

Adrian Wojtas
Akademia Finansów i Biznesu Vistula – Warszawa

WIARYGODNOŚĆ AGENCJI RATINGOWYCH W DOBIE WZMOŻONEJ KRYTYKI ICH DZIAŁALNOŚCI

Streszczenie

Credit rating jest narzędziem stosowanym obecnie na zmiennym rynku finansowym, niemal wszystkie decyzje inwestorów oparte są na uprzedniej analizie ocen ratingowych, a proces ratingu uwzględniany jest w większości przepisów prawnych dotyczących zasad bezpieczeństwa na rynku finansowym. Specjaliści krytykują jednak nadmierne zaufanie do agencji ratingowych, wskazując na wiele wad i niedoskonałości. Szczególnie w obliczu nadejścia kryzysów zaczęto kwestionować zdolność agencji do formułowania pewnych opinii i zarzucano im m.in. niedostateczny poziom wiedzy, nadmierne i niejasne sformalizowanie. Tymczasem liczba uczestników na rynku stale rośnie, zaś jego struktura ulega coraz większemu skomplikowaniu. Rośnie też jego anonimowość. Wzrasta zadłużenie państw, które chętniej pozyskują środki na rynkach kapitałowych. Na rynku ogólnosiwiatowym wyraźnie przoduje rynek amerykański. To wszystko stworzyło potrzebę ponownej refleksji nad działalnością agencji ratingowych.

Słowa kluczowe: *credit rating*, ocena, wiarygodność, kryzys gospodarczy.

Kody JEL: F36, G01

Wstęp

Wraz z rozwojem globalnego rynku finansowego i stopnia jego skomplikowania coraz większą wagę zaczęto przykładać do bezpieczeństwa inwestowania. Uczestnikami rynku finansowego są rozmaite podmioty, wywodzące się z różnych państw, reprezentujące różne branże i posiadające zróżnicowaną zdolność kredytową. Pojawia się więc problem wiarygodności oferowanego instrumentu finansowego oraz jego emitenta, kluczowa dla inwestora, który podejmując decyzję o inwestowaniu kierują się w dużej mierze zdolnością emitenta do terminowego regulowania powziętych przez niego zobowiązań.

Inwestorzy, chcąc zapewnić sobie opłacalności inwestycji, zaczęli poszukiwać obiektywnych sposobów oceny ryzyka i redukcji. Samodzielne szacowanie ryzyka inwestycyjnego jest dla inwestorów procesem niezwykle czasochłonnym i złożonym, gdyż wymaga wzięcia pod uwagę wielu kryteriów, przetworzenia ogromnej ilości informacji z różnych dziedzin gospodarki, sporządzenia

odpowiednich analiz i ich interpretacji, co pociąga za sobą znaczne podwyższenie kosztów inwestowania. Ten stan rzeczy zrodził potrzebę stworzenia uniwersalnej, obiektywnej, taniej i aktualnej miary poziomu ryzyka inwestycyjnego, która pozwalałaby na szybkie porównanie wiarygodności podmiotów rynku finansowego. Funkcję narzędzia odpowiadającego tym założeniom stanowi *credit rating*, a potrzeba jego stosowania stanowiła genezę powstania wyspecjalizowanych podmiotów zewnętrznych zajmujących się profesjonalną oceną ryzyka inwestycyjnego – agencji *credit ratingu*.

Głównym celem procesu nadawania oceny *credit ratingu* jest uporządkowanie podmiotów – emitentów i ich emisji instrumentów finansowych pod względem ryzyka niewypłacalności. Daje to inwestorom możliwość porównania wiarygodności podmiotów w obrębie danego państwa, także w skali międzynarodowej.

Idealny stan dotyczyłby sytuacji, w której działalność agencji ratingowych i metodologia ich działań pozwalałyby na pewną reakcję w sytuacjach wahań na rynku finansowym tak, by uchronić gospodarkę światową przed niepożądanymi – i jak się okazuje trudnymi do zbadania – skutkami, co miało miejsce w czasie kryzysu lat 2008-2013.

Geneza agencji ratingowych

Historia agencji ratingowych sięga XIX wieku, kiedy w Stanach Zjednoczonych rozwijał się przemysł związany z budową transkontynentalnych kolei i fabryk przemysłu ciężkiego. Zaistniała wówczas potrzeba obiektywnej oceny przez niezależne podmioty zdolności płatniczej spółek emitujących papiery wartościowe w celu pozyskania kapitału na te inwestycje, bowiem transport kolejowy miał strategiczne znaczenie dla funkcjonowania gospodarki (Kalinowski 2009, s. 21-22). Początkowo oceną stanu inwestycji zajmowały się firmy, zwane wywiadowniami gospodarczymi, które określały zdolność kupców do regulowania zobowiązań finansowych. Pierwsza firma tego rodzaju została utworzona w Stanach Zjednoczonych w 1841 r., w odpowiedzi na zaistniały wówczas kryzys zaufania na rynkach.

W 1860 r. H.V. Poor opublikował raport dotyczący sytuacji amerykańskim przewoźników kolejowych. Był to początek agencji Standard&Poor's. Od tej pory tworzyły się i rozwijały agencje, zajmujące się oceną ryzyka związanego z inwestycjami finansowymi i działające w imieniu inwestorów. W 1909 r. rozpoczęła swoją działalność agencja Moody's, a w 1913 r. – agencja Fitch. Instytucje te odnotowały szybki rozwój w latach 30. XX wieku, głównie z powodu kryzysu gospodarczego i krachu giełdowego w 1929 roku.

Po wielkim kryzysie finansowym działalność agencji *credit ratingu* postrzegana była jako remedium zapobiegające wystąpieniu podobnego problemu

w przyszłości. W celu zapewnienia jak największego poziomu bezpieczeństwa oceny *credit ratingu* zostały wprowadzone jako obowiązkowy element regulacji prawnych dotyczących podmiotów ważnych ze względów społeczno-gospodarczych, takich jak banki czy firmy ubezpieczeniowe.

Wraz z rozwojem agencji *credit ratingu* wykształciły się trzy modele ich działania. W początkowej fazie agencje powstawały i funkcjonowały samodzielnie – zarówno te największe, o międzynarodowym zasięgu, jak i małe agencje krajowe, nieliczące się na rynku. W drugim etapie nastąpiły przejęcia i fuzje krajowych agencji przez agencje międzynarodowe, które w ten sposób wchodziły na nowe rynki lokalne. Za kolejny etap można uznać eliminowanie z rynku konkurencyjnych agencji przez agencje międzynarodowe. Te ostatnie często uprzedzają powstanie niewielkich, krajowych agencji wprowadzając wcześniej na lokalny rynek swoje filie.

W obecnej chwili agencje ratingowe są integralną częścią międzynarodowego rynku finansowego. Stanowią pomost pomiędzy emitentami i inwestorami oraz między samymi inwestorami. Są jednym z elementów architektury rynku finansowego, które wspomagają bezpieczeństwo obrotu na tym rynku.

Przedmiot i natura ratingu

Credit rating, dosłownie tłumaczony jest jako rating kredytowy, jednak bardziej poprawnym tłumaczeniem jest rating wiarygodności finansowej (Dziawgo 2012 s. 69). *Credit rating* definiowany jest jako obiektywna, niezależna ocena ryzyka kredytowego podmiotu zaciągającego dług. Określa ona możliwość obsługi zobowiązań płatniczych danego podmiotu i stanowi ocenę przyszłego ryzyka inwestycyjnego związanego z podmiotem – emitentem i instrumentami przez niego wyemitowanymi (Kaczmarek 2002, s. 140). Ocena dokonana w ramach procedur *ratingu* jest wskaźnikiem, który określa stopień zaufania do danego podmiotu. Ocena *ratingowa* jest dynamiczną kategorią dotyczącą przyszłości, w związku z czym, jak każda prognoza, obciążona jest pewnym stopniem niepewności, co stanowi przyczynę tego, że oceny tego samego podmiotu w kilku agencjach ratingowych mogą się między sobą różnić.

Emisjami ocenianymi w ramach *credit rating* są głównie dłużne papiery wartościowe, takie jak: obligacje, polisy ubezpieczeniowe, bony, noty, akcje uprzywilejowane co do płatności dywidendy. Agencje oceniają też niewystandaryzowane instrumenty pochodne, takie jak fundusze inwestycyjne, operacje *forward* czy *swap* i fundusze emerytalne.

Należy przy tym zauważyć, że ocena ratingowa nie jest w żadnej mierze zaleceniem kupna bądź sprzedaży ocenionego papieru wartościowego. Stanowi ona jedynie czynnik pomocniczy w zakresie podejmowania decyzji inwestycyjnej. Mimo to jednak, w świadomości wielu uczestników rynku uznaje się

działalności agencji za swoiste pośrednictwo, niwelujące niebezpieczeństwo niepowodzenia.

Ocena dokonywana w ramach *credit ratingu* uwzględnia analizę wszystkich typów ryzyka związanego z daną inwestycją, która pozwala określić ryzyko niewywiązania się danego emitenta z jego zobowiązań finansowych. Pozwala na szybkie porównanie różnych inwestycji pod względem ryzyka inwestycyjnego i redukuje możliwość podjęcia błędnej decyzji. Głównym celem *credit ratingu* jest uporządkowanie podmiotów i emitowanych przez nie instrumentów finansowych pod względem ryzyka niewypłacalności. W praktyce oznacza to możliwość porównania wiarygodności finansowej podmiotów zarówno w ramach danego państwa, jak również w skali międzynarodowej. Ocenia się, że ok. $\frac{3}{4}$ międzynarodowych przepływów kapitałowych jest dokonywanych w postaci instrumentów, posiadających ocenę *credit rating* (Dziawgo 2012, s. 71). Dzieje się tak dlatego, iż uczestnicy rynku finansowego, zarówno inwestorzy, jak emitenci pragną większego bezpieczeństwa swoich transakcji, które zapewnia zewnętrzna ocena agencji ratingowych. Najbardziej preferowaną sytuacją jest taka, w której dany podmiot lub emisja oceniane są przez więcej niż jedną agencję, w celu zapewnienia jak największego stopnia obiektywizmu oceny. W praktyce obecnie każda nowa emisja wchodzących na rynek papierów dłużnych ma przynajmniej jedną ocenę.

Credit rating ma wiele zalet, tak w ujęciu makroekonomicznym, jak mikroekonomicznym. Przede wszystkim, dając szybki ogłęd aktualnych ocen ryzyka inwestycyjnego i zwiększając bezpieczeństwo inwestowania pobudza rozwój rynku finansowego. Pozwala również ustandaryzować ryzyko inwestycyjne na międzynarodowym rynku finansowym, co pociąga za sobą wzrost rozmiarów rynku dłużnych papierów wartościowych oraz rozwój ich form. Co ważne, *credit rating* znacznie zwiększa bezpieczeństwo transakcji i ogranicza chaos informacyjny na rynku finansowym. Dzięki rozwojowi *credit ratingu* następuje też upowszechnienie transakcji o zasięgu międzynarodowym, wzrasta liczba transakcji zawieranych za pomocą dłużnych papierów wartościowych, a podmioty zyskują możliwość równorzędnego uczestniczenia w międzynarodowym rynku finansowym.

W ujęciu mikroekonomicznym *credit rating* pozwala podmiotom-inwestorom obniżyć koszty inwestowania dzięki ograniczeniu przeprowadzania własnych analiz oraz ułatwieniu dywersyfikacji portfela inwestycyjnego. Emitentowi z kolei ocena ratingowa ułatwia przede wszystkim pozyskanie kapitału poprzez emisję dłużnych papierów wartościowych, gdyż wyższy rating oznacza większą wiarygodność dłużnika. Wysoki *credit rating* pozwala ominąć pośredników w pozyskiwaniu kapitału z rynku, gdyż zamiast brać np. kredyt w banku, emitent może pozyskać kapitał bezpośrednio od inwestorów.

Posiadanie ratingu umożliwia także obniżenie kosztów kredytów bankowych (banki z reguły obniżają oprocentowanie udzielonego kredytu po

podwyższeniu przez emitenta jej *credit ratingu*), oraz oprocentowania nowych emisji obligacji i krótkoterminowych instrumentów finansowych (im wyższa ocena, tym taniej dany podmiot może pożyczać środki z rynku finansowego w formie obligacji i bonów). Wiarygodne podmioty mogą też liczyć na wydłużenie okresu spłaty kredytu handlowego. Wysoki *credit rating* emitenta zwiększa też prawdopodobieństwo sukcesu emisji dłużnych papierów wartościowych (przepisy prawne zobowiązują niektóre instytucje do inwestowania jedynie w bezpieczne papiery wartościowe – wysoko ocenione przez agencje ratingowe). Umożliwia on także efektywne zarządzanie finansami przez jakość, wyrażające się w tym, że firma może dostosowywać do własnych potrzeb dogodnie dla siebie terminy i kwoty środków, których używa w swojej działalności. Emitent posiadający wysoki rating posiada łatwiejszy dostęp do kapitału na międzynarodowym rynku finansowym, umożliwia dywersyfikację źródeł pozyskania kapitału oraz pozwala na potwierdzenie sytuacji finansowej przed akcjonariuszami i pożyczkodawcami.

Wysoki *credit rating* emitenta papierów dłużnych zapewnia również wiele niewymiernych korzyści, takich jak prestiż, wiążący się z dołączeniem do elitarnego grona podmiotów, które nie obawiają się weryfikacji przez niezależnych ekspertów w postaci agencji ratingowych. Posiadanie ratingu stanowi promocję podmiotu na arenie międzynarodowej i pozwala wyróżnić się na tle konkurencji, co przekłada się na ułatwienie kontaktów z kontrahentami zagranicznymi i zachęcenie do inwestycji bezpośrednich, np. na terenie kraju lub gminy charakteryzującej się wysokim ratingiem. Pozytywny rating ma również ogromny wpływ na kształtowanie wizerunku marketingowego danego podmiotu.

Ocena *credit rating* odbywa się na dwóch płaszczyznach: oceniany jest podmiot emitujący instrumenty finansowe, jak i same instrumenty. Obecnie ocenie wiarygodności finansowej poddają się praktycznie wszystkie instytucje finansowe na świecie. Są to przede wszystkim: kraje, szczególnie rozwinięte i rozwijające się (np. Stany Zjednoczone, Niemcy, Japonia), firmy (np. Boeing, Coca-Cola, General Electric, Toyota, Shell, Hewlett-Packard, Bayer, Statoil, Siemens), banki (np. Deutsche Bank, ING Bank, JP Morgan), fundusze inwestycyjne (np. AIG International Money Market Fund, Allianz Global Investors Fund), organizacje międzynarodowe (np. Europejski Bank Centralny, Międzynarodowy Bank Odbudowy i Rozwoju, Unia Europejska), regiony i prowincje (np. Bawaria, Katalonia, Tyrol, Andaluzja), miasta (np. Paryż, Rzym, Oslo, Barcelona), uczelnie wyższe (np. Yale University, Harvard University, Stanford University) czy podmioty użyteczności publicznej (np. szpitale, jak Indiana University Hospital czy Grand River Hospital District).

Początkowo agencje nie pobierały opłat za przyznanie oceny od emitentów. Obecnie jednak, z uwagi na wzrost popytu na szybkie i kompleksowe analizy, koszt nadania *credit ratingu* ponosi zamawiający, czyli emitent. Jest to główny sposób zarabiania pieniędzy przez agencje ratingowe. Koszt dokonania oceny

określa się z reguły jako procent emisji papierów wartościowych, w uwzględnieniu sytuacji emitenta na rynku finansowym, jednak zawsze ustalona jest także kwota minimalna opłaty. Przyjmuje się, że standardowy koszt przyznania oceny ratingowej obligacji to 0,03% ich wartości, nie mniej niż 25 tys. dolarów (Dziawgo 2012, s. 126). Oprócz tego emitent ponosi stałą roczną opłatę za nadzór ze strony agencji, który zapewnia adekwatność oceny w każdym momencie i stały monitoring sytuacji emitenta. Koszt ten jest mało istotny dla dużych przedsiębiorstw, działających aktywnie na rynku międzynarodowym i pozyskujących z niego kapitał, jednak dla małych i średnich firm może stanowić znaczne obciążenie finansowe.

Dla inwestorów i innych uczestników rynku dostęp do samych ocen *credit rating* jest darmowy. Agencje pobierają jednak od nich opłaty za możliwość dostępu do wydawanych przez nie publikacji dotyczących analiz rynku, które ukazują się w postaci książek, gazet i periodyków. Krytycy tego modelu podkreślają możliwość zaistnienia konfliktu interesów, gdyż pojawia się obawa, że płacący za dostęp do ratingów inwestorzy będą próbowali wpływać na publikowane przez agencję analizy.

Regulacje prawne dotyczące *credit ratingu*

Ponieważ *credit rating* zaistniał po raz pierwszy w Stanach Zjednoczonych, tam też pojawiły się pierwsze regulacje prawne.

W celu uregulowania sytuacji agencji ratingowych w 1975 r. Komisja Papierów Wartościowych Stanów Zjednoczonych (US Securities and Exchange Commission – SEC) wprowadziła pojęcie „krajowej statystycznej organizacji kwalifikacyjnej” (Nationally Recognized Statistical Rating Organization – NRSRO). Definicja NRSRO mówi, że są to agencje *credit rating*, których oceny SEC zezwala wykorzystywać innym podmiotom w celach tworzenia regulacji finansowych. Od tej chwili oceny wiarygodności kredytowej miały znaczenie jedynie wtedy, jeśli zostały przyznane przez agencje ratingowe zarejestrowane przez SEC, bądź też organ nadzoru nad rynkiem finansowym w innym państwie. Początkowo na liście NRSRO opublikowanej przez SEC znalazło się siedem agencji ratingowych, w tym trzy największe: Moody’s Investors Service, Standard and Poor’s i Fitch Investors Service.

Wraz z rozwojem rynku finansowego inne agencje również zaczęły starać się o przyznanie przez SEC statusu NRSRO. Komisja, badając możliwość nadania takiego statusu agencji, analizowała dane o źródłach jej finansowania, historii, właścicielach, pracownikach, procedurach stosowanych przy wydaniu oceny czy strategii działania. Nie stworzyła jednak konkretnych procedur i warunków przyznawania statusu NRSRO, uważając, że same podmioty rynkowe (emitenci i inwestorzy) mogą najlepiej ocenić przydatność ratingów danej

agencji dla rynku. SEC położyła więc główny nacisk przy ocenie danej agencji na jej akceptację przez rynek. Komisja stworzyła więc swego rodzaju barierę wejścia agencji ratingowych na rynek, za co jest często krytykowana.

Otrzymanie statusu NRSRO musi zostać poprzedzone szerokim użyciem *credit ratingu* danej agencji przez inwestorów i emitentów. Jednak odbiorcy usług ratingowych wykazują daleko posuniętą niechęć do wykorzystywania ratingów agencji nie znajdującej się na liście NRSRO, gdyż przepisy prawa obligują ich do korzystania z usług agencji dopuszczonych przez państwo. Ta sytuacja powoduje, że SEC oskarżany jest o faworyzowanie tych agencji,

które posiadają statut NRSRO i wpływają na strukturę popytu i płynność rynków papierów wartościowych przy jednoczesnym powoływaniu się na interes społeczno-gospodarczy (Dziawgo 2012, s. 111).

W chwili obecnej na liście NRSRO zarejestrowanej w SEC znajduje się dziesięć agencji (w kolejności alfabetycznej):

1. A.M. Best Company, Inc.,
2. DBRS Ltd.,
3. Egan-Jones Rating Company,
4. Fitch, Inc.,
5. Japan Credit Rating Agency, Ltd.,
6. Kroll Bond Rating Agency, Inc. (f/k/a LACE Financial Corp.),
7. Moody's Investors Service, Inc.,
8. Rating and Investment Information, Inc.,
9. Realpoint LLC,
10. Standard & Poor's Ratings Services¹.

Agencje kryzysowe wobec kryzysu lat 2008-2013

Po okresie dobrej koniunktury na świecie, rok 2008 r. przyniósł początek kryzysu finansowego, który okazał się być dużo poważniejszy w skutkach niż wcześniejsze, krótkotrwałe kryzysy. Wiele czynników wywarło wpływ na wystąpienie kryzysu, wśród których najważniejszemi są: ekspansywna polityka pieniężna, wadliwe finansowe innowacje i rola agencji ratingowych w ich kształtowaniu, upadek handlu, a także różnicę poziomu rozwoju największych gospodarek świata. Nie bez znaczenia było również pojawienie się na rynku innowacyjnych instrumentów finansowych, głównie instrumentów wtórnych i sekurytyzacji, czyli operacji polegającej na zamianie należności (np. z tytułu udzielonych kredytów hipotecyjnych) na dłużne papiery wartościowe, które byłyby zbywalne łatwiej niż klasyczne należności. Rozwój sekurytyzacji doprowadził do zmiany celu polityki kredytów hipotecyjnych – zamiast pragnienia utrzymania portfolio kredytowego, podmioty starały się sprzedać jak

¹ <http://www.sec.gov> [dostęp: luty 2014].

najwięcej papierów dłużnych opartych na kredytach. Ponadto, sekurytyzacja kredytów hipotecznych rozszerzyła się na inne kategorie pożyczek i komercyjne papiery dłużne.

Agencje ratingowe potraktowały nowe, złożone instrumenty finansowe tak, jak traktowały tradycyjne obligacje korporacyjne i tak też je oceniały, nie starając się wycenić poszczególnych elementów portfolio kredytowego, na którym instrumenty te były oparte. Wraz z dynamicznym rozwojem innowacyjnych instrumentów okazało się wręcz, że agencje mogły oceniać emitentów i instrumenty, których specyfiki w pełni nie rozumiały, przez co nieprawidłowo zidentyfikowane były obszary ryzyka danych emisji.

Problematyczne mogły okazać się zbyt bliskie kontakty pracowników oceniających agencji z kadrami zarządzającą i pracownikami ocenianych podmiotów. Agencje rzadko stosują rotację oceniających daną spółkę analityków, uzasadniając to znajomością specyfiki ocenianego podmiotu, może to jednak skutkować zbyt dużym utożsamianiem się oceniającego z ocenianym. Agencje często oferują też własne usługi doradcze dotyczące procesu zarządzania ryzykiem, doradzając emitentom papierów dłużnych, jak należy je konstruować, aby uzyskać wyższą ocenę ratingową. W obu tych przypadkach można dopatrzeć się pewnego konfliktu interesów, gdyż agencja może czuć się zobligowana do wystawienia wyższej oceny podmiotowi, który korzysta z jego usług lub z którym utrzymuje bliskie kontakty.

Brak obiektywizmu agencji ratingowych może być spowodowany również tym, że około 75% dochodów czerpią z opłat pobieranych od ocenianych emitentów, co także może rodzić konflikt interesów. Dowodem może być fakt, że oceny przyznawane nieodpłatnie są z reguły niższe niż przyznawane na zlecenie, a więc za opłatą. Warto zaznaczyć także, że emitenci wytworzyli z czasem praktykę zwaną *rating shopping* – zwracali się do kilku agencji o dokonanie wstępnej oceny ich emisji, po czym zamawiali finalną ocenę w tej, która oceniła ich najlepiej.

Oligopolistyczna pozycja trzech największych agencji w połączeniu z wielkim popytem na ich usługi i całkowity brak odpowiedzialności za skutki ich działań przyczyniły się do obniżenia jakości usług świadczonych przez agencje, a także do generowania błędnych ocen.

W związku z kryzysem finansowym nastąpił jednak znaczny wzrost krytyki agencji ratingowych i oskarżeń o popełnianie przez nie rażących błędów w procesie oceny, które wpływają zarówno na sytuację inwestorów, jak i na możliwość zaciągania przez oceniane kraje zobowiązań finansowych. Krytycy przypominają przypadek Meksyku, który w latach 90. XX w. uważany był za jeden z najpewniejszych wschodzących rynków, mimo iż jego zobowiązania krótkoterminowe opiewały na kwotę 30 mld dolarów, a rezerwy dewizowe – 6 mld dolarów. Agencje ratingowe zwracały jednak uwagę przede wszystkim

na poziom długoterminowego zadłużenia, gdyż twierdziły, że zadłużenie krótkoterminowe będzie zrównoważone przez napływ kapitału zagranicznego.

Krytyczne opinie dotyczące agencji powróciły ze zdwojoną siłą w czasie obecnego kryzysu finansowego. Podobnie negatywne opinie pojawiają się na polu ocen *credit ratingu* nadawanych suwerennym państwom. Jako przykład może posłużyć Grecja, kraj najmocniej w Europie dotknięty kryzysem, którego skutki odczuwa cała Unia Europejska. Zarówno w przypadku Grecji, jak i innych państw z tzw. grupy PIIGS (Portugalia, Włochy, Irlandia, Grecja, Hiszpania), można było zaobserwować również tzw. efekt kaskadowy (*cliff effect*), przejawiający się wpływem decyzji o zmianie ratingu w jednej agencji na decyzje pozostałych. „Wielka trójka” agencji replikowała nawzajem swoje decyzje, a ich oceny przełożyły się z kolei w sposób bezpośredni na decyzje inwestorów, zarówno instytucjonalnych, jak i detalicznych. Jeszcze w 2009 r. trzy największe agencje ratingowe przyznawały greckim obligacjom oceny na bardzo wysokim poziomie (A). Niezależni analitycy podkreślają jednak, że gdyby kierowały się obiektywnymi kryteriami, powinny ocenę obniżyć już na początku XXI w. Prowadzi to rozważenia kontrowersji wokół działań agencji ratingowych.

Kontrowersje wokół działalności agencji ratingowych

Pierwszym podnoszonym zarzutem jest oligopolistyczny charakter rynku agencji ratingowych. Mimo istnienia dużej liczby agencji działających na rynku lokalnym, znaczenie międzynarodowe ma tak naprawdę jedynie tzw. „wielka trójka”, tj. Moody’s Investors Service, Standard and Poor’s Rating Services i Fitch Ratings. Między trzema największymi agencjami nie istnieje znacząca konkurencja cenowa, a jedynie konkurencja, przejawiająca się w poszerzaniu oferty analiz czy raportów, przygotowywanych przez agencje. Przejawem oligopolu jest również homogeniczny charakter oferowanych przez nie produktów o nieznanym procedurze powstawania, z uwzględnieniem odmiennych poziomów wag poszczególnych czynników. Zbyt na produkty agencji zagwarantowany jest występowaniem *credit ratingu* w przepisach prawnych, głównie dotyczących banków, funduszy inwestycyjnych czy towarzystw ubezpieczeniowych, jednak występują bardzo wysokie bariery wejścia na rynek dla nowych agencji. Wynikają one z konieczności zatwierdzenia danej agencji przez komisję nadzoru w poszczególnych krajach, głównie zaś przez amerykańską SEC.

Istnienie zbyt dużej liczby agencji ratingowych na rynku mogłoby spowodować znaczne obniżenie ich rangi, jednak wydaje się, że działanie jedynie trzech opiniotwórczych podmiotów na tym rynku to zdecydowanie za mało. Wątpliwości budzi również ich zbyt silna pozycja rynkowa, wzmocniona dodatkowo wymogiem uzyskania przez agencję statusu NRSRO w Stanach Zjednoczonych.

Status NRSRO, poza „wielką trójką”, posiada siedem innych firm. Aby go uzyskać, należy spełnić wiele wymogów formalnych, które w praktyce są niełatwe do zrealizowania. Ta sytuacja powoduje, że ratingi mniejszych, mniej renomowanych agencji nie są brane pod uwagę przez inwestorów, podczas gdy często bywają one bardziej słuszne niż oceny największych agencji. Za przykład może tu posłużyć upadek banku Lehman Brothers, który zapoczątkował światowy kryzys finansowy, a którego sytuację przed upadkiem największe agencje wciąż oceniały jako bardzo stabilną. Na uwagę zwraca jednak fakt, że mała amerykańska agencja Egan-Jones przyznała bankowi ocenę CCC, jednak rating ten został przez inwestorów zignorowany bądź nie zauważony (Radomska 2014).

Inaczej uważa SEC, która w konieczności rejestracji oraz nadania statusu NRSRO widzi narzędzie wzmacniające rzeczowość i wiarygodność agencji oraz profesjonalizm świadczonych przez nich usług.

Kolejnym poważnym argumentem przeciwko solidności działania agencji jest możliwy konflikt interesów, wynikający z modelu biznesowego agencji: ich głównym źródłem utrzymania są wpłaty od ocenianych podmiotów, nie zaś inwestorów, będących adresatami ocen (tzw. model „*issuer pay*”). Może to rodzić przypuszczenia, że agencje bardziej przychylnie oceniają emitentów, którzy dostarczają im ponadprzeciętnych dochodów.

Na proces nadawania ocen przez agencje może też wpływać ich upolitycznienie, gdyż są one z reguły na różne sposoby powiązane z rządami krajów. Może to rodzić obawę, że agencja uczestnicząca w procesie przygotowania emisji papierów wartościowych w roli konsultanta, może nadać im ocenę wyższą niż wynika to z obiektywnych kryteriów.

Nierzetelność przyznanych ocen może być także pochodną wspomnianej wcześniej nieprzejrzystej metodyki oceniania, stosowanej przez agencje. Osoby trzecie nie mają dostępu do spójnej, kompleksowej metodyki analiz w agencjach, a brak czytelnych kryteriów oceniania może prowadzić do subiektywizmu i nierzetelności w procesie przyznawania ratingu.

W obliczu ostatniego kryzysu powróciły również zarzuty, że agencje z opóźnieniem reagują na zmiany w pozycji ekonomicznej kraju i jego otoczenia, a także na pojawianie się kolejnych faz cyklu koniunkturalnego, co prowadzi do opóźnień w przyznaniu oceny ratingowej. Krytycy podkreślają, że takie działania mogą powodować wydłużenie poszczególnych faz cyklu koniunkturalnego w gospodarce oraz ich pogłębienie w negatywnym aspekcie – inwestorzy reagują na obniżenie oceny ratingowej danej emisji dużo silniej niż na jej podwyższenie.

Istniejące na rynku agencje ratingowe, mające spełniać rolę regulującą i doradczą w stosunku do instytucji rynków finansowych, okazały się nieskuteczne w przypadku kryzysu w warunkach europejskich. Powodem tego jest przede wszystkim fakt, że agencje o największym znaczeniu, czyli Moody's, Standard

and Poor's i Fitch, są instytucjami amerykańskimi, a stosowane przez nich procedury i metody oceny nie przystają do złożonych procesów integracyjnych zachodzących w Europie, jak również na innych kontynentach.

W obliczu powyższych faktów istotne wydaje się powołanie Europejskiej Agencji Ratingowej, która tworzyłaby ratingi na podstawie znajomości europejskiego rynku finansowego i byłaby europejską odpowiedzią na działalność „wielkiej trójki” amerykańskich agencji. Dyskusje na temat jej powołania trwają w Unii Europejskiej od lat, specjaliści zdają sobie bowiem sprawę, że oligopol panujący obecnie na rynku może mieć negatywny wpływ na postrzeganie sytuacji rynków finansowych w Europie.

Przeprowadzone w UE analizy wykazały, że koszt powstania Europejskiej Agencji Ratingowej wyniósłby około 300 mln euro, a proces jej tworzenia mógłby potrwać około roku. Uważa się, że zasadne byłoby oparcie nowych struktur na niemieckich instytucjach finansowych, które posiadają duże doświadczenie w zakresie analizy rynku finansowego.

Wątpliwości budzi również brak znajomości zasad nadawania ratingu przez poszczególne agencje, gdyż nie są one ujawniane z uwagi na tajemnicę handlową. W związku z tym jest bardzo prawdopodobne, że agencje nie stosują przy przyznawaniu ocen tych samych kryteriów i nie nadają tej samej wagi danym czynnikom. Na końcową ocenę oddziałuje również subiektywny czynnik ludzki. Z tych powodów ten sam podmiot lub emisja często uzyskuje w różnych agencjach odmienne oceny. Zjawisko takie określane jest jako „*split ratings*” i nie należy do rzadkości.

Krytycy podkreślają również częste błędy w adekwatności ocen agencji ratingowych. Wprawdzie większość podmiotów posiadających ocenę inwestycyjną nie zaprzestaje spłaty swojego zadłużenia, jednak oceny te są w zasadzie niemożliwe do zweryfikowania dopóki podmiot funkcjonuje na rynku. Zdarzają się jednak przypadki bankructw podmiotów posiadających wysoką ocenę ratingową, co dowodzi, że nie jest ona gwarantem odzyskania długu w terminie. Wiele z tych przypadków odbija się szerokim echem na rynku finansowym i ma ogromny wpływ na jego funkcjonowanie. Przykładem może być amerykańskie przedsiębiorstwo energetyczne Enron, które na cztery dni przed swoim bankructwem posiadało ocenę agencji Standard and Poor's na poziomie inwestycyjnym, mimo iż problemy finansowe koncernu były znane od kilku miesięcy.

Krytycy podnoszą też zarzut braku odpowiedzialności agencji za adekwatność przyznanych ratingów. Uważają się one za część mediów i uzasadniają swoją działalność prawem do wolności słowa. Podkreślają, że publikowane przez nich oceny, raporty i analizy są jedynie opinią, poglądem, którym inwestorzy nie muszą się całkowicie sugerować. Stoi to w wyraźnej sprzeczności z rosnącym wpływem agencji na międzynarodowy rynek finansowy, sankcjonowanym przepisami prawnymi, zarówno krajowymi, jak i międzynarodowymi.

Specjaliści podkreślają też, że samo obniżenie ratingu przez agencję może pogłębiać kryzys. Działa tu mechanizm polegający na tym, iż sama informacja o obniżeniu ratingu, szczególnie w przypadku ratingu kraju, powoduje, że uczestnicy rynku tracą do niego zaufanie, przestają kupować emitowane przez niego obligacje, a wręcz wyzbywają się już posiadanych. Im wyżej agencje oceniają ryzyko obligacji emitowanych przez rząd danego kraju, tym więcej państwo będzie musiało zapłacić za tego rodzaju pożyczkę. W tej sytuacji mniej środków zostanie wydanych na infrastrukturę, zdrowie, edukację czy kulturę w danych państwie, mogą również wzrosnąć podatki.

Jako ilustracja tego prawa służyć może przykład Grecji, której obniżono rating na przełomie 2009 i 2010 r. z A- do BB+, co przyczyniło się do pogłębienia się pułapki zadłużenia, w której kraj ten się znalazł. Podobnie stało się, kiedy w 2011 r. agencja Moody's obniżyła rating Portugalii, považając wiarygodność jej obligacji. Zaowocowało to gwałtownym pozbywaniem się przez inwestorów akcji i obligacji, co pociągnęło za sobą spadek kursu euro.

Jak już wspomniano, problem braku obiektywizmu agencji ratingowych pojawia się także w obliczu faktu, że około 75% ich dochodów pochodzi z opłat uiszczanych przez ocenianych emitentów. Tak duża zależność agencji od ocenianych podmiotów również rodzi przypuszczenie, że może zachodzić tu konflikt interesów.

Agencje ratingowe odpierają zarzuty dotyczące błędów w ich działaniu. Najczęściej stają na stanowisku, że wydawane przez nich ratingi są jedynie opiniami, wydanymi na dany moment analizy, nie dają żadnej gwarancji pewnego długoterminowego ratingu dla danego podmiotu czy emisji. Tłumaczą też, że w przeszłości dłużne papiery wartościowe o wysokich ocenach charakteryzowały się wysoką płynnością i niską zmiennością, a emitentom łatwo było pozyskać nabywców. Obecnie zmienność ta znacznie się zwiększyła, a inwestorzy są dużo bardziej wrażliwi na ryzyko. Uwidacznia się to na przykład w sprzedaży pakietów wielu podobnych papierów wartościowych, kiedy to nawet bardzo mała zmiana postrzegania ryzyka przez inwestorów może mieć wielki wpływ na cenę całego pakietu.

Agencje nie chcą komentować zarzutów dotyczących konfliktu interesów, wpływu na politykę gospodarczą poszczególnych państw ani nieodpowiednich wewnętrznych procedur oceniania. Zarzuty o zbyt silną pozycję rynkową odpierają stwierdzenie, że została przez nie wypracowana przez lata budowania wiarygodności i reputacji.

Podsumowanie

W obecnej chwili największe znaczenie na rynku ma tzw „wielka trójka” agencji ratingowych, czyli Standard and Poor's, Moody's i Fitch Ratings. Wszystkie rozpoczęły swoją działalność na początku XX w., a ich znaczenie

dla rynku finansowym systematycznie wzrasta. Zainteresowanie inwestorów ocenami nadawanymi przez agencje jest tym większe, im większa jest zmienność i niepewność zjawisk w światowej gospodarce. Zjawisko to jest w pełni zrozumiałe, gdyż podstawowym celem ocen *credit rating* jest zminimalizowanie ryzyka inwestycyjnego dotyczącego zarówno emitenta, jak i emitowanych przez niego papierów wartościowych.

Wydaje się, iż agencje ratingowe padły ofiarą „czarnego PR” od momentu wybuchu kryzysu lat 2008-2013. Opinie przez nich wydawane kreują ścieżki polityki inwestycyjnej, jednocześnie są one podmiotami, których w zasadzie nie można pociągnąć do jakiegokolwiek odpowiedzialności za wydawane przez nich prognozy. Niewątpliwie agencje, jako mechanizmy wczesnego działania, w pewnym zakresie zawiodły i nie ostrzegły przed zbliżającym się kryzysem. Wpływ ten jednak był tylko pośredni, zaś samo zjawisko i poszukiwanie jego realnej genezy jest znacznie bardziej skomplikowanym problemem. Coraz bardziej zaawansowane instrumenty finansowe powodują, iż inwestorzy w coraz większym stopniu polegają na ocenach agencji ratingowych.

Zarzutów wobec ratingu może być wiele. Ostatecznie jednak należy zwrócić uwagę, iż rating nie jest wyrocznią. Nie można również sporządzić każdorazowo stuprocentowo pewnych opinii, ani przewidzieć każdego kryzysu, jego skali i natężenia. Opinie agencji ratingowych nie zwalniają z odpowiedzialności. Należy pamiętać, iż korzystają one z danych istniejących powszechnie w obiegu rynkowym – stanowią pewną analizę i dopiero na tej podstawie – stosowną prognozę. Jeśli przykładowo państwa (jak USA czy Grecja) nie przekazywały pewnych informacji na temat swoich zobowiązań kredytowych, to nie zostało to ujęte w analizie ratingowej.

Coraz głośniejsze są idee ich reform. Ich obecność na rynku wydaje się być jednak niezbędna i mimo błędów – nadal pożądana. Mimo zachwiania ich reputacji, nadal cieszą się posłuchem. Przede wszystkim jednak nie stworzono alternatywy, która mogłaby skutecznie zastąpić działalność agencji ratingowych.

Bibliografia

- Dziawgo D. (2012), *Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym*, PWE, Warszawa.
- Elkhoury M. (2008), *Credit rating agencies and their potential impact on developing countries*, United Nations.
- Kaczmarek T.T. (2002), *Zarządzanie ryzykiem handlowym, finansowym, produkcyjnym dla praktyków*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk.
- Kalinowski M. (red.) (2009), *Rynki finansowe w warunkach kryzysu*, CeDeWu.PL Wydawnictwa Fachowe, Warszawa.
- Piech K., Wierus K. (red.) (2012), *Ostatni światowy kryzys finansowy*, Instytut Wiedzy i Innowacji, Warszawa 2012.

- Radomska E. (2014), *Agencje ratingowe – zasady funkcjonowania i źródła krytyki*, Instytut Ekonomii i Zarządzania POU, <http://www.wsz-pou.edu.pl>
- Wiśniewski P. (2011), *Rating suwerena – istota i znaczenie*, „Studia BAS”, nr 4(28).
Rating kredytowy: jak dużo rządu płać za obniżkę oceny wiarygodności?,
<http://www.forsal.pl>
<http://www.sec.gov>

Reliability of Credit Rating Agencies in the Epoch of Intense Criticism of Their Activities

Abstract

Credit rating is the tool currently applied in the volatile financial market; almost all investors' decisions are based on a previous analysis of credit rating opinions, and the process of rating is taken into consideration in most legal regulations concerning the principles of security in the financial market. However, specialists criticise the excessive confidence in the credit rating agencies indicating many defects and imperfections. Particularly in the face of emergence of crises, they started to challenge agencies' ability to formulate reliable opinions and they were accused, *inter alia*, of an insufficient level of knowledge, an excessive and vague formalisation. On the other hand, the number of market players has permanently been increasing, and its structure has been growing more and more complicated. Its anonymity has also been growing. There is growing indebtedness of states which more readily obtain means in the capital markets. The American market is a leader in the global market. All this has created the need for a repeated reflexion on activities carried out by credit rating agencies.

Key words: credit rating, evaluation, reliability, economic crisis.

JEL codes: F36, G01

Artykuł nadesłany do redakcji w marcu 2014 r.

© All right reserved

Afiliacja:

mgr Adrian Wojtas

Akademia Finansów i Biznesu Vistula

Instytut Zarządzania Ryzykiem

ul. Stokłosa 3

02-787 Warszawa

tel.: 22 457 23 00

e-mail: apwojtas@gmail.com