih institucij na objektivno lestvico stopenj kreditne kvalitete v skladu z Direktivo 2009/138/ES Evropskega parlamenta in Sveta ter Izvedbena uredba Komisije (EU) o določitvi izvedbenih tehničnih standardov v zvezi z vzporejanjem bonitetnih ocen zunanjih bonitetnih agencij za listinjenje v skladu z Uredbo (EU) št. 575/2013 Evropskega parlamenta in Sveta.

Honorarji

S spremembami uredbe o bonitetnih agencijah je bila leta 2013 uvedena določba, v skladu s katero morajo biti honorarji, zaračunani strankam bonitetnih agencij za zagotavljanje bonitetnih ocen in pomožnih storitev, nediskriminatorni in temeljiti na dejanskih stroških.

V odgovoru na poziv k predložitvi dokazov so nekateri zavarovalci trdili, da naj bi bonitetne agencije udeležencem na trgu zaračunavale dodatne stroške (do 80 % višje) za uporabo informacij o bonitetnem ocenjevanju pri poročanju pristojnim nacionalnim organom, kar naj bi privedlo do povišanja stroškov izvajanja Solventnosti II (kot poročila združenje vzajemnih zavarovalcev in zavarovalnih združenj v Evropi).

V skladu z uredbo o bonitetnih agencijah ima ESMA pooblastilo za nadzor nad bonitetnimi agencijami za zagotavljanje, da honorarji, ki se zaračunavajo stranki, niso diskriminatorni in temeljijo na dejanskih stroških. Komisija poziva ESMA, naj zagotovi strogo upoštevanje določb iz uredbe o bonitetnih agencijah o honorarjih, ki se zaračunavajo zavarovalcem.

Pričakovan razvoj dogodkov na trgu bonitetnih agencij

V naslednjih letih bodo uvedeni številni ukrepi za povečanje konkurence na trgu bonitetnih agencij, in sicer evropska platforma bonitetnega ocenjevanja, ki bo povečala vidnost bonitetnih ocen manjših bonitetnih agencij in izboljšala primerljivost ocen istega instrumenta s strani različnih bonitetnih agencij. Vzpostavljanje zunanjih bonitetnih ocen, ki je bilo nedavno sprejeto v okviru uredbe o kapitalskih zahtevah in Solventnosti II, je namenjeno tudi zagotavljanju pravične obravnave ocen, ki jih izdajo vse bonitetne agencije, ne glede na njihovo velikost, medtem ko naj bi nadzornikom skrbnega in varnega poslovanja hkrati omogočilo zagotavljanje, da za sistemsko pomembne bonitetne agencije veljajo učinkoviti zaščitni ukrepi.

2. Učinek in ocena določb iz uredbe o bonitetnih agencijah v zvezi s konkurenco

Splošni cilj sprememb uredbe o bonitetnih agencijah iz leta 2013 v zvezi s konkurenco je bil, da se poveča konkurenca med bonitetnimi agencijami in spodbudi odločanje za manjše bonitetne agencije. Te spremembe so zlasti uvedle obvezno dvojno bonitetno oceno strukturiranih finančnih instrumentov (**člen 8c**), spodbudo, da se v primeru dvojne bonitetne ocene imenuje vsaj ena manjša bonitetna agencija (**člen 8d**), splošna in redna razkritja (**člen 11(2)**) ter vzpostavitev Evropske platforme bonitetnega ocenjevanja (ERP)(**člen 11(a)**).

Člen 8c

V skladu s členom 8c morajo izdajatelji naročiti dvojno bonitetno oceno za strukturirane finančne instrumente, da bi se zagotovilo neodvisno drugo ocenjevanje.

Ta določba bi lahko vplivala na trg le, če se druge ocene objavijo ali so znane vlagateljem; v tem primeru bi vlagatelji in izdajatelji lahko primerjali ocene istega finančnega instrumenta in posledično bi se stroški ugleda bonitetnih agencij povečali,

saj bi velike razlike med ocenami različnih bonitetnih agencij lahko vzbudile dvome glede kakovosti samih ocen.

Poleg tega, če vlagatelji vedo, da morajo izdajatelji pridobiti drugo bonitetno oceno, lahko zahtevajo njeno objavo, čeprav za to ni nobene pravne zahteve. Zato finančni instrumenti, za katere druga bonitetna ocena ni bila razkrita, lahko veljajo za nižje kakovosti.

Na splošno se je število ocen strukturiranih finančnih instrumentov s strani bonitetnih agencij povečalo, kar pomeni, da izdajatelji zahtevajo dodatne ocene ne le od velikih (ki so že ocenjevale strukturirane finančne instrumente), ampak tudi od majhnih bonitetnih agencij. Zato se zdi, da je ta ukrep koristen za tržni segment strukturiranih finančnih instrumentov.

Člen 8d

Kadar namerava izdajatelj ali povezana tretja oseba pooblastiti za bonitetno oceno vrednostnega papirja ali subjekta vsaj dve bonitetni agenciji, mora v skladu s členom 8d ta izdajatelj ali povezana tretja oseba razmisliti o pooblastitvi vsaj ene bonitetne agencije, ki nima več kot 10 % tržnega deleža in za katero zadevni izdajatelj ali povezana tretja oseba presodi, da je zmožna oceniti zadevni vrednostni papir ali subjekt, pod pogojem da je ena od teh manjših bonitetnih agencij na voljo za ocenjevanje. Poleg tega bi moralo biti v primeru, da izdajatelj ali povezana tretja oseba ne namerava pooblastiti vsaj ene manjše bonitetne agencije, to zabeleženo.

Ta ukrep še ni v celoti izveden in izvršen na nacionalni ravni. Zato še ni mogoče oceniti učinka člena 8d. Poleg tega števila subjektov in instrumentov, ki imajo več ocen, še ni mogoče ugotoviti prek podatkovne zbirke CEREP⁴⁰ (vendar bo Evropska platforma bonitetnega ocenjevanja vlagateljem omogočila pregled, katere bonitetne agencije so izdale bonitetno oceno posameznega subjekta ali instrumenta).

Majhne bonitetne agencije morda nimajo dovolj izkušenj in dovolj velikega ugleda, da bi jih izdajatelji prostovoljno izbrali za drugo ocenjevanje (in ta druga bonitetna ocena ni obvezna, razen če ni vrednostni papir strukturirani finančni instrument). Učinek je odvisen od tega, ali izdajatelji želijo pridobiti drugo bonitetno oceno od manjše bonitetne agencije ali raje pojasnijo, zakaj te druge ocene ne želijo.

Poleg tega bi lahko za posamezne izdajatelje obstajalo premalo spodbude, da zamenjajo bonitetne agencije v okviru določbe „upoštevaj ali pojasni“, saj člen 8d ni obvezen. ESMA je za izboljšanje učinkovitosti te določbe in za pomoč področnim pristojnim organom pri izvajanju njihovih nadzornih odgovornosti v okviru člena 8d in 8c uredbe o bonitetnih agencijah odobrila mandat začasni delovni skupini za informacije, ki se dokumentirajo in sporočajo v primeru preučitve možnosti pooblastitve več bonitetnih agencij⁴¹.

⁴⁰ V podatkovni zbirki CEREP se zbirajo podatki o bonitetnih ocenah, ki so jih izdale registrirane in certificirane bonitetne agencije, o bonitetnih ocenah, ki so jih odobrile registrirane bonitetne agencije, ter o bonitetnih ocenah, ki so jih v tretji državi izdale bonitetne agencije, ki niso certificirane ali registrirane v EU, a pripadajo isti skupini. Nekatere informacije iz podatkovne zbirke CEREP so na voljo javnosti prek spletne strani ESMA.

⁴¹ Glej tudi vprašanja in odgovore, smernice in druga orodja ESMA ter skupno predlogo za poročanje s povezanimi navodili.

Uporaba in učinkovitost izračuna tržnega deleža v skladu s tem členom sta spodbudili pomisleke, saj se ne računa le na podlagi prihodkov iz bonitetnih ocen, ampak tudi prihodkov od pomožnih storitev. Taki izračuni so lahko zavajajoči tudi, ker ne obstaja jasna opredelitev pomožnih storitev. Majhne bonitetne agencije in novi udeleženci so se pritoževali zaradi premajhne obveščenosti o izvajanju tega člena ter so pozvali k izdaji smernic na ravni EU ali držav članic.

Člen 11(2)

V skladu s členom 11(2) morajo bonitetne agencije v centralni register ESMA (podatkovna zbirka CEREPE) sporočati podatke o bonitetnih ocenah, ki jih izdajo, in sicer vključno z nenaročenimi bonitetnimi ocenami. To naj bi vlagateljem omogočilo primerjavo podatkov med bonitetnimi agencijami in pregled uspešnosti bonitetnih ocen, ki jih je izdala posamezna bonitetna agencija.

Člen 11(2) bi lahko bolj koristil izkušenim kot zaupljivim vlagateljem, saj tudi pri javni dostopnosti vseh informacij primerjava uspešnosti bonitetnih agencij še vedno zahteva čas in znanje.

Objavljanje takšnih podatkov lahko poveča prepoznavnost majhnih bonitetnih agencij in jim pomaga premagati ovire glede ugleda za vstop na trg.

Člen 11a

V skladu s členom 11a bo CEREPE vključen v Evropsko platformo bonitetnega ocenjevanja (ERP), tj. na spletno stran, ki jo upravlja ESMA, kjer bodo objavljene vse razpoložljive bonitetne ocene, ki jih izdajo registrirane in certificirane bonitetne agencije.

Evropska platforma bonitetnega ocenjevanja je bila ustanovljena, da bi se povečala količina informacij, ki so na voljo vlagateljem, in da bi se manjšim bonitetnim agencijam zagotovila prepoznavnost, saj bi objava vseh ocen na spletni strani lahko povečala obveščenost in zaupanje vlagateljev v majhne bonitetne agencije. Vendar uporaba različnih metodologij med bonitetnimi agencijami ne omogoča preproste primerjave med ocenami.

Treba je tudi opozoriti, da ocene, ki jih plača vlagatelj ter se pripravijo in razkrijejo vlagateljem samo proti plačilu pristojbine, niso vključene v Evropsko platformo bonitetnega ocenjevanja, da ne bi oslabile takšnih poslovnih modelov.

Evropska platforma bonitetnega ocenjevanja še ni postala popolnoma operativna, zato je še prezgodaj za oceno njenega učinka na konkurenco. Ker sta prepoznavnost in ugled v panogi bonitetnega ocenjevanja zelo pomembna, bi bilo treba učinke te določbe na konkurenco še naprej spremljati, ko bo platforma v celoti izvedena.

3. Splošna ocena

Glede na pogosta povišanja honorarjev in visoke honorarje, ki jih zaračunavajo največje bonitetne agencije, se zdi, da majhne bonitetne agencije in novi udeleženci še ne izdajajo velikega števila bonitetnih ocen v vseh razredih sredstev in da je med bonitetnimi agencijami malo konkurence.

Vendar je treba poudariti tudi, da je trg bonitetnega ocenjevanja poseben trg, predvsem zaradi ugleda med vlagatelji in izdajatelji. Glede na pomen ugleda na trgu lahko ukrepi, ki silijo k izbiri bonitetnih agencij brez upoštevanja želja izdajateljev in vlagateljev, privedejo do nenačrtovanih posledic in niso najbolj učinkoviti pri spodbujanju dodatnih vstopov na trg.

Uredba o bonitetnih agencijah je ustvarila pozitiven okvir za povečanje konkurence v sektorju bonitetnih agencij.

Na splošno bi člen 8c v povezavi s členom 8d, 11(2) in 11a lahko privedel do povečanja povpraševanja po manjših bonitetnih agencijah za ocene strukturiranih finančnih instrumentov. Poleg tega lahko izvedba členov 11a in 11(2), v skladu s katerima se dajo informacije o drugem ocenjevanja na voljo javnosti, ugodno deluje na učinek člena 8c, v skladu s katerim bi lahko vlagatelji izvajali večji pritisk na bonitetne agencije, da konkurirajo glede kakovosti.

Poleg tega je uredba o bonitetnih agencijah povečala prepoznavnost bonitetnih agencij, ki poslujejo v EU, na primer z registracijo pri ESMA in javnim razkritjem informacij o izdanih bonitetnih ocenah. Poleg tega se je z ukrepi za povečanje preglednosti povečala obveščenost o obstoju majhnih bonitetnih agencij. Izdajanje in objavljane nenaročenih bonitetnih ocen se zdi učinkovito orodje za povečanje prepoznavnosti majhnih bonitetnih agencij in omogočanje tem agencijam, da si ustvarijo ugled.

Čeprav se trenutno izvajajo nekateri ukrepi, Komisija v oligopolni panogi bonitetnega ocenjevanja ne pričakuje hitrih sprememb. Analiza in tehnični nasveti organa ESMA pa kažejo, da je za celovito oceno učinka nedavno uvedenih ukrepov uredbe o bonitetnih agencijah na konkurenco na trgu bonitetnih agencij potrebnega več časa.

III. Učinek in ocena določb o bonitetnih agencijah v zvezi z upravljanjem

Glede na to, da na sedanjem trgu bonitetnega ocenjevanja še vedno prevladujejo tri velike bonitetne agencije in se morajo nove bonitetne agencije soočati z različnimi ovirami za vstop na trg, je nadvse pomembno zagotoviti dobro postopanje bonitetnih agencij, zlasti uveljavljenih bonitetnih agencij, in visokokakovostne bonitetne ocene. To je mogoče doseči le z ustreznimi regulativnimi omejitvami, ki bodo na koncu koristne tudi za pripravo visoko kakovostnih ocen in torej za stabilnost trga.

Nedavna finančna kriza je med drugim izpostavila vprašanja glede kakovosti in neodvisnosti bonitetnih ocen. Zaradi modela plačevanja „izdajatelj plača“ ter tesnih in dolgoletnih odnosov med izdajatelji so nastali zlasti pomisleki glede morebitnega nasprotja interesov med izdajatelji in bonitetnimi agencijami. Poleg tega so obstajali pomisleki glede neodvisnosti bonitetnih agencij, če ocenjujejo instrumente, ki so jih izdali njihovi delničarji, ter neodvisnosti in usposobljenosti bonitetnih analitikov. Po finančni krizi se je pojavila tudi potreba po večji preglednosti glede strukturiranih finančnih produktov, da bi lahko vlagatelji sami ocenili kreditno sposobnost teh kompleksnih produktov. Za obravnavo teh vprašanj so bile v zadnji spremembi uredbe o bonitetnih agencijah uvedene številne določbe v zvezi z nasprotjem

interesov (1), strukturiranimi finančnimi produkti (2) in modeli plačevanja (3). Namen tega oddelka je ugotoviti, ali so te določbe učinkovite ali pa so potrebne nadaljnje izboljšave.

1. Nasprotje interesov

Uredba o bonitetnih agencijah vsebuje več določb v zvezi s preprečevanjem nasprotja interesov in njegovim obvladovanjem. Splošni cilj je zagotoviti neodvisnost bonitetnih agencij in posledično kakovost njihovih bonitetnih ocen ter okrepiti zaupanje vlagateljev v delovanje finančnega trga na splošno.

Uvedba neodvisnih neizvršnih direktorjev (INED) v uredbi o bonitetnih agencijah je bila ključni dejavnik pri zagotavljanju uspešnosti sistemov notranje kontrole in prepoznavanja nasprotja interesov. Pri imenovanju oseb na to funkcijo je zelo pomembno zagotoviti minimalne standarde znanja in dobrega ugleda. ESMA je izrazila željo, da bi bila v zvezi s tem bolj proaktivna za zagotavljanje trajno visokih ravni upravljanja v bonitetnih agencijah.

Uredba o bonitetnih agencijah določa notranja pravila in postopke za analitike in druge osebe, ki so vključene v postopek bonitetnega ocenjevanja, da bi se prepoznala in obvladovala vsa nasprotja interesov, ki se pojavijo med postopkom ocenjevanja. Te določbe so dopolnjene s podrobnimi zahtevami iz Priloge I uredbe o bonitetnih agencijah. Pravila o izjemah za majhne bonitetne agencije pomagajo zagotoviti, da je učinek uredbe o bonitetnih agencijah na bonitetne agencije različnih velikosti sorazmeren.

Ko bonitetna agencija ocenjuje svoje lastne delničarje ali finančne instrumente, ki jih ti delničarji izdajo, lahko pritisk delničarjev na bonitetne agencije zmanjša neodvisnost teh agencij. To je ublaženo z določbami o omejitvi lastniškega deleža, ki zagotavljajo neodvisnost bonitetnih agencij in kakovost njihovih ocen. Vendar praktična uporaba teh določb ostaja nejasna, saj trenutno na evropski ravni ni skupne opredelitve pojma „delničar“.

Uredba o bonitetnih agencijah določa niz zahtev, ki se nanašajo na znanje, spretnosti in vedenje bonitetnih analitikov in drugih zaposlenih v bonitetni agenciji, ki so vključeni v proces ocenjevanja. Z vzpostavitvijo postopnega mehanizma rotacije za te osebe se lahko zagotovi neodvisnost bonitetnih ocen. Vendar se lahko zaradi rotacije osebja pojavijo stroški premestitve analitika v drugi portfelj.

Sedanje delo organa ESMA glede smernic za potrjevanje in pregledovanje metodologij bonitetnih agencij⁴² bi lahko nadalje pojasnilo notranje postopke za zagotavljanje skladnosti in postopke v zvezi s tveganji bonitetnih agencij in tako ponudilo jasnejšo definicijo pojma „metodologija za ocenjevanje“ ob upoštevanju opredelitve iz Kodeksa IOSCO 2015⁴³.

⁴² Glej posvetovalni dokument na spletni strani ESMA <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-consults-validation-and-review-cras%E2%80%99-methodologies-guidelines>.

⁴³ Glej končno poročilo Kodeksa osnovnih načel ravnanja za bonitetne agencije, ki ga je leta 2015 izdalo Mednarodno združenje nadzornikov trga vrednostnih papirjev (IOSCO), na voljo na: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD482.pdf>.

Trenutna raven sankcij se ne zdi sorazmerna s prometom bonitetnih agencij, zlasti ne s prometom velikih bonitetnih agencij. Možne kazni, ki jih lahko trenutno naloži ESMA, v praksi nimajo svarilnega ali odvračilnega učinka⁴⁴. Komisija bo zato nadalje razmislila o režimu sankcij iz uredbe o bonitetnih agencijah, ki se razlikuje od režimov iz novejših evropske zakonodaje.

2. Določbe v zvezi s strukturiranimi finančnimi instrumenti in morebitna razširitev na druge finančne produkte

Določba iz uredbe o bonitetnih agencijah o obvezni rotaciji med bonitetno agencijo in izdajateljem (člen 6b) je omejena na izdajanje re-listinjenj z obdobjem mirovanja, ki traja največ štiri leta, v katerih bonitetne agencije ne smejo izdajati bonitetnih ocen o pozicijah re-listinjenja s sredstvi istega originatorja. Potencialno obremenjujoči učinki za majhne bonitetne agencije so ublaženi z izjemo.

V skladu s členom 8b uredbe o bonitetnih agencijah se od organa ESMA zahteva, da vzpostavi spletno stran za namene razkritja informacij o strukturiranih finančnih instrumentih. ESMA je nedavno objavila, da zaradi številnih težav pri pripravljalnem delu za vzpostavitev spletne strani ni verjetno, da bo na razpolago poročevalcem do predpisanega roka 1. januarja 2017.

Člen 6b in člen 8b se še ne izvajata in uporabljata v praksi. V povezavi z določbo o obvezni dvojni bonitetni oceni za strukturirane finančne instrumente iz člena 8c se zdi, da trenutno ni zadostne izbire med bonitetnimi agencijami, ki ocenjujejo različne razrede sredstev, da bi lahko konkurenca učinkovito delovala. Glede na zgoraj navedeno se zdi, da je za morebitno razširitev mehanizma obvezne rotacije in določb o razkritju informacij o strukturiranih finančnih instrumentih na druge finančne produkte na tej stopnji še prezgodaj, saj trenutno ni na voljo dovolj podatkov za analizo učinka teh določb na prakso bonitetnega ocenjevanja. Komisija bo še naprej spremljala razvoj trga, ko se začnejo uporabljati ustrezne določbe iz uredbe o bonitetnih agencijah.

3. Alternativni modeli plačevanja

V zvezi z modeli plačevanja, zlasti kar zadeva bonitetne ocene za podjetniške obveznice in strukturirane finančne instrumente, je bilo v panogi bonitetnega ocenjevanja od začetka izvajanja uredbe o bonitetnih agencijah opaženih le malo sprememb. Prevladujoči in najpogostejše uporabljeni model plačevanja na trgu bonitetnih agencij je model izdajatelj plača, pri katerem bonitetne agencije plačajo izdajatelji, ki želijo naročiti bonitetne ocene za svoje naložbene produkte.

Drugi primeri modelov plačevanja so model lastnega interesa, kjer vlagatelji zagotovijo ocene za projekte, ki jih delno financirajo z lastništvom izdanih instrumentov, ali kjer so bonitetne agencije plačane v instrumentih, ki jih ocenjujejo

⁴⁴ Za primerjavo je ameriška komisija za nadzor trga vrednostnih papirjev (Securities and Exchange Commission (SEC)) januarja 2015 naložila skupne kazni v višini 77 milijonov ameriških dolarjev za vrsto kršitev zakonov o državnih vrednostnih papirjih s strani podjetja Standard & Poor's, <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-10.html>.

in bi jih posedovale do zapadlosti⁴⁵, ter model platforma plača, ki uvaja posrednika na trgu za financiranje in pripravo ocene. Model „plačaj za uspešnost“ od vsake bonitetne agencije zahteva, da plača določen odstotek svojih prihodkov v skupen sklad, ki se nato izplača najuspešnejši bonitetni agenciji, kar bonitetne agencije spodbuja, da izboljšajo točnost svojih bonitetnih ocen, hkrati pa lahko privede do negotovosti glede učinkovitosti mehanizma spodbud. Bonitetne ocene bi lahko izdale tudi neprofitne organizacije ali jih financirale vlade. Vpletenost države v dodelitev bonitetnih agencij izdajateljem bi lahko povečala tveganje za segmentacijo trgov na nacionalni podlagi in bi lahko tudi povzročila nasprotje interesov v panogi, zlasti kar zadeva izdajanje bonitetnih ocen izdajateljem na državni in poddržavni ravni.

Kot je bilo ugotovljeno v oceni učinka Komisije iz leta 2011, bi vsi morebitni modeli plačevanja lahko vsebovali nasprotje interesov. Uredba o bonitetnih agencijah zato ne določa uporabe določenega modela plačevanja, saj ni nujno potrebno dajati prednost enemu modelu pred drugim.

Trenutno se alternativni modeli plačevanja v praksi skoraj ne uporabljajo kot samostojne rešitve, saj bonitetne agencije namesto tega raje uporabljajo hibridne modele. Bonitetne ocene se izdajajo nekaterim strankam po modelu izdajatelj plača, druge pa po modelu vlagatelj plača ali pa na podlagi naročnine. ESMA v svoji analizi zaključuje, da bi bilo treba to prožnost pri izbiri modela plačila ohraniti, tako da bi akterji na trgu še naprej svobodno izbirali najprimernejši model glede na svojo tržno strategijo.

4. Splošna ocena

Glede na zgornjo analizo se zdi, da so določbe iz uredbe o bonitetnih agencijah v zvezi z upravljanjem pretežno preventivne narave in pomembno prispevajo k zagotavljanju neodvisnosti bonitetnih agencij. Čeprav lahko v skladu s tehničnimi nasveti ESMA nekatere določbe ustvarijo stroške izvajanja za bonitetne agencije, saj zahtevajo spremembo sistemov informacijske tehnologije, usposabljanje, postopke za zagotavljanje skladnosti in pravne postopke, se pričakuje, da bo najnovejši okvir za upravljanje bonitetnih agencij dolgoročno na splošno prinesel koristi.

Spremembe morda niso takoj vidne v praksi bonitetnega ocenjevanja, vendar so določbe učinkovite pri zagotavljanju potrebnih instrumentov regulatorjem, da lahko nadzorujejo bonitetne agencije, ki ne izpolnjujejo določb o upravljanju iz uredbe o bonitetnih agencijah. Režim sankcij iz uredbe o bonitetnih agencijah pa bi bilo morda treba spremeniti, da se zagotovita njegova verodostojnost in sorazmeren odvračilni učinek.

IV. Ustreznost in izvedljivost podpore evropski bonitetni agenciji

Zaradi težav, ki se nanašajo na procikličnost pri objavi bonitetnih ocen in jih je razkrila nedavna dolžniška kriza v EU, je bila uredba o bonitetnih agencijah leta 2013 spremenjena, tako da so se uvedli dodatni ukrepi za večjo preglednost bonitetnih ocen državnega dolga. Člen 8a uredbe o bonitetnih agencijah od bonitetnih agencij

⁴⁵ Model temelji na predpostavki, da ima subjekt, ki zagotovi ocenjevanje in je tudi vlagatelj v vrednostne papirje, ki se ocenjujejo, jasen interes glede točnosti ocenjevanja.

sedaj zahteva, da letno objavijo koledar, v katerem je treba določiti datume za objavo njihovih bonitetnih ocen držav.

Poleg tega je Komisija v poročilu iz leta 2015⁴⁶ analizirala ustreznost razvoja evropskega ocenjevanja kreditne sposobnosti in ali obstajajo zadostni in ustrezni viri informacij za vlagatelje, ki bi jim omogočili, da opravijo lastno ocenjevanje kreditnega tveganja držav. Komisija v svojem poročilu zaključuje, da bi uvedba takega evropskega ocenjevanja kreditne sposobnosti prinesla le majhno dodano vrednost že obstoječim informacijam iz različnih virov sistemov fiskalnega in makroekonomskega nadzora (npr. poročilom, izdanim v okviru evropskega semestra). Tudi informacij za institucionalne vlagatelje se ne bi izboljšale, ker že imajo dovolj podatkov prek javnih in zasebnih kanalov. Poleg tega se vlagatelji, ki poslujejo na svetovnem trgu državnih obveznic, bolj zanašajo na informacije, ki jih zagotovijo mednarodne institucije, kot je Mednarodni denarni sklad (MDS) ali Svetovna banka.

SKLEPNE UGOTOVITVE

Zunanje bonitetne ocene še naprej igrajo pomembno vlogo v nekaterih delih regulativnega okvira EU za finančni sektor, zlasti za banke in zavarovalnice. Vendar Komisija meni, da trenutno ni nobenih izvedljivih alternativ, ki bi lahko v celoti nadomestile zunanje bonitetne ocene. Glede na to bi si morali nadzorni organi še naprej prizadevati za zmanjševanje sistematičnega zanašanja na bonitetne ocene, in sicer z zagotavljanjem, da udeleženci na trgu za dopolnitev zunanjih bonitetnih ocen uporabljajo alternativna orodja, kot so tista iz oddelka I.2. Po drugi strani pa bo Komisija še naprej spremljala razvoj na trgu.

Kar zadeva konkurenco, bo Komisija pred sprejetjem nadaljnjih ukrepov tudi še naprej spremljala razvoj trga v zvezi z izvajanjem uredbe o bonitetnih agencijah. To je še zlasti pomembno, ker so nekatere določbe še vedno v procesu izvajanja in bi bilo potrebnega nekaj časa, da se ocenijo koristi.

Zagotovitev, da je regulativni okvir sorazmeren in ne nalaga nepotrebnih stroškov, je predpogoj za spodbujanje vstopa na trg in večje konkurence na trgu bonitetnih agencij. Po pozivu k predložitvi dokazov bo Komisija še naprej spremljala izvajanje uredbe o bonitetnih agencijah, kar zadeva manjše bonitetne agencije, in zlasti vprašanje sorazmernosti.

Na splošno si bo Komisija prizadevala, da bi se izognila regulativnim oviram za vstop na trg in da bi jih nadalje zmanjšala, kot je to nedavno storila s spremembo osnutka ITS za vzporejanje bonitetnih ocen, ki so ga predlagali evropski nadzorni organi. Spodbujala bo tudi najširše možno sprejemanje manjših bonitetnih agencij, tudi v okviru evropskega bonitetnega okvira ESCB (ECAE).

Ne glede na ta prizadevanja za spodbujanje večje konkurence nedavni dogodki kažejo, da lahko v bližnji prihodnosti trg za bonitetne ocene ostane zelo koncentriran

⁴⁶ Poročilo Komisije Evropskemu parlamentu in Svetu o ustreznosti oblikovanja evropskega ocenjevanja sposobnosti za odplačevanje državnega dolga, Bruselj, 23. oktobra 2015, COM(2015), na voljo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SL/TXT/?uri=CELEX%3A52015DC0515>.

oligopol. V tem okviru je treba zagotoviti, da so uveljavljene bonitetne agencije, ki so predmet trdnega regulativnega okvira, podprte z verodostojnim režimom sankcij s sorazmernimi ravnmi denarnih kazni, ki delujejo kot učinkovito odvračilno sredstvo. Poleg tega učinkovito notranje upravljanje in postopki za zagotavljanje skladnosti igrajo izredno pomembno vlogo pri zagotavljanju kakovosti zunanjih bonitetnih ocen na trgu, za katerega je značilen omejen konkurenčni pritisk, pri čemer je uredba o bonitetnih agencijah uvedla pomembne zahteve za okrepitev teh ureditev.

Kar zadeva strukturirane finančne instrumente, je še prezgodaj za oceno učinka uredbe o bonitetnih agencijah, saj nekatere pomembne določbe še niso bile uporabljene v praksi. V tem kontekstu se trenutno ne zdi primerno, da bi razmišljali o razširitvi zadevnih določb uredbe o bonitetnih agencijah na druge finančne produkte.

Kar zadeva obveznost poročanja iz pododstavka 2 odstavka 2 člena 39b uredbe o bonitetnih agencijah in ob upoštevanju poročila Komisije iz leta 2015 o ustreznosti razvoja evropskega ocenjevanja sposobnosti za odplačevanje državnega dolga, Komisija meni, da trenutno ni treba ustanoviti evropske bonitetne agencije za državni dolg ali evropske ustanove za bonitetno ocenjevanje za druge bonitetne ocene. Poleg tega bi ustanovitev takšnih skupnih agencij verjetno povzročila več stroškov, kot bi prinesla morebitne dodane vrednosti na trgu bonitetnega ocenjevanja v praksi.

Na splošno za določbe iz uredbe o bonitetnih agencijah velja, da imajo dolgoročni pozitivni učinek na trg bonitetnega ocenjevanja. Trenutno ni dokazov v zvezi z morebitnimi negativnimi posledicami za bonitetne agencije ali izdajatelje. Ker vse določbe iz uredbe o bonitetnih agencijah še niso bile izvedene, je treba za oceno celotnega učinka tega zakonodajnega okvira nadalje spremljati trg bonitetnega ocenjevanja.