# ZARZĄDZANIE AGENCJAMI RATINGOWYMI – ZMODYFIKOWANY MODEL EMITENT PŁACI

**Streszczenie**

Celem artykułu jest analiza aktualnych przepisów regulujących działalność agencji ratingowych stosowanych w krajach Unii Europejskiej oraz Stanach Zjednoczonych. Dokonano przeglądu literaturowego dotyczącego aktualnych modeli zarządzania ryzykiem. Następnie zaprezentowano bieżące trendy i propozycje zmian w przepisach. Opisano modele „emitent płaci” i „inwestor – płaci” oraz przedstawiono autorski model zarządzania agencja ratingową przy uwzględnieniu czterech graczy, a mianowicie: inwestora, emitenta, agencji ratingowej oraz instytucji nadzorczej.

**Kody JEL**: G24, G20, K20

**Słowa kluczowe:** agencja ratingowa, credit rating, model „inwestor płaci”, model „emitent płaci”.

# MANAGEMENT OF CREDIT RATING AGENCIES – MODIFIED “ISSUER – PAYS” MODEL

## (Summary)

The basic goal of the article is analyse the current regulations about credit rating agency and their activity in European Union and United States. It has been made a literature review abut actual models of risk management. Then are presented the current trends and propositions of changes in regulations. There have been described models: “issuer pays” and “investor pays” and introduced the original model management agency, taking into account the rating of four players, namely: the investor, issuer, rating agency and supervisory institutions.

**JEL Classification**: G24, G20, K20

**Keywords:** credit rating agency, credit rating, model „investor - pays”, model „issuer - pays”.

**1. Wstęp**

Zbyt późna reakcja agencji ratingowych podczas kryzysu finansowego na zmiany kondycji finansowej emitenta skłoniła instytucje nadzorcze do weryfikacji dotychczasowym przepisów dotyczących agencji ratingowych, lub powołania nowych. W efekcie powstało szereg regulacji i zaleceń w analizowanym zakresie. Jednym z kluczowych problemów stało się jak zmotywować agencje ratingowe do szybszej reakcji na zmianę uwarunkowań finansowych emitentów. Zwrócono uwagę na trzy zjawiska a mianowicie efekt pułapu państwa polegający na tym, iż rating danej instytucji funkcjonującej na jego obszarze nie może być wyższy niż rating państwa. Kolejnym zaobserwowanym zjawiskiem był tzw. efekt klifu, wskutek którego inwestorzy zmniejszają swój portfel w stosunku do dłużnych skarbowych papierów wartościowych, co może doprowadzić do osłabienia stabilności finansowej. Ma on miejsce w wyniku obniżenia ratingu emitenta, najczęściej z inwestycyjnego do spekulacyjnego. Kolejnym zjawiskiem jest efekt domina, w wyniku którego następuje rozlanie negatywnych konsekwencji zmian ratingu państwa lub dużych instytucji na inne rynki lub nawet państwa.

Drugim kluczowym problemem podejmowanym przy ocenie wiarygodności agencji ratingowych stała się analiza, kto powinien płacić za otrzymanie informacji na temat wiarygodności kredytowej, czy powinien być to emitent (model „emitent płaci”), czy inwestor (model „inwestor płaci”), czy też rząd (model „rząd płaci”). Ostatni z analizowanych modeli nie był dotychczas testowany w praktyce, dlatego bezpośrednio nie będzie on przedmiotem badania.

Celem artykułu stała się analiza dotychczasowych regulacji w zakresie zarządzania agencjami ratingowymi oraz odpowiedź na pytanie, który z modeli czy model emitent czy inwestor płaci jest lepszy z punktu widzenia funkcjonowania rynku finansowego. Postawiono hipotezę badawczą: Wprowadzenie regulacji prawnych dotyczących agencji ratingowych oraz credit ratingów poprawia społeczną

Praca składa się z 5 części, wstępu, charakterystyki regulacji dotyczących agencji ratingowych, przeglądu modeli zarządzania agencjami, autorskiego modelu zarządzania oraz zakończenia.

**2. Charakterystyka regulacji dotyczących agencji ratingowych**

Kryzys na rynkach finansowych skłonił nadzorców do utworzenia lub weryfikacji dotychczasowych przepisów w zakresie funkcjonowania agencji ratingowych. Kluczowe zmiany miały miejsce w Unii Europejskiej. W efekcie powołano szereg przepisów prawnych dotyczących funkcjonowania agencji ratingowych, a mianowicie:

* Rozporządzanie delegowane Komisji Europejskiej (UE) 2015/1 z dnia 30 września 2014 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących okresowych sprawozdań o opłatach pobieranych przez agencje ratingowe, na potrzeby bieżącego nadzoru prowadzonego przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych;
* Rozporządzanie delegowane Komisji Europejskiej (UE) z dnia 30 września 2014 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących prezentacji informacji, które agencje ratingowe udostępniają Europejskiemu Urzędowi Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych;
* Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 462/2013 z dnia 21 maja 2013 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych;
* Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 946/2012 z dnia 12 lipca 2012 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 w odniesieniu do przepisów proceduralnych dotyczących grzywien nakładanych na agencje ratingowe przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, w tym przepisów dotyczących prawa do obrony i przepisów tymczasowych;
* Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 272/2012 z dnia 7 lutego 2012 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 w odniesieniu do opłat pobieranych przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych od agencji ratingowych;
* Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 513/2011 z dnia 11 maja 2011 r. dotyczące zmiany rozporządzenia (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych;
* Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 z dnia 16 września 2009 r. w sprawie agencji ratingowych;

oraz dyrektyw i regulacji odnoszących się do stosowania credit ratingów[[1]](#footnote-1).

Działalność agencji ratingowych reguluje Rozporządzenie nr 1060/2009 wraz z późniejszymi zmianami. W najnowszych zaleceniach Komisji Europejskiej zwrócono uwagę na potrzebę indywidualnej oceny ryzyka przez banki centralne. W Rozporządzeniu nr 462/2013 podniesiono kwestię procesu definiowania i oceny nie tylko ratingów kredytowych, ale także ich perspektyw, co powinno pomóc inwestorom analizować ryzyko. Ten sam problem odnosi się również do "watchlist". W krótkiej perspektywie proponuje się ograniczyć i wyeliminować przepisy dotyczące sposobu oceny ryzyka przy wykorzystaniu metody estymacji aktywami ważonymi ryzykiem. Podniesiono również kwestie konfliktu interesów funkcjonowania modelu emitent płaci, w związku z którym agencje ratingowe mogą wystawić ocenę lepszą niż wskazuje na to kondycja emitenta celem zapewnienia długoterminowej współpracy. Regulator podkreślił również konieczność wprowadzenia ustawodawstwa, którego zadaniem jest ograniczenie oligopolu trzech dużych agencji ratingowych. W efekcie wprowadzono konieczność korzystania z usług dwóch lub większej liczby agencji ratingowych, z czego przynajmniej jedna powinna mieć mniej niż 10% całkowitego udziału w rynku. W praktyce obserwuje się efekt "lock in", który wynika z niechęci emitenta do zmiany agencji, ponieważ mogłoby to budzić obawy inwestorów dotyczące wiarygodności kredytowej emitenta. Sposobem na wyeliminowanie tego problemu jest ustalenie maksymalnego okresu współpracy pomiędzy emitentem i agencją (4 lata), oraz możliwości ponownej współpracy. W chwili obecnej przepisy te są stosowane tylko dla resekurytyzacji oraz w przypadku gdy przynajmniej cztery agencje biorą udział w procesie oceny ryzyka. Zdefiniowano również małe agencje ratingowe. Konieczność rotacji w zakresie współpracy pomiędzy agencjami ratingowymi może zwiększyć konkurencyjność rynku i obniżyć bariery wejścia. W Rozporządzeniu nr 462/2013 zwrócono uwagę na możliwość występowania konfliktu interesów pomiędzy agencjami, ich pracownikami i właścicielami. Stąd nadzorca wprowadza następujące ograniczenia: w przypadku gdy akcjonariusz lub wspólnik posiadający 10% praw głosu w tej agencji jest także inwestorem, członkiem zarządu lub rady nadzorczej ocenianego podmiotu, agencja ratingowa powinna powstrzymać się od wystawiania ratingów kredytowych. Jeżeli akcjonariusz lub wspólnik posiadający co najmniej 5% praw głosu agencji ratingowej zainwestował lub jest związany z ocenianym podmiotem, opinia publiczna powinna być o tym informowana. Agencje ratingowe są również zobowiązane do przygotowania procedur kontroli wewnętrznej. Zobligowane są również do wysłania do Europejskiego Organu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) metodologii procesu oceny. W Rozporządzeniu nr 462/2013 podniesiono kwestię również Europejskiej Platformy Ratingowej, której podstawowym celem jest zebranie informacji o ratingach kredytowych. Ustalono również odpowiedzialność agencji ratingowych za naruszenie przepisów Rozporządzenia nr 1060/2009.

Kolejnym problemem poruszonym w Rozporządzeniu nr 462/2013 jest wartość opłat pobieranych przez agencje ratingowe. Agencje powinny poinformować Komisję Europejską o wartości opłat pobranych od danego emitenta. Wspomniane opłaty muszą być odpowiednie do kosztów. Komisja zamierza również opracować europejską ocenę zdolności kredytowej, aby umożliwić inwestorom dokonanie bezstronnej i obiektywnej oceny wiarygodności kredytowej państw członkowskich, biorąc pod uwagę ich specyfikę rozwoju gospodarczego i społecznego.

W Rozporządzeniu 462/2013 podniesiono kwestię informowania emitenta o zmianie ratingu, celem odniesienia się przez niego do nadawanej oceny. Agencja ratingowa jest zobowiązana do przekazania takiej informacji co najmniej dwanaście godzin przed zmianą ratingu kredytowego. Lista osób uprawnionych do otrzymania takich danych powinna być ograniczona oraz wyraźnie określona przez oceniany podmiot. Wspomnianego termin nie stosuje się do czasu wolnego od pracy. Zmiany oceny mają miejsce dopiero po zakończeniu dnia roboczego systemów obrotu mających siedzibę w Unii Europejskiej lub na co najmniej godzinę przed ich otwarciem. Na koniec grudnia agencje przedstawiają swoje plany na następny rok z datami publikacji ratingów. Wspomniane terminy zmian powinny mieć miejsce zawsze w piątki. Dla niezamówionych ratingów liczba publikacji jest ograniczona od dwóch do trzech. Agencje ratingowe powinny również informować w komunikatach prasowych na temat podstawowych czynników wpływających na decyzję o zmianach not ocenianych podmiotów.

Agencje ratingowe muszą przechodzić proces certyfikacji. Rozporządzenie nakłada nr 2015/1 na nie obowiązek informowania ESMA o zmianach w opłatach pobieranych od ocenianych podmiotów. Agencje zgłaszają następujące dokumenty: politykę cenową, politykę opłat, opłaty związane z modelami cenowymi „emitent - płaci” i „inwestor – płaci”. O zmianach w polityce opłat należy poinformować w ciągu 30 dni. W art. 2 wymienione są elementy polityki cenowej[[2]](#footnote-2). Wspomniane dokumenty powinny być wysyłane co roku do końca marca.

Analiza przedstawiona w poniższej tabeli wskazuje, że najbardziej kompleksowy zestaw reform został wdrożony w Stanach Zjednoczonych (zostały wdrożone Reforma z Section 939A Dodd-Frank Wall Street Reform i Consumer Protection Act 2010 (DFA)). Zostały usunięte wytyczne odnoszące się do polegania na ratingach kredytowych. W Unii Europejskiej, w artykułach 5a i 5b Rozporządzenia 462/2013, zakłada się, że przepisy polegające wyłącznie na ratingach kredytowych mają zostać usunięte do dnia 1 stycznia 2020. Nałożony został obowiązek powołania alternatywnych metod oceny ryzyka. W Stanach Zjednoczonych zaproponowano wykorzystanie klasyfikacji oceny ryzyka OECD, jako bazy do nowych wymogów kapitałowych opartych na ryzyku dla instytucji finansowych. Druga grupa zmian odnosi się do zniesienia oligopolu trzech największych agencji ratingowych. W rezultacie Komisja Europejska zaproponowała, aby wzmocnić siłę mniejszych agencji ratingowych, za pomocą integracyjnej lub kooperacyjnej sieci współpracy. Po konsultacji z zainteresowanymi stronami okazało się, że żadna z wymienionych form nie spotkała się z zainteresowaniem agencji ratingowych. Podkreślono potrzebę współpracy w postaci forum lub dialogu z Komisją Europejską w celu omówienia problemów rynku agencji ratingowych (Komisja Europejska 2013).

W artykule przedstawiono zmiany w procesie oceny ratingowej ważne z punktu widzenia banków centralnych oraz sektora bankowego. Korzystanie z ratingów kredytowych zależy ściśle od wielkości i stopnia złożoności działalności banku. W rozwiniętych gospodarczo krajach banki zwykle używają zaawansowanych metod ratingów wewnętrznych do ustalenia aktywów ważonych ryzykiem. Na rynkach wschodzących stosowane są podstawowe metody ratingów wewnętrznych. Niektóre krajowe organy nadzoru zaproponowały alternatywne metody do ratingów kredytowych. Model francuski opiera się na wykorzystaniu ratingów kredytowych banku centralnego dla instytucji niefinansowych, jako punkt odniesienia dla celów kapitału regulacyjnego. W Stanach Zjednoczonych, broker podejmując decyzję o inwestycji w papiery komercyjne, dług niezamienny i akcje uprzywilejowane bierze pod uwagę następującą listę czynników: spready kredytowe, badania związane z papierami wartościowymi, wewnętrzne lub zewnętrzne oceny ryzyka, statystyki upadłości, indeks priorytetów, ceny, krzywą rentowności, okres, wolumen i czynniki specyficznych klas aktywów (Komitet Stabilności Finansowej 2014). Wśród alternatywnych metod należą:

* ocena ryzyka stopy procentowej opartej na pomiarze ryzyka wynikającego ze zmian w wartości bieżącej przyszłych przepływów pieniężnych z obrotu instrumentami trzymanymi na książce handlowej, przy uwzględnieniu zmian stóp procentowych;
* ocena ryzyka spreadu kredytowego pozycji sekurytyzowanych za pomocą metody, która odróżnia kategorie ryzyka od jakości kredytowej bez wyraźnego odniesienia do ocen agencji ratingowych.

Komitet Bazylejski stwierdził, że niemożliwym jest wykluczenie agencji ratingowych, ze względu na ich dotychczasowe doświadczenie. Niemniej jednak opublikował niedawno wytyczne rynkowe, które mogą być wykorzystywane przez organy nadzoru w celu zmniejszenia nadmiernego polegania na ratingach. Ratingi kredytowe powinny być przyjęte jako czynnik zdefiniowania aktywów płynnych do wskaźnika pokrycia płynności (LCR).

Kolejne zmiany odnoszą się do działalności banków centralnych. Prawie wszystkie banki centralne wykorzystują ratingi kredytowe do analizy ryzyka związanego z papierami wartościowymi, emitentami i kontrahentami, ale poziom ich aktywności jest zróżnicowany. Banki centralne mają tendencję do częstszego polegania na ocenie agencji ratingowych, gdy minimalne wymagania credit ratingów są zazwyczaj wymienione zgodnie z wytycznymi jako jedno z kryteriów kwalifikujących je do aktywów zabezpieczających zarządzania rezerwami walutowymi. Oceny agencji ratingowych są istotniejsze w przypadku stosowania szerszego zestawu zabezpieczeń. W niektórych przypadkach polegają na ratingach kredytowych jako wstępnej metodzie oceny ryzyka.

Tabela 1. Zmiany w regulacjach dotyczących agencji ratingowych w Unii Europejskiej oraz Stanach Zjednoczonych.

| ***Przepisy*** | ***Alternatywne metody*** | ***Wewnętrzny proces oceny*** | ***Adekwatność przepisów rynkowych*** | ***Organ nadzorczy*** | ***Zakres czasu*** |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **UNIA EUROPEJSKA** | | | | | |
| Bank centralny | | | | | |
|  | • European Credit Assessment Framowork (ECAF) określa procedury, zasady i techniki dla podmiotów w celu oceny ryzyka, która może być wykorzystywana przez narodowe banki centralne (NCB) i agencje ratingowe.  • Zmieniono zasady kwalifikowalności ABS przez wprowadzenie wymogów dotyczących poziomu kredytów.  • NBC tworzą wewnętrzne systemy oceny ryzyka dla instytucji niefinansowych.  • stosowanie ocen agencji ratingowych w kontekście ECAF. | • Dane dotyczące poziomu kredytów w związku z ABS podnoszą przejrzystość.  • Wewnętrzny system oceny kredytowej  (ICAS) podnosi jakość oceny Instytucji niefinansowych i pozwala na ocenę wewnętrzną. |  | EBC, ESBC | Najbliższe 2 lata |
| Sektor bankowy | | | | | |
| CRA III zobowiązuje Komisję Europejską (w oparciu o doradztwo techniczne z ESMA) do złożenia sprawozdania Parlamentowi Europejskiemu i Radzie w sprawie działań podjętych w odniesieniu do usunięcia stosowania ratingów kredytowych, które powodują mechaniczne poleganie na nadawanej ocenie lub alternatywnych narzędzi, aby umożliwić inwestorom własną ocenę ryzyka emitentów i instrumentów finansowych; w celu usunięcia wszelkich odniesień do ratingów kredytowych w zakresie regulacji w prawie Unii do dnia 1 stycznia 2020, z zastrzeżeniem wdrożenia i określenia odpowiednich alternatyw.  EBA będzie przygotowywać półroczny raport na temat zmian w krajowych przepisach krajowych i realizacji Zasad FSB, aby zmniejszyć zależność od ratingów kredytowych. | Komisja przygotowuje raport o alternatywnych narzędziach, aby umożliwić  Inwestorom samodzielną ocenę ryzyka kredytowego emitentów i instrumentów finansowych, które powinny być stosowane alternatywnie przez sektor bankowy. |  | Komisja powinna do kwietnia 2015 roku po konsultacjach z EBA sporządzić raport o benchmarkach dla wewnętrznych modeli. | Komisja Europejska | Raport do końca 2015 roku |
| **STANY ZJEDNOCZONE** | | | | | |
| Bank centralny | | | | | |
| • Brak credit ratingów przy realizowaniu operacji otwartego rynku  • Credit ratingi wykorzystywane są do określenia kwalifikowalności zabezpieczenia papierów wartościowych w ramach okna dyskontowego lub oceny ryzyka systemu płatniczego.  • Credit ratingi są jednym elementów branych pod uwagę przy ocenie kwalifikowalności zagranicznych kontrahentów. |  | System Rezerwy Federalnej nie zmierza zaprzestać wykorzystywania credit ratingów. Kontynuowany rozwój systemu wewnętrznych ratingów. |  |  | Brak terminu |
| Sektor bankowy | | | | | |
| FDIC zrewidował zasady oceny gwarantowania depozytów poprzez usunięcie odniesień do ratingów kredytowych. | • W przepisach wykonawczych Bazylea III wymagano aby instytucje uwzględniały okoliczności nadawania zewnętrznych ratingów z należytą starannością i przeprowadzały dodatkowe analizy przy uwzględnieniu profilu ryzyka instytucji oraz od wielkości i złożoności instrumentu.  • OCC wydala wytyczne bankom oraz instytucjom oszczędnościowym do oceny ryzyka kredytowego przy zachowaniu należytej staranności.  • FIDIC przyjął podobne rozwiązania dotyczące regulacji inwestycji w korporacyjne dłużne papiery wartościowe państwowych stowarzyszeń oszczędnościowych, zgodnie z sekcją 939a) Frank Act Dodd. |  |  |  |  |

Źródło: opracowanie własne.

Przeprowadzony przegląd przepisów prawnych dotyczący rynku agencji ratingowych oraz not przez nie nadawanych ma na celu zaostrzenie nadzoru i uregulowanie działalności wspomnianych podmiotów.

**3. Przegląd modeli zarządzania agencjami ratingowymi**

Głównym czynnikiem branym pod uwagę przy analizie postępowania agencji ratingowych i nadawanych przez nie ratingów był brak wystarczająco szybkiej reakcji ze strony agencji na zmiany uwarunkowań ekonomicznych krajów i ocenianych podmiotów. Jak zostało przedstawione w poprzedniej części badania wprowadzono szereg regulacji warunkujących funkcjonowanie rynku agencji ratingowych. Głównym celem organów nadzorujących stało się zaostrzenie przepisów dotyczących credit ratingów. Jednym z powodów wskazywanych wówczas był model płatności agencji ratingowych, a mianowicie model „emitent – płaci”. Stwierdzono, że ten sposób finansowania powoduje zachowania nieetyczne ze strony agencji, bowiem chcąc utrzymać długotrwałe relacje z ocenianym podmiotem nie weryfikowała ona not wystarczająco szybko. W związku z tym w ostatnim czasie przeprowadzono szereg badań analizujących efektywność modeli „inwestor – płaci” oraz „emitent – płaci”.

Jedną z prób podjęcia działań w zakresie przeniesienia opłat na inwestora za nadawane ratingów zaprezentował Markus Krall, który to próbował założyć agencję ratingową typu non-profit opartą o ten model finansowania. Jego plan nie spotkał się jednak z zainteresowaniem inwestorów. Podobna inicjatywa proponowana przez Coface nigdy nie doszła do skutku. Obecnie zaledwie jedna agencja ratingowa działająca na rynku amerykańskim lansuje model oparty na przerzuceniu opłat na inwestora, jest nią Egan Jones. W 2016 roku, na koniec III kwartału oceniała zaledwie 89 podmiotów. Istnieje wiele teorii wyjaśniających tą sytuację. Bongaerts (2014) sugeruje, że agencje ratingowe oparte o model „inwestor – płaci” nie mają racji bytu, i tylko nakaz wykorzystania przynajmniej dwóch agencji ratingowych typu „emitent płaci” ma prawo odnieść sukces. Podkreśla, że problem wynikający z braku agencji notujących na zlecenie inwestora wynika z niedostatecznego popytu lub nieskutecznego wdrażania. Ratingi tego typu są mniej napompowane, z powodu tzw. efektu "*skin-in-the-game*". Emitenci preferują bardziej zawyżone oceny, co wynika między innymi z tego, że dzięki temu ponoszą niższe koszty kapitału. Słaba konkurencja między kluczowymi agencjami ratingowymi może skutkować również zbyt wysokimi notami ratingowymi w stosunku do estymowanych wyników, czyli tzw. inflacją ocen ratingowych (Camanho Deb, Liu 2012; Becker, Milbourn 2011: 493–514; Griffin, Nickerson, Tang 2013: 2270–2310; Bolton, Freixas, Shapiro 2012: 85–111; Sangiorgi, Sokobin, Spatt 2009; Skreta, Veldkamp 2009: 678–695). Niektórzy badacze, w tym Bolton, Freixas, Shapiro (2012: 85 – 111) sugerują, że inflacja ocen ratingowych nie jest efektem naiwnych inwestorów. Z drugiej strony, wspomniany problem w świetle aktualnych badań nie jest również generowany przez nieuczciwe agencje ratingowe (Mathis, McAndrews, Rochet 2009: 657–674). Bongaerts (2014) wskazuje, że jest to efekt prywatnych korzyści uzyskiwanych przez strony. Na rozmiar problemu inflacji ocen ratingowych może również wpływać skala restrykcyjności regulacji (Bongaerts, Cremers, Goetzmann 2012: 113–152; Kisgen, Strahan, 2010: 4324–4347; Ellul, Jotikasthira, Lundblad 2011: 596–620; Opp, Opp, Harris 2013: 46 – 61). Część badań wskazuje, że nieistotnymi dla tego problemu są wahania cyklu koniunkturalnego (Mathis, McAndrews, Rochet 2009: 657–674; Bolton, Freixas, Shapiro 2012: 85–111). Pagano i Volpin (2010: 401–431) oraz Bongaerts (2014) sugerują, że model „inwestor płaci” jest lepszym rozwiązaniem, bowiem może poprawić jakość ratingów kredytowych. Z drugiej strony rozwiązanie to może być bardzo kosztowne. Po pierwsze łatwo może pojawić się agencja ratingowa typu „emitent płaci” oferując niższe koszty, które mogą doprowadzić do spadku rentowności agencji ratingowych opłacanych przez inwestorów (Xia 2014: 450-468). Bongaerts (2014) opracował model równowagi, zgodnie z którym zwiększona dokładność not agencji typu „emitent płaci” przy jednoczesnym funkcjonowaniu ocen opartych na notach opłacanych przez inwestora ma miejsce tylko do momentu osiągnięcia punktu równowagi i w późniejszym okresie nie jest utrzymywana. Behn, Haselmann i Vig (2014) uważają, że wewnętrzne szacunki prezentowane przez banki są niedokładne i zbyt optymistyczne.

W poprzednich badaniach proponowano następujące typy modeli. Pierwszym z nich jest tzw. „baseline model” proponowany przez Bongaerts’a (2014). Jest on oparty na podobnych warunkach co model proponowany przez Opp, Opp, Harris (2013: 46-61). Główna różnica między nimi polega na interaktywnych aspektach konkurencji branych pod uwagę przez Bongaerts’a, a statycznych relacjach w modelu konkurencji prezentowanym przez Opp. Kashyapa i Kovrijnykh (2013) wykorzystują model jednostajny w czasie analizując obawę utraty reputacji w ograniczonym zakresie.

W dotychczasowych modelach nie były brane pod uwagę kwestie z regulacjami na rynku agencji ratingowych. W momencie tworzenia poprzednich modeli wspomniane przepisy nie istniały. W z związku z tym postanowiono uzupełnić lukę badawczą w tym zakresie i tym samym opracować zmodyfikowany model Bongaerts’a przy wykorzystaniu czterech graczy, a mianowicie: agencji ratingowej, inwestora, emitenta oraz nadzorcy. W oryginalnym modelu nie funkcjonuje ostatni z tych podmiotów.

**4. Model zarządzania agencją ratingową**

Model bazowy zaproponowany przez Bongaerts’a odnosi się do trzech podmiotów, a mianowicie: agencji ratingowej, inwestora i emitenta. Jednocześnie autor podkreśla istotność funkcjonowania w procesie oceny przynajmniej dwóch agencji ratingowych typu „emitent płaci”, aby oceny ratingowe były wiarygodne. Model wzbogacono o nadzorcę i uwzględniono następujące warunki:

* zachowania podmiotów są racjonalne i znane są wszystkie parametry;
* istnieją koszty konkurencji pomiędzy agencjami;
* dofinansowanie następuje ze strony inwestorów, które prowadzi do bardziej zyskownych inwestycji;
* agencje ratingowe ponoszą ryzyko reputacyjne i związane z nim koszty. Niższa jakość ocen podnosi popyt ze strony emitentów, powodując wysoką inflację ocen ratingowych;
* gracze nie są powiązani ze sobą pod względem posiadanego ryzyka, ich działalność jest niezależna;
* to czas obserwowany przez graczy;
* gracze działają w sposób racjonalny zatem wybierają najkorzystniejszą dla siebie opcję;
* w grze bierze udział trzech graczy: inwestorzy, emitenci, agencje ratingowe oraz instytucje nadzorujące.

Pierwszą grupę stanowią emitenci, gdzie *Q* to łączna ich ilość a *j* to pojedynczy oceniany podmiot, który funkcjonuje przez dany czas i ma jeden projekt. Projekt ma jakość , gdzie , który mierzy średnią jakość ratingu:

Projekt ma negatywną wartość NPV, która wynosi . Każdy emitent ma określaną liczbę środków w budżecie niezbędną do opłacenia ratingu, która to wynosi C. Emitent nie zna jakości swojego projektu, otrzymuje z niego przychody na poziomie , które to wpływają na jakość ratingu i nadmuchanie jego ocen ratingowych.

Tak jak w przypadku emitentów, istnieje *N* podobnych agencji ratingowych, posługujących się tym samym modelem zarządzania. Ich liczba jest stała z powodu wysokich kosztów wejścia. Każda agencja ratingowa ponosi wysiłek aby poprawnie zdefiniować sygnał , taki że . Dobre projekty są zawsze identyfikowane, ale te o negatywnym ratingu z prawdopodobieństwem . Łączne koszty wynoszą , gdzie koszty ratingu wynoszą . Agencje ratingowe ponoszą również koszty związane z ich stała aktywnością . to wartość kosztu ratingów kredytowych dla pojedynczych uczestników. Stopa dyskontowa jest brana pod uwagę przez każdą agencję ratingową do zdyskontowania przyszłych przepływów pieniężnych.

Łączna liczba inwestorów wynosi , gdzie poszczególny inwestor ma nieograniczony kapitał. Każdy inwestor publikuje listę kryteriów i kwotuje stopy procentowe przy danych warunkach finansowania i rating agencji.

Kolejnym podmiotem branym pod uwagę przy ocenie zarządzania agencjami ratingowymi są podmioty nadzorujące . Znaczna liczba restrykcyjnych regulacji (*w*) przyczynia się do wzrostu istotności agencji ratingowych. Zgodnie z Rozporządzeniem nr 462/2013 agencje ratingowe mogą ponosić kary związane z działaniem na szkodę ocenianego podmiotu lub inwestora (V), których prawdopodobieństwo otrzymania zostało zdefiniowane jako . Wysiłki brane pod uwagę przy analizie działań agencji ratingowych ponoszone przez instytucje nadzorujące określone zostały jako: .

Łączna wypłata określona została jako:

.

Przy założeniu, że koszty ratingu wynoszą , drugi warunek równowagi dla maksymalizacji wysiłków , jest zawsze dodatni i Poziom wypłaty wynosi wówczas:

.

W rezultacie: .

Zmodyfikowany model podstawowy Bongaerts’a ma następujące warunki równowagi:

* przy założeniu braku zysków: ;
* przy założeniu minimalnego wysiłku: ,
* przy założeniu maksymalizacji inwestycji: podstawiając w miejsce społecznej wypłaty , wówczas , a

, przy warunkach początkowych:

.

W rezultacie:

).

Przy założeniu warunków wolnej konkurencji:

,

.

W sytuacji monopolizacji rynku agencji ratingowych i instytucji nadzorującej:

,

.

Społeczna wypłata przyjmuje następującą postać po podstawieniu :

,

.

Przy założeniu, że β ≥ 0, r ≥ 0 i co przynajmniej jedna z tych nierówności jest spełniona, to mnożnik jest mniejszy niż jeden, a społeczna wypłata jest niższa niż pierwszy warunek równowagi.

,

,

w rezultacie:

W efekcie, jeżeli r wynosi 1 to . Gdy , wspomniany czynnik jest mniejszy niż jeden, a społeczna wypłata jest niższa. Proponowana analiza wskazuje, że społeczna wypłata jest warunkowana restrykcyjnością i liczbą przepisów dotyczących ratingów kredytowych, wartości kar, prawdopodobieństwa nałożenia, kosztów reputacji, wysiłków podejmowanych przez organy nadzoru. Z drugiej strony istotnymi są wysiłki i zyski otrzymywane przez inwestorów i emitentów, koszty nadania ratingu, jakość ratingu i wypłata z inwestycji.

Zaletą zaprezentowanego modelu jest uwzględnienie instytucji nadzorującej. Wprowadzone zostały w ten sposób elementy wprowadzanych regulacji dotyczących agencji ratingowych. Odniesiono się do kwestii restrykcyjności i liczby przepisów dotyczących agencji oraz not przez nie nadawanych. Uwzględniono również wartość kar i prawdopodobieństwo ich nałożenia na agencje w związku z niewywiązywaniem się z obowiązków. W poprzednich modelach nie uwzględniano kwestii regulacyjnych, bowiem wprowadzenie przedstawionych przepisów miało miejsce dopiero po wybuchu kryzysu finansowego w latach 2007 – 2009. Zaprezentowany model może stanowić przyczynek do dalszych badań na temat inflacji not ratingowych oraz jakości nadawanych credit ratingów.

**5. Zakończenie**

Agencje ratingowe pełnią kluczową rolę w funkcjonowaniu rynku finansowego, dlatego istotnym jest ustalenie reguł ich funkcjonowania. Bieżące działania instytucji nadzorczych skupiają się na tym, aby ograniczyć ich wpływ na działalnie sektora finansowego. Przede wszystkim dąży się do odejścia od ich stosowania podczas analizy ryzyka. Należy jednak podkreślić, że są to podmioty posiadające najszerszą wiedzę w zakresie oceny ryzyka, zatem całkowite odejście od ich wykorzystywania stałoby się błędem. W zaistniałej sytuacji należy tak dostosować obowiązujące przepisy, aby agencje ratingowe wywiązywały się z powierzonej im roli. Po pierwsze z przedstawionego modelu wynika, że na efektywność nadawanych przez nie not jest ściśle zależna od restrykcyjności regulacji. Stosowanie zatem modelu finansowania opartego o płatności otrzymywane od emitenta zdaje się być uzasadnionym w warunkach ścisłego monitoringu ze strony ESMA. Podkreślić należy również zasadność rotacji ze strony instytucji oceniającej. Należy dążyć do tego, aby agencja ratingowa nie była nastawiona na utrzymywanie długoterminowej współpracy z emitentem, lecz na wiarygodną jego ocenę. Takie podejście likwiduje zjawisko inflacji not ratingowych. Aktualnie dąży się do ograniczenia oligopolu agencji ratingowych, wprowadzając większy nacisk na wzrost konkurencji. Analiza przeprowadzona przez Autora w ostatnich latach wykazuje, że mimo wszystko udział trzech największych agencji ratingowych rośnie w Unii Europejskiej. Jest to wynik prestiżu „Wielkiej Trójki”. Emitent bowiem otrzymując rating od renomowanego podmiotu nabywa również reputację na rynku finansowym w zakresie oferowanego przez niego instrumentu. W związku z tym nie jest zainteresowany notami nadawanymi przez mniej rozpoznawalne podmioty. W zaistniałej sytuacji tylko wprowadzenie obowiązku wykorzystywania ocen proponowanych przez mniejsze agencje przy każdej emisji może podnieść ich rangę.

**Bibliografia**

Becker B., Milbourn T. T. (2011), *How did increased competition affect credit ratings?, “*Journal of Financial Economics”, vol. 101, p. 493–514, 10.3386/w16404.

Behn M., Haselmann R., Vig V. (2014), *Limits of model based regulation*, “Working Paper”.

Bolton P., Freixas X., Shapiro J. (2012), *The credit ratings game*, “Journal of Finance”, vol. 67(1), p. 85–111, 10.3386/w14712.

Bongaerts D. (2014), *Alternatives for issuer – paid credit rating agencies*, “ECB Working Paper”, vol. 1703, August.

Bongaerts D., Cremers K., Goetzmann W. (2012), *Tiebreaker: Certification and multiple credit ratings*, “Journal of Finance”, vol. 67(1), p. 113–152, 10.1111/j.1540-6261.2011.01709.

Camanho N., Deb P., Liu Z. (2012), *Credit rating and competition*, “Working Paper”.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/14/UE z dnia 21 maja 2013 r. zmieniająca dyrektywę 2003/41/WE w sprawie działalności instytucji pracowniczych programów emerytalnych oraz nadzoru nad takimi instytucjami, dyrektywę 2009/65/WE w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) i dyrektywę 2011/61/UE w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi w odniesieniu do nadmiernego polegania na ratingach kredytowych.

Ellul A., Jotikasthira P., Lundblad C. T. (2011), *Regulatory pressure and fire sales in the corporate bond market*, “Journal of Financial Economics”, vol. 101(3), p. 596–620, 10.1016/j.jfineco.2011.03.020.

Griffin J. M., Nickerson J., Tang D. Y. (2013), *Rating shopping or catering? An examination of the response to competitive pressure for CDO credit ratings*, “Review of Financial Studies”, vol. 26(9), p. 2270–2310, 10.1093/rfs/hht036.

Kashyap A. K., Kovrijnykh N. (2013), *Who should pay for credit ratings and how?,* “NBER Working Paper”.

Kisgen D. J., Strahan P. E. (2010), *Do regulations based on credit ratings affect a firm’s cost of capital?,* “Review of Financial Studies”, vol. 23(12), p. 4324–4347, 10.1093/rfs/hhq077.

Komisja Europejska (2014), *Sprawozdanie Komisji dla Rady i Parlamentu Europejskiego dotyczące wykonalności utworzenia sieci mniejszych agencji ratingowych*, COM/2014/0248.

Komitet Stabilności Finansowej (2014), *Thematic Review of the FSB Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings – Final Report*.

Mathis J., McAndrews J., Rochet J.-C. (2009), *Rating theaters: Are reputation concerns powerful enough to discipline rating agencies?*, “Journal of Monetary Economics”, vol. 56, p. 657–674.

Opp C. C., Opp M. M., Harris M. (2013), *Rating agencies in the face of regulation*, “Journal of Financial Economics”, vol. 108(1), s. 46 – 61, 10.1016/j.jfineco.2012.10.011.

Pagano M., Volpin P. (2010), *Credit ratings failures and policy options*, “Economic Policy”, vol. 25(62), p. 401–431, 10.1002/9781444390261.ch6.

Rozporządzanie delegowane Komisji Europejskiej (UE) 2015/1 z dnia 30 września 2014 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących okresowych sprawozdań o opłatach pobieranych przez agencje ratingowe, na potrzeby bieżącego nadzoru prowadzonego przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych.

Rozporządzanie delegowane Komisji Europejskiej (UE) z dnia 30 września 2014 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących prezentacji informacji, które agencje ratingowe udostępniają Europejskiemu Urzędowi Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 462/2013 z dnia 21 maja 2013 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych.

Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 946/2012 z dnia 12 lipca 2012 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 w odniesieniu do przepisów proceduralnych dotyczących grzywien nakładanych na agencje ratingowe przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, w tym przepisów dotyczących prawa do obrony i przepisów tymczasowych.

Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 272/2012 z dnia 7 lutego 2012 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 w odniesieniu do opłat pobieranych przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych od agencji ratingowych.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 513/2011 z dnia 11 maja 2011 r. dotyczące zmiany rozporządzenia (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 z dnia 16 września 2009 r. w sprawie agencji ratingowych.

Rozporządzenie delegowane Komisji Europejskiej (UE) 2015/3 z dnia 30 września 2014 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących wymogów w zakresie ujawniania informacji na temat instrumentów finansowych będących wynikiem sekurytyzacji.

Sangiorgi F., Sokobin J., Spatt C. (2009), *Credit-rating shopping, selection and the equilibrium structure of ratings*, “Working paper”.

Skreta V., Veldkamp L. (2009), *Ratings shopping and asset complexity: A theory of ratings inflation*, “Journal of Monetary Economics”, vol. 56(5), p. 678–695, 10.3386/w14761.

Xia H. (2014), *Can investor-paid credit rating agencies improve the information quality of issuer-paid rating agencies?,* “Journal of Financial Economics”, vol. 111(2), p. 450-468, 10.1016/j.jfineco.2013.10.015.

1. Rozporządzenie delegowane Komisji Europejskiej (UE) 2015/3 z dnia 30 września 2014 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących wymogów w zakresie ujawniania informacji na temat instrumentów finansowych będących wynikiem sekurytyzacji; Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/14/UE z dnia 21 maja 2013 r. zmieniająca dyrektywę 2003/41/WE w sprawie działalności instytucji pracowniczych programów emerytalnych oraz nadzoru nad takimi instytucjami, dyrektywę 2009/65/WE w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) i dyrektywę 2011/61/UE w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi w odniesieniu do nadmiernego polegania na ratingach kredytowych. [↑](#footnote-ref-1)
2. Art. 2 pkt 2 „(a)nazwiska osób odpowiedzialnych za zatwierdzanie i utrzymywanie polityki cenowej, taryf opłat lub programów opłat, w tym odpowiedzialnych za ustalanie opłat, wewnętrzny identyfikator, funkcję i wewnętrzny dział, do którego osoby te należą; (b)wszelkie wewnętrzne wytyczne dotyczące stosowania kryteriów ustalania cen w polityce cenowej, taryfach opłat lub programach opłat dotyczące ustalania poszczególnych opłat; (c) szczegółowy opis zakresu opłat lub taryfy opłat oraz kryteriów mających zastosowanie do różnych rodzajów opłat, w tym przewidzianych w taryfach opłat; (d) szczegółowy opis ewentualnego programu opłat, w tym programu opartego na relacji, częstotliwości korzystania z programu, programu lojalnościowego lub innego programu, łącznie z kryteriami stosowania i zakresem opłat, który to program opłat może być wykorzystany w odniesieniu do poszczególnych ratingów kredytowych lub zestawu ratingów pod względem opłat; (e) w stosownych przypadkach, zasady ustalania cen i przepisy stosowane w razie występowania relacji lub powiązania między opłatami pobieranymi za usługi ratingu kredytowego i usługi pomocnicze lub wszelkie inne usługi świadczone klientowi przez agencję ratingową lub dowolny podmiot należący do grupy agencji ratingowej, a także dowolny podmiot powiązany z agencją ratingową lub inną spółkę z grupy agencji ratingowej; (f) zakres geograficzny stosowania polityki cenowej, taryfy opłat lub programu opłat z uwzględnieniem lokalizacji klientów oraz agencji ratingowej lub agencji ratingowych stosujących politykę cenową, taryfę opłat lub program opłat; (g) nazwiska osób upoważnionych do ustalania opłat i innych pobieranych kwot w ramach odpowiedniej polityki cenowej, taryfy opłat lub programu opłat, w tym odpowiedzialnych za ustalanie opłat, wewnętrzny identyfikator, funkcję i wewnętrzny dział, do którego osoby te należą.” [↑](#footnote-ref-2)