

PRZEMYSŁAW PANFIL

deruyter@wp.pl

*Wykorzystanie ratingów kredytowych do celów regulacyjnych  
w Unii Europejskiej*

---

The Use of Credit Ratings for Regulatory Purposes in the European Union

**Słowa kluczowe:** rynek finansowy; agencje ratingowe; cele regulacyjne

**Keywords:** financial market; credit rating agencies; regulatory purposes

**Kod JEL:** G24

## **Wstęp**

Takie zdarzenia, jak kryzys w Azji Południowo-Wschodniej oraz bankructwo Enron Corporation oraz WorldCom można uznać za pierwsze sygnały świadczące o rosnącej niesprawności rynku usług ratingowych [Bolton, Freixas, Shapiro, 2009, s. 1]. Skalę tego problemu ujawnił jednak dopiero globalny kryzys finansowy, który rozpoczął się w 2007 r. Nieprawidłowości w działaniu agencji ratingowych były bardzo dobrze widoczne chociażby w odniesieniu do ocen nadawanych takim instrumentom finansowym, jak np. obligacje zabezpieczone długiem. Specjalna konstrukcja tych papierów pozwalała *de facto* przekształcić instrument finansowy wysokiego ryzyka w produkt o wysokim ratingu kredytowym. Tym samym stały się one mechanizmem transferowania ryzyka z emitentów na obligatariuszy, z którego ci ostatni, wierząc w oceny nadawane przez agencje ratingowe, zazwyczaj nie zdawali sobie sprawy [Roubini, Mihm, 2011, s. 225].

Skala niesprawności rynku usług ratingowych, a przede wszystkim ich konsekwencje, stała się głównym motywem próby uregulowania funkcjonowania tego rynku przez unijnego prawodawcę. Jednym z kluczowych elementów przyjętych rozwiązań legislacyjnych jest określenie zasad wykorzystywania ratingów kredytowych do tzw. celów regulacyjnych. W tym zakresie unijny porządek prawny wykazuje pewne sprzeczności, które mogą negatywnie wpływać na skuteczność próby uregulowania funkcjonowania rynku usług ratingowych.

Celem artykułu jest przedstawienie ogólnych zasad wykorzystania ratingów kredytowych do celów regulacyjnych w Unii Europejskiej oraz zasygnalizowanie występujących w tym zakresie sprzeczności. Analiza rozwiązań legislacyjnych została poprzedzona krótkim opisem wybranych niesprawności rynku usług ratingowych. Koncentruje się on na przedstawieniu negatywnych konsekwencji nałożenia na instytucje finansowe obowiązku wykorzystania ratingów kredytowych wystawionych przez określone podmioty.

Do realizacji celu artykułu posłużono się analizą systemową i analizą prawnodogmatyczną. W pracy odniesiono się do obowiązującego materiału normatywnego, źródeł wtórnych w literaturze przedmiotu oraz dokumentów urzędowych powstałych z inicjatywy amerykańskich i unijnych instytucji.

## 1. Wybrane problemy rynku usług ratingowych

Rynek usług ratingowych ma charakter globalnego oligopolu [*Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego...*, 2009, s. 117], co negatywnie wpływa na poziom konkurencji, a tym samym na sytuację podmiotów, które ubiegają się o otrzymanie ratingów kredytowych. Powyższa struktura rynkowa jest efektem wysokich barier wejścia na ten rynek. Z jednej strony wynikają one z ilości zasobów i czasu, niezbędnych do utworzenia nowej agencji ratingowej. Z drugiej ich źródłem są działania prawodawców, którzy wymuszają zastosowanie ratingów kredytowych do celów regulacyjnych. W tym wypadku instytucje finansowe, chcąc postępować zgodnie z obowiązującym prawem, są *de facto* zmuszone do wykorzystywania ocen wiarygodności kredytowej.

Kluczowe znaczenie dla ugruntowania oligopolistycznej struktury rynku usług ratingowych miał rok 1975, kiedy amerykańska Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (*U.S. Securities and Exchange Commission – SEC*) stworzyła kategorię *nationally recognized statistical ratings organizations* (NRSROs). Początkowo status taki uzyskało siedem agencji ratingowych: Moody's Investors Service, Standard & Poor's, Fitch Ratings (wszystkie w 1972 r.), Duff & Phelps (1982), McCarthy, Crisanti & Maffei (1983), IBCA (1991) i Thomson BankWatch (1992) [White, 2010, s. 9]. Na skutek kolejnych fuzji uczestników rynku zachowały go jedynie trzy wymienione na początku agencje, tworzące tzw. wielką trójkę.

Status NRSROs został stworzony na potrzeby ustalania przez brokerów i dealerów wymogów kapitałowych na różnych rodzajach dłużnych papierów wartościowych. Z czasem rozwiązanie to zaczęło mieć coraz większe znaczenie w kolejnych regulacjach wydawanych przez SEC w oparciu o ustawę o papierach wartościowych z 1933 r. (The Securities Act of 1933), ustawę o obrocie papierami wartościowymi z 1940 r. (The Exchange Act) i ustawę o funduszach inwestycyjnych z 1940 r. (The Investment Company Act of 1940). Pod koniec lat 90. ratingi agencji mających status NRSROs były już szeroko wykorzystywane jako punkt odniesienia w amerykańskim ustawodawstwie federalnym i stanowym, w przepisach wydawanych przez organy nadzoru oraz w prywatnych kontraktach finansowych [U.S. Securities and Exchange Commission, 2003, s. 6–7]. Co więcej, do swojego porządku prawnego zaczęły implementować go także inne państwa (np. Kanada i Salwador) [*Oversight of Credit Rating Agencies...*, 2007, s. 7]. Jednocześnie przez kolejne kilkanaście lat SEC nie przyznała statusu NRSROs żadnej nowej agencji ratingowej [OECD, 2010, s. 12]. Taki stan rzeczy uległ zmianie dopiero po uchwaleniu ustawy o agencjach ratingowych (The Credit Rating Agency Reform Act of 2006), która znowelizowała ustawę o obrocie papierami wartościowymi. W szczególności wprowadziła ona system rejestracji agencji ratingowych przez SEC oraz określiła przesłanki uzyskania statusu NRSROs [Dziawgo, 2010, s. 235]. Skutkowało to przyznaniem tego statusu kilku kolejnym podmiotom. Nie wpłynęło to jednak zasadniczo na strukturę globalnego rynku usług ratingowych, który został zdominowany przez „wielką trójkę”.

Oligopolistyczny charakter rynku usług ratingowych i konieczność stałego monitorowania wiarygodności kredytowej niektórych uczestników rynku finansowego przyczynia się do budowy długotrwałych relacji biznesowych między agencjami ratingowymi a ich klientami. Jednocześnie należy podkreślić, że od lat 80. model finansowania tych agencji opiera się na zasadzie „emitent płaci”. Okoliczności te stały się źródłem poważnego konfliktu interesów. Agencje ratingowe mają bowiem motywację do wystawiania zawyżonych ratingów. W tym ujęciu odpowiadają one bardziej potrzebom emitentów niż inwestorów. Co więcej, na rynku finansowym ukształtowała się praktyka polegająca na zleceniu kilku agencjom wstępnej oceny wiarygodności kredytowej, która pozwalała zidentyfikować ten podmiot, który oferował najlepszy rating. Działanie takie polegało *de facto* na dokonaniu przez emitenta zakupu takiej oceny, która najbardziej odpowiadała jego oczekiwaniom (*issuers shop for ratings*) [Bolton, Freixas, Shapiro, 2009, s. 1]. Agencje ratingowe zaczęły także świadczyć usługi doradcze (konsultingowe), w ramach których doradzały swoim klientom, jak skonstruować instrument finansowy tak, żeby otrzymał on później możliwie najwyższy rating [Roubini, Mihm, 2011, s. 227].

Skalę problemu zwiększa fakt, że rynek usług ratingowych sam w sobie preferuje długotrwałe relacje między agencjami ratingowymi a ocenianymi podmiotami. Z jednej strony źródłem takiego stanu rzeczy są niższe koszty monitorowania już wystawionego ratingu kredytowego w porównaniu z dokonaniem oceny nowego emitenta lub instrumentu finansowego. Z drugiej na rynku usług ratingowych występuje tzw.

efekt *lock-in*. Polega on na tym, że emitent rezygnuje ze zmiany agencji ratingowej, obawiając się, że taki krok zostanie uznany przez uczestników rynku finansowego jako wyraz problemów z wiarygodnością kredytową. Długotrwałe relacje biznesowe z ocenianymi podmiotami rzutują natomiast negatywnie na niezależność analityków ratingowych, osób zatwierdzających ratingi i innych pracowników agencji. Konflikty interesów mogą być także wywołane przez akcjonariuszy lub wspólników pełniących ważne funkcje w agencji ratingowej, gdy osoby takie zasiadają jednocześnie w organach ocenianego podmiotu lub są w tym podmiocie zaangażowane kapitałowo.

Podsumowując, istotą problemu rynku usług ratingowych jest nadmierne zaufanie do ocen wystawianych przez agencje ratingowe. Jego przejawem jest powszechne zastosowanie ratingów m.in. w procesie estymacji wymogów kapitałowych i norm płynności czy też do konstruowania strategii inwestycyjnych [Niedziółka, 2013, s. 397]. Zjawisko to jest w dużej mierze stymulowane przez prawodawców, którzy wymuszają na uczestnikach rynku finansowego wykorzystanie ratingów do tzw. celów regulacyjnych. Tego typu rozwiązania przyczyniły się do stworzenia oligopolistycznej struktury rynku usług ratingowych i pogłębienia występującego na nim konfliktu interesów. Wpływa to negatywnie na niezależność, obiektywizm i jakość wystawianych przez te podmioty ocen. Działania prawodawców powinny więc zmierzać do ograniczenia wykorzystania ratingów do celów regulacyjnych oraz zwiększenia konkurencji na rynku usług ratingowych [*Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, 2009, s. 19–20].

## 2. Ogólne zasady wykorzystania ratingów kredytowych do celów regulacyjnych

Do 2009 r. prawodawca unijny nie wykazywał większego zainteresowania funkcjonowaniem rynku usług ratingowych. Rozwiązania dotyczące tej problematyki miały charakter szczątkowy i odnosiły się do wybranych obszarów działalności agencji ratingowych. Za przykład tego typu regulacji może służyć dyrektywa 2006/49/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. w sprawie adekwatności kapitałowej firm inwestycyjnych i instytucji kredytowych. Podobnie większość krajów członkowskich Unii Europejskiej nie normowała działalności agencji ratingowych. Braki legislacyjne w tym zakresie zostały usunięte dopiero przez rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 z dnia 16 września 2009 r. w sprawie agencji ratingowych (dalej jako: rozporządzenie nr 1060/2009), które zostało następnie znowelizowane przez rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 513/2011 z dnia 11 maja 2011 r. oraz 462/2013 z dnia 21 maja 2013 r.

Rozporządzenie nr 1060/2009 wprowadziło do unijnego porządku prawnego rozwiązania, które ograniczyły nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku usług ratingowych w Unii Europejskiej. Przepisy tego aktu prawnego stosuje się do ratingów kredytowych wystawianych przez agencje zarejestrowane w Unii Europejskiej oraz ujawnianych publicznie lub rozpowszechnianych w drodze subskrypcji (art. 2

ust. 1). Rejestracja agencji ratingowej jest uzależniona od spełnienia szeregu zasad, z których część zmierza do eliminacji konfliktu interesów w działalności tych podmiotów oraz objęcia ich nadzorem sprawowanym przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych.

Powszechne wdrożenie zasad określonych przez rozporządzenie nr 1060/2009 na europejskim rynku usług ratingowych jest uzależnione od „skłonienia” agencji ratingowych do rejestrowania się na terytorium Unii Europejskiej. Kluczowe znaczenie ma w tym zakresie art. 4 tego aktu prawnego. Stanowi on, że instytucje kredytowe, przedsiębiorstwa inwestycyjne, zakłady ubezpieczeń, zakłady reasekuracji, instytucje pracowniczych programów emerytalnych, spółki zarządzające, spółki inwestycyjne, zarządzający alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi oraz kontrahenci centralni mogą wykorzystywać ratingi kredytowe do celów regulacyjnych tylko, jeśli są one wydane przez agencje ratingowe z siedzibą w Unii Europejskiej i zarejestrowane zgodnie z rozporządzeniem nr 1060/2009<sup>1</sup>. Spełnienie tych kryteriów jest warunkiem *sine qua non* świadczenia na większą skalę usług ratingowych na rynku unijnym. W założeniu rejestracja otwiera agencjom ratingowym dostęp do większości segmentów rynku finansowego reprezentowanych przez instytucje finansowe wymienione w art. 4 rozporządzenia nr 1060/2009. Instytucje te uzyskują natomiast pewność, że ratingi kredytowe wystawiane przez podmioty zarejestrowane przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych będą uznawane przez właściwe organy publiczne w celach regulacyjnych. Jednocześnie ustawodawca unijny stara się zwiększyć konkurencję na rynku usług ratingowych przez wprowadzenie preferencji dla małych agencji ratingowych<sup>2</sup> czy też utworzenie mechanizmu rotacji tych podmiotów<sup>3</sup>. Ostatecznie na dzień 10 czerwca 2016 r. na liście agencji ratingowych zarejestrowanych przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych znajdowało się 40 podmiotów, z których 16 wchodziło w skład trzech grup: Fitch, Moody's i Standard & Poor's.

W ostatecznej wersji rozporządzenia nr 1060/2009 znalazło się kilka dodatkowych przepisów dotyczących wykorzystania ratingów do celów regulacyjnych. W dużym stopniu nawiązują one do zasad opracowanych w tym zakresie przez Radę Stabilności Finansowej, które zostały przez nią przyjęte w dniu 20 października 2010 r. [*Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*, 2010, s. 1], a następnie zatwierdzone na szczycie G20 w Seulu w listopadzie 2010 r. Zasady te zobowiązują właściwe organy do przeglądu obowiązujących regulacji pod kątem odniesień do ratingów sporządza-

<sup>1</sup> Odstępstwo od tej zasady wprowadza mechanizm zatwierdzania przez agencje ratingowe zarejestrowane na terytorium Unii Europejskiej ratingów wystawionych w krajach trzecich oraz certyfikowania przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych zewnętrznych agencji ratingowych pochodzących z państw, których ramy prawne i nadzorcze uznano za równoważne z wymogami rozporządzenia nr 1060/2009.

<sup>2</sup> Przykładowo, jeżeli emitent zamierza zaangażować co najmniej dwie agencje ratingowe do oceny tej samej emisji lub podmiotu, to przynajmniej jedna z tych agencji nie może mieć udziału w rynku większego niż 10% (art. 8d rozporządzenia nr 1060/2009).

<sup>3</sup> Aktualnie system ten dotyczy ratingów kredytowych dotyczących resekurytyzacji.

nych przez agencje ratingowe oraz, w miarę możliwości, usunięcia tych odniesień lub zastąpienia ich odpowiednimi alternatywnymi standardami oceny wiarygodności kredytowej. W tym duchu rozporządzenie nr 1060/2009 m.in. nakłada na:

- instytucje wymienione w przywołanym art. 4 obowiązek sporządzania własnych ocen ryzyka kredytowego i wprowadza zakaz wyłącznego lub mechanicznego polegania na ratingach kredytowych przy przeprowadzaniu oceny wiarygodności kredytowej podmiotu lub instrumentu finansowego (art. 5a rozporządzenia),
- Europejski Urząd Nadzoru Bankowego, Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych oraz Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych zakaz zawierania w sporządzanych przez te organy wytycznych, zaleceniach i projektach standardów technicznych odniesień do ratingów kredytowych, jeżeli odniesienia takie mogą potencjalnie prowadzić do mechanicznego polegania na ratingach kredytowych przez uczestników rynku finansowego (art. 5b rozporządzenia),
- Komisję Europejską obowiązek dokonania przeglądu prawa unijnego w celu identyfikacji wszystkich odniesień do ratingów kredytowych, które skutkują lub mogą skutkować wyłącznym lub mechanicznym poleganiem na tych ratingach przez uczestników rynku finansowego. Jednocześnie ustawodawca zakłada, że wszystkie takie odniesienia zostaną wyeliminowane z porządku prawnego do dnia 1 stycznia 2020 r. pod warunkiem określenia i wdrożenia odpowiednich alternatywnych metod oceny ryzyka kredytowego (art. 5c rozporządzenia).

### 3. Przykłady wykorzystania ratingów do celów regulacyjnych

Realizacja jednego z celów rozporządzenia nr 1060/2009, jakim jest zwiększenie konkurencyjności na rynku usług ratingowych w Unii Europejskiej, wymaga automatycznego stosowania zawartych w nim przepisów w jak najszerszym zakresie. W szczególności ratingi kredytowe wystawione przez agencje zarejestrowane przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych powinny być honorowane na potrzeby realizacji wszystkich celów regulacyjnych. Przykładem takiego podejścia są rozwiązania zawarte w rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych. Do realizacji celów regulacyjnych wynikających z tego aktu wykorzystuje się ratingi kredytowe wystawione przez tzw. zewnętrzne instytucje oceny wiarygodności kredytowej. Pod pojęciem tym kryją się agencje ratingowe zarejestrowane lub certyfikowane zgodnie z rozporządzeniem nr 1060/2009 oraz banki centralne wystawiające ratingi kredytowe wyłączone z zakresu stosowania tego rozporządzenia.

Nie w każdym przypadku oceny wiarygodności kredytowej wystawiane przez agencje ratingowe zarejestrowane w Unii Europejskiej są automatycznie wykorzy-

stywane do celów regulacyjnych przez unijne instytucje, co niewątpliwie przekłada się na skuteczność rozwiązań zawartych w rozporządzeniu nr 1060/2009. Przykładem takiego podejścia są rozwiązania zawarte w wytycznych Europejskiego Banku Centralnego (UE) 2015/510 z dnia 19 grudnia 2014 r. w sprawie implementacji ram prawnych polityki pieniężnej Eurosystemu (dalej jako: Wytyczne). Określają one m.in. zasady kwalifikowania aktywów na potrzeby zabezpieczenia operacji kredytowych przeprowadzanych przez Europejski Bank Centralny oraz banki centralne państw członkowskich strefy euro. Operacje te obejmują:

- transakcje odwracalne zapewniające płynność, tj. operacje polityki pieniężnej (zarówno operacje otwartego rynku, jak i operacje kredytowo-depozytowe) zapewniające płynność z wyłączeniem swapów walutowych na potrzeby polityki pieniężnej i transakcji bezwarunkowego zakupu,
- kredyty przyznawane na czas krótszy niż jeden dzień operacyjny.

Zgodnie z art. 119 ust. 1 Wytycznych kwalifikowanie aktywów na potrzeby zabezpieczenia operacji kredytowych opiera się na informacji dotyczącej oceny wiarygodności kredytowej pochodzącej od jednego z następujących źródeł:

- zaakceptowanych zewnętrznych instytucji oceny wiarygodności kredytowej,
- wewnętrznych systemów oceny kredytowej banków centralnych państw należących do strefy euro,
- systemów ratingowych wewnętrznych kontrahentów,
- zewnętrznych dostawców narzędzi ratingowych.

Art. 120 Wytycznych określa natomiast ogólne kryteria akceptacji zewnętrznych instytucji oceny wiarygodności kredytowej. Status taki mogą uzyskać jedynie agencje ratingowe, które:

- są zarejestrowane lub certyfikowane przez ESMA zgodnie z rozporządzeniem nr 1060/2009,
- spełniają kryteria operacyjne i wymóg odpowiedniego zakresu dostarczanych informacji tak, aby zapewnić skuteczną realizację zasad oceny kredytowej Eurosystemu.

Należy zauważyć, że ostatnie z wymienionych powyżej kryteriów ma nieostry charakter i pozostawia dużo tzw. luzu decyzyjnego. Dalsze regulacje zawarte w art. 120 Wytycznych tylko w niewielkim stopniu doprecyzowują wymagania stawiane agencjom ratingowym, koncentrując się na zakresie przekazywanych danych. W szczególności powinny one obejmować informacje:

- na temat wystawianej oceny wiarygodności kredytowej,
- umożliwiające porównanie i przyporządkowanie tej oceny do stopni jakości kredytowej Eurosystemu,
- umożliwiające monitorowanie trafności wyników.

W tym przypadku również rzuca się w oczy brak precyzyjnego wyartykułowania wymogów stawianych przez Europejski Bank Centralny. Użycie zwrotu „w szczególności” świadczy jednoznacznie o tym, że przytoczony katalog nie ma charakteru zamkniętego. Co więcej, to podmiot dokonujący akceptacji będzie oceniał, czy

przekazane przez agencję ratingową informacje są wystarczające do realizacji założonych celów.

Jeszcze dalej idzie treść art. 120 ust. 2 Wytycznych, zgodnie z którym Eurosystem zastrzega sobie prawo decydowania – m.in. na podstawie kryteriów i zasad przeglądu trafności wyników – czy zaakceptować zewnętrzną instytucję oceny wiarygodności kredytowej na potrzeby zasad oceny kredytowej. W tym ujęciu decyzja o akceptacji danej agencji ratingowej ma charakter uznaniowy i jest podejmowana w oparciu o bliżej niesprecyzowane kryteria, o czym jednoznacznie przesądza zastosowany w przywołanym przepisie zwrot „między innymi”.

Regulacje zawarte w Wytycznych są doprecyzowywane w wewnętrznych dokumentach Europejskiego Banku Centralnego [European Central Bank, 2016, s. 1–2]. Wyznaczają one pozycję rynkową agencji ratingowej, której osiągnięcie jest warunkiem wszczęcia procedury akceptacji tej agencji jako zewnętrznej instytucji oceny wiarygodności kredytowej. Pozycję tę określa się przez odniesienie do pokrycia ratingami poszczególnych klas aktywów wyemitowanych w strefie euro. Wprowadzane w tym zakresie wielkości minimalne są jednak na tak wysokim poziomie, że należy je uznać za bariery wejścia dla większości agencji ratingowych. Ponadto spełnienie określonych wymogów nie przesądza o akceptacji zewnętrznej instytucji oceny wiarygodności kredytowej, a jest jedynie przesłanką do wszczęcia postępowania w tym zakresie.

Stosownie do treści art. 119 ust. 2 Wytycznych lista zaakceptowanych systemów oceny kredytowej jest publikowana na stronie internetowej Europejskiego Banku Centralnego. Obejmuje ona obecnie 14 podmiotów, w tym 4 zewnętrzne instytucje oceny wiarygodności kredytowej. Do grupy tej należą następujące agencje ratingowe: DBRS, FitchRatings, Moody's i Standard & Poor's. Taki stan rzeczy przyczynia się niewątpliwie do dalszej petryfikacji oligopolistycznej struktury rynku usług ratingowych.

## Podsumowanie

Podstawowym aktem prawnym regulującym zasady wykorzystania ratingów kredytowych do celów regulacyjnych w Unii Europejskiej jest rozporządzenie nr 1060/2009. Zakłada ono, że instytucje finansowe, wypełniając normy wynikające z obowiązujących rozwiązań legislacyjnych, będą posługiwać się ocenami wiarygodności kredytowej wystawionymi przez agencje ratingowe zarejestrowane przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych. Rosnąca liczba podmiotów zarejestrowanych przez ten urząd stwarza potencjalną możliwość zwiększenia konkurencyjności na unijnym rynku usług ratingowych. Niestety, nie wszystkie unijne instytucje automatycznie akceptują oceny wiarygodności kredytowej wystawione przez zarejestrowane agencje ratingowe. Przykładem mogą być tutaj zasady kwalifikowania aktywów na potrzeby zabezpieczenia operacji kredytowych pro-

wadzonych przez Eurosystem. Dyskryminują one małe agencje ratingowe, tworząc tym samym dwupoziomą strukturę rynku [Europejski Trybunał Obrachunkowy, 2015, s. 7]. Doskonale oddają to dane statystyczne. W 2014 r. udział „wielkiej trójki” w obrotach z działalności ratingowych i usług dodatkowych zarejestrowanych agencji ratingowych wynosił aż 91,98% (w tym: Fitch Group – 16,80%, Moody’s Group – 34,67% i Standard & Poor’s Group – 40,42%). Spośród pozostałych agencji jeszcze tylko dwie osiągnęły udział w rynku przekraczający 1% (CERVED Group S.p.A. – 1,20% oraz DBRS Ratings Limited – 1,47%) [ESMA, 2015, s. 8].

## Bibliografia

- Bolton P., Freixas X., Shapiro J., *The Credit Ratings Game*, “NBER Working Paper” 2009, No. 14712.
- Dyrektywa 2006/49/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. w sprawie adekwatności kapitałowej firm inwestycyjnych i instytucji kredytowych (Dz. Urz. L177, 30.06.2006).
- Dziawgo D., *Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym*, PWE, Warszawa 2010.
- ESMA, *Competition and Choice in the Credit Rating Industry*, December 2015.
- European Central Bank, *Minimum Coverage Requirements for ECAIs in the ECAF*, January 2016.
- Europejski Trybunał Obrachunkowy, *Nadzór UE nad agencjami ratingowymi – dobrze ugruntowany, ale jeszcze nie w pełni skuteczny*, Luksemburg 2015.
- Niedziółka P., *Agencje ratingowe – instytucje wczesnego ostrzegania przed kryzysem czy podmioty destabilizujące rynki finansowe*, „Zarządzanie i Finanse” 2013, t. 2, nr 1.
- OECD, *Competition and Credit Rating Agencies*, October 2010.
- Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie agencji ratingowych*, COM(2008) 704 wersja ostateczna – 2008/0217 (Dz. Urz. C 277, 17.11.2009).
- Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, Securities and Exchange Commissions, March 2007.
- Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*, Financial Stability Board, 27 October 2010.
- Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, chaired by J. de Larosière, Brussels, 25 February 2009.
- Roubini N., Mihm S., *Ekonomia kryzysu*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2011.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 z dnia 16 września 2009 r. w sprawie agencji ratingowych (Dz. Urz. L302, 17.11.2009).
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 513/2011 z dnia 11 maja 2011 r. dotyczące zmiany rozporządzenia (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych (Dz. Urz. L145, 31.05.2011).
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 462/2011 z dnia 21 maja 2011 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych (Dz. Urz. L146, 31.05.2011).
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. L176, 27.06.2013).
- U.S. Securities and Exchange Commission, *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, January 2003.
- White L.J., *Credit Rating Agencies and the Financial Crisis: Less Regulation of CRAs is a Better Response*, “Journal of International Banking Law and Regulation” 2010, Vol. 25, Issue 4.
- Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego (UE) 2015/510 z dnia 19 grudnia 2014 r. w sprawie implementacji ram prawnych polityki pieniężnej Eurosystemu (EBC/2014/60) (Dz. Urz. L91, 02.04.2015).

### **The Use of Credit Ratings for Regulatory Purposes in the European Union**

The aim of the article is to demonstrate the use of credit ratings for regulatory purposes in the EU. In principle, they increase competition on the EU market of rating services. For this purpose all EU institutions should automatically accept the ratings issued by credit rating agencies registered by European Securities and Markets Authority. Unfortunately, the Eurosystem does not accept this principle. Its actions discriminate small credit rating agencies and consolidate oligopolistic market structure.

### **Wykorzystanie ratingów kredytowych do celów regulacyjnych w Unii Europejskiej**

Celem artykułu jest przedstawienie zasady wykorzystania ratingów kredytowych do celów regulacyjnych w Unii Europejskiej. W założeniu zasady te powinny zwiększać konkurencję na rynku usług ratingowych. W tym celu wszystkie unijne instytucje powinny automatycznie akceptować ratingi kredytowe wystawiane przez agencje ratingowe zarejestrowane przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych. Niestety, zasada ta nie jest akceptowana przez Eurosystem. Jego działania dyskryminują małe agencje ratingowe, konsolidując oligopolistyczną strukturę rynkową.