

**ЕВРОПЕЙСКИТЕ ПРАВИЛА ЗА КРЕДИТНИТЕ РЕЙТИНГИ:
ИНФЛАЦИЯ НА РЕГУЛАТОРА И БЮРОКРАТИЗИРАНЕ НА
СЕКТОРА**

Райко Николов
МАЙ 2014



Настоящата авторска статия анализира Техническите стандарти в приложение на регламент 462/2013 върху Агенциите за кредитен рейтинг. Статията очертава рисковете, произтичащи от настоящите и ново предложените регулации.

При изготвянето ѝ, безпристрастно и с респект към фактите, са взети всички мерки за осигуряване на обективна и точна информация, а данните, анализите и мненията са базирани на посочените източници по начина и обхвата, изложен в доклада. Анализът и прогнозата не изразяват политически пристрастия; не третират положително или отрицателно политическата констелация; не дават аргументи за ползата или вредата от нея.

Авторите не носят отговорност за информация и материали, изхождащи от други източници и не носят пряка или косвена отговорност за неточно, непълно и превратно използване на информацията, представена в доклада. Без тяхното изрично писмено съгласие съдържанието на доклада не може да бъде променяно, преработвано, приспособявано, допълвано или от него да се изработват производни материали; не може да се цитира, освен за изследователски и учебни цели - докладът не е част от публичния, а от академичния дебат. За нанесените вреди се носи съответна имуществена отговорност.



Резюме

След 2008 г. Европейската комисия премина от пълна липса на регулация на пазара на Агенциите за кредитен рейтинг (АКР) („comply or explain” – незадължителни правила на IOSCO) до истинска инфлация на регулатора, която се състои в приемането на все повече нормативи още преди да са влезнали в сила предишните и преди да се е оценила тяхната ефикасност.

Проведената от ЕОЦКП консултация за изработка на Технически стандарти относно информацията за Структурни финансови инструменти (СФИ), Европейската рейтингова платформа и ценовите политики на АКР е поредна стъпка в тази посока. Уточнявайки едва приложения регламент 462/2013, ЕОЦКП се стреми да подреди пазара на АКР като изкуствено разпределя пазарни дялове, налага ротационен избор между различните АКР, както и, при някои обстоятелства, задължителен избор на малка или средна АКР.

Идеята за предоставяне на цялостна информация върху активите (ипотеки, кредитни карти и др.) в основата на СФИ рискува да залее инвеститорите с данни и няма да подобри тяхната осведоменост. Това ще ги тласне отново сляпо да разчитат на рейтингите на АКР или ще ги направи податливи на колективни внушения и поведения.

В по-общ план, регламент 462/2013 не решава два от основните проблеми на сектора. Запазва се системата „емитентът плаща”, който е източник на конфликт на интереси и не се отчита неспособността на АКР да оценяват суверенен риск.



Обзор на рейтинговите регулации в правото на ЕС

Дълго време, Агенциите за кредитен рейтинг (АКР) не бяха подложени на задължителни правила на функциониране. Регулаторният принцип беше „спазване или обяснение”, което единствено предполагаше АКР да поясняват защо са се отклонили от стандартите на IOSCO (Международна организация на Комисиите за ценни книжа).

Организацията представлява общ форум за почти всички национални, регионални и световни регулаторни органи действащи в сферата на ценните книжа. Целта на IOSCO е нейните членове да „сътрудничат в развитието, прилагането и насърчаването на придържане към международно признати и последователни регулаторни стандарти за надзор и правоприлагане (...) да поддържат справедлив, ефективен и прозрачен пазар и да се справят със системните рискове.”¹ В Кодекса за управление на АКР, публикуван през май 2008 г., организацията подчертава, че „основните правила не са предвидени като сковани и формалистични. Те са предвидени да предоставят определено ниво на гъвкавост спрямо прилагането на правилата в индивидуалните управленски кодекси на самите АКР в зависимост от спецификите на отделните агенции и законовите и пазарни обстоятелства”.²

През 2004 г. Европейският парламент приема резолюция, чрез която възлага на Европейската комисия да установи дали е нужно да се регламентират АКР отвъд незадължителните правила на IOSCO. Тогава ЕК заключава, че не са нужни законодателни мерки на този етап на развитие.

Октомврийското заседание на ЕКОФИН от 2007 г. прави различен прочит на ролята на АКР в контекста на балона в цените на недвижимата собственост. Резултат от това е разработеният от ЕК и одобрен от ЕП Регламент 1060/2009. Той прави задължителна регистрацията на АКР, действащи на европейска територия.

В рамките на заключенията на групата Де Ларозиер, ЕК изработва редица законодателни предложения с цел изграждане на стабилна институционална структура за макро и микро-пруденциален надзор. Микро-пруденциалният надзор се упражнява от the European System of Financial Supervisors, състояща се от три институции, една от които е Европейският орган за ценни книжа и пазари (ЕОЦКП) (създаден от регламент 1095/2010). Отговорността за регистрацията и надзора на АКР в Европейския съюз е прехвърлена от националните органи на ЕОЦКП.³

При регистрация пред ЕОЦКП се проверява дали визираната агенция отговаря на определени критерии.⁴ От агенциите се очаква повече прозрачност и навременно информиране на ЕОЦКП в случай на конфликт на интереси.⁵ За да бъде гарантирано спазването на тези мерки, Европейският орган разполага с правомощията да изслушва лица, да прави инспекции на място и да изисква документи.⁶ Предвидени са и различни санкции. В това отношение, правомощията на Органа наподобяват тези на Европейската комисия, действаща в приложение на правото на конкуренцията.

Посредством чл. 11⁷ АКР са задължени да публикуват данни за еволюцията на оценените от тях компании и инструменти. Този на пръв поглед елементарен метод уравнивява две силно противоречиви сили, които въздействат върху управлението на агенциите за кредитен рейтинг. Едната е свързана с краткосрочната печалба от удовлетворяване на клиента чрез неговото високо оценяване. Другата е дългосрочна и се отнася до репутацията на компанията в представите на целия пазар. Тя предполага оценките да бъдат обективни, за да не изгубят инвеститорите доверие в агенцията.

Регламентът връща правилния баланс между тези два приоритета като прави по-лесно проследяването на верността на дадените досега оценки. Става по-лесно за инвеститорите да видят дали в дадена агенция има тенденция да се надценяват изкуствено провалящи се фирми.⁸

Регламентът също посочва, че някои институции са задължени да използват единствено рейтинги от АКР регистрирани на територията на ЕС.⁹ Това правило е особено добре дошло, защото решава отчасти проблема с екстра териториалното прилагане на правото на ЕС на компании извън територията на съюза. Всяка агенция, която предвижда да играе пълноценна роля на пазара на рейтингите ще приеме да се регистрира. Въпреки това, възникват проблеми, защото ако американска АКР създаде европейска дъщерна агенция, единствено местният клон ще бъде подложен на въпросната регламентация. Остава нерешен и случаят с останалите институции, които не са задължени да употребяват рейтинги на местно регистрирани АКР. Нищо не може да ги спре да използват рейтинг публикуван в САЩ, както и нищо не може да накара агенция регистрирана в САЩ да спазва европейските правила. Възможно е проблемът да бъде уреден с международна конвенция, която да бъде подписана от САЩ и ЕС и която да уеднаквява стандартите от двете страни на Атлантика. Съществува единодушие между САЩ и ЕС относно отговорността на АКР при генерирането на недвижимия балон. Въпреки това, американците и европейците имат различна концепция за нужните мерки за пазара на рейтингите. Това прави подписването на такава конвенция слабо вероятно.

Посочените дотук европейските мерки са в духа на международния консенсус, но ЕК влезе в една регулаторна инерция, чиято ефективност може да се постави под въпрос.



Инфлация на регулатора и бюрократизиране на АКР

Някои мерки от последния регламент 462/2013¹⁰ подлежат на критика. Първо, необоснована е регулаторната инерция на ЕК и ЕОЦКП да въвеждат нови мерки преди предишните да са могли да докажат своята ефикасност. Подобна тенденция се наблюдава и в САЩ, където някои автори говорят за „регулаторни балони“¹¹ – по аналогия с балона на недвижимостта – масовото и недообмислено инвестиране в структурни инструменти. Днес по същия начин се произвеждат на конвейер финансови регулации. Това е типична пост-кризисна законодателна реакция. Въз основа на историческо изследване на финансовите кризи от XX век, някои американски анализатори описват т.нар. „Regulatory Sine curve“.¹² Историческа тенденция е, че след криза се наблюдава свръх регулация, която с годините отслабва, докато не достигне пред кризисното си ниво. Това се дължи на мобилизацията на финансовите лобита, които за разлика от общественото мнение са константни и фокусирани върху постигането на конкретни неща.¹³ Тогава кризата се повтаря под една или друга форма и отново се стига до свръх регулация и цикълът се повтаря. По този начин, законодателната реакция е едновременно закъсняла и прекалена.

Ще посочим критично някои от основните аспекти на регулацията за АКР:

а. Най-голямо притеснение буди запазването на системата „емитентът плаща“, която се счита и за основен източник на конфликт на интереси.¹⁴ По начало, изборът за този тип система е бил логичен. Две опции са били възможни в зората на кредитните рейтинги – или инвеститорите да плащат, за да им се дават оценките и после да знаят дали да инвестират, или емитентите да плащат и с получената оценка да се явяват на пазара. Разбира се, втората опция е по-добра, поради редица причини. Но, въпреки че е по-добрата от двете, тази опция създава проблемно взаимодействие между оценяващ и оценяван и това вече е доказано. В стремежът тези преплетени интереси да бъдат разделени, се дават академични предложения за създаване на фонд към ЕОЦКП, който да се финансира от емитентите и чрез който Органът ще плаща на АКР.¹⁵

б. Ротацията на АКР при оценяването на определени компании или техни инструменти цели една и съща АКР да не оценява конкретна компания за повече от 3 години или една година, ако е оценила повече от 10 последователни инструмента на тази компания (член 6b). Идеята е да се разбие олигополният модел на трите АКР. Тук е едно от най-съществените различия между европейския и американския прочит. Чрез ротацията и другите подобни механизми се прави опит пазарните дялове в сектора да се определят регулаторно. Идеята е конфликтът на интереси породен от връзката агенция-емитент да бъде преодолян като се налага отвън ротационен избор между рейтинговите агенции. Т.е. вместо да се преразгледа моделът „емитентът плаща“ се създава непазарен принцип на избор, който не зависи от заслугите на АКР. Какъв стимул може да има една АКР в изпълнението на договорите си? Защо да се полагат усилия, когато се знае, че тъй или иначе въртележката ще се завърти отново и компанията пак ще бъде избрана рано или късно? Така проблемът се замества с друг – наложен от администрацията периодичен избор.

Сред алтернативите на ротацията се обсъждат и варианти на изкуствен подбор. Това

доказва, че съзнателно се тръгва в тази регулаторна посока. Обсъжда се възможността емитентите да посочват две АКР, а ЕОЦКП да прави избор между двете. Заключение е, че насиленият избор на агенция ще отнеме стимула на АКР да се съревновават чрез качеството на своите рейтинги. От това следва, че те ще бъдат обезкуражени да инвестират в скъпи проучвания, каквито са задължителни за оценката на структурните деривати. Тези носители на най-много преструктуриран и непрозрачен риск, ще бъдат най-нерентабилни за оценяване.

Ротацията е проблемна не само защото е изкуствена (неконкурентна). Тя налага и допълнителни разходи за проучване от всяка нова АКР. Даваните възможности на малки и средни АКР да навлязат на пазара, рискува да снижи качеството на оценките.

с. Когато емитент реши да наеме две АКР, той трябва да наеме и трета, която да е с по-малко от 10% пазарен дял; в противен случай, трябва да даде обяснение, защо не го е направил. Това е изкуствен начин да се създаде конкуренция, който не е основан на качествата и конкурентоспособността на третата агенция. Пазарът не може да бъде подреден в стила на версайските градини, защото има собствена логика. Структурните финанси ще се оценяват непременно от две независими една от друга агенции.

д. Изискването АКР да носят отговорност пред инвеститорите (член 35(а) е съществено нововъведение), когато позовавайки се на рейтинга им последните са понесли имуществени щети. Досега агенциите можеха да бъдат подведени под гражданска отговорност в случай на bad faith (еквивалент на самонадеяност) или recklessness (съответстващо на престъпна небрежност). С новото правило се предвижда да могат да бъдат подведени под отговорност и за intentional infringement или gross negligence в неспазването на регламента. В някои юрисдикции gross negligence се равнява на recklessness относно степента на вина. В римското право режимът на престъпната небрежност по предположение е съдържал и елемент на преднамереност – culpa lata dolo aequiparatur. Режимът зададен с последните две понятия е по-стриктен за агенциите и следователно тяхната отговорност може по-лесно да бъде задействана.

Авторите на регламента считат, че това ще стимулира АКР да спазват повече правилата. Предвижда се включително, че тежестта на доказване няма да бъде върху ищеца (подведен инвеститор), а върху агенцията за кредитен рейтинг. Това е отклонение от принципа Onus probandi incumbit actori и поставя АКР в неравностойно положение.

Много юристи обаче оспорват пропорционалността на тази мярка.¹⁶ Едно дело основано на negligence потенциално може да стигне милиарди долари. Това е достатъчно, за да бъде банкрутирана визираната АКР. Санкцията цели да компенсират имуществените щети на ищеца, а не да приложи определена със закон глоба.

Допълнително затруднение е фактът, че иск на такава основа следва да се предяви пред националните съдилища. Това ще доведе до хаос и следователно правна несигурност в интерпретациите на понятията intentional infringement и gross negligence в различните държави-членки.

Най-вероятният резултат е, че АКР ще се оттеглят от оценяването на прекалено рискови инструменти, за да избегнат опасността от такива дела. Това също допълнително обезкуражава влизането на нови конкуренти на пазара (a form of entry barrier). В резултат на тези критики¹⁷ в регламента бяха включени процентови прагове

за минимални и максимални обезщетения в случай на такова дело.¹⁸

е. Държавните рейтинги ще се правят на всеки шест месеца, а не ежегодно и ще се изработват единствено въз основа на публично достъпна информация. Когато се оценяват група държави, ще се предоставя информация за спецификите на всяка страна поотделно. Ще се пояснява и всяка презумпция, несигурност и параметър на основата, на които е правен анализът на държавите. За да се избегнат импулсивни реакции на пазара, държавните рейтинги ще се публикуват след затварянето на регулираните пазари и поне един час преди тяхното отваряне.

Регламентът 462/2013 не решава проблема с неспособността на АКР да оценяват суверенния риск. Той е носител на административни гаранции, но не засяга темата за самите методологии, по които са изработвани рейтингите на държавите. А именно тези методологии се оказаха погрешни, като се вземе предвид колко късно АКР отчетоха вече критичното състояние на САЩ и Англия по време на кризата.

Сред основните причини АКР да не могат адекватно да оценяват суверенен риск е и общият характер на някои от критериите, които се прилагат и който следователно е податлив на спекулация. АКР не познават националните цели. Те не знаят кои са критичните стойности на показателите в контекста на отделните държави. Прилагането на метода „one size fits all“ не води до коректно оценяване.

Едно от предложенията в тази насока се съдържа в член 39b, който предполага ЕК да се произнесе до 31 декември 2014 г. за нуждата от създаване на Европейска рейтингова агенция, която да оценява държавите-членки и ЕС. Този вариант безспорно има своите предимства.

Друго предложение е да се включи академичния сектор в надзора на самата методология, по която АКР оценяват суверенния риск.¹⁹



Новите Технически стандарти на ЕОЦКП за приложение на регламент 462/2013

ЕОЦКП осъществи консултации по приложение на регламента за АКР, с оглед изработването на Технически стандарти относно:

- Информацията, която ще се публикува за Структурните финансови инструменти (СФИ);
- Функционирането на Европейската рейтингова платформа;
- Ценовите политики на Агенциите за кредитен рейтинг.

Бъдещият регламент за предоставяне на информация за СФИ ще изисква информация за активите, върху които те се основават. Терминът "loan level information" предполага информацията да е достатъчна, за да може инвеститорът сам да проведе тестове за cash flows (точки 6,7 и 8 от консултацияния текст ESMA/2014/150)²⁰. Но това количество информация рискува да бъде прекалено голямо, за да бъде обработено от всеки инвеститор, особено когато въпросните активи са хетерогенни. Диверсифицирането им е част от гаранцията срещу концентриран риск, а

предоставяне на информация за всеки актив не е възможно.

Смисълът на СФИ е чрез реструктуриране и издаване на ценни книжа да направи различните активи по-ликвидни и лесни за търгуване. Прекаленото утежняване на информационния поток рискува да ги обезсмисли. Заливането на инвеститорите с информация рискува да има обратен ефект. Именно прекаленото данни за преценяване са довели до нуждата от АКР. В този смисъл има пазарна необходимост от АКР: *„Имайки предвид голямото количество информация на разположение на инвеститорите в днешно време – една част ценна, друга не – АКР могат да играят полезна роля подпомагайки инвеститорите в пресяването на информация и анализа на кредитен риск, който поемат кредитирайки определен кредитополучател или купувайки дълг или дългови инструменти от определен емитент.“*²¹

С оглед информационния поток, има вероятност инвеститорите или отново да започнат да разчитат основно на оценките на АКР без критичен анализ или да започнат да се влияят от колективни внушения и поведения (herd behavior). Във втория случай е възможно моментното сриване на пазара на определен вид СФИ само по аналогия на дефолта на един конкретен инструмент.

Опростяването на този проблем е възможно, ако се представят графики с историческо описание на изпълнението на групи активи с еднакви характеристики. Много често СФИ групират ипотеките от различни региони на определена държава, а понякога и от отделни държави – активите са подложени на толкова разнородни условия, че единственото, което има значение за инвеститора е статистическото поведение на целия „басейн“ от активи. Следва да се предоставя и информация за различните видове гаранции (credit lines, overcollateralisation et c.), която ще позволи на инвеститора лесно да прецени, колко рано ще започне сам да абсорбира загуби в случай на дефолти в басейна с активи.

ЕОЦКП вече се е спряла на периодичното публикуване на информация относно активите, плюс „събитийното“ публикуване на информация (event-based), което ще улесни засичането на отклонения от историческите тенденции (historical performance).

Функционирането на Европейската рейтингова платформа. Има предложение да се установи начин за приравняване с цел съпоставяне на оценките на различните АКР (точки 35, 36 и 37 от консултационния текст²²). Критиците на тази идея споделят, че ще се създаде впечатление за взаимна заменяемост на оценките, което може да доведе до тяхното хармонизиране; инвеститорите ще започнат да разчитат на рейтингите като ги комбинират или усредняват.

Предлага се да се даде допълнителна информация за методологията, по която са сравнени методологиите на различните АКР. Това не е решение за всички. От инвеститорите се очаква компетентност по методологиите на АКР. Тези от тях, които не я притежават, а това е голямото мнозинство, ще бъдат върнати към предходни периоди, когато не е имало АКР. Защото, ако имат компетентност по отношение на методологиите, инвеститорите сами биха оценявали рисковете.

Предвидено е, също така, да се публикуват на сайта и оценките на държави и международни организации, заедно с докладите за тях. Въпросът дали въобще АКР могат адекватно да оценяват суверенния риск не се задава, защото той не се отнася към изработването на Техническите стандарти

Ценовите политики на АКР. Очаква се надзорът и периодичното получаване на информация от АКР да предотврати дискриминационните цени и по този начин да ограничи конфликта на интереси. Предвижда се агенциите да не могат да налагат различни цени спрямо клиентите. Очаква се, че конкуренцията между АКР ще се увеличи и от необвързаността на оценката с цената на услугата (точки 41, 42, 43, 44, 45, 46, 47 и 48 от консултацияния текст²³). Това твърдение не би било лишено от логика, ако се прилагаше на фирми от друг сектор; но то не се отнася до услугите. АКР създават услуги и трудно могат да определят fixed costs (фиксиран разход). Следователно трудно може да се прецени дали една цена е дискриминационна или не. ЕОЦКП предлага да се основава на отклонения в цената спрямо предишни периоди, но това само по себе си изисква определяне на средна цена, което отново ни връща към проблема със структурата на разходите на АКР при изпълнение на услугата.

За да се избегне определянето на цени в зависимост от дадения рейтинг, едно от предложенията е да се изгради „Китайска стена“ между аналитичните отдели на АКР и тези, които са отговорни за продажбите и маркетинга. Тогава цените ще бъдат основани на разходите и ще се определят преди обработка на досието. Идеята за разграничаване на отделните дейности на компании от финансовия сектор е много модерна. Доклада „Викерс“ от Англия, както и доклада „Лииканен“ в ЕС (и двата в банковата сфера) предлагат институционалното разграничение на някои банкови дейности от други. „Викерс“ предлага търговската част от банковите холдинги да се изолира от останалата част на банката, за да не бъде възможна употребата на the social safety net (например: гарантираните депозити) за финансиране и спасяване на инвестиционната дейност.

По същата схема, някои участници в консултацията предлагат да се раздели аналитичния отдел от отдел „продажби“ в АКР. Проблемът е, че е слабо вероятно да се ограничи тотално влиянието на единия отдел над другия – особено в критични моменти. Въпреки това, идеята остава по-добра от наблюдението на средни цени и отклоненията от тях.



Заклучение

Безспорната роля на АКР в образуването на недвижимия балон и по-конкретно неспособността да оценяват правилно риска в структурни финансови инструменти доведе до нуждата от регулиране на сектора. В стремежа си да изпълни това, ЕК допуска три основни грешки: първо, приемат се все по-нови мерки, които влизат в сила преди да бъде доказана ефикасността на предходните мерки; второ, регулаторната свръх активност води до инфлацията на регулатора; пресъздава едни и същи грешки. Стремежът пазарът на рейтингите да бъде изкуствено подреден като Версайска градина – с предварително определени пазарни дялове, ротации в работата с отделните АКР - е илюзорен. Затова е уместно да се подкрепят следните мерки:

- Предоставяната информация за инвеститори в СФИ да изобразява историческата еволюция на различните категории активи в инструмента вместо да съдържа детайлна информация върху самите активи (loan level information). Информацията за различните видове гаранции (credit lines, overcollateralisation etc.) също е жизненоважна.
- Да не се приема предложението за приравняване на рейтингите системи на

отделните АКР, защото: създава впечатление сред инвеститорите, че оценките са взаимно заменими и увеличи доверяването в рейтингите; стимулира АКР да хармонизират оценките си и да координират поведението си олигополно; и, натоварва инвеститорите с необходимостта да познават методологията за сравнение на методологиите на рейтинговите агенции.

- С оглед предотвратяване на дискриминационните цени, да се изгради „Китайска стена“ между анализаторските отдели и отделите за маркетинг и продажби на АКР, за да се избегне влиянието на единия върху другия при определяне на цените за клиентите.
- Да се създаде фонд към ЕОЦКП, който да се финансира от емитентите и чрез който Органът да заплаща изработването на рейтинги, като по този начин се премахва конфликтът на интереси.
- ЕК да се произнесе в полза на създаване на Европейска рейтингова агенция, която да оценява суверенния риск на държавите-членки, вместо това да се прави от частни АКР.

БЕЛЕЖКИ

¹ <http://www.iosco.org/about/>

² „Further, the Code Fundamentals are not designed to be rigid or formulistic. They are designed to offer CRAs a degree of flexibility in how these measures are incorporated into the individual codes of conduct of the CRAs themselves, according to each CRA’s specific legal and market circumstances.”, Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies – IOSCO Revised May 2008

³ Регламент 513/2011

⁴ Член 14 (4) от регламента за АКР 1060/2009 (изменен от 513/2011), който препраща към изискванията от Анекси 1 и 2.

⁵ Например Анекс 1 Секция А.2 (регл. 1060/2009) изисква поне една трета от административния борд на АКР да се състои от независими членове, които не са част от рейтинговия сектор и които се избират за един мандат от най-много 5 години. Според член 10(6), АКР не трябва да използват името на ЕОЦКП като гаранция за качеството на своите услуги. По силата на Анекс 1 секция Е.ІІ.1 АКР трябва да публикуват на всеки 6 месеца информация за нивата на дефолт в предходния период на различните рейтингови категории.

⁶ Член 23 с) и d) от Регламента за АКР (1060/2009)

⁷ Такава информация може да се намери на сайта на ЕОЦКП: <http://cerrep.esma.europa.eu/cerrep-web/homePage/displayNews.xhtml>

⁸ Такъв беше случаят с Enron, който разполагаше с висок рейтинг на „инвестиционно ниво“. Този рейтинг беше преразгледан едва няколко дена преди компанията да банкрутира! Това доказва две неща: Първо, агенциите са надценявали изкуствено компанията. Второ, агенциите са били неспособни да засекат навреме проблемите в компанията и са подвели инвеститорите.

⁹ Член 4 от АКР Регламента

¹⁰ Регламент 462/2013 изменя регламент 1060/2009 вече изменен от 513/2011

¹¹ „The Political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated”, John C. Coffee Jr., Cornell Law Review 2012, Columbia Law and Economics Working Paper No. 414

¹² „The Political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated”, John C. Coffee Jr., Cornell Law Review 2012, Columbia Law and Economics Working Paper No. 414

¹³ „The Logic of Collective Action. Public Goods and the Theory of Groups”, Mancur Olson 2002, Massachusetts: Harvard University Press

¹⁴ Някои критици считат, че системата не генерира конфликт на интереси, защото АКР балансират между краткосрочните си интереси спрямо емитента и дългосрочните си интереси от запазена репутация на безпристрастност. Виж по-горе.

¹⁵ „The regulation of credit rating agencies in Europe and ESMA’s regulatory power”, Alexia Manaigo-Vekil, The Columbia Journal of European Law online

¹⁶ Move to Curb Rating Agencies Prompts Backlash, Alex Barker

¹⁷ „Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly”, John C. Coffee (Sept. 2001), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1650802

¹⁸ Член 36а)

¹⁹ „За оценката на суверенния риск”, Иван Костов 2014, Лаборатория за управление на риска (НБУ)

²⁰ http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-150_consultation_paper_on_cra3_implementation_0.pdf

²¹ IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies (Revised May 2008): „Given the vast amount of information available to investors today – some of it valuable, some of it not – CRAs can play a useful role in helping investors and others sift through this information, and analyze the credit risks they face when lending to a particular borrower or when purchasing an issuer’s debt and debt-like securities.”

²² http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-150_consultation_paper_on_cra3_implementation_0.pdf

²³ http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-150_consultation_paper_on_cra3_implementation_0.pdf