

Błażej Lepczyński*

Konkurencja między agencjami ratingowymi jako czynnik wzrostu znaczenia ratingu w zarządzaniu wartością przedsiębiorstw

Wstęp

Globalny kryzys gospodarczy wywołał falę krytyki skierowanej pod adresem agencji ratingowych. Zwrócono m.in. uwagę na konflikty interesów występujące w działalności ratingowej, niski poziom konkurencji między agencjami ratingowymi, nieprzejrzystość stosowanych metod ratingowych oraz na brak reakcji agencji na zmiany w sytuacji finansowej ocenianych podmiotów. Krytyka wywołała reformę regulacyjną rynku ocen ratingowych w USA i Europie. W Unii Europejskiej działalność ratingowa jest nadzorowana przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA), a agencje muszą spełniać wiele wymogów mających zagwarantować wysoką jakość w ich funkcjonowaniu.

Jednym z częściej podnoszonych problemów związanych z funkcjonowaniem agencji ratingowych jest ograniczona konkurencja między nimi. To z kolei stanowi istotną barierę w wykorzystywaniu ratingu przez przedsiębiorstwa. Niski poziom wykorzystania ratingu jest widoczny nawet wśród przedsiębiorstw, które finansują swój rozwój w oparciu o emisje obligacji. Dotyczy to w szczególności polskich przedsiębiorstw. Uzyskanie oceny ratingowej dla wielu podmiotów gospodarczych w sytuacji ograniczonej konkurencji jest po prostu zbyt drogie. To powoduje, że rating, szczególnie dla przedsiębiorstw z sektora MSP, jest niedostępny. Tymczasem rating może być przydatnym instrumentem w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa.

Podstawowym celem artykułu jest analiza poziomu konkurencji między agencjami ratingowymi w Unii Europejskiej i w tym kontekście ocena szans na szersze wykorzystanie ratingu przez przedsiębiorstwa. Autor artykułu stawia bowiem tezę, że ograniczona konkurencja między agencjami jest jednym z istotniejszych czynników uniemożliwiających większej liczbie przedsiębiorstw wykorzystanie ratingu nadanego przez agencję ratingową w zarządzaniu wartością.

* Dr, Katedra Bankowości, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot, blazej.lepczynski@gmail.com

W pierwszej części opracowania przedstawiono potencjalny wpływ ratingu na działalność i wartość przedsiębiorstwa. W drugiej części wskazano główne kierunki postkryzysowej krytyki, jaka spotkała agencje ratingowe. W tym fragmencie artykułu dokonano również przeglądu badań akademickich poświęconych konkurencji między agencjami ratingowymi. Trzecia część ma charakter badawczy. Przeprowadzono w niej analizę poziomu konkurencji między agencjami ratingowymi w UE z uwzględnieniem najważniejszych barier ograniczających konkurencję. W tej części dokonano także analizy czynników, które mogłyby w perspektywie kilkuletniej zwiększyć konkurencję między agencjami ratingowymi i wpłynąć na szersze wykorzystanie ratingów w zarządzaniu wartością wśród polskich przedsiębiorstw.

1. Rola agencji ratingowych i ratingu w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa

Agencje ratingowe to prywatne, rzadziej publiczne, instytucje wyspecjalizowane w nadawaniu ocen ratingowych podmiotom emitującym obligacje. Bardzo ważną grupę ocenianych podmiotów stanowią korporacje niefinansowe. Działalność agencji ratingowych ma już ponadstuletnią historię. Przez ten czas agencje zdobyły silną pozycję na rynkach finansowych i w gospodarkach wielu krajów. O potęgze agencji ratingowych mogą świadczyć często przytaczane słowa T. Friedmana, które pomimo upływu 20 lat i pojawienia się wydarzeń podważających zaufanie do agencji ratingowych są ciągle aktualne. Brzmiały one następująco: „Mamy dwa supermocarstwa na świecie. Są to Stany Zjednoczone i agencja ratingowa Moody’s. Stany Zjednoczone mogą cię zniszczyć, zrzucając bomby, a Moody’s może cię zniszczyć poprzez obniżenie ratingu obligacji. I uwierzcie mi, nie zawsze jest jasne co jest bardziej wydajne” [Levich i inni, 2002, s. 35].

Agencje ratingowe odgrywają ważną rolę ekonomiczną. Ograniczają one bowiem asymetrię informacji na rynku długu. Przyczyniają się tym samym do lepszego funkcjonowania rynku obligacji, co ma duże znaczenie dla dostępności kapitału pożyczkowego. Przyznane przez agencje oceny ułatwiają emitentom pozyskiwanie długu na rynku, a dla inwestorów stanowią ważne narzędzie wspomagające podejmowanie racjonalnych decyzji inwestycyjnych. Co więcej, oceny agencji ratingowych są również szeroko wykorzystywane w regulacjach prawnych. Służą m.in. do ustalania wag ryzyka w pomiarze adekwatności kapitałowej w ban-

kach, a fundusze emerytalne często są zobowiązane do inwestowania w papiery wartościowe z określonym ratingiem. Można stwierdzić, że agencje ratingowe w dużej mierze zastąpiły uczestników obrotu gospodarczego w pomiarze ryzyka kredytowego, co zresztą jest szeroko krytykowane. Jednym z wątków postkryzysowej krytyki jest bowiem nadmierne poleganie na ratingach kredytowych.

Podstawowym produktem agencji ratingowych jest rating kredytowy (*credit rating*), który stanowi miarę ryzyka kredytowego i wskazuje na jakość ocenianego długu (w sensie prawdopodobieństwa jego spłaty). Jest to niezależna ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa, w której uwzględnia się elementy mogące mieć istotne znaczenie dla spłaty długu. Rating sporządzany przez agencje ratingowe ma duże znaczenie dla przedsiębiorstw i może być ważnym elementem zarządzania wartością w przedsiębiorstwie. „Wyższy rating nie tylko pozwala na mniejsze koszty pożyczek, ale może być dodatkowym magnesem dla biznesu i lepszych warunków z dostawcami” [Hackel, 2010]. Zatem uzyskanie ratingu jest korzystne dla przedsiębiorstwa nie tylko z punktu widzenia poprawy pozycji na rynku kapitału dłużnego. Rating może się bowiem przyczyniać także do zwiększania przepływów finansowych przedsiębiorstwa i osiągania wyższych zysków. Może on również wpływać na mniejsze wahania przepływów finansowych. Rating pełni również funkcję marketingową, poprawia wizerunek przedsiębiorstwa, zwiększa jego rozpoznawalność na rynku i pozwala negocjować korzystniejsze warunki z dostawcami i odbiorcami.

Istotne znaczenie może odgrywać rating w ekspansji zagranicznej przedsiębiorstw, szczególnie w przypadku podmiotów z krajów Europy Środkowo-Wschodniej, które mają utrudniony dostęp do zagranicznych rynków. Wysoka ocena ratingowa może uwiarygadniać przedsiębiorstwo wśród zagranicznych kontrahentów i tym samym sprzyjać zdobywaniu przez przedsiębiorstwo nowych rynków zbytu.

Trzeba jednak wyraźnie podkreślić, że rating kredytowy wpływa na przedsiębiorstwa w różny sposób w tym sensie, że większy wpływ ma na przedsiębiorstwa, które opierają się na ciągłym i rosnącym zapotrzebowaniu na kredyt [Hackel, 2010].

Rating wpływa jednak głównie na strukturę kapitału przedsiębiorstwa i koszt pozyskania długu. Te właśnie aspekty należałoby uznać za najważniejsze z punktu widzenia wartości przedsiębiorstwa. Rating kredytowy poprawia dokładność pomiaru kosztu kapitału w przedsiębior-

stwach. Ratingi rzucają bowiem światło na niepewność oczekiwanych strat i dlatego wpływają na premię za ryzyko i zwrot z obligacji [Langohr, Langohr, 2008, s. 331–332]. Kisgen przytacza cytaty z „Wall Street Journal” wskazujące, że menedżerowie spółek podejmują decyzje o obniżeniu poziomu zadłużenia spółki w obliczu ryzyka pogorszenia ratingu [Kisgen, 2006, s. 1035]. Dodatkowo z badań przeprowadzonych przez cytowanego autora wynika, że rating bezpośrednio wpływa na decyzje menedżerów w zakresie struktury kapitałowej przedsiębiorstw.

Przytoczone badania wskazują, że rating może przyczyniać się do obniżenia kosztu pozyskania kapitału i bardziej optymalnej struktury kapitału w kontekście rentowności i ryzyka. Pomimo ewidentnych korzyści wynikających z posiadania ratingu polskie przedsiębiorstwa wykorzystują to narzędzie w niewielkim zakresie. Przyczyn takiego stanu rzeczy może być wiele. Jednak na pewno niska konkurencja między agencjami znacznie utrudnia wykorzystanie w działalności przedsiębiorstw, ponieważ rating jest zbyt drogi, a tym samym niedostępny dla wielu z nich.

2. Niska konkurencja jako element krytyki agencji ratingowych – przegląd badań

Agencje ratingowe spotkały się z uzasadnioną krytyką już podczas kryzysu azjatyckiego z lat 90. XX wieku. Noblista Stiglitz oraz Ferri i Liu zwrócili uwagę na procykliczny charakter ratingu krajów, co mogło w ich ocenie przyczynić się do nasilenia kryzysu azjatyckiego [Ferri i inni, 1999, s. 353]. Jednak dopiero globalny kryzys finansowy doprowadził do podważenia roli agencji ratingowych we współczesnym systemie finansowym. Agencje ratingowe stały się z pewnością jedną z najbardziej krytykowanych po kryzysie grup podmiotów, nie zawsze jednak słusznie.

Dyskusja dotycząca sektora agencji ratingowych przebiega wokół następujących zagadnień [Rhee, 2014, s. 94–99]:

- konfliktów interesów związanych z modelem działania agencji, w ramach którego to emitent płaci za rating,
- ograniczonej konkurencji wynikającej z silnej koncentracji rynku,
- nieskuteczności kapitału reputacyjnego,
- barier regulacyjnych,
- barier naturalnych.

Deb wraz z grupą ówczesnych pracowników Banku Anglii w raporcie pt. „W jakim kierunku zmierza branża agencji ratingowych?”, obok problematyki konfliktów interesów, jako kwestie problematyczne wska-

zali również metodykę ratingową, *rating shopping*, czyli problem polegający na wybieraniu najkorzystniejszej oceny ratingowej przy jednoczesnym zabieganiu o nią w wielu agencjach ratingowych, mechaniczne poleganie na ratingach, niewielkie zróżnicowanie ocen ratingowych oraz niezrozumienie, czym właściwie jest rating [Deb i inni, 2011, s. 9–12].

Ryan, omawiając elementy krytyczne wobec agencji ratingowych, podnosi następujące kwestie [Ryan, 2012, s. 8–12]: brak konkurencji, brak odpowiedzialności za wystawiane oceny, brak niezależności agencji ratingowych oraz brak aktualności ocen i procykliczne zachowania agencji ratingowych. Niski poziom konkurencji między agencjami ratingowymi jest obok konfliktu interesów wynikającego z modelu działania większości agencji ratingowych, w ramach którego za rating płać oceniane podmioty, czyli emitenci obligacji, jednym z najczęściej podnoszonych problemów tego rynku.

Rhee wskazuje na trzy przyczyny ograniczonej konkurencji w sektorze agencji ratingowych [Rhee, 2014, s. 94–95]. Po pierwsze, wskazuje on na wysoką koncentrację rynku. Po drugie, uważa, że konkurencja jest nieco wyciszona ze względu na zwyczaj uzyskiwania przez emitentów ocen od więcej niż jednej agencji ratingowej. Po trzecie, wskazuje na brak substytutu w stosunku do ratingu kredytowego.

Sektor agencji ratingowych na świecie wyrósł z duopolu, który stworzyły dwie pierwsze agencje ratingowe na świecie, czyli Moody's i Standard&Poor's. Dopiero w późniejszych latach do „wielkiej dwójki” dołączyła agencja Fitch. W ten sposób powstała dzisiejsza „wielka trójka”, która dominuje na rynku ocen ratingowych. W przypadku agencji ratingowych mamy zatem do czynienia z konkurencją oligopolistyczną i bardzo wysokim poziomem koncentracji [Caprio, 2013, s. 386]. Pomimo że na świecie działa ponad 100 agencji ratingowych, na rynku największą rolę odgrywają trzy ww. agencje, które podzieliły rynek pomiędzy siebie i skutecznie bronią uprzywilejowanej pozycji. Biorąc pod uwagę przychody, trzy największe odpowiadają za ponad 90% światowego rynku ratingu [Deb i inni, 2011, s. 7]. Pojawienie się w ostatnich latach chińskiej agencji Dagong oraz rosyjskiej (RusRating) nie wpłynęło znacząco na międzynarodowy rynek ratingu. Niestety, nie udało się stworzyć europejskiej agencji ratingowej, która mogłaby zmienić układ sił, przynajmniej na rynku europejskim.

Problem oligopolu petryfikują bariery wejścia na rynek. Sektor agencji ratingowych charakteryzuje się relatywnie silnymi barierami wejścia

[Darbellay, 2013, s. 52]. Deb i Murphy [2009, s. 5] wskazują, że niektóre z nich mają naturalny charakter (są nieodłączną częścią działalności agencji ratingowych i nie da się ich uniknąć). Chodzi tu przede wszystkim o takie kwestie, jak reputacja, ekonomia skali i efekt sieci. Część barier jest jednak wynikiem ograniczeń regulacyjnych. W odniesieniu do agencji ratingowych wspomina się również o barierach historycznych.

Istotną barierą konkurencji jest z pewnością reputacja, nawet jeśli ostatni kryzys mocno ją podważył. Dla wielu emitentów, organizatorów emisji i inwestorów kluczowe znaczenie ma przede wszystkim rating powszechnie uznanej agencji. Mała, nowa na rynku agencja ratingowa może nie być na tyle wiarygodna i powszechnie znana, żeby inwestorzy brali pod uwagę jej oceny w decyzjach inwestycyjnych. To skłania z kolei emitentów do zwracania się po rating do największych agencji ratingowych. W ten sposób powstaje w pewnym sensie błędne koło utrudniające rozwój konkurencji w sektorze agencji ratingowych.

Problem konkurencji między agencjami ratingowymi i barier utrudniających jej wzrost stanowi ważny kierunek w badaniach akademickich. W zwiększaniu konkurencji upatruje się bowiem rozwiązania problemów związanych z agencjami ratingowymi. Większa konkurencja powinna się bowiem przyczyniać do spadku cen usług ratingowych oraz do zmniejszania uzależnienia od ocen nadawanych przez trzy największe agencje.

Ważnym nurtem badawczym jest poszukiwanie odpowiedzi na pytanie, czy zwiększenie konkurencji prowadzi do wzrostu jakości ratingu. Z badań Beckera i Milbourn wynika, że wzrost obecności trzeciej agencji na rynku (Fitch) prowadził do redukcji jakości ratingu [Becker, Milbourn, 2011, s. 513]. Camanho, Deb i Liu wskazują, że wprowadzenie ograniczeń w udziałach rynkowych agencji ratingowych może doprowadzić do zawyżania ocen ratingowych [Camanho i inni, 2012, s. 30]. Krytykują oni również propozycje rotacyjności agencji ratingowych w nadawaniu ocen podmiotom. Z badań zaprezentowanych w cytowanym artykule wynika również, że efekt konkurencji zależy w dużej mierze od reputacji dużych uczestników rynku. Warto również przytoczyć badania Flynn i Ghent, z których wynika, że nowi uczestnicy rynku (nowe agencje) wydają emitentom wyższe oceny ratingowe [Flynn, Ghent, 2014, s. 2].

Niskiego poziomu konkurencji i wysokiej koncentracji rynku nie można rozpatrywać w oderwaniu od innych elementów krytycznych, a zwłaszcza od modelu działania agencji ratingowych. To właśnie połączenie niskiej konkurencji i modelu działania, w którym za rating płaci

emitent (*issuer-pay model*), stwarza największe problemy. Rhee dobitnie stwierdza, że „koncentracja sektora w powiązaniu z modelem emitent płaci zmniejsza motywację do konkutowania” [Rhee, 2014, s. 89]. Co więcej, model „emitent płaci” jest na tyle zyskowy, że skłania największe agencje ratingowe do obrony swojej pozycji i zachowania rynkowego *status quo*, chociażby poprzez dość często praktykowane przejmowanie mniejszych agencji ratingowych. Oznacza to, że wysokiej koncentracji rynku ocen ratingowych należy również upatrywać w strategiach największych agencji ratingowych.

McClintock Ekins i Calabria zwracają uwagę, że „zwiększona konkurencja nie będzie jednak wystarczająca do usunięcia uchybień rynku ocen ratingowych” [McClintock Ekins, Calabria, 2012, s. 32]. Cytowani autorzy ostrzegają również, że „jest tak samo prawdopodobne, że zwiększona konkurencja w powiązaniu z kontynuacją roli agencji ratingowych jako *gate-keeping* będzie prowadzić do zwiększania niestabilności finansowej niż jej ograniczania”¹ [McClintock Ekins, Calabria, 2012, s. 32]. Badacze widzą w tym kontekście konieczność redukcji uzależnienia od ratingów uczestników rynku.

Badania empiryczne dotyczące konkurencji między agencjami ratingowymi w Unii Europejskiej zrealizowała Komisja Europejska [*Study on the State...*, 2016, s. 18–53]. Do oceny koncentracji wykorzystano w cytowanych badaniach wskaźnik Herfindahla-Hirshmana. Wyniki analiz zrealizowanych w różnych przekrojach wskazują na wysoki stopień koncentracji rynku na poziomie ogólnym i w poszczególnych segmentach rynku. W badaniach unijnych ważny był również kontekst znaczenia wysokiej koncentracji dla stabilności finansowej. Nie wynika jednak z nich, żeby istniał w tym zakresie bezpośredni związek, choć wysoka koncentracja może zwiększać ryzyko dla stabilności [*Study on the State...*, 2016, s. 52].

Kontynuując przegląd prac na temat konkurencji między agencjami ratingowymi, warto również przytoczyć polskich autorów. Kompleksową analizę funkcjonowania agencji ratingowych w warunkach oligopolu przeprowadził Michalski, biorąc pod uwagę w analizie kwestię barier wejścia na rynek, charakter ratingu jako dobra, zróżnicowanie poziomu kosztów działalności, przejrzystość rynku oraz problem nadużywania pozycji dominującej [Michalski, 2012, s. 15–16]. W piśmiennictwie

¹ W dosłownym tłumaczeniu „selekcjonowanie lub filtrowanie informacji”. Agencje ratingowe pełnią bowiem rolę weryfikatorów na rynku obligacji.

polskim dominują jednak analizy bardziej ogólne, nastawione na krytykę funkcjonowania agencji ratingowych w kontekście globalnego kryzysu finansowego [Radomska, 2012; Niedziółka, 2013; Grabińska, Grabiński, 2011; Żabińska, 2013]. Ciekawym obszarem badawczym w piśmiennictwie polskim jest ocena wpływu regulacji unijnych w zakresie agencji ratingowych na działalność agencji i funkcjonowanie rynku [Cichy, 2013]. Jeszcze inny kierunek analiz objął Koleśnik, który w artykule z 2013 r. analizował wpływ agencji ratingowych na bezpieczeństwo systemu bankowego [Koleśnik, 2013].

Konkludując, w artykule przytoczono wyniki analiz, które mogą sugerować, że zbyt silna konkurencja między agencjami ratingowymi może prowadzić do pogorszenia jakości ratingu. Nie negując wyników tych badań, niska konkurencja i wysoka koncentracja jest poważnym problemem rynku ocen ratingowych i słusznie, zdaniem autora artykułu, te aspekty są poddawane krytyce.

3. Ocena poziomu konkurencji między agencjami ratingowymi w UE

3.1. Poziom konkurencji między agencjami ratingowymi – metodyka i wyniki przeprowadzonej analizy

Oceniając poziom konkurencji na rynku usług ratingowych, należy w pierwszej kolejności określić możliwe podejścia badawcze. Generalnie do oceny można zastosować podejścia i narzędzia stosowane w odniesieniu do innych rynków (np. bankowego), które szerzej opisuje Pawłowska [2014].

Celem badania jest ocena poziomu konkurencji na europejskim rynku ocen ratingowych i jej znaczenia dla możliwości wykorzystania ratingu w zarządzaniu wartością przedsiębiorstw. Realizacja tak sformułowanego celu wymagała odpowiedzi co najmniej na następujące pytania:

- 1) jaki jest poziom koncentracji na rynku ocen ratingowych w Unii Europejskiej z uwzględnieniem zmian w czasie,
- 2) jakie są najważniejsze bariery wejścia na rynek ocen/usług ratingowych w UE,
- 3) jakie działania podejmowane w stosunku agencji ratingowych w Unii Europejskiej mogą zwiększyć w dłuższej perspektywie poziom konkurencji i tym samym rolę ratingu w zarządzaniu wartością przedsiębiorstw.

Do oceny poziomu konkurencji powszechnie stosuje się miary koncentracji. Najprostsze miary koncentracji to wskaźniki obrazujące udziały rynkowe trzech czy pięciu największych przedsiębiorstw na rynku. W ocenie koncentracji wykorzystuje się również indeks Herfindahla-Hirshmana (HHI). Takie podejście zastosowała np. Komisja Europejska, oceniając koncentrację na rynku ocen ratingowych.

Zdaniem Pawłowskiej tego typu miary są niezbędnym składnikiem analizy w strukturalnych metodach pomiaru poziomu konkurencji [Pawłowska, 2005, s. 12]. Wskaźnik HHI jest rozumiany w kategoriach sumy kwadratów udziałów rynkowych przedsiębiorstw obecnych na rynku. Wyższy poziom tego wskaźnika oznacza wyższą koncentrację. Innym wskaźnikiem wykorzystanym w artykule do oceny poziomu koncentracji jest wskaźnik dyskretny. „Liczy się go sumując udziały N największych przedsiębiorców” [Kwiatkowska, 2014, s. 191].

Informacje statystyczne wykorzystane w analizie pochodziły z cyklicznych raportów prezentowanych przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) [*Credit Rating Agencies'...*, 2014; *Competition and choice in the credit rating industry*, 2015], który jest instytucją sprawującą nadzór nad agencjami ratingowymi działającymi na obszarze UE. W analizie odwołano się również do badań przeprowadzonych przez Komisję Europejską oraz ESMA.

Najwyższe udziały rynkowe posiadają trzy największe agencje ratingowe. Udział S&P wyniósł w 2014 r. 40,42%, Moody's 34,67%, a Fitch 16,8%. Warto podkreślić, że udział trzech największych agencji ratingowych w latach 2013–2014 nieznacznie wzrósł z 90,44% do 91,89%. Te liczby wskazują na wysoką koncentrację rynku, a tym samym niską konkurencję (udziały rynkowe największych agencji ratingowych przedstawiono w tablicy 1).

Tablica 1. Udziały rynkowe agencji ratingowych w latach 2013–2014 obliczone w oparciu o obroty z działalności ratingowej i usług dodatkowych (udziały rynkowe w proc., zmiana udziału w p.p.)

Nazwa agencji ratingowej	2013	2014	Zmiana
Standard & Poor's	39,69	40,42	0,73
Moody's Investors Service	34,53	34,67	0,14
Fitch	16,22	16,8	0,58
DBRS Ratings Limited	1,27	1,47	0,2

Nazwa agencji ratingowej	2013	2014	Zmiana
Cerved Rating Agency S.p.A. (previously CERVED Group S.p.A.)	2,19	1,2	-0,99
The Economist Intelligence Unit Ltd	0,83	0,87	0,04
AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)	0,72	0,79	0,07
Feri EuroRating Services AG	0,67	0,64	-0,03
ICAP Group SA	0,75	0,55	-0,2
Creditreform Rating AG	0,53	0,5	-0,03
CRIF S.p.A.	0,76	0,33	-0,43
GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung GmbH	0,33	0,32	-0,01
ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH	0,26	0,21	-0,05
Axesor conocer para decidir SA	0,58	0,21	-0,37
Euler Hermes Rating GmbH	0,24	0,2	-0,04
Scope Ratings AG (previously PSR Rating GmbH)	0,14	0,14	0
Capital Intelligence Ratings Ltd	0,13	0,12	-0,01
Spread Research	0,09	0,11	0,02
BCRA-Credit Rating Agency AD	0,03	0,02	-0,01
ARC Ratings, S.A. (previously Companhia Portuguesa de Rating, S.A)	0,03	0,02	-0,01
Dagong Europe Credit Rating Srl (Dagong Europe)	0,01	0,02	0,01
European Rating Agency, a.s.	0	0	0
EuroRating Sp. z o.o.	0	0	0
S&P, Moody's i Fitch razem	90,44	91,89	1,45

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z: [*Credit Rating Agencies' ...*, 2014, s. 6; *Competition and choice in the credit rating industry*, 2015, s. 8].

O niskiej konkurencji świadczą również informacje nt. rentowności sektora agencji ratingowych w UE. Zdolność do generowania przychodów i struktury kosztów mogą być bardzo zróżnicowane [ESMA, 2016, s. 45–46]. Z danych ESMA wynika, że 5 z 23 agencji, które złożyły sprawozdania, znalazło się w grupie o rocznych przychodach do 1 mln euro, 15

w grupie o przychodach od 1 do 26 mln euro, natomiast trzy największe na świecie agencje generują przychody powyżej 26 mln euro i mogą narzucać ceny na rynku. Te wyniki potwierdzają dominację największych agencji ratingowych [ESMA, 2016, s. 46].

Wyniki analizy przeprowadzonej w oparciu o wskaźnik HHI jednoznacznie wskazują na bardzo wysoki poziom koncentracji rynku ratingu. Uznaje się, że jeśli wskaźnik przekracza 2500, to model rynku zbliżony jest do oligopolu [Rogalski, 2010, s. 227]. Z obliczeń przeprowadzonych na potrzeby artykułu wynika, że wskaźnik HHI wyniósł w 2013 r. 3040,8, a w 2014 r. 3124,4. Zbliżone wyniki wskaźnika HHI podaje Komisja Europejska. Otóż wskaźnik HHI wzrósł w latach 2012–2014 z 2787 do 3189 [Study on the State..., 2016, s. 25]. Dla porównania w latach 2009–2010 ten wskaźnik dla rynku amerykańskiego wyniósł 3495 [Caprio, 2013, s. 386].

Silną pozycję trzech największych agencji ratingowych podkreśla również fakt, że jako jedyne operują we wszystkich segmentach rynku ratingu. Mniejsze agencje nadają ratingi z reguły w ograniczonym zakresie, koncentrując się na nadawaniu ocen instytucjom finansowym oraz przedsiębiorstwom. Na rynku europejskim działają również instytucje wyspecjalizowane tylko w jednym segmencie. Przykładem takiej agencji jest funkcjonująca od 2015 r. polska agencja INC Rating, która działa tylko w segmencie podmiotów samorządowych.

Analizując poziom konkurencji w poszczególnych segmentach ratingu, można stwierdzić, że:

- relatywnie największa konkurencja jest w segmencie korporacji niefinansowych,
- silnie skoncentrowane są natomiast takie segmenty, jak listy zastawne i strukturyzowane instrumenty finansowe.

O poziomie konkurencji w sektorze agencji ratingowych sporo może powiedzieć test hipotetycznego monopolisty, w ramach którego sprawdza się, czy „oferent mógłby zwiększyć swój zysk poprzez trwały wzrost ceny danych produktów o średnio 5–10%” [Bongard i inni, 2007, s. 65]. ESMA przeprowadziła taki test w odniesieniu do ratingu i agencji ratingowych, prosząc emitentów poszukujących ratingu o odpowiedź, jak zareagowałoby na wzrost ceny ratingu o 10–15% [Technical..., 2015, s. 38]. Wielu respondentów odpowiedziało, że w takiej sytuacji staraliby się negocjować cenę za rating, ale wyrazili też obawy, że ich starania mogłyby być nieskuteczne i ostatecznie musieliby zaakceptować wyższą

cenę [Technical..., 2015, s. 38]. To może wskazywać na dużą siłę rynkową agencji ratingowych działających w Europie.

Co ogranicza konkurencję między agencjami ratingowymi na rynku europejskim? Przede wszystkim duże znaczenie ma ugruntowana pozycja trzech największych agencji oraz postrzeganie ocen tych agencji przez inwestorów, emitentów i organizatorów emisji jako wiarygodnych i przydatnych w biznesie. Podstawowym aktywem w działalności ratingowej jest kapitał reputacyjny. Nowym podmiotom często bardzo trudno zbudować w krótkim czasie reputację wśród inwestorów.

Ważnym czynnikiem uwiarygadniającym nowe agencje ratingowe w oczach inwestorów i emitentów ma być proces rejestracyjny. W Unii Europejskiej rozpoczęcie działalności ratingowej wiąże się z koniecznością zarejestrowania agencji ratingowej. Co więcej, agencje ratingowe objęto nadzorem. Celem procesu rejestracyjnego jest zapewnienie niezależności agencji ratingowej oraz wysokiej jakości jej ocen w przyszłości. Agencja ratingowa we wniosku rejestracyjnym musi zawrzeć informacje na temat klas ratingu, struktury własnościowej i organizacyjnej agencji, procedur i metodyk ratingowych oraz polityk i procedur dotyczących zatrudnienia. ESMA analizuje również, w jaki sposób agencja zarządza konfliktami interesów i w jaki sposób są wynagradzani i oceniani analitycy kredytowi [rozporządzenie, 2009, s. 31]. Bardzo ważnym elementem wniosku rejestracyjnego jest także plan działalności obejmujący trzyletni okres oraz wymogi dotyczące outsourcingu. Konieczność zarejestrowania agencji z jednej strony może pomóc małej agencji w konkurowaniu z dużymi agencjami ratingowymi, z drugiej jednak strony stanowi barierę wejścia na rynek. Wejście na rynek wcale nie jest łatwe. Z raportu ESMA wynika, że w 2015 r. zarejestrowano trzy agencje spośród siedmiu dostarczonych wniosków [ESMA, 2016, s. 10].

Większe nadzieje na wzrost poziomu konkurencji na rynku ocen ratingowych stwarzają nowe agencje ratingowe. W latach 2012–2015 na rynku europejskim liczba agencji ratingowych zwiększyła się o ponad połowę. W 2015 r. na rynku pojawiły się trzy nowe podmioty, co może w przyszłości zaowocować wzrostem poziomu konkurencji. Zgodnie z informacjami udostępnianymi przez ESMA w 2015 r. w Unii Europejskiej było zarejestrowanych 26 agencji ratingowych. Wzrost pod względem liczby nowych podmiotów wygląda imponująco, jednak udziały rynkowe nowych podmiotów są bardzo małe. Łącznie wszystkie nowe agencje miały w 2015 r. udział rynkowy na poziomie 2,5%. Na rynku ocen

ratingowych pojawiły się przedsiębiorstwa z branż pokrewnych. We Włoszech swoje agencje ratingowe założyły np. dwa duże biura informacji kredytowej o zasięgu globalnym. Chodzi tu Cerved i CRIF. Pomimo niewątpliwych przewag tych agencji ratingowych, takich jak powiązanie z silną marką, dostęp do baz danych i modeli ratingowych, agencje te nie zdobyły jak na razie uznania na rynku, co może świadczyć o silnym przywiązaniu emitentów i inwestorów do największych (globalnych) agencji ratingowych. Reasumując, konkurencja między agencjami ratingowymi w Unii Europejskiej jest bardzo słaba. Świadczą o tym wskaźniki koncentracji oraz analiza wybranych barier wejścia na rynek.

3.2. Konkurencja między agencjami ratingowymi a zarządzanie wartością

Niski poziom konkurencji powoduje, że rating jest relatywnie drogi i tylko niewielki odsetek przedsiębiorstw w Polsce posiada oceny nadane przez agencje ratingowe. Podobnie jest w innych krajach unijnych, zwłaszcza środkowoeuropejskich.

O niskim pokryciu ratingiem świadczą dane dla emitentów obligacji korporacyjnych z rynku Catalyst. W segmencie przedsiębiorstw niefinansowych odsetek przedsiębiorstw z ratingiem jest niewielki. Posiadają go tylko więksi emitenci (np. Orlen, Energa). Ta sytuacja niekorzystnie wpływa na rozwój rynku obligacji korporacyjnych w Polsce. Płynność na rynku jest ograniczona, a ryzyko relatywnie wysokie. Polskie przedsiębiorstwa, nie wykorzystując ratingu przy emisji obligacji, tracą szansę na pozyskanie taniej niż konkurenci kapitału pożyczkowego. Tracą też szansę na lepsze relacje z bankami w stosunkach kredytowych i na większą rozpoznawalność na rynku dzięki ratingowi.

Przyczyn niskiego wykorzystania ratingu w Polsce jest wiele. Czynnikiem należy poszukiwać w podejściu inwestorów i organizatorów emisji, często niezainteresowanych większą przejrzystością rynku. Nie wywierają oni presji na emitentów i nie zachęcają do starania się o rating. Emitenci z kolei obawiają się, że nie uzyskają oceny na poziomie inwestycyjnym. Dotyczy to zwłaszcza mniejszych emitentów. Nade wszystko jednak koncentracja rynku to jedna z najważniejszych barier wzrostu znaczenia ratingu jako narzędzia wspierającego zarządzanie wartością przedsiębiorstwa. Powoduje bowiem, że rating jest drogi, a tym samym oferta dostępna jest tylko dla największych emitentów. Dość powiedzieć, że duże agencje ratingowe nie mają oferty skierowanej do mniejszych emitentów. Nie są nawet zainteresowane rozwijaniem tego typu oferty

z uwagi na niską opłacalność nadawania ratingów mniejszym emitentom i duże ryzyko popełnienia błędu w ocenie.

Nadzieje na wzrost konkurencji i większe znaczenie ratingu związane są z rozwojem mniejszych agencji ratingowych. W Polsce w segmencie ratingu przedsiębiorstw funkcjonuje agencja Eurorating, która jednak obecnie swoją działalność skoncentrowała na nadawaniu ratingów bankom, funduszom poręczeniowym i dużym przedsiębiorstwom. Co więcej, ta agencja w przeważającej mierze nadaje ratingi niezamawiane, co oznacza, że nie zarabia na działalności ratingowej.

Rozpowszechnić w Polsce kulturę ratingu wśród polskich przedsiębiorstw miał powołany do życia w 2014 r. Instytut Analiz i Ratingu SA, który jednak nie rozpoczął jeszcze działalności operacyjnej (informacje na koniec lipca 2016 r.).

Tymczasem mniejszym agencjom sprzyjają regulacje unijne w zakresie agencji ratingowych. W rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) [rozporządzenie, 2013, s. 18] zawarto bowiem zapis preferencyjny w stosunku do mniejszych agencji ratingowych. Brzmi on następująco: „Jeżeli emitent lub powiązana z nim strona trzecia zamierza zaangażować co najmniej dwie agencje ratingowe do oceny tej samej emisji lub podmiotu, emitent lub powiązana z nim strona trzecia rozważa zaangażowanie co najmniej jednej agencji kredytowej, której całkowity udział w rynku wynosi nie więcej niż 10% (...)”. W Polsce pojawiły się również zachęty do pozyskiwania ratingu przez emitentów. Dzięki dotacjom unijnym w ramach programu operacyjnego „Inteligentny rozwój” istnieje bowiem możliwość dofinansowania ratingu.

Rozwój mniejszych agencji ratingowych i dopłaty do ratingu powinny sprzyjać większemu wykorzystaniu ratingu w działalności przedsiębiorstw w najbliższych latach, ale przełomu w tym zakresie nie należy oczekiwać. Problem jest złożony i trudny do rozwiązania w krótkim czasie. W opinii autora artykułu zwiększenie roli ratingu wymagałoby wprowadzenia obligatoryjności ratingu wśród emitentów obligacji.

Zakończenie

Europejski rynek ocen ratingowych zdominowany jest przez trzy największe agencje ratingowe. Koncentracja na rynku jest na wysokim poziomie (wskaźnik HHI w 2014 r. wyniósł 3124). Konkurencję ograniczają bariery naturalne i prawne. Szansę na większą konkurencję stwarzają regulacje unijne, które preferują mniejsze agencje. Jednak w perspekty-

wie średniookresowej trudno oczekiwać większych zmian w poziomie konkurencji i koncentracji. Ta ocena pozwala sformułować bardziej ogólną konkluzję, że europejski rynek ocen ratingowych jest w zasadzie kopią sytuacji na rynku globalnym.

Rola ratingu w zarządzaniu wartością polskich przedsiębiorstw jest niewielka, pomimo że rating jest narzędziem pozwalającym na umocnienie pozycji przedsiębiorstwa na rynku pozyskiwania poprzez wpływ na poziom kosztu kapitału i dostępność do rynków finansowych. W przypadku polskich przedsiębiorstw rating może stanowić również ważne narzędzie ekspansji na rynki zagraniczne. Jedną z przyczyn utrudniających szersze wykorzystanie ratingu w zarządzaniu wartością jest niska konkurencja między agencjami ratingowymi i wysoka cena ratingu. Na polskim rynku brakuje również agencji, której działalność koncentrowałaby się w segmencie MSP.

Literatura

1. Becker B., Milbourn T. (2011), *How did increased competition affect credit ratings*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 101, <http://apps.olin.wustl.edu/workingpapers/pdf/2012-01-001.pdf>, dostęp dnia 30.06.2016.
2. Bongard Ch., Möller D., Raimann A., Szadkowski N., Dubejko U. (2007), *Instrumenty ekonomiczne w prawie konkurencji*, Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów, Bonn/Warszawa.
3. Camanho N., Deb P., Liu Z. (2012), *Credit Rating and Competition*, 22nd Australasian Finance and Banking Conference 2009; AFA 2011 Denver Meetings Paper.
4. Caprio G. (2013), *Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions and Infrastructure*, Elsevier Inc.
5. Cichy J. (2013), *Agencje ratingowe w unijnych regulacjach prawnych. Dylematy zasadności ich wprowadzenia*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H, „Oeconomia”, Vol. 47, No. 3, Wydawnictwo UMCS, Lublin.
6. *Competition and choice in the credit rating industry* (2015), ESMA.
7. *Credit Rating Agencies' 2014 market share calculations for the purposes of Article 8d of the CRA Regulation* (2014), ESMA.
8. Darbellay A. (2013), *Regulating Credit Rating Agencies*, Edward Elgar Publishing Limited.
9. Deb P., Manning M., Murphy G., Penalver A., Toth A. (2011), *Whither the credit rating industry?*, „Financial Stability Paper”, No. 9, Bank of England.

10. Deb P., Murphy M. (2009), *Credit Rating Agencies: An Alternative Model*, http://personal.lse.ac.uk/debp/Papers/Ratings_Regulation.pdf, dostęp dnia 30.06.2016.
11. ESMA (2016), *ESMA's supervision of credit rating agencies and trade repositories 2015 annual report and 2016 work plan*, ESMA/2016/234.
12. Ferri G., Liu L.-G., Stiglitz J. E. (1999), *The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from East Asian Crisis*, „Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena SpA”, Vol. 28, No. 3.
13. Flynn S., Ghent A. (2014), *When Low Standards are a Winning Strategy: How Credit Rating Agencies Compete*, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?jsessionid=4325682A3D6EDFD18E0C28B0F6B310D6?doi=10.1.1.637.6669&rep=rep1&type=pdf>, dostęp dnia 30.06.2016.
14. Grabińska B., Grabiński K. (2011), *Agencje ratingowe a kryzys finansowy na rynku subprime*, Zeszyty Naukowe Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego, nr 10.
15. Hackel K. (2010), *Credit Ratings Are Still Important In Determining Stock Valuation*, <http://www.forbes.com/sites/kenhackel/2010/10/04/credit-ratings-are-still-important-in-determining-stock-valuation/#330e5f3bd948>, dostęp dnia 30.06.2016.
16. Kisgen D. J. (2006), *Credit Rating and Capital Structure*, „The Journal of Finance”, Vol. 61, No. 3.
17. Koleśnik J. (2013), *Wpływ agencji ratingowych na bezpieczeństwo systemu bankowego*, „Zarządzanie i Finanse”, nr 1, cz. 2.
18. Kwiatkowska E. M. (2014), *Miary koncentracji – teoria a praktyka ich wykorzystania przez organy regulacyjne na rynkach telekomunikacyjnych*, „Metody Ilościowe w Badaniach Ekonomicznych”, t. 15, nr 3.
19. Langohr H., Langohr P. (2008), *The rating agencies and their credit ratings*, Wiley.
20. Levich R. M., Majnorni G., Reinhart C., *Ratings (2002), Rating Agencies and the Global Financial System*, Springer-Science+Business Media New York.
21. McClintock Ekins E. and Calabria M. A. (2012), *Regulation, Market Structure, and Role of the Credit Rating Agencies*, „Policy Analysis”, No. 704.
22. Michalski B. (2012), *Analiza funkcjonowania agencji credit ratingowych i ich rola w kontekście kryzysu finansowego*, http://www.ism.uni.wroc.pl/sites/ism/art/michalski_analiza_funkcjonowania_agencji_credit_ratin

- gowych_i_ich_rola_w_kontekście_kryzysu_finansowego.pdf, dostęp dnia 30.06.2016.
23. Niedziółka P., *Agencje ratingowe – instytucje wczesnego ostrzegania przed kryzysem czy podmioty destabilizujące rynki finansowe*, http://zif.wzr.pl/pim/2013_2_1_33.pdf, dostęp dnia 30.06.2016.
 24. Pawłowska M. (2005), *Konkurencja i efektywność na polskim rynku bankowym na tle zmian strukturalnych i technologicznych*, Materiały i Studia nr 192, Warszawa.
 25. Pawłowska M. (2014), *Konkurencja w sektorze bankowym: teoria i wyniki empiryczne*, C.H. Beck, Warszawa.
 26. Radomska E. (2012), *Agencje ratingowe – zasady funkcjonowania i źródła krytyki*, „Sztuka Zarządzania”, nr 3–4.
 27. Rhee R. (2014), *On Duopoly and Compensation Games in the Credit Rating Industry*, Northwestern University Law Review, <http://scholarlycommons.law.northwestern.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1031&context=nulr>, dostęp dnia 30.06.2016.
 28. Rogalski M. (2010), *Prawo telekomunikacyjne*, Wolter Kluwer, Warszawa.
 29. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1060/2009 z dnia 16 września 2009 r. w sprawie agencji ratingowych.
 30. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 462/2013 z dnia 21 maja 2013 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych.
 31. Ryan J. (2012), *The Negative Impact of Credit Rating Agencies and proposals for better regulation*, Working Paper FG 1, No. 1, SWP Berlin, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1573035> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1573035>, dostęp dnia 30.06.2016.
 32. *Study on the State of the Credit Rating Market* (2016), European Union.
 33. *Technical Advice. Competition, choice and conflict of interest in the credit rating industry* (2015), ESMA/2015/1472.
 34. Żabińska J. (2013), *Rola i miejsce agencji ratingowych na rynkach finansowych Unii Europejskiej*, Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Studia Ekonomiczne, Innowacje w bankowości i finansach, t. 2, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach.

Streszczenie

Podstawowym celem artykułu była analiza poziomu konkurencji między agencjami ratingowymi w Unii Europejskiej i identyfikacja najważniejszych ba-

rier wzrostu konkurencji. Wskaźnik HHI, który uważa się za powszechnie akceptowaną miarę koncentracji, jest na rynku europejskim są bardzo wysoki, a bariery wejścia stosunkowo silne. Europejski rynek ocen ratingowych jest pod względem poziomu koncentracji bardzo podobny do rynku globalnego.

Sytuacja na europejskim rynku nie sprzyja wzrostowi znaczenia ratingu jako narzędzia zarządzania wartością. Polskie przedsiębiorstwa emitujące obligacje w znikomym stopniu wykorzystują rating w celu obniżenia kosztu kapitału. Zwiększenie poziomu konkurencji i pojawienie się na rynku nowych agencji ratingowych, które oferowałyby rating szerszej grupie przedsiębiorstw po przystępnej cenie, mogłoby przyczynić się do wzrostu znaczenia ratingu w zarządzaniu wartością.

Słowa kluczowe

rating, konkurencja, Unia Europejska

The Competition between credit rating agencies as a factor of growing importance of credit rating in value management of companies (Summary)

The purpose of this article is analysis the level of competition between credit rating agencies in the European Union and barriers of entry. The Herfindahl-Hirschman index (HHI) which is a commonly accepted measure of market concentration is very high. Also barriers of entry are strong. CRA market in Europe in term of the level of concentration is very similar to the global market.

Rating is not important tools among polish companies. Increasing the level of competition and new agencies which would offer a wider group of companies at an affordable price could contribute to the growing importance of ratings in the context of value management.

Keywords

rating, competition, European Union