

ROZDZIAŁ IX

PRÓBY ODBUDOWY ZAUFANIA DO AGENCJI RATINGOWYCH

Jedną z przyczyn globalnego kryzysu finansowego było oparcie się instytucji finansowych przy ocenie ryzyka inwestycyjnego na opiniach agencji ratingowych. Rola tych instytucji, począwszy od lat siedemdziesiątych XX wieku, stawała się bardzo istotna, ponieważ od ich opinii uzależniano koszt kapitału, jak również skład portfeli inwestycyjnych banków i innych instytucji finansowych. Błędne oceny ratingowe, przede wszystkim w odniesieniu do instrumentów strukturyzowanych, zagroziły stabilizacji rynków. Banki, firmy ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne oraz inwestorzy indywidualni traktowali oceny ratingowe jako wskazania inwestycyjne, struktury portfeli – głównie banków – były zaś determinowane przez regulatorów rynku zezwalających na zakup instrumentów z ratingiem na poziomie inwestycyjnym. Takie silne uzależnienie rynków finansowych od ratingu spowodowało, że w wyniku niedoszacowania ryzyka uczestnicy rynku finansowego ponosili znaczące straty, skutkujące w wielu przypadkach zagrożeniem stabilności całego sektora finansowego, co z kolei spowodowało długotrwałe osłabienie wzrostu gospodarczego w większości gospodarek świata¹. Z tego też względu od kilku lat nasilają się głosy w Stanach Zjednoczonych i Europie dotyczące konieczności znaczącej reregulacji agencji ratingowych w celu zwiększenia ich wiarygodności oraz odbudowy zaufania inwestorów w procesy ratingowe.

¹ *Principle for Reducing Reliance on CRA Rating*, Financial Stability Board, October 2010, <http://www.fsb.com>; dostęp: 12.10.2015.

9.1. Dysfunkcjonalność rynku ratingu kredytowego

Zapoczątkowana w dwóch pierwszych dekadach XX wieku działalność kredytowych agencji ratingowych (CRA) polegała na sprzedawaniu informacji inwestorom na temat relatywnego ryzyka upadłości emitentów papierów dłużnych². Sprzedaż informacji co do prawdopodobieństwa upadłości emitentów obligacji generowała zasadniczą część dochodów CRA, ten model biznesowy zaś określano jako „inwestor płaci”. W pierwszej połowie lat siedemdziesiątych XX wieku na rynku ratingu wystąpiły istotne zmiany.

Po pierwsze, agencje zaczęły osiągać dochody z tytułu sprzedaży informacji nie inwestorom, lecz emitentom papierów dłużnych, a ich model biznesowy przekształcił się w stronę „emitent płaci”. Ta zmiana skutkowałą pojawieniem się istotnego zarzutu w odniesieniu do CRA związanego z ewidentnym konfliktem interesów na linii agencja ratingowa – emitent – inwestor. Model „emitent płaci” sprawił, że agencje ratingowe były motywowane, by „grać do jednej bramki” z emitentami, podczas gdy powinny działać na rzecz minimalizacji asymetrii informacyjnej, czyli być po stronie inwestorów. Przejrzysta sytuacja, w której korzystający z informacji za nią płaci, została zastąpiona przez relację generującą konflikt interesów. Jest on wywołany tym, że płaćcy jest poddany ocenie, koszty obsługi długu zaś są uzależnione od oceny wystawianej przez agencje ratingowe. Agencje ratingowe to przedsiębiorstwa nastawione na generowanie wartości dla właścicieli. Ten cel jest osiągnięty wtedy, gdy agencja sprzedaje jak najwięcej ratingów za możliwie najwyższą cenę. W warunkach konkurencyjnego rynku cena jest oczywiście rezultatem relacji pomiędzy popytem a podażą usługi lub produktu. Jednak w odniesieniu do ratingu nie mamy do czynienia z tą prawidłowością. Emitenci chcący umieścić emisję papierów dłużnych pragną pozyskać finansowanie przy jak najniższym koszcie. Koszt ten jest uzależniony od jakości wyemitowanego instrumentu oraz wiarygodności emitenta. Te cechy oceniane są przez agencje ratingowe, które badają ryzyko niewypłacalności emitenta. W związku z tym im wyższy rating, tym niższe koszty obsługi, sama zaś cena żądana przez agencje ratingowe od emitentów ma mniejsze znaczenie, ponieważ ewentualne korzyści wynikające z niższych kosztów obsługi długu znacząco przewyższają koszty opłaty za wydanie ratingu. Warto podkreślić, że cena, jaką płać emitenci za rating, zmienia się w zależności od wartości nominalnej emisji, przy czym jej zmiany nie są liniowo powiązane z wartością emisji. Agencje stosują również duże upusty w odniesieniu do aktywnych emitentów. W 2008 roku S&P opublikował informacje o swojej polityce cenowej.

² Nieco więcej informacji na temat historii oraz modelu biznesowego agencji ratingowych można znaleźć w artykule: M. Trojak, A. Szyszko, *Zmiany na rynku ratingu finansowego wywołane globalnym kryzysem finansowym*, „Zeszyty Naukowe WSEI”, Kraków 2013.

Z tego dokumentu wynika, że maksymalna cena za rating w tej agencji nie przekracza 4,25 punktu bazowego, lecz nie może być niższa niż 67,5 tys. dolarów. W takiej sytuacji cele emitentów i agencji ratingowych są powiązane³. Tak więc emitent jest skłonny do „kupowania” ratingu (*rating shopping*), licząc na to, że wyższy rating, niekoniecznie obiektywny, będzie skutkował obniżeniem kosztów obsługi długu⁴. W związku z tym istota funkcjonowania agencji ratingowych jako podmiotów mających na celu minimalizowanie asymetrii informacyjnej może być zaburzona, co w konsekwencji może prowadzić do utraty zaufania inwestorów do procesów ratingowych. Konsekwencją powyższych procesów może być zjawisko inflacji ratingu. Polega ono na tym, że konkurencja pomiędzy agencjami nie ma charakteru cenowego, lecz jakościowy, a na rynku zdominowanym przez trzy duże agencje (Standard & Poor’s, Moody’s i Fitch) dochodzi do obniżenia jakości ratingu⁵.

Po drugie, Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) w Stanach Zjednoczonych po raz pierwszy bezpośrednio powiązała regulacje rynku finansowego z ocenami agencji. Taka legitymizacja pozycji agencji sprawiła, że podmioty te mogą odgrywać istotną rolę na rynkach finansowych nawet wtedy, gdyby utraciły zaufanie inwestorów. Takie administracyjne przeregulowanie rynku umocniło pozycję tzw. Wielkiej Trójki (Fitch, Moody’s i S&P) poprzez zagwarantowanie popytu na usługi agencji. Poniekąd można postawić tezę, że instytucje finansowe są zmuszone do podejmowania działań inwestycyjnych, szacowania ryzyka oraz tworzenia rezerw na podstawie jakości instrumentów dłużnych, przy czym jakość oceniona jest przy wykorzystaniu ratingu (np. regulacje Nowej Umowy Kapitałowej zawarte w tzw. Bazylei II, a także w Bazylei III).

Po trzecie, SEC w sposób administracyjny zmieniła strukturę rynku ratingowego. W 1975 roku ustanowiła nową instytucję na rynku finansowym – „rozpoznawalne ratingowe organizacje statystyczne” (NRSRO)⁶. Rating tylko tych agencji, które zostały uznane za NRSRO, mógł być wykorzystywany przez brokerów i dilerów rynku finansowego do określenia struktury portfela. W skład NRSRO zostały zaliczone wyłącznie: S&P, Moody’s i Fitch⁷. Od tego momentu agencje należące do NRSRO stały się jednymi z najważniejszych

³ B. Becker, T. Milbourn, *How Did Increased Competition Affect Credit Ratings?*, Harvard Business School Working Paper, September 2010, s. 12.

⁴ V. Skreta, L. Veldkamp, *Rating Shopping and Asset Complexity: A Theory of Rating Inflation*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, February 2009.

⁵ B. Becker, T. Milbourn, *op. cit.*, s. 6.

⁶ *Nationally Recognized Statistical Rating Organization*.

⁷ Obecnie w skład NRSRO wchodzi 10 agencji ratingowych, pozycja nowych uczestników tej grupy jest jednak bardzo słaba. S&P, Moody’s i Fitch posiadają ponad 97% rynku. Szerzej na ten temat: *2011 Summary Report of Commission Staff’s Examination of Each National Recognized Statistical Rating Organization*, SEC, 2011, <http://www.sec.org>; dostęp: 17.04.2014, oraz V.V. Acharya, M. Richardson, *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed Sys-*

instytucji globalnego rynku instrumentów dłużnych, rynek zaś zdominowały trzy agencje: Standard & Poor's, Moody's i Fitch. Pozycja trzech wskazanych agencji od tego czasu umacniała się, co było po części wynikiem wzrostu zaufania inwestorów do procesu ratingowego oraz coraz silniejszym powiązaniem regulacji finansowych z ocenami ratingowymi⁸.

Zmiany modelu biznesowego z modelu „inwestor płaci” na „emitent płaci” oraz coraz silniejsze bezpośrednie związki agencji z regulacjami rynku ukształtowały wysoce zoligopolizowany rynek. Ta struktura zaburza funkcjonowanie wolnego rynku i prowadzi do sytuacji, w której sprzedający rating koncentrują się na utrzymaniu *status quo*, a nie na celu rozwoju metod oceny ryzyka bądź obniżaniu cen swoich usług⁹. Krytyka działalności agencji ratingowych dotyczy także innych działań, na przykład:

- Agencje nie godzą się na ponoszenie odpowiedzialności za wydane opinie. Inwestorzy ponoszący straty wynikające z dokonywania inwestycji na podstawie ratingu uważają, że nie dokonywaliby inwestycji, gdyby nie pozytywne oceny płynące od agencji. Agencje ratingowe twierdzą jednak, że rating to ich wewnętrzna opinia, a inwestorzy dokonują inwestycji na własne ryzyko i na własny rachunek. Agencje stoją na stanowisku, że rating jest „opinią” agencji, a zgodnie z I Poprawką do Konstytucji Stanów Zjednoczonych każdy ma prawo do opinii bez obawy przed pozwami cywilnymi i karnymi. Mylne jest więc traktowanie przez inwestorów ratingu jako rekomendacji inwestycyjnej. Agencje nie pobierają opłaty za rekomendacje, lecz za wydawanie opinii¹⁰.
- Niektóre agencje świadczyły usługi doradcze na rzecz emitentów poddawanych ocenie ratingowej. Agencje osiągały dodatkowe dochody, a więc zależało im na długoterminowych relacjach z emitentami, co mogło prowadzić do nadużyć.
- Krytycy funkcjonującego systemu dostrzegają brak jasnych procedur i standardów postępowania w zakresie przyznawania ratingu, co sprzyjało procederowi *rating shoppingu*. Emitenci rywalizowali nie

tem?, John Wiley & Sons, Inc., New York 2009, s. 104, a także dane pochodzące ze strony internetowej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd USA.

⁸ Tylko w USA odnotowano ponad 40 regulacji rynku finansowego sztywnie powiązanych z ocenami agencji ratingowych.

⁹ Część badaczy twierdzi, że monopol byłby bardziej efektywny niż obecna oligopolistyczna struktura, gdyż proces kontroli ze strony państwa byłby skoncentrowany na jednym podmiocie. Szerzej na ten temat: P. Bolton, X. Freixas, J. Shapiro, *The Credit Rating Games*, „The Journal of Finance”, 2012, 67 (1), s. 85–112.

¹⁰ Ten kontrargument jest kwestionowany. W październiku 2012 roku sąd w Australii skazał agencję Standard & Poor's za wydanie ratingów narażających inwestorów na straty, gdyż polegał na opiniach wyspecjalizowanych agencji. W tym dniu kurs spółki MacGraw Hill, właściciela S&P, spadł o 7% na NYSE. Był to wyrok w I instancji, od którego spółka złożyła apelację.

o wiarygodność, lecz o wysoki rating, i byli skłonni ponosić dodatkowe koszty związane z poszukiwaniem najwyższych ocen.

- Część badaczy zjawiska dostrzega negatywne zjawisko procykliczności ratingów. W trakcie koniunktury, a nawet w trakcie napełniania się bańki spekulacyjnej wysokie ratingi skłaniają inwestorów do dokonywania inwestycji, w trakcie dekoniunktury zaś obniżanie ratingów powoduje pogłębianie się problemów emitentów¹¹.

Powyżej wskazana dysfunkcjonalność procesu ratingowego jest uznawana powszechnie za jedną z przyczyn wystąpienia globalnego kryzysu finansowego.

9.2. Ryzyko systemowe a rating finansowy

Nieco ponad dwadzieścia lat po ukształtowaniu oligopolistycznego rynku ratingu zauważono, że działania agencji należących do NRSRO mogą pośrednio lub bezpośrednio prowadzić do wystąpienia poważnych zaburzeń na rynku finansowym i eskalacji ryzyka systemowego. Agencje ratingowe nadużyły zaufania inwestorów w trakcie trwania tzw. kryzysu systemowego w Azji w latach dziewięćdziesiątych XX wieku oraz w przypadku idiosynkratycznych szoków wywołanych spektakularnymi upadłościami Enronu, World Com czy też Lehman Brothers. Kumulacja negatywnych zjawisk oraz związana z tym krytyka agencji ratingowych wiąże się bezpośrednio z wystąpieniem i przebiegiem globalnego kryzysu finansowego. Agencje dokonywały oceny strukturyzowanych papierów dłużnych emitowanych przez banki inwestycyjne. Korzystne ratingi na poziomie inwestycyjnym wspierały sprzedaż tych instrumentów, przez co zasięg geograficzny był ogromny i swoista siła rażenia kryzysu była bardzo dotkliwa. Załamanie cen na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych w połowie 2006 roku sprawiło, że fundamentalna wartość aktywów, na których podstawie emitowano obligacje typu CDO lub CMO, była znacząco niższa niż pierwotnie zakładano. Oceny ratingowe okazały się nazbyt optymistyczne. Warto zaznaczyć, że spośród wszystkich CDO emitowanych pomiędzy 2005 a 2007 rokiem, którym agencja S&P przyznała rating AAA, tylko około 10% utrzymało ten rating, ponad 60% zaś spadło do poziomu poniżej oceny B. Tak więc papiery te straciły status inwestycyjnych na rzecz spekulacyjnych¹². Podobne obniżenie ratingów obserwowano w odniesieniu do emisji obligacji ocenianych przez Moody's i Fitch. Tak ocenione

¹¹ R. Cantor, C. Mann, *Are Corporate Bond Ratings Procyclical? An Update*, Moody's Investor Services, Moody's Global Credit Policy, Special Comment, May 2009.

¹² V.V. Acharya, T.F. Cooley, M. Richardson, I. Walter, *Regulating Wall Street. The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, John Wiley & Sons, Inc., New York 2011, s. 445.

obligacje wypełniły bilanse największych instytucji finansowych. Przykładowo: UBS w okresie od 2005 do 2007 roku zwiększył swoje zaangażowanie w obligacje typu CDO i CMO, posiadające rating AAA, z kwoty 5 mld do ponad 50 mld dolarów. Podobną zmianę struktury portfela można było zaobserwować w odniesieniu do Merrill Lynch. Skala zaangażowania w te aktywa była jeszcze większa w przypadku korporacji Fannie Mae i Freddie Mac (ponad 300 mld dolarów)¹³. Spadki ratingów wywołane kryzysem skutkowały powstaniem ogromnych strat w bilansach instytucji finansowych. Te instytucje nie tworzyły adekwatnych rezerw ani nie posiadały wystarczającego kapitału rezerwowego w odniesieniu do rzeczywistego ryzyka, jakie niesło z sobą nabywanie ustrukturyzowanych aktywów opartych na ryzykownych kredytach hipotecznych.

Systemowa istotność agencji wynika również z tego, że zagrożone upadłością były również takie instytucje finansowe, które nie kupowały instrumentów typu CDO czy CMO. Podmioty takie we właściwy sposób monitorowały na przykład ryzyko kredytowe, lecz nie były w stanie zabezpieczyć się przed zaburzeniami na rynku międzybankowym. W czasie kryzysu naturalne źródło płynności w postaci lokat międzybankowych było w zasadzie niedostępne, a co za tym idzie nawet wiarygodne podmioty nie były w stanie pozyskiwać pieniędzy. Dopiero skonsolidowane akcje banków centralnych były w stanie udroźnić rynek międzybankowy i dzięki interwencji quasi-fiskalnej uchronić stabilność sektora bankowego.

9.3. Dotychczasowe reformy agencji ratingowych

W literaturze przedmiotu spotyka się głosy twierdzące, że winą za wręcz patologiczne usytuowanie agencji ratingowych obarczone powinny być organy regulacyjne w Stanach Zjednoczonych. Już w 1971 roku George J. Stigler stwierdził, że zbyt silna regulacja rynku może doprowadzić do tego, że większe korzyści z regulacji odniosą podmioty regulowane niż społeczeństwo, w którego interesie działać ma regulator¹⁴. Kwestia regulacji agencji ratingowych to zagadnienie poważne, a instytucje regulujące rynki finansowe – głównie w Stanach Zjednoczonych i Europie – próbują znaleźć optymalne rozwiązanie. Przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego w 2007 roku rynek podlegał samoregulacji, a agencje opracowały w 2004 roku Kodeks dobrych praktyk agencji ratingowych. W myśl zapisów tego fakultatywnie stosowanego dokumentu agencje miały podejmować działania mające na celu:

¹³ *Ibidem*, s. 448.

¹⁴ G.J. Stigler, *The Theory of Economic Regulation*, „Bell Journal of Economics and Management Science”, 1971, 6 (2), s. 114–141.

- zapewnienie przejrzystości procedur stosowanych przy opracowywaniu ratingu;
- zapewnienie niezależności agencji i unikanie konfliktu interesów;
- zapewnienie wysokiego poziomu konkurencji i wpływu konkurencji na niezależność agencji.

Praktyka pokazała, że fakultatywna samoregulacja nie zdała egzaminu. Agencje ratingowe w trakcie boomu na rynku kredytów hipotecznych wręcz w ilościach hurtowych przyznawały rating emisjom obligacji typu CDO i CMO opartych na kredytach hipotecznych, które po kilku latach, a nawet miesiącach okazywały się instrumentami śmieciowymi.

Z tego powodu coraz powszechniejszym modelem rynku ratingu finansowego jest „rejestracja i nadzór”¹⁵. W Stanach Zjednoczonych model ten został sformalizowany w 2006 roku Ustawą o reformie agencji ratingowych (*Credit Rating Agency Reform Act*). Ta ustawa nałożyła na SEC obowiązek opracowania standardów i ich weryfikowanie przy aplikowaniu agencji o uznanie za NRSRO. Stworzyło to ramy dla wzrostu konkurencji na rynku ratingowym. Ponadto SEC nałożyła na agencje obowiązek okresowego raportowania. Raporty dotyczą wewnętrznych procedur przyznawania ratingu, konfliktu interesów związanego z przyznawaniem ocen podmiotom powiązanym bądź takim, od których w dużym stopniu zależą dochody agencji. SEC uzyskała również prawo do przeprowadzania kontroli w biurach agencji i podejmowania dyscyplinujących działań względem agencji łamiących prawo. W 2009 roku wdrożono poprawkę do regulacji z 2006 roku. Jej celem było wyeliminowanie negatywnych sytuacji związanych z prowadzeniem przez agencje (lub podmioty z nimi powiązane) działalności doradczej na rzecz instytucji poddanych ocenie ratingowej. Co więcej, nowe regulacje dotyczyły także sposobu ustalania wynagrodzeń agencji i wynikającego z tego potencjalnego konfliktu interesów.

Szeroki zakres regulacji został zawarty w tzw. ustawie Dodd-Franka z 2010 roku o regulacji Wall Street i ochronie konsumentów. W rozdziale IX punkt C tego dokumentu znajduje się stwierdzenie: „Organy państwa powinny zacieśnić proces regulacyjny nad agencjami ratingowymi i odbudować zaufanie inwestorów do procesów ratingowych”¹⁶. Propozycje tej ustawy zakładają wyposażenie SEC w narzędzia oddziaływania na agencje, by te nie dokonywały w przyszłości działań na niekorzyść społeczeństwa. SEC uzyskała możliwość monitorowania procesu ustalania ratingów, tak by był on transparentny. Ponadto ustalono przejrzystą ścieżkę ubiegania się o bycie

¹⁵ N. Amadou, R. Sy, *The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets*, IMF Working Paper, June 2009, s. 25.

¹⁶ V.V. Acharya, T.F. Cooley, M. Richardson, I. Walter, *op. cit.*, s. 453.

uznanym za NRSRO, jak również procedury związane z usuwaniem z tej kategorii agencji uwikłanych w konflikt interesów.

W Unii Europejskiej regulacje agencji ratingowych przed kryzysem były związane przede wszystkim z akceptacją przez Komisję Europejską sposobu samoregulacji zaproponowanej przez same agencje w Kodeksie dobrych praktyk. Istotnym etapem zmiany było przyjęcie założeń tzw. Nowej Umowy Kapitałowej (NUK). Zgodnie z NUK banki uzyskały możliwość szacowania swoich minimalnych wymogów kapitałowych na podstawie ratingu publikowanego przez agencje uznane przez narodowe instytucje nadzorcze. W celu zwiększenia konwergencji Europejski Nadzór Bankowy opublikował listę takich instytucji, czyli *de facto* określił bariery wejścia na rynek. Kryzys wymusił jednak regulacje. Miało to miejsce w 2009 roku. W myśl nowych rozwiązań każda agencja ratingowa, która chce świadczyć usługi w państwach Unii Europejskiej, musi uzyskać licencję od Stowarzyszenia Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych (CESR), a także poddać się nadzorowi zarówno ze strony tej organizacji, jak i krajowych nadzorców finansowych. Nowe regulacje europejskie wykraczają znacząco poza zakres samoregulacji zawarty w Kodeksie dobrych praktyk agencji ratingowych i dotyczą między innymi: zakazu świadczenia usług doradczych, nakazu przejrzystości procedur udzielania ratingu oraz zacieśnienia kontroli wewnętrznej w samych agencjach¹⁷. Dokument z 2009 roku jest przedmiotem prac i ciągle pojawiają się nowe propozycje ze strony Unii Europejskiej, szczególnie wtedy, gdy agencje ratingowe publikują informacje o obniżeniu ratingu krajów: Grecji, Hiszpanii, Portugalii czy Włoch¹⁸. W październiku 2011 roku nie wydano jednak, tak jak planowano, nowej dyrektywy regulującej rynek agencji, co postulują politycy europejscy, nie powołano ponadnarodowej, europejskiej agencji ratingowej. Jak dotąd działania regulatorów nie rozwiązały zasadniczych problemów wynikających z funkcjonowania modelu „emitent płaci”, oligopolistycznej struktury rynku, bezpośredniego powiązania regulacji prawnych z ratingiem czy odpowiedzialności cywilnej agencji za wydane opinie.

9.4. Rekomendacje dla polityki publicznej

Zakres regulacji agencji w Stanach Zjednoczonych i Unii Europejskiej wydaje się dość szeroki, jednak nie doprowadził on – jak dotąd – do wzrostu wiarygodności samego procesu ratingowego. Wyeliminowanie patologii jest procesem długotrwałym i wymaga zarówno działań regulatorów rynku, jak

¹⁷ J. Katz, E. Salinas, C. Stephanou, *Credit Rating Agencies. Crisis Response*, World Bank, 2009.

¹⁸ Por. *A Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council*, amending Regulation (EC) No. 1060/2009 on credit rating agencies, Brussels, November 2011.

i właściwego nadzoru korporacyjnego w samych agencjach. Pomimo wskazanych działań naprawczych wciąż otwarte pozostają pytania o przyszły model działania agencji ratingowych, ich pozycję na rynku finansowym i traktowanie ich jako podmiotów zaufania publicznego.

Zasadniczą kwestią, która wymaga zmiany, jest obowiązujący model biznesowy. Ewidentny konflikt interesów wynikający z faktu, że emitenci płacą za rating, musi zostać wyeliminowany, by inwestorzy ponownie uwierzyli w rating. W pokryzysowych badaniach dominuje pogląd, że powinna zostać powołana niezależna agencja rządowa (Rating Board), która przyjmować będzie zlecenia od emitentów chcących uplasować obligacje na rynku¹⁹. Następnie agencja ta powinna dokonać wyboru agencji ratingowej, która wykonałaby zlecenie. Emitent płaciłby nie bezpośrednio agencji ratingowej, lecz uiszczalby opłatę za rating do agencji rządowej. Taki mechanizm zapobiegłby zjawisku *shopping for rating* oraz eliminowałby niepożądane relacje pomiędzy agencjami ratingowymi a emitentami. Co więcej, scentralizowanie procesu wyboru agencji ratingowej służyłoby rozwojowi samej branży, gdyż konkurencja między agencjami miałaby charakter jakościowy – zlecenia otrzymywałyby te agencje, których metody oceny emitentów byłyby najlepsze. Dzięki temu agencje ratingowe koncentrowałby się na umacnianiu swojej pozycji poprzez rozwój metod pomiaru ryzyka i doskonalenie swojej oferty. Paradoksalnie takie rozwiązanie chroni również agencje ratingowe obawiające się „jazdy na gapę”, gdyż wciąż emitent płaci za rating²⁰.

Zaproponowane rozwiązanie powinno iść w parze z działaniami mającymi na celu osłabienie siły oligopolu na rynku ratingu. Jak wcześniej wspomniano, struktura powstała z powodu powołania w latach siedemdziesiątych XX wieku kategorii NRSRO. Pomimo pewnych działań mających na celu zwiększenie liczebności tej organizacji (obecnie należy do niej 10 agencji), poziom koncentracji jest tak wysoki, że praktycznie nie istnieje konkurencja na rynku ratingu. W związku z tym podaje się w wątpliwość funkcjonujące rozwiązanie. Instytucje regulacyjne w Stanach Zjednoczonych i Unii Europejskiej postulują konieczność wzmocnienia konkurencji, jednak realne działania nie są podejmowane. W związku z tym konieczne staje się zliberalizowanie barier wejścia na ten rynek oraz prowadzenie aktywnych działań promujących korzystanie z usług nie tylko tzw. wielkiej trójki (S&P, Moody's i Fitch). Ponadto w kwestię monitorowania rynku powinny zaangażować się Urzędy Ochrony Konkurencji. Dość radykalną propozycją mogłyby być decyzje dotyczące podziału dominujących podmiotów oraz nasilenie presji

¹⁹ J. Mathis, J. McAndrews, J.Ch. Rochet, *Rating the Raters*, „Journal of Monetary Economics”, 2009, 56, s. 657–674.

²⁰ D. Raboy, *Concept Paper on Credit Rating Agency Incentives*, Congressional Oversight Panel, 9 January 2009.

hamującej konsolidację branży²¹. Unia Europejska i Chiny próbują powołać własne agencje, jednak w tym przypadku istnieje zagrożenie w postaci wpływu na wysokość ratingu przez polityków, co również pomoże prowadzić do patologii.

Kolejnym istotnym problemem jest eliminowanie ścisłego powiązania ratingu z regulacjami. Obecne standardy zarządzania ryzykiem oraz dostępna technologia dają instytucjom finansowym możliwość monitorowania swojej ekspozycji na ryzyko bez konieczności odwoływania się do opinii agencji. Tak więc prace legislacyjne zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Unii Europejskiej powinny iść w kierunku eliminowania z zapisów prawnych bezpośrednich odwołań do opinii agencji ratingowych. Rynek finansowy z całą pewnością poradziłby sobie z takim stanem rzeczy, a ponadto zobligowałby zarządy instytucji finansowych do większej odpowiedzialności i samodyscypliny. Odwołanie się do ratingu daje bowiem kierownictwu tych podmiotów specyficzne wytłumaczenie błędów inwestycyjnych, które mówi, że opierali się na wskazaniach regulatora nakazującego, by na przykład w ich portfelach znajdowały się obligacje posiadające rating na poziomie inwestycyjnym. Kryzys finansowy wykazał niedoskonałość tego podejścia.

9.5. Konkluzje

Kryzys finansowy wykazał dysfunkcjonalność systemu oceny ryzyka kredytowego opartego na opiniach agencji ratingowych. Nie ma chyba przesady w twierdzeniu, że pozycja agencji ratingowych i korzyści, jakie one osiągają, są nieadekwatne do odpowiedzialności, którą ponoszą. Próby samoregulacji branży podejmowane w Stanach Zjednoczonych od 2004 roku okazały się całkowicie nieskuteczne, a społeczeństwa poniosły wysokie koszty wynikające między innymi z błędnych decyzji i nieodpowiedzialności agencji należących do NRSRO.

Działalność regulatorów w Stanach Zjednoczonych i Unii Europejskiej zdąża w dobrym kierunku, jednak konieczne jest podejmowanie radykalnych i brzemiennych w skutki działań mających na celu całkowitą zmianę struktury rynku, modelu biznesowego oraz silnego powiązania aktów prawnych z ocenami agencji ratingowych. W przeciwnym wypadku agencje dostosują się szybko do nieznacznie zmienionych zasad gry, a istota problemu nie zostanie wyeliminowana. Niepokojący jest fakt, że od zakończenia globalnego kryzysu finansowego nie doszło do zmiany zasad funkcjonowania

²¹ Tzw. wielka trójka dysponuje wystarczającymi zasobami kapitałowymi, by przejmować swoich potencjalnych konkurentów. Takie transakcje były obserwowane na rynku agencji ratingowych należących do NRSRO.

oligopolistycznego rynku ratingu kredytowego z dominującą rolą trzech instytucji, funkcjonujących na zasadzie „emitent płaci”, co było jedną z przyczyn wybuchu kryzysu.

Bibliografia

1. *A Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council, amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies*, Brussels, November 2011.
2. Acharya V.V., Richardson M., *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*, John Wiley & Sons, Inc., New York 2009.
3. Acharya V.V., Cooley T.F., Richardson M., Walter I., *Regulating Wall Street. The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, John Wiley & Sons, Inc., New York 2011.
4. Amadou N., Sy R., *The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets*, IMF Working Paper, June 2009.
5. Becker B., Milbourn T., *How Did Increased Competition Affect Credit Ratings?*, Harvard Business School Working Paper, September 2010, s. 12.
6. Bolton P., Freixas X., Shapiro J., *The Credit Rating Games*, „The Journal of Finance”, 2012, 67 (1).
7. Cantor R., Mann C., *Are Corporate Bond Ratings Procyclical? An update*, Moody's Investor Services, Moody's Global Credit Policy, Special Comment, May 2009.
8. Katz J., Salinas E., Stephanou C., *Credit Rating Agencies. Crisis Response*, World Bank, 2009.
9. Mathis J., McAndrews J., Rochet J.Ch., *Rating the Raters*, „Journal of Monetary Economics”, 2009, 56.
10. *Principle for Reducing Reliance on CRA Rating*, Financial Stability Board, October 2010, <http://www.fsb.com>; dostęp: 6.06.2014.
11. Raboy D., *Concept Paper on Credit Rating Agency Incentives*, Congressional Oversight Panel, 9 January 2009.
12. Skreta V., Veldkamp L., *Rating Shopping and Asset Complexity: a Theory of Rating Inflation*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, February 2009.
13. Stigler G.J., *The Theory of Economic Regulation*, „Bell Journal of Economics and Management Science”, 1971, 6 (2), 114–141.
14. Trojak M., Szyszko A., *Zmiany na rynku ratingu finansowego wywołane globalnym kryzysem finansowym*, „Zeszyty Naukowe WSEI”, Kraków 2013.
15. *2011 Summary Report of Commission Staff's Examination of Each National Recognized Statistical Rating Organization*, SEC, 2011.