

AGENCJE RATINGOWE JAKO PRZEDMIOT KRYTYKI W DOBIE KRYZYSU FINANSOWEGO

Wstęp

Agencje ratingowe są to instytucje profesjonalnie zajmujące się wydawaniem ratingów, czyli – z założenia – niezależnych i obiektywnych opinii o wiarygodności kredytowej podmiotów zaciągających dług na rynku, wyrażonych za pomocą symboli³⁰⁹. Działalność tych instytucji na stałe wpisała się we współczesny rynek finansowy i ma wpływ na zachodzące na nim procesy. Jednakże ich praca nie jest wolna od problemów i historia już nie raz pokazała, że instytucje te zawiodły. Nie były w stanie przewidzieć ani kryzysu meksykańskiego w roku 1994, ani kryzysu azjatyckiego w 1997 roku, ani także spektakularnego upadku firmy Enron w grudniu 2001 roku³¹⁰. Natomiast kryzys finansowy, który miał swój początek na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych w 2007 roku, dał świadectwo prawdziwego zagrożenia, jakie płynie z licznych problemów, z którymi borykają się agencje ratingowe.

Niniejszy artykuł ma na celu przedstawienie znaczenia agencji ratingowych na rynku finansowym i przede wszystkim zaprezentowanie podstawowych problemów tych instytucji, a także prób ich przezwyciężenia przez odpowiednie regulacje prawne.

1. Rola agencji ratingowych na rynku finansowym

Działalność agencji ratingowych jest nieodłącznym elementem rynku finansowego. Wyróżnia się dwie przyczyny tego zjawiska. Pierwsza z nich dotyczy możliwości oddziaływania na rynek poprzez prostą i zrozumiałą formę ocen ratingowych, które mogą być odczytane przez każdy podmiot na rynku – nawet nieposiadający specjalistycznej wiedzy w tym zakresie, a co za tym idzie mogą w znaczny sposób wpływać na podejmowane decyzje. Druga natomiast ma związek

³⁰⁸ Praca napisana pod kierunkiem prof. zw. dr hab. Danuty Marciniak-Neider, Instytut Handlu Zagranicznego, Wydział Ekonomiczny Uniwersytetu Gdańskiego.

³⁰⁹ T. T. Kaczmarek, *Zarządzanie ryzykiem handlowym i finansowym dla praktyków*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 1999, s. 50.

³¹⁰ E. Gostomski, *Ocena oceny*, „Gazeta Bankowa” 2009, nr 1, s. 35.

z wizerunkiem agencji jako źródła obiektywnych ocen, więc podmioty będą chętnie korzystać z usług agencji, traktując je jak miarodajne instytucje³¹¹.

Agencje ratingowe pełnią w gospodarce rynkowej trzy podstawowe funkcje: cenotwórczą, marketingową i informacyjną³¹². Funkcja cenotwórcza związana jest z kosztem pozyskania kapitału przez podmioty poddane ocenie ratingowej. Im wyższa ocena, tym niższy koszt, ze względu na niższe ryzyko inwestycyjne³¹³. Istnieje wtedy możliwość, dla podmiotu poszukującego kapitału, porównania kosztów otrzymania oceny ratingowej z oszczędnościami dzięki niej uzyskanymi³¹⁴. Ma to odniesienie zarówno do kosztów emisji instrumentów dłużnych, jak i oprocentowania kredytu w banku, czyli ocena ratingowa jest „podstawą do ustalenia rabatów i narzutów na oprocentowanie podstawowe na rynku finansowym”³¹⁵. Ponadto oceny ratingowe znajdują coraz szersze zastosowanie w postanowieniach umownych, takich jak np.: ograniczenie dostępności kredytu czy zmiany warunków kredytowania³¹⁶. Jednakże w Polsce wysoka ocena ratingowa nie ma wpływu na obniżenie kosztów emisji krótkoterminowych papierów dłużnych, gdyż tylko nieliczna grupa, największych emitentów może pozwolić sobie na kosztowne zlecenie oceny ratingowej, a dodatkowo nie jest to wymagane przy przeprowadzaniu emisji na polskim rynku³¹⁷.

Agencja ratingowa spełnia także funkcję marketingową oddziałując na wizerunek podmiotu ocenianego i jakość kadry nim zarządzającej. Już samo posiadanie oceny ratingowej poprawia wizerunek. Natomiast jej brak można często łączyć z nieumiejętnym kierowaniem przedsiębiorstwem, co jest jednoznacznie negatywnym sygnałem dla potencjalnych inwestorów.

Funkcja informacyjna agencji ratingowej polega na dostarczaniu przez agencje niezależnych, obiektywnych ocen, będących potwierdzeniem sytuacji finansowej danego podmiotu. Taka ocena jest przydatna zarówno dla emitentów do porównania swojej sytuacji z konkurentami na rynku, jak i dla inwestorów przy wyborze

³¹¹ *Komunikat Komisji w sprawie agencji ratingowych*, Dz. U. UE, nr 2006/C 59/02, 11.03.2006.

³¹² B. Lepczyński, *Banki w ocenie agencji ratingowych*, „Bank” 2001, nr 7-8, s. 47.

³¹³ M. Capiga, *Działalność kredytowa monetarnych instytucji finansowych*, Difin, Warszawa 2006, s.199.

³¹⁴ W. Jaworski, *Rating ubezpieczeniowy*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2002, s. 52.

³¹⁵ T. Haile, *Rating i rankingi w bankowości komercyjnej*, [w:] *Funkcjonowanie współczesnego banku*, red. A. Janc, A. Krymarys-Balcerzak, „Bonami” Wydawnictwo, Poznań 2004, s. 277.

³¹⁶ *Komunikat Komisji w sprawie agencji ratingowych*, op.cit.

³¹⁷ S. Antkiewicz, *Krótkoterminowe papiery dłużne*, [w:] *Finanse, bankowości i rynki finansowe*, red. E. Pietrzak, M. Markiewicz, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2006, s. 292.

najkorzystniejszej oferty³¹⁸. Ponadto fakt posiadania ratingu powoduje zwiększenie bazy inwestorów ze względu na większe zaufanie społeczeństwa oraz ma wpływ na ograniczenie możliwości podjęcia przez nich błędnej decyzji³¹⁹.

Występowanie trzech wymienionych funkcji ma związek z dużą niepewnością na międzynarodowym rynku finansowym, gdzie oceny ratingowe pomagają odróżnić wiarygodnych emitentów od tych, z którymi wiąże się większe ryzyko, a także sklasyfikować jakość produktów finansowych.

Mimo iż agencje ratingowe silnie oddziałują na rynek finansowy, to nie ponoszą przy tym ani odpowiedzialności prawnej, ani finansowej za swoje oceny³²⁰. Ocena ratingowa jest tylko formą ochrony inwestora, dostarcza niezbędnych informacji dla niego, ale nie chroni przed stratą ani nie jest gwarancją sukcesu. Dodatkowo agencje zabezpieczają się nawet na wypadek zarzutu o braku aktualności oceny, twierdząc, że „rating jest wiążący jedynie na dzień jego sporządzenia”³²¹.

Warto również dodać, że agencje, opracowując oceny ratingowe, są w posiadaniu poufnych danych o podmiocie zlecającym. Z tego też powodu, w przypadku braku zachowania tajemnicy przez agencje, przekazane przez nią informacje mogą także wywrzeć wpływ na rynek, przynosząc katastrofalne skutki zarówno dla podmiotu ocenianego, jak i dla agencji ratingowej.

Znaczenie agencji ratingowych jest widoczne nie tylko w przedstawionej praktyce gospodarczej, ale także w wymaganiach prawnych. W niektórych państwach istnieje obowiązek posiadania przez emitenta odpowiedniego poziomu wiarygodności kredytowej, aby mógł on sprzedawać określone produkty finansowe³²². Jednym z takich krajów jest Chile, gdzie inwestycje funduszy emerytalnych mają obowiązek posiadać oceny co najmniej dwóch agencji ratingowych. Jednakże taki obowiązek posiadania ocen ratingowych wcale nie musi wiązać się z wysoką jakością pracy agencji, gdyż jeżeli prawo narzuca dolną granicę ratingu, wtedy może dojść do wywierania nacisku na agencję przez emitenta, aby jego emisja była powyżej narzuconego poziomu³²³.

Dodatkowe znaczenie działalności agencji ratingowych otwiera przed nimi Nowa Umowa Kapitałowa (NUK), zgodnie z którą Komitet Bazylejski proponuje,

³¹⁸ M. Capiga, op. cit., s.199.

³¹⁹ T. T. Kaczmarek, op. cit., s. 50-51.

³²⁰ T. Haile, op. cit., s. 277.

³²¹ W. Jaworski, op. cit., s. 48.

³²² *Komunikat Komisji w sprawie agencji ratingowych*, op.cit.

³²³ Ł. Wilkowicz, *Stare i nowe*, [w:] *Raport: Rynek ratingu*, „Gazeta Bankowa” 2003, nr 2, s. 16.

jako jedną z metod oceny ryzyka kredytowego, zwaną metodą standardową, podejście oparte na możliwości „uwzględnienia przy wyznaczaniu wymogów kapitałowych ratingów nadanych przez agencje ratingowe poprzez uzależnienie wag ryzyka przypisywanych należnościom od posiadanego przez klienta ratingu”³²⁴. Wcześniej wagi ryzyka zależały od przynależności danego państwa do OECD, a dzięki NUK oceny ratingowe nabrały nowego znaczenia.

Podsumowując należy stwierdzić, że wpływ wywierany przez agencje ratingowe na rynek finansowy ma korzystny charakter. Dostarczają one inwestorom niezbędnych informacji, standaryzują ryzyko inwestycyjne i zmniejszają koszty pozyskania kapitału.

2. Problemy agencji ratingowych

Po przeanalizowaniu znaczenia, jakie agencje ratingowe odgrywają na rynku finansowym, należałoby się przyjrzeć, czy instytucje te rzeczywiście wypełniają powierzone im funkcje i czy informacja finansowa dostarczana przez nie w formie ratingu jest wiarygodna. Można by przypuszczać, że skoro działalność agencji ratingowych na stałe wpisała się we współczesny rynek finansowy, a dostarczane przez nie ratingi mają wpływ na wiele zjawisk, to nic nie powinno budzić zastrzeżeń. Jednakże istnieje szereg problemów i kwestii spornych dotyczących działalności tych instytucji. Upadek Enronu ujawnił szereg z nich i dał początek licznym dyskusjom. Niestety, wnioski z tego skandalu nie zostały wyciągnięte i kryzys finansowy z lat 2007-2008 dał świadectwo prawdziwego zagrożenia, jakie płynie z licznych problemów funkcjonowania agencji ratingowych.

Kryzys finansowy z lat 2007-2008 miał swój początek na rynku kredytów hipotecznych podwyższonego ryzyka (*subprime mortgages*) w Stanach Zjednoczonych, gdzie niskie stopy procentowe i rosnące ceny nieruchomości doprowadziły do sytuacji, w której banki obniżyły standardy oceny zdolności kredytowej i udzielały kredytów podmiotom, nieposiadającym wystarczających aktywów na ich zabezpieczenie. Później, dzięki procesowi sekurytyzacji, banki emitowały papiery wartościowe zabezpieczone tymi długami, rozpraszając tym samym swoje ryzyko na wielu inwestorów z całego świata. Inwestorzy ci, bazując na

³²⁴ I. Schab, *Ocena ryzyka kredytowego w ramach wewnętrznych systemów ratingowych – charakterystyka podejścia oraz podstawowych wymogów*, „Bezpieczny Bank” 2005, nr 1/26, s. 93. Zobacz także M. Stefański, *Nowe regulacje dotyczące wymagań kapitałowych wobec banków*, Materiały i Studia NBP, Zeszyt nr 212, Warszawa 2006.

wysokich notach ratingowych tych papierów dłużnych, traktowali je jako atrakcyjną inwestycję. Problem pojawił się wtedy, gdy ceny nieruchomości zaczęły spadać, Rezerwa Federalna podniosła stopy procentowe i kredytobiorcy nie byli w stanie spłacać swoich zobowiązań. Wszystko to sprawiło, że wspomniane wcześniej instrumenty dłużne, będące w portfelach banków, okazały się dużo bardziej ryzykowne niż to wynikało z ratingów, co doprowadziło do problemów w całym systemie finansowym.

Z tych też powodów jedną z głównych przyczyn kryzysu finansowego z lat 2007-2008 była „strukturalna słabość procesu wyceny, nadawania ratingu oraz gwarantowania emisji papierów wartościowych zabezpieczonych długiem, w tym również pożyczkami hipotecznymi”³²⁵. Według Komisji Europejskiej agencje ratingowe ponoszą współodpowiedzialność za kryzys, gdyż błędnie wyceniły ryzyko niektórych instrumentów finansowych i z opóźnieniem reagowały w swoich analizach na pogarszającą się sytuację na rynku³²⁶. Mimo iż pierwsze niepokojące sygnały pojawiły się już na początku 2007 roku, to agencje ratingowe zwlekały do pierwszej połowy lipca 2007 roku z obniżeniem ratingów strukturyzowanych papierów wartościowych³²⁷.

Wśród głównych źródeł takiego stanu rzeczy i równocześnie zasadniczych problemów agencji ratingowych należałoby wyróżnić:

- niedopracowaną metodologię wydawania ratingów,
- system wynagrodzeń stosowany w agencjach,
- konflikt interesów,
- oligopol na rynku agencji ratingowych,
- brak odpowiedzialności za wydawane opinie.

Pierwszy z problemów poddaje w wątpliwość stosowaną metodologię wydawania ocen wiarygodności kredytowej. Mianowicie zarzuca się agencjom wydawanie ratingów bazując na zbyt małej liczbie danych, czyli biorąc pod uwagę wyłącznie dane historyczne, zapominając o prawdopodobieństwie zmiany rynkowego trendu, co miało miejsce w przypadku kredytów hipotecznych³²⁸. Ponadto stosują one tę samą metodologię do oceny produktów strukturyzowanych, co do obligacji

³²⁵ B. Bacia, *Standard oceny*, „Gazeta Bankowa” 2008, nr 27, s. 27.

³²⁶ <http://biznes.gazetaprawna.pl>, 01.11.2008.

³²⁷ E. Gostomski, op. cit.

³²⁸ B. Bacia, op. cit.

korporacyjnych³²⁹. Taki sam rating tych dwóch instrumentów finansowych świadczyłby o podobnym rodzaju ryzyka w obydwu przypadkach, identycznej pewności inwestycji i podatności na załamania koniunktury. Jednakże w rzeczywistości występuje znacząca różnica między tymi instrumentami. Mianowicie, rating produktów strukturyzowanych, w momencie załamania sytuacji na rynku, spada o wiele szybciej niż rating obligacji, gdyż papiery te zabezpieczone są różną pulą aktywów o różnej podatności na wahania koniunktury.

Ma to jednak swoje przyczyny w kolejnym zasygnalizowanym powyżej problemie. Dotyczy on systemu wynagradzania agencji. Za wydawane opinie agencja otrzymuje zapłatę od emitentów danego papieru wartościowego, którym zależy na jak najwyższym ratingu dla swojego instrumentu, a nie od inwestorów³³⁰. Warto tutaj podkreślić, że w 2005 roku 90% dochodów agencji pochodziło od emitentów³³¹. Jednakże na początku działalności agencji ratingowych za wydanie ratingu płacił inwestor, a nie emitent³³². Sytuacja uległa zmianie po wielkim kryzysie z 1929 roku, kiedy to agencje nie przewidziały gwałtownych spadków i inwestorzy stracili zainteresowanie ratingami na długie lata. Dopiero od lat siedemdziesiątych XX wieku emitenci płacą za wydanie ratingów.

Kolejne wątpliwości budzi fakt, że klient agencji może odmówić publikacji danego ratingu, jeżeli ocena go nie satysfakcjonuje. Agencja zatem będzie dążyć do wystawienia oceny akceptowalnej przez oceniany podmiot, gdyż zależy jej na utrzymaniu klienta. Taka sytuacja może wzbudzać wątpliwości, co do rzetelności oraz obiektywności dostarczanych przez agencje ratingów. Ma więc tu miejsce konflikt interesów między niezależną oceną ryzyka a chęcią zarabiania na świadczeniu usług wyceny. Jednakże, jak wynika z badań wewnętrznych dokumentów trzech agencji ratingowych (Standard & Poor's, Moody's oraz Fitch), przeprowadzonych przez Komitet Nadzoru Izby Reprezentantów Stanów Zjednoczonych, były one całkowicie świadome konfliktu interesów, w którym biorą udział. Świadczy o tym między innymi prezentacja przygotowana dla dyrektorów agencji Moody's przez Raymonda McDaniela, zarządzającego tą agencją, w październiku 2007 roku. W części poświęconej konfliktowi interesów stwierdził

³²⁹ Ibidem.

³³⁰ P. Łasak, *Uzupełnienie nadzoru*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2007, nr 11/202, s. 83.

³³¹ Y. Fuchita, R. E. Litan, *Financial gatekeepers. Can they protect investors?*, Nomura Institute of Capital Markets Research, Tokyo, Brookings Institution Press, Washington D.C. 2006, s. 69.

³³² Ibidem, s. 5.

on, że wejście na rynek trzeciej agencji, Fitch, spowodowało presję konkurencyjną na rynku, która to wywarła wpływ na spadek jakości ratingów³³³.

Wspomniany konflikt interesów jest potęgowany faktem, iż często agencja oprócz wydawania opinii, świadczy także ocenianemu podmiotowi kosztowne usługi doradcze m.in. w zakresie wyceny emitowanych papierów wartościowych³³⁴. Emitent może czuć się pod presją skorzystania z takich usług oferowanych przez agencje. Jego zdaniem zlecenie usług doradczych podmiotom trzecim może mieć negatywny wpływ na rating emitowanych przez niego papierów. Z drugiej jednak strony emitent może wierzyć, że fakt skorzystania z takich usług w agencji ratingowej może poprawić jego rating. Także agencja może działać pod presją, gdyż jeżeli w przypadku świadczenia usług doradczych wskaże ona, jaki rating otrzyma podmiot zlecający tę usługę po wykonaniu określonych zadań, zmusza to agencję w przyszłości do wystawienia właśnie takiego ratingu³³⁵. Stąd też jednym z zarzutów stawianym agencjom w związku z kryzysem finansowym jest celowe zawyżanie ratingów obligacji hipotecznych, wyemitowanych przez instytucje korzystające z usług doradczych oferowanych przez agencje w procesie sekurytyzacji należności kredytowych³³⁶.

Ponadto problem wywołuje także sytuacja na rynku agencji ratingowych. Mamy bowiem do czynienia z oligopolem, gdzie trzy największe agencje ratingowe (Standard & Poor's, Moody's oraz Fitch) miały w 2007 roku 95% udziału w rynku³³⁷. Natomiast przepisy utrudniają wejście nowych firm, co pozwala tym działającym na rynku prowadzić bardzo dochodowy biznes.

Dodatkowo, wyjątkowo wysokie zyski agencji ratingowych pochodzą także z uregulowań prawnych, które wymagają posiadania ratingów przy niektórych transakcjach na rynku kapitałowym. Jeżeli fakt posiadania ratingu staje się koniecznością, wtedy pojawia się dodatkowy problem braku wartości informacyjnej w wydawanych ocenach. Rating staje się wtedy bardzo wartościowy, ale nie ze względu na posiadanie wartościowych informacji, tylko ze względu na spełnianie wymogów formalnych³³⁸.

³³³ A. Beattie, *Rating agencies 'broke bond of trust'*, „Financial Times” 2008, <http://www.ft.com>, 10.11.2008.

³³⁴ B. Bacia, op. cit.

³³⁵ Y. Fuchita, R. E. Litan, op. cit., s. 70.

³³⁶ E. Gostomski, op. cit.

³³⁷ P. Łasak, op. cit.

³³⁸ Y. Fuchita, R. E. Litan, op. cit., s. 81-82.

Brak konkurencji, oprócz bardzo wysokich cen, jakich żądają agencje za wydanie ratingów, niesie za sobą niską jakość świadczonych usług, o czym najlepiej świadczy przypadek Enronu, czy kryzys finansowy na rynku hipotecznym w USA, kiedy to agencje nie ostrzegły w porę inwestorów o sytuacji na rynku.

Wspominając o dochodowym biznesie, w którym udział biorą agencje ratingowe warto przytoczyć słowa, które w 1996 roku wygłosił amerykański dziennikarz, Thomas Friedman, trzykrotny zdobywca nagrody Pulitzera, komentując siłę i dochodowość agencji. Stwierdził on, że są na świecie dwa supermocarstwa: Stany Zjednoczone i agencja ratingowa Moody's, dodając jeszcze, że czasem nie było pewne, które z nich ma większą siłę³³⁹.

Tabela nr 1

Roczne dochody, zyski operacyjne i zyski netto agencji ratingowej Moody's w latach 2000-2007 w milionach USD

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Dochód	602	797	1 023	1 247	1 438	1 732	2 037	2 259
Zysk operacyjny	288	399	538	663	786	940	1 260	1 131
Zysk netto	159	212	289	364	425	561	754	702

Zródło: Y. Fuchita, R. E. Litan, op. cit., s. 65 oraz <http://finance.yahoo.com>, 09.11.2008.

Należy tutaj podkreślić, że sytuacja finansowa agencji Moody's od 1996 roku uległa znacznej zmianie. Mianowicie w latach 2000-2006 jej roczne dochody, zyski operacyjne i zyski netto rosły, co zostało zaprezentowane w tabeli nr 1. Natomiast w roku 2007 wystąpił spadek zysku operacyjnego i zysku netto, mimo że dochód wzrósł.

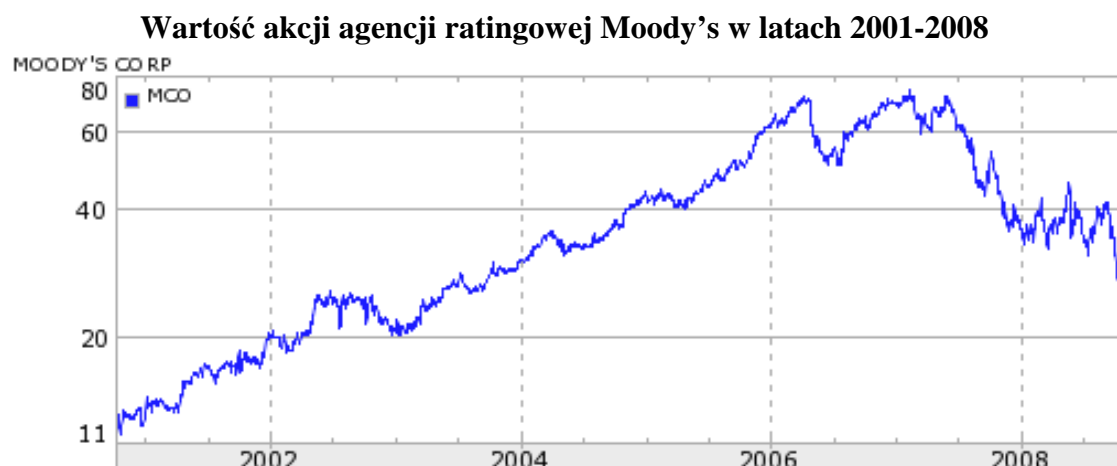
Warto również przyrzeć się wartościom akcji tej samej agencji ratingowej, które zostały przedstawione na rysunku nr 1. Widać tutaj wyraźnie, że do roku 2007 wartość akcji wzrosła znacząco. Wynika z tego, że na rynku mieliśmy do czynienia z paradoksem, gdyż mimo iż agencje ratingowe już nie raz zawiodły (choćby w przypadku skandalu firmy Enron), to ciągle ich wartość rynkowa rosła³⁴⁰. Natomiast rok 2007, ze względu na współodpowiedzialność agencji ratingowych za wybuch kryzysu finansowego i liczne doniesienia o błędach i problemach agencji,

³³⁹ Ibidem, s. 64-65.

³⁴⁰ Y. Fuchita, R. E. Litan, op. cit., s. 60.

zmienił notowania akcji Moody's. Rynek tak wielu informacji nie zdołał przyjąć bez negatywnych konsekwencji dla wartości akcji. Nastąpiło wyraźne odwrócenie trendu i wspomniany wcześniej paradoks przestał mieć miejsce na rynku. Mimo, że takie dane są niedostępne dla Standard & Poor's, gdyż nie jest ona notowana na giełdzie, to przypuszcza się, że wykazywałyby one podobne tendencje.

Rysunek nr 1



Źródło: <http://finance.yahoo.com>, 09.11.2008.

Istotnym problemem dotyczącym agencji ratingowych jest też wspomniany wcześniej brak odpowiedzialności tych instytucji za wydawane przez nie oceny. Zdaniem samym agencji są one dziennikarzami finansowymi i mają prawo wypowiadać swoje opinie i nie ponosić za nie odpowiedzialności zgodnie z pierwszą poprawką do konstytucji Stanów Zjednoczonych, która mówi o wolności słowa. Tymi słowami Rita M. Bolger, główny prawnik Standard & Poor's, tłumaczyła się przed amerykańskim Kongresem, chcąc uniknąć odpowiedzialności finansowej przed inwestorami, których agencje nie uprzedziły o problemach finansowych Enronu³⁴¹. Fakt, że ich opinie chroni pierwsza poprawka dodatkowo zwiększa zyski agencji, gdyż nie muszą one płacić miliardów dolarów ewentualnych odszkodowań nakazanych przez sądy³⁴².

3. Propozycje poprawy jakości pracy agencji ratingowych

Wszystkie powyżej opisane kwestie problemowe, dotyczące wiarygodności ocen dostarczanych przez agencje, skłaniają do właściwego ukształtowania i standaryzacji podstaw funkcjonowania agencji ratingowych. Istnieje szereg sposobów

³⁴¹ A. Piński, op. cit.

³⁴² Y. Fuchita, R. E. Litan, op. cit., s. 66.

poprawy jakości ratingów, poprzez odpowiednie uregulowania prawne działalności agencji ratingowych. Szczególnie głośny skandal Enronu i kryzys finansowy z lat 2007-2008 dały początek licznym regulacjom na całym świecie.

Pierwsze kroki w tym zakresie podjęła Międzynarodowa Organizacja Nadzorców Kapitałowych (*International Organization of Securities Commissions - IOSCO*) opracowując w 2004 roku podstawowe zasady, które powinny być stosowane przez agencje ratingowe niezależnie od ich wielkości, modelu i miejsca działania (*Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, Report of the Technical Committee of IOSCO*). Kodeks ten ma na celu zwiększenie ochrony inwestorów, poprawę poziomu uczciwości, skuteczności i przejrzystości rynku, a także ograniczenie ryzyka systemowego³⁴³. Równocześnie w tym samym okresie liczne agencje ratingowe opracowywały własne wewnętrzne kodeksy postępowania zgodne z tymi opracowanymi przez IOSCO.

Implementacja zasad IOSCO była badana przez Komitet Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych (*The Committee of European Securities Regulators - CESR*) po raz pierwszy w styczniu 2007 roku. Wydany został wtedy roczny raport przygotowany dla Komisji Europejskiej, w którym przeanalizowano stopień zastosowania się poszczególnych agencji do kodeksu IOSCO (*CERS's Report to the European Commission on the compliance of Credit Rating Agencies With the IOSCO Code*). Wynikało z niego, że agencje w znacznym zakresie stosują się do kodeksu. Istnieją tylko niewielkie pola do poprawy. W maju 2008 roku CESR opublikował drugi raport (*CERS's Second Report to the European Commission on the compliance of Credit Rating Agencies With the IOSCO Code and the role of credit rating agencies in structured finance*), z którego wynikał podobny wniosek. Równocześnie znajduje się tam zalecenie dla Komisji Europejskiej dotyczące utworzenia międzynarodowych standardów regulujących rynek agencji ratingowych, a także powołania instytucji monitorującej wdrażanie tych standardów.

Samo stworzenie niewiążącego kodeksu IOSCO było wyrazem przekonania o możliwości samoregulacji rynku agencji ratingowych. Komisja Europejska w swoim komunikacie w sprawie agencji ratingowych z 2006 roku wyraźnie stwierdziła, że „nie zachodzi potrzeba występowania z inicjatywą legislacyjną”³⁴⁴, gdyż regulują tę działalność trzy istniejące dyrektywy o usługach finansowych

³⁴³ Komunikat Komisji w sprawie agencji ratingowych, op. cit.

³⁴⁴ Ibidem.

(dyrektywa w sprawie nadużyć rynkowych, dyrektywa w sprawie wymogów kapitałowych oraz dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych). „Komisja ufa, że te dyrektywy – w połączeniu z uregulowaniami własnymi agencji ratingowych opartymi na nowo przyjętym kodeksie IOSCO – powinny stanowić odpowiedź na wszystkie istotne kwestie problemowe”³⁴⁵.

Stanowisko Komisji Europejskiej zostało zmienione w wyniku kryzysu finansowego z lat 2007-2008, kiedy to stwierdzono, że samoregulacja nie zadziałała, oskarżając agencje ratingowe o współwinie wybuchu kryzysu. Komisja Europejska w 2008 roku wyraziła potrzebę regulacji działalności agencji ratingowych na poziomie Unii Europejskiej³⁴⁶. Został stworzony projekt dyrektywy/regulacji prawnej (*Proposal for a directive/regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies*), który ma na celu właściwe zarządzanie konfliktem interesów, poprawę jakości efektów pracy agencji, zwiększenie przejrzystości rynku, a także ustanowienie nadzoru i standardów tego rynku. W okresie od 31 maja 2008 roku do 5 września 2008 roku był on przedmiotem ogólnodostępnych konsultacji. Przewiduje się jego przyjęcie przed czerwcem 2009 roku.

Wśród rozwiązań zaproponowanych przez Komisję warto wyróżnić przede wszystkim konieczność rejestracji agencji ratingowej, którą zajmowałby się albo organ państwowy, odrębny dla każdego kraju członkowskiego, albo ogólnoeuropejska instytucja. Organy te, oprócz autoryzowania agencji, zajmowałyby się także ich nadzorem. Kolejną kwestią rozpatrywaną w tym dokumencie jest ograniczenie konfliktu interesów poprzez wprowadzenie odpowiednich warunków pracy agencji. Część z nich dotyczy pracowników agencji, którzy m. in. nie mogliby wydać ratingu lub musieliby go wycofać, jeśli istniałaby groźba wystąpienia konfliktu interesów, czyli gdy przychód z wydania tego ratingu stanowiłby ponad 5% rocznych przychodów agencji. Ponadto poziom wynagrodzenia analityków nie może mieć żadnego związku z dochodem związanym z ocenianym przez niego instrumentem lub podmiotem. Wymagana jest także rotacja analityków co cztery lata. Natomiast w celu utrzymania wysokiej jakości ratingów, Komisja wymaga ciągłego i systematycznego uaktualniania metodologii nadawania oceny. Ponadto propozycje zawarte w dokumencie dotyczą także zwiększenia przejrzystości działań agencji poprzez m. in. wymóg ujawniania ratingów i ich zmian, a także

³⁴⁵ Ibidem.

³⁴⁶ <http://europa.eu>, 10.11.2008.

dotatkowe zasady prezentacji ratingów (np. określenie głównego analityka, stosowanej metodologii, źródeł informacji, na podstawie których wydano ocenę, daty, znaczenia, atrybutów i ograniczeń ratingu). Osobne wymagania dotyczą instrumentów strukturyzowanych.

Rozwiązania zaproponowane przez Komisję są zbieżne z zasadami kodeksu IOSCO, z tą tylko różnicą, że po przyjęciu dyrektywy przez państwa wymagane jest jej przestrzeganie, a kodeks jest dobrowolny.

Natomiast w Stanach Zjednoczonych we wrześniu 2006 roku Amerykańska Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (*Securities and Exchange Commission - SEC*) przyjęła ustawę (*Credit Rating Agency Reform Act*), która nakłada na agencje nowe obowiązki informacyjne, aby chronić inwestorów i zwiększyć przejrzystość i konkurencję w tym sektorze rynku. Reformuje ona zasady z 1975 roku przyznawania agencjom tytułu *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* – NRSRO – niezbędnego do prowadzenia działalności³⁴⁷. Ponadto SEC zapowiedział w kwietniu 2008 roku surowsze przepisy regulujące działalność agencji³⁴⁸. Mają one na celu wyeliminowanie konfliktu interesów. SEC w związku z tym proponuje, aby agencje publikowały informacje dotyczące zachowania wycenionych przez nie instrumentów, a także upubliczniały dane o otrzymywanych wynagrodzeniach od klientów³⁴⁹.

Podsumowanie

Wszystkie wyżej przedstawione kwestie problemowe dotyczące działalności agencji ratingowych mają swoje odbicie w wiarygodności i jakości ocen ratingowych przez nie dostarczanych. Opinie wydawane przez te instytucje powinny być godne zaufania i najwyższej jakości. Jednakże, co uwiidocznili kryzys finansowy z lat 2007-2008, informacje te nie spełniają swojej funkcji. Nie są obiektywne, nie przedstawiają rzeczywistej sytuacji ocenianego podmiotu, a także nie są poświadczone niczym dobrym imieniem i odpowiedzialnością. Mimo znaczącej roli, jaką pełnią na rynku finansowym i niemałych kosztów ich opublikowania wydają się być bezwartościowe i niemiarodajne. Z tych też powodów unijny komisarz do spraw wspólnego rynku Charlie McCreevy zaapelował do banków i innych instytucji finansowych, aby przy podejmowaniu decyzji nie opierały się tylko na ratingach, ale również

³⁴⁷ A. Piński, op. cit.

³⁴⁸ B. Bacia, op. cit.

³⁴⁹ *Agencje ratingowe pod pręgierzem*, <http://www.rp.pl>, 01.11.2008.

„wykazały się odpowiednią czujnością w ocenie ryzyka, jakim obarczone są instrumenty finansowe”³⁵⁰.

Kryzys finansowy ponadto pokazał, że wzięcie pod lupę działalności agencji ratingowych i podjęcie próby poprawy jakości oraz wiarygodności efektów ich pracy staje się koniecznością, aby móc przywrócić agencjom ich dobre imię i zaufanie społeczeństwa.

Bibliografia

- 1) Antkiewicz S., *Krótkoterminowe papiery dłużne*, [w:] *Finanse, bankowość i rynki finansowe*, red. E. Pietrzak, M. Markiewicz, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2006.
- 2) Bacia B., *Standard oceny*, „Gazeta Bankowa” 2008, nr 27.
- 3) Beattie A., *Rating agencies ‘broke bond of trust’*, „Financial Times” 2008, <http://www.ft.com>.
- 4) Capiga M., *Działalność kredytowa monetarnych instytucji finansowych*, Difin, Warszawa 2006.
- 5) Financial Times, <http://www.ft.com>.
- 6) Fuchita Y., Litan R. E., *Financial gatekeepers. Can they protect investors?*, Nomura Institute of Capital Markets Research, Tokyo, Brookings Institution Press, Washington D.C. 2006.
- 7) Gazeta Prawna, <http://biznes.gazetaprawna.pl>
- 8) Gostomski E., *Ocena oceny*, „Gazeta Bankowa” 2009, nr 1.
- 9) Haile T., *Rating i rankingi w bankowości komercyjnej*, [w:] *Funkcjonowanie współczesnego banku*, red. A. Janc, A. Krymarys-Balcerzak, „Bonami” Wydawnictwo, Poznań 2004.
- 10) Jaworski W., *Rating ubezpieczeniowy*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2002.
- 11) Kaczmarek T. T., *Zarządzanie ryzykiem handlowym i finansowym dla praktyków*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 1999.
- 12) *Komunikat Komisji w sprawie agencji ratingowych*, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, nr 2006/C 59/02.
- 13) Lepczyński B., *Banki w ocenie agencji ratingowych*, „Bank” 2001, nr 7-8.
- 14) Łasak P., *Uzupełnienie nadzoru*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2007, nr 11/202.

³⁵⁰ <http://biznes.gazetaprawna.pl>, 01.11.2008.

- 15) Portal Unii Europejskiej, <http://europa.eu>.
- 16) Portal Yahoo Finance, <http://finance.yahoo.com>.
- 17) Rzeczpospolita, <http://www.rp.pl>.
- 18) Schab I., *Ocena ryzyka kredytowego w ramach wewnętrznych systemów ratingowych – charakterystyka podejścia oraz podstawowych wymogów*, „Bezpieczny Bank” 2005, nr 1/26.
- 19) Stefański M., *Nowe regulacje dotyczące wymagań kapitałowych wobec banków*, Materiały i Studia NBP, Zeszyt nr 212, Warszawa 2006.
- 20) Wilkowicz Ł., *Stare i nowe*, [w:] *Raport: Rynek ratingu*, „Gazeta Bankowa” 2003, nr 2.