

Bartosz Michalski
Uniwersytet Wrocławski

**Analiza funkcjonowania agencji credit ratingowych
i ich rola w kontekście kryzysu finansowego**

Wprowadzenie

Próby zdiagnozowania przyczyn kryzysu finansowego wywołanego załamaniem na rynku papierów wartościowych stanowiących instrument sekurytyzacji ryzyka¹ związanego głównie z udzielaniem tzw. kredytów *subprime* (tj. udzielanych kredytobiorcom, których wiarygodność była oceniana niżej w porównaniu z obowiązującymi wcześniej standardami²), przebiegają siłą rzeczy wielotorowo. Pojawiające się systematycznie artykuły z uwagi na wysoki stopień skomplikowania materii koncentrują się na wyjaśnianiu istoty zjawisk kryzysowych w rozbiciu na kwestie szczegółowe, by następnie na tej podstawie zbudować pewien kompleksowy obraz powiązań między poszczególnymi sferami. Rodzi to w naturalny sposób potrzebę ciągłej aktualizacji posiadanej wiedzy i wypracowania instrumentarium analitycznego, którego wartość eksplikacyjna i predykcyjna byłaby zdecydowanie lepsza. Pojawiają się także w tym kontekście liczne sugestie, jakie zmiany należałoby podjąć, by uniknąć popełnienia błędów w przyszłości.

Niniejsze opracowanie wpisuje się w ten schemat, gdyż koncentruje się na analizie specyfiki funkcjonowania rynku usług świadczonych przez agencje credit ratingowe (ang. *credit rating agencies*, CRA) i tym samym na wyjaśnieniu ich roli w procesie generowania i transmisji zjawisk kryzysowych. Wobec faktu, zgodnie z którym podmioty te stanowią istotny element składowy obecnego ładu instytucjonalnego, należy odnieść się także do jego propozycji przebudowy, by w przyszłości możliwie skutecznie unikać przenoszenia wstrząsów powstałych w sferze finansowej do gospodarki realnej³.

Analizując funkcjonowanie rynku CRA, krytyka koncentruje się głównie na kwestiach prawnych związanych ze specyfiką i konsekwencjami ich funkcjonowania. W literaturze przedmiotu dominują wobec tego rozważania nad ich zmianą, co spycha nieco na dalszy plan *stricte* ekonomiczny wymiar problemu. Celem niniejszego opracowania jest zatem próba

¹ Sekurytyzacja jest metodą pozyskiwania kapitału poprzez przekształcenie aktywów (majątku, w tym także przyszłych należności) w papiery wartościowe. Celem jest poprawa jakości procesu zarządzania finansami przedsiębiorstwa poprzez przyspieszenie przepływów pieniężnych, ograniczenie kosztów pozyskania kapitału i dywersyfikację źródeł finansowania.

² Wynikać to mogło z problemów ze spłatą wcześniej zaciągniętych zobowiązań (w tym także powszechnie używanych kart kredytowych umożliwiających tzw. rolowanie długów), niewystarczającym w ujęciu wartościowym zabezpieczeniem kredytu, czy też niepewnym w długim okresie źródłem dochodu (mało wiarygodnym/stabilnym miejscem zatrudnienia). Z tej przyczyny tacy kredytobiorcy zyskali miano NINJA (ang. *no income, no job, no assets*).

³ Co więcej, te wstrząsy wywołują reakcje w sferze społecznej, te które z kolei oddziałują na kształtowanie się nowych nurtów oraz koncepcji politycznych i ideologicznych i w końcowym efekcie mają istotny wpływ na merytoryczną jakość wdrażanych rozwiązań instytucjonalnych. Zob. G. W. Kołodko, *Neoliberalizm i światowy kryzys gospodarczy*, „Ekonomista” nr 1/2010, s. 122.

ujęcia tego zagadnienia w wymiarze przez ekonomistów głęboko zinternalizowanym, a być może przez to w rozważaniach pomijanym. Chodzi tu mianowicie o fundamentalną dla każdego rynku kwestię intensywności presji konkurencyjnej, której brak (lub nikły poziom) jest jedną z głównych, by nie powiedzieć uniwersalnych, przyczyn występowania patologicznych form działalności przedsiębiorstw.

W związku z powyższym analiza funkcjonowania CRA i ich wpływu na generowanie i transmisję zjawisk kryzysowych narzuca przyjęcie pewnego schematu metodologicznego. Istotnym jest zwłaszcza odwołanie do teorii oligopolu celem wyjaśnienia specyfiki zachowań przedsiębiorstw w analizowanym sektorze, uzupełnionej kwestiami pokrewnymi, które mają swoje źródło w dynamicznie rozwijającym się nurcie myśli ekonomicznej – nowej ekonomii instytucjonalnej (zwłaszcza ekonomii kosztów transakcyjnych oraz teorii agencji). Spójność wywodu wymaga również uwzględnienia w strukturze pracy odniesienia do genezy i istoty credit ratingu, krótkiej charakterystyki rynku CRA⁴ (zdominowanego przez trzy agencje: Moody's, Standard & Poor's oraz Fitch) oraz przedstawienia argumentów krytycznych sugerujących (współ)odpowiedzialność agencji za wybuch kryzysu *subprime*.

Geneza credit ratingu

Rynek usług credit ratingowych powstał i rozwijał się od połowy XIX wieku w Stanach Zjednoczonych wraz z intensyfikacją transakcji handlowych i finansowych. Prekursorem klasyfikacji instrumentów dłużnych były oceny wydawane przez handlowe agencje informacyjne, które oceniały zdolność kupców/hurtowników do regulowania ich finansowych zobowiązań⁵. Można zatem stwierdzić, że skala realizowanych operacji już wówczas przekraczała możliwości kompetencyjne uczestników tych rynków. W związku z tym, zachowując się zgodnie z mikroekonomicznym paradygmatem zakładającym racjonalność podmiotów gospodarczych, starano się uzyskać w możliwie najtańszy sposób

⁴ Tą tematyką w polskiej literaturze przedmiotu zajmuje się głównie D. Dziawgo. Zob. D. Dziawgo, *Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym*, PWE, Warszawa 2010, D. Dziawgo, *Credit-rating. Ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym*, PWN, Warszawa 1998, D. Dziawgo, *Rynek finansowy. Istota – instrumenty – funkcjonowanie*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2007. Oprócz tego syntetyczne opracowania problemu przedstawili m.in. T. T. Kaczmarek, *Ryzyko i zarządzanie ryzykiem. Ujęcie interdyscyplinarne*, Difin, Warszawa 2005, s. 230–256 oraz E. Gostomski, *Odpowiedzialność agencji ratingowych za kryzys subprime*, [w:] *Rynki finansowe w warunkach kryzysu*, M. Kalinowski (red.), CeDeWu, Warszawa 2009.

⁵ D. Dziawgo, *Credit-rating. Ryzyko i obligacje...*, op. cit., s. 107.

(minimalizując tym samym koszty transakcyjne⁶) dostęp do informacji, na podstawie której podejmowano decyzje o dalszych kierunkach polityki inwestycyjnej oraz nawiązywaniu kontaktów handlowych i finansowych z przedsiębiorstwami charakteryzującymi się założonym poziomem wiarygodności. Ponadto dynamiczny rozwój gospodarki amerykańskiej na przełomie XIX/XX wieku rodził coraz większe zapotrzebowanie na kapitał pożyczkowy pozyskiwany w drodze emisji instrumentów dłużnych. Potencjalni pożyczko-/kredytodawcy byli zatem żywo zainteresowani perspektywami powodzenia przedsięwzięć, w których mieli finansowo partycypować.

Za początek credit ratingu w formie znanej współcześnie uznaje się rok 1909, kiedy to John Moody opracował autorską metodę sporządzania oceny wiarygodności kredytowej/ryzyka bankructwa (ang. *default*) emitentów w postaci uniwersalnego kodu literowego, który w miarę upływu lat stał się ogólnosiwiatowym standardem. Taki sposób wyrażania syntetycznej opinii spotkał się z aprobatą uczestników rynku, gdyż systematyzował panujący chaos informacyjny, opierając się jednocześnie na założeniu (będącym jednocześnie formą racjonalizacji ich decyzji inwestycyjnych), że jakość i trafność tych analiz wynika z wysokiego poziomu kompetencji podmiotów (specjalistów) zaangażowanych w ich sporządzenie. Należy tutaj koniecznie zauważyć, iż takie ujęcie problemu mocno podkreśla wagę zagadnienia, jaką w kontekście funkcjonowania gospodarki, w tym rynków finansowych, odgrywa zaufanie, co z kolei w warunkach asymetrii informacji niekiedy rodzi także pokusę jego nadużywania (ang. *moral hazard*).

Początkowo credit rating był zjawiskiem ograniczonym do amerykańskiego rynku finansowego. Zapotrzebowanie na ten typ usług rosło jednak wraz z intensywnością obrotów kapitałowych oraz cyklicznym występowaniem współcześnie dobrze znanych zjawisk kryzysowych (przede wszystkim Wielkiej Depresji z lat 30. XX wieku), które z uwagi na powiązania handlowe i finansowe rozprzestrzeniały się w rozwiniętym gospodarczo świecie.

Za początek drugiego okresu ekspansji usług credit ratingowych uznaje się z kolei połowę lat 70. XX wieku, a zatem ponownie okres głębokiego spadku koniunktury w skali ogólnosiwiatowej spowodowanego „szokami naftowymi”. Trend rosnącej popularności i znaczenia CRA trwa w zasadzie do dziś, gdyż zjawiska kryzysowe – mimo rozwiniętych na

⁶ Jakkolwiek ta kategoria pojęciowa nie była ówczesnej ekonomii znana. Zdawano sobie jednak sprawę z istnienia czegoś na kształt kosztów tarcia (A. Smith, J. S. Mill, C. Menger), wywołanych funkcjonowaniem mechanizmu rynkowego/systemu cenowego i koniecznością pozyskiwania informacji jako dobra rzadkiego. Zob. szerzej Ł. Hardt, *Ekonomia kosztów transakcyjnych – geneza i kierunki rozwoju*, Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2009, s. 47–56.

gruncie makroekonomii instrumentów ich identyfikacji i zwalczania – nadal co jakiś czas występują⁷. Ponadto każdy uczestnik rynku finansowego dąży do uniknięcia sytuacji, w której byłby narażony na negatywne konsekwencje wspomnianego problemu asymetrii informacji, co skutkowałoby przede wszystkim brakiem możliwości jak najbardziej precyzyjnego określenia wartości i adekwatnej wyceny instrumentów finansowych będących przedmiotem obrotu, a w konsekwencji poniesieniem strat wynikłych z faktu nabycia danego instrumentu/dobra (ang. *lemons problem*⁸).

Wobec powyższych spostrzeżeń można uznać, że popyt na usługi agencji credit ratingowych (i zarazem wzrost ich dochodowości) był konsekwencją jednoczesnego oddziaływania pięciu następujących czynników⁹:

- ilościowego wzrostu liczby uczestników rynku i ich anonimowości, przy jednoczesnej tendencji ku większej złożoności (skomplikowaniu) strategii inwestycyjnych,
- odchodzeniu od pozyskiwania środków finansowych przez pośredników finansowych (ang. *disintermediation*) i towarzyszącemu temu procesowi przenoszeniu ryzyka z banków na rynki kapitałowe poprzez wprowadzenie nowych instrumentów (innowacji) finansowych umożliwiających sekurytyzację kredytów,
- wzrostu zadłużenia ze strony państw coraz aktywniej pozyskujących środki na rynkach kapitałowych,
- dominacji amerykańskiego rynku kapitałowego w skali ogólnoświatowej, co wiązało się z wyznaczeniem przezeń powszechnie akceptowanych standardów,
- pojawienia się regulacji prawnych odnoszących się do problematyki credit ratingu.

Wymienione powyżej zjawiska można z kolei uznać za przyczynę ostatniego kryzysu finansowego, zwłaszcza w odniesieniu do kwestii innowacyjnych instrumentów finansowych oraz prawnego umocowania roli CRA znajdującego swój wyraz w znaczeniu przypisywanemu sporządzanym przez nie analizom. Tym samym agencje credit ratingowe stały się, istotnym uczestnikiem rynku finansowego, dysponując potężną władzą nad emitentami papierów wartościowych (korporacjami, państwami itp.)¹⁰.

⁷ Działa tu w pewien sposób psychologiczny mechanizm samospełniającej się przepowiedni oparty na schemacie myślowym, zgodnie z którym kryzysy były, są i będą. Nie wiadomo jedynie, co będzie (co może być) ich kolejną przyczyną. Nieprzewidywalna wydaje się także kreatywność specjalistów od inżynierii finansowej.

⁸ W języku finansów określenie *lemon* oznacza niespodziewanie nietrafioną inwestycję, przynoszącą bardzo słabe efekty w porównaniu ze wstępnymi założeniami.

⁹ F. Dittrich, *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*, Inauguraldissertation zur Erlangung des Doktorgrades der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität zu Köln, 2007, s. 18.

¹⁰ Zgodnie z opinią wpływowego publicyści „New York Times” Thomasa Friedmana we współczesnym świecie mamy do czynienia z dwoma supermocarstwami – Stanami Zjednoczonymi i agencją credit ratingową Moody’s.

Pierwotnie sądzono, że CRA będą w stanie pełnić rolę obiektywnych strażników (ang. *gatekeepers*), lecz w miarę rozwoju sytuacji na rynkach finansowych (zwłaszcza w kontekście pojawienia się fenomenu tzw. inżynierii finansowej¹¹), której towarzyszyły wybuchy kolejnych kryzysów (np. kryzys azjatycki, kryzys będący pochodną tzw. kreatywnej księgowości i niedostatecznych rozwiązań w sferze nadzoru korporacyjnego) powstały bardzo poważne wątpliwości związane z modelem ich funkcjonowania¹², znajdujące m.in. swój wyraz w pytaniu: „Któż pilnować będzie samych strażników? (kto kontrolować będzie kontrolerów?)” (łac. *quis custodiet ipsos custodes?*).

Charakterystyka credit ratingu

Sam pomysł zaoferowania na rynku usługi polegającej na analizie wiarygodności kredytowej potencjalnych dłużników z perspektywy dzisiejszej wiedzy ekonomicznej nie jest w zasadzie niczym nowym. Agencje credit ratingowe odgrywają rolę pośrednika oraz spoiwa ułatwiającego efektywne funkcjonowanie wszystkich jego uczestników poprzez redukcję towarzyszącej im niepewności. Jak już zostało wyżej wspomniane, wymogła to skala złożoności materii. Inwestorzy, poszukując bezpiecznych lokat dla swojego kapitału, są zainteresowani funkcjonowaniem rozwiązań, które gwarantowałyby im większą przejrzystość rynku przy możliwie najniższym koszcie (najlepiej, gdyby taka informacja była darmowa¹³), ponieważ sami nie dysponują wystarczającymi kompetencjami. Z drugiej strony nawet gdyby takowe posiadali, to czas i inne rzadkie zasoby przeznaczone na sporządzanie analiz

„Stany Zjednoczone mogą cię zniszczyć zrzucając bomby, natomiast Moody's może to zrobić poprzez obniżenie ratingu obligacji i tak naprawdę nie do końca wiadomo, które z nich jest potężniejsze” (*There are two superpowers in the world today in my opinion. There's the United States and there's Moody's Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody's can destroy you by downgrading your bonds. And believe me, it's not clear sometimes who's more powerful*). Za: <http://www.pbs.org/newshour/gergen/friedman.html> (pobrano 29.05.2010).

¹¹ Panuje powszechna zgoda, że nawet jak na standardy inżynierii finansowej te rozwiązania są wysoce skomplikowane i w efekcie niezbyt dobrze rozumiane. Zob. C. A. Hill, *Why did credit agencies do such a bad job rating subprime securities*, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 10–18, University of Minnesota, University of Pittsburg Law Review, Vol. 71: XX 2010, s. 6. W dyskusjach nad przyczynami kryzysu padają argumenty sugerujące, że kryzysu by nie było, gdyby nie istniał rynek instrumentów pochodnych (derywatów), korzystający z dźwigni finansowej, co z kolei wg szacunków przekłada się na niebezpieczeństwo wystąpienia zawirowań, gdy zaledwie 2% inwestycji w tym segmencie będzie nietrafionych. Zob. P. Kuczyński, *Skąd się wziął kryzys. Kryzys. Przewodnik Krytyki Politycznej. Przyczyny, analizy, prognozy*, Wydawnictwo Krytyki Politycznej, Warszawa 2009, s. 29–30.

¹² Dylemat ten dotyczy określenia funkcjonowania CRA albo na wzór firm auditingowych, albo mediów. Zob. C. A. Frost, *Credit rating agencies in capital markets: a review of research evidence on selected criticisms of the agencies*, State University of New York at Buffalo, June 2006, s. 22.

¹³ W tym kontekście pojawiają się wręcz sugestie, że credit rating jest (powinien być) rodzajem dobra publicznego.

stanowiłyby niemały koszt (jednocześnie można by dla nich znaleźć lepsze, alternatywne zastosowania), który pochłaniałby część puli oczekiwanych zysków. Postawa ta znalazła swoją zmaterializowaną formę w postaci reguł prawnych tworzących sferę dla funkcjonowania niezależnych agencji credit ratingowych.

Credit rating jest wobec tego rozwiązaniem, które z perspektywy inwestora jest „szybką, porównywalną miarą, określającą relatywne ryzyko niewywiązania się w terminie ze zobowiązań emitentów z całego świata. Relatywność ta polega na tym, że credit rating jest względną miarą ryzyka, rozpatrywaną w relacji do innych walorów. Jest to subiektywna opinia agencji credit ratingu o wiarygodności finansowej podmiotu, czy też o ryzyku związanym z nabyciem danej emisji papierów wartościowych”¹⁴. Uzyskanie pozytywnej oceny istotnie ułatwia tańsze pozyskanie kapitału w drodze emisji instrumentów dłużnych¹⁵, zatem obie strony transakcji minimalizują związane z nią koszty, m.in. dotarcia do informacji, wyróżnienia się na tle konkurencyjnej oferty, dywersyfikacji portfela inwestycyjnego, czy obiektywnej weryfikacji podjętych przez dłużnika działań.

Potencjalne korzyści dla podmiotu, który poddał się ocenie systematyzuje tabela 1.

¹⁴ D. Dziawgo, *Credit rating na międzynarodowym...* op. cit., s. 70.

¹⁵ Analogicznie obniżenie ratingu zwykle oznacza dla emitenta problem wynikający z konieczności zaoferowania lepszych warunków/oprocentowania.

Tabela 1.

Korzyści dla podmiotu wynikające z posiadania ocen credit ratingu

KORZYŚCI WYMIERNE	KORZYŚCI NIETYMIERNE
<ul style="list-style-type: none"> • obniżenie kosztów kredytów bankowych, • obniżenie oprocentowania nowych emisji obligacji, • umożliwienie elastycznego, efektywnego zarządzania finansami przez jakość, • wzrost prawdopodobieństwa sukcesu emisji dłużnych papierów wartościowych, • obniżenie kosztu pozyskania środków dzięki zwiększeniu płynności obrotu. 	<ul style="list-style-type: none"> • zaufanie uczestników rynku, • prestiż, kształtowanie wizerunku, • ułatwienie rozmów w zagranicznymi instytucjami finansowymi, • zachęcanie inwestorów do dokonywanie inwestycji bezpośrednich w regionie, • promocja w skali krajowej, względnie międzynarodowej, • poszerzenie kręgu inwestorów, • ułatwienie kontaktów z inwestorami, • kontrola działań zarządów firm, władz, • zweryfikowanie działalności zarządów firm przed właścicielami.

Źródło: opracowanie własne na podstawie D. Dziawgo, *Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym*, PWE, Warszawa 2010, s. 97.

Można zatem przyjąć, iż credit rating jest pewną formą ochrony inwestora, gdyż wspomaga bezpieczeństwo obrotu na rynku finansowym jako jego komercyjny filar. Jednocześnie z całą dobitnością należy podkreślić, iż CRA konsekwentnie odrzucają ten pogląd, pozycjonując się raczej jako podmiot należący do sektora mediów, które korzystają z prawa do formułowania własnych, subiektywnych ocen, co wyklucza tym samym możliwość dochodzenia jakichkolwiek odszkodowań w razie nietrafionych inwestycji. Wyłączne ryzyko ponosi wobec tego sam inwestor, co w kontekście doświadczeń związanych z kryzysem tworzy sytuację wręcz kuriozalną, choć z perspektywy CRA niezwykle wygodną. Gwarantuje ona bowiem temu sektorowi swoistą nietykalność wynikającą z możliwości odrzucania jakichkolwiek prób pociągnięcia do prawnej odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie opublikowanych przez CRA ocen i analiz (zob. także dalsza część opracowania). Paradoksem jest więc sytuacja, że sam rating ceni się o wiele bardziej niż opinie najbardziej prominentnych i szanowanych wydawców zajmujących się finansami¹⁶.

¹⁶ Zob. szerzej F. Partnoy, *How and why credit agencies are not like other gatekeepers*, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 07–46, University of San Diego, May 2006, s. 61. Postępowanie takie tłumaczy psychologia zachowań ludzkich tzn. ludzie mają skłonność do trwania przy swoich przekonaniach

Z uwagi na to uznaje się zatem, że ocena credit ratingowe nie jest zarazem¹⁷:

- rekomendacją do zakupu, sprzedaży albo utrzymania danego papieru wartościowego dla poszczególnych inwestorów,
- komentarzem ceny rynkowej danego waloru,
- komentarzem poziomu wydajności danego instrumentu.

Co więcej, stan ten nie ma w zasadzie innej alternatywny, co sprawia, że zarówno emitenci papierów wartościowych, jak i podmioty zainteresowane działalnością poprawiającą przejrzystość rynku są niejako skazane na korzystanie z tego typu usług, co generuje jeszcze większe wątpliwości w odniesieniu do praktyk stosowanych przez agencje credit ratingowe (zob. dalsza część opracowania).

Ocena wiarygodności kredytowej podmiotu (prawdopodobieństwa jego bankructwa) znajduje swój wyraz w powszechnie stosowanym kodzie literowym, który klasyfikuje poszczególne emisje na dwóch poziomach¹⁸:

- inwestycyjnym (kod od Aaa, poprzez Aa, A, do Baa), oznaczającym wysoką jakość emisji i stosunkowo niewielkim ryzykiem niewywiązania się emitenta z powziętych zobowiązań finansowych,
- spekulacyjnym (kod literowy od Ba, poprzez B, Caa, Ca, C do D), oznaczającym możliwość wystąpienia trudności z obsługą długu, włącznie z ewentualnością całkowitego zaprzestania jego spłaty (tzw. papiery śmieciowe).

Ocena ta budowana jest na podstawie wypracowanych przez CRA skomplikowanych (jednocześnie chronionych tajemnicą handlową¹⁹) modeli analitycznych, na które składają się zarówno analiza finansowa/ilościowa (realizowana na podstawie twardych danych, np. wskaźników obrazujących strukturę majątku emitenta), jak i jakościowa (oparta na danych miękkich tj. diagnozie otoczenia rynkowego, samego sektora, kompetencji zarządzających, planów rozwoju emitenta itp.), uzupełnione próbą oszacowania ryzyka towarzyszącego

nawet wtedy, gdy już nie powinni tego robić. Zob. C. A. Hill, *Why did anyone listen to the rating agencies after Enron*, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 09–35, University of Minnesota, May 2009.

¹⁷ D. Dziawgo, *Rynek finansowy...* op. cit., s. 227.

¹⁸ Kody literowe zgodnie ze standardem agencji Moody's. W praktyce uzupełnione są one jeszcze dodatkowymi symbolami (cyframi, plusami, minusami) sugerującymi prawdopodobieństwo zmiany oceny w określonym horyzoncie czasowym.

¹⁹ Takie rozwiązanie w zasadzie skutecznie uniemożliwia krytyczne przeanalizowanie przez podmioty zewnętrzne przyjętych założeń i schematów oceny. Zob. E. Gostomski, op. cit., s. 21. Wątpliwości dotyczą także horyzontu czasowego publikowanej analizy (ang. *rating timeliness*). W kontekście kryzysu na rynku *subprime* zwraca się szczególną uwagę na sposób oceny tzw. produktów strukturyzowanych – obligacji (ang. *collateralised debt obligations*, CDO) oraz instrumentów pochodnych umożliwiających transfer ryzyka kredytowego – swapów (ang. *credit default swap*, CDS).

działalności badanego podmiotu. Zgodzić należy się ze stwierdzeniem, że credit rating jest swoistym certyfikatem (rodzajem licencji) dla przyjętej i realizowanej w firmie strategii²⁰.

Trudno więc w tym miejscu nie zgodzić się z krytycznym spostrzeżeniem, zgodnie z którym CRA wytwarzają w pewnym stopniu iluzję precyzji, gdyż zasadność oceny poszczególnych elementów może być dyskusyjna, co w efekcie zaciemnia pożądaną obraz rzeczywistości i powoduje „ogłupianie samych siebie”²¹. Z drugiej jednak strony dane historyczne potwierdzają trafność analiz, co w gruncie rzeczy pozwala uznać, że ocena wiarygodności kredytowej statystycznie (choć rzecz jasna nie w 100%) spełnia wymogi rzetelności²². Należałoby zatem uznać rację, zgodnie z którą CRA stały się w momencie wybuchu kryzysu ofiarą „czarnego PR” i przypisania im (części) winy za niewywiązanie się w pełni ze swoich funkcji ostrzegawczych.

Zarówno reputacja samych agencji, jak i wysoki poziom zaufania, jakim obdarzano konstruowane i publikowane przez nie oceny, wynikały zasadniczo z kilku cech, których posiadanie uznano za kluczowe dążąc do sytuacji, w której agencje miałyby pełnić powierzone im odpowiedzialne zadanie integratora rynku i wiarygodnego pośrednika powszechnie dostępnej, darmowej informacji. Otóż szczególny akcent został położony na:

- niezależność,
- obiektywizm,
- profesjonalizm,
- rzeczowość,
- etyczny wymiar ich działalności.

Większość z tych cech (jeśli nie wszystkie) w momencie wybuchu kryzysu finansowego została jednak poddana pod wątpliwość. W ocenie krytyków wzięły się one stąd, iż dynamiczny rozwój rynków finansowych (w sensie złożoności produktów będących przedmiotem obrotu, skali realizowanych operacji, jak i rosnącej liczby podmiotów emitujących swoje papiery wartościowe) nie był skorelowany z wystarczającym poziomem wiedzy i umiejętności²³, jakimi powinni byli charakteryzować się analitycy zatrudnieni przez

²⁰ Zob. D. Dziawgo, *Credit rating na międzynarodowym...* op. cit., s. 94.

²¹ Ibidem, s. 182.

²² Zob. szerzej W. Krämer, A. Güttler, *On comparing of accuracy of default predictions in the rating industry*, Version October 2006. Dla przykładu według autorów tego opracowania częstość przypadków bankructwa emitentów papierów wartościowych (okres objęty analizą to lata 1998–2002) dla poziomu AAA, AA i A (wg Moody's) wyniosła odpowiednio 0,04%, 0,16% oraz 0,36%.

²³ Dla przykładu podnosi się argument, że mimo zmiany jakości zabezpieczenia emitowanych papierów wartościowych, nie zmieniła się jakość modeli analitycznych stosowanych do ich oceny.

CRA. Co więcej, długotrwały wzrost wartości indeksów (hossa; zob. rys. 1 oraz tab. 2), przeplatany stosunkowo krótkimi kryzysami (korektami), idący w parze z silnym i skutecznym medialnym przekazem budującym specyficzną kulturę korporacyjną. W jej ramach akcentowano często motto „Chciwość jest dobra” (ang. *Greed is good*), co mogło na swój sposób mentalnie przyzwyczaić to środowisko zawodowe do „nakręcania” koniunktury i podtrzymywania trendu stale rosnących zysków. To z kolei budowało podstawę pod konstruowanie optymistycznych perspektyw utrzymania ekspansji, w naturalny sposób eliminując bardziej restrykcje, oparte na pesymistycznych założeniach, metody wyceny i prognozowania rozwoju sytuacji²⁴.

Presja na wzrost dochodów z działalności, mimo pojawiających się wątpliwości związanych z możliwością pełnej oceny ryzyka, znalazła swój ekstremalny wyraz w nieformalnej korespondencji między członkami komitetu ratingowego agencji Standard & Poor’s, ujawnionej podczas przesłuchań przed stosowną komisją amerykańskiej Izby Reprezentantów, w ramach której padło stwierdzenie, że nawet instrumenty strukturyzowane przez krowy poddane byłyby przez nich ocenie²⁵ lub że osoba, której powierzono w ramach obowiązków wykonanie oceny nie powinna domagać się informacji, które miałyby służyć wywiązaniu się z tego zadania²⁶.

Nie sposób w tym kontekście odeprzeć ponadto argument, zgodnie z którym pomagał w tym także system opcji na akcje dawanych w nagrodę pracownikom, wobec czego nie zależało im na tym, by firma rozwijała się harmonijnie w długim okresie, lecz najważniejsze były zyski ze wzrostu cen akcji, co prowadziło do naciągania wyników, podejmowania nadmiernego ryzyka i decyzji w dłuższym okresie szkodliwych dla firm, a w końcu nawet do oszustw²⁷. Co więcej, zdaniem J. Bhagwatię grupa najbardziej wpływowych i zamożnych lobbystów, działających we własnym, wąsko pojmowanym interesie (klasyczna nomenklatura), od czasu do czasu obejmowała ważne stanowiska w administracji publicznej (np. Departamencie Skarbu, stąd angielska nazwa *Wall Street Treasury Complex*). Miała

²⁴ Niektórzy wskazują tutaj na postmodernistyczny leitmotiv: nie ma żadnego ryzyka, nic złego się nie dzieje, najlepszym dowodem są złote spadochrony (gigantyczne odprawy). Zob. *Współczesny kryzys gospodarczy, Przyczyny – przebieg – skutki*, J. Bednarczyk, S. Bukowski, J. Misala (red.), CeDeWu, Warszawa 2009, s. 38.

²⁵ Oryg. *We rate every deal. It could be structured by cows, and we would rate it*. Zob. House of Representatives, *Credit rating agencies and the financial crisis*, Hearing before the Committee on Oversight and Government Reform, One Hundred Tenth Congress, Serial No. 110–155, October 22, 2008, U.S. Government Printing Office, Washington 2009, s. 55.

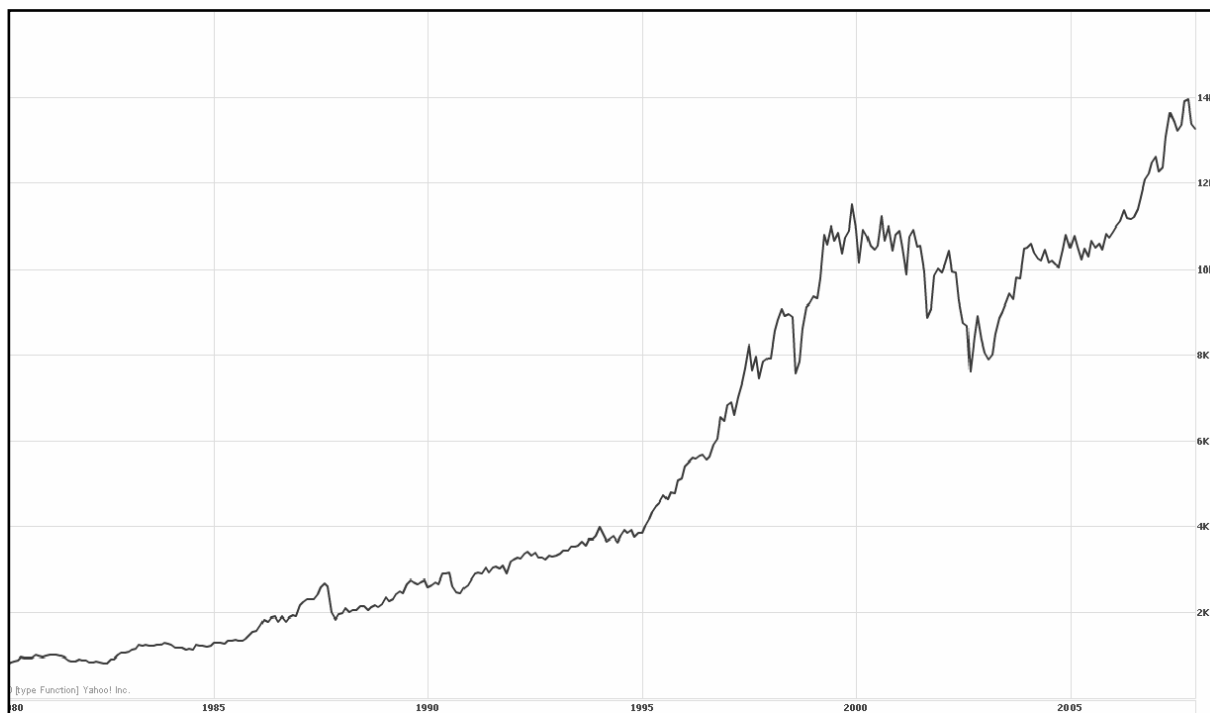
²⁶ Oryg. *Any request for loan level tapes is totally unreasonable. Most investors don’t have it and can’t provide it. Nevertheless, we must produce a credit estimate. It is your responsibility to provide those credit estimates and your responsibility to devise some method for doing so*. Zob. Ibidem, s. 89.

²⁷ Zob. i por. P. Kuczyński, op. cit., s. 35.

przez to silny wpływ na rozwój sytuacji w sektorze finansowym (szczególnie z uwagi na przyjęte rozwiązania prawne) i jest w dużej mierze odpowiedzialna za wybuch kryzysu²⁸.

Rysunek 1

Wzrost wartości indeksu Dow Jones Industrial Average w latach 1980–2007



Źródło: kwerenda w serwisie <http://finance.yahoo.com/charts> (pobrano 05.06.2010).

Tabela 2

Wybrane wartości indeksu Dow Jones Industrial Average (DJIA) w latach 1980–2007

data	DJIA	data	DJIA
02.01.1980	824,57	01.01.1998	7908,25
04.01.1982	882,52	03.01.2000	11357,51
03.01.1984	1252,74	02.01.2001	10646,15
02.01.1986	1537,73	02.01.2002	10073,40
04.01.1988	2015,25	03.01.2003	8601,69
02.01.1990	2810,15	02.01.2004	10409,85
02.01.1992	3172,42	03.01.2005	10729,43
03.01.1994	3756,60	03.01.2006	10847,00
02.01.1996	5177,45	03.01.2007	12474,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://www.analyzeindices.com/dowhistory/djia-100.txt> (pobrano 05.06.2010).

²⁸ Zob. szerzej <http://www.nationalpost.com/opinion/columnists/story.html?id=e03c99bd-61cd-4905-98f2-6171f43b0d82> (pobrano 12.06.2010).

Z perspektywy budowy wiarygodnego wizerunku agencji, opierającego się na wymienionych wyżej cechach, kluczową kwestią było także określenie źródeł finansowania działalności. Zasadniczo utrzymują się one z²⁹:

- opłat za wyspecjalizowane analizy rynku finansowego publikowane w postaci książek, gazet i specjalistycznych periodyków, a które zamawiają głównie inwestorzy instytucjonalni,
- z opłat za wykonane analizy podmiotów, które poddają się weryfikacji sytuacji finansowej; organizacje te otrzymują ocenę, która następnie jest korygowana o specyfikę emisji.

Spśród wymienionych zwłaszcza ten drugi element w kontekście poszukiwania przyczyn kryzysu wzbudza największe kontrowersje, gdyż w takiej sytuacji zidentyfikować można poważny dylemat etyczny (konflikt interesów). Zgodnie z tym podejściem pobranie wynagrodzenia za określoną usługę powoduje presję nie tylko na jej jak najlepsze wykonanie, lecz także by efekt ten (tutaj przyznany danemu emitentowi rating) wpisywał się w oczekiwania płacącego, tj. zachęcił potencjalnych zainteresowanych do zainwestowania swoich wolnych środków. Innymi słowy, zapłacona kwota stanowi w ocenie płatnika konieczną inwestycję w potencjalne korzyści, których realizacja po przeprowadzeniu oceny wiarygodności kredytowej będzie niemal pewna, gdyż przyznany na odpowiednim poziomie rating rozwieje ewentualne wątpliwości co do jakości emisji.

Dodatkowo instytucje finansowe, w skład których wchodzi agencje ratingowe, chcąc zdywersyfikować strukturę swoich dochodów, są także obecne ze swoją profesjonalną ofertą na rynku usług konsultingowych, z których w przeważającej mierze korzystają korporacje, co pozwalało mieć jeszcze większe wątpliwości co do ich faktycznej niezależności i pełnej przejrzystości działań/portfela klientów, obalając tym samym wykreowany wizerunek (mit) guru rynków finansowych³⁰. Dowodem na słuszność takiego wniosku jest fakt, iż CRA do ostatniej chwili utrzymywały na wysokim poziomie rating bankrutujących bądź popadających w olbrzymie tarapaty finansowe przedsiębiorstw i instytucji (Enron, Lehman Brothers, Freddie Mac, Fannie Mae).

²⁹ D. Dziawgo, *Credit-rating. Ryzyko i obligacje...*, op. cit., s. 118.

³⁰ Por. *Instrumenty i regulacje bankowe w czasie kryzysu*, J. Nowakowski (red.), Difin, Warszawa 2010, s. 62–63.

Taka relacja między podmiotami stanowi swoiste kuriozum. Wynikło ono poniekąd z faktu, iż uczestnicy rynków finansowych przywykli do sytuacji, w której mają dostęp do w założeniach wiarygodnej i rzetelnej informacji (z perspektywy teorii ekonomii – dobra rzadkiego, służącego optymalnemu zaspokojeniu ich potrzeb), za które w ogóle nie muszą płacić. Jest to zatem klasyczne potwierdzenie problemu określanego mianem „jazdy na gapę” (ang. *free riding*), bowiem opłata wnoszona przez emitentów za przyznanie ratingu jest instrumentem ułatwiającym dostęp do pożądanых źródeł finansowania. Ta strona transakcji nie ma wobec tego ekonomicznego interesu, by ten stan rzeczy zmienić, gdyż budowa wizerunku kredytowego i dotarcie z tą informacją do grupy docelowej wiązałoby się z koniecznością zmobilizowania znacznie większych środków. Tym samym emitent godzi się utrzymywać istniejący stan rzeczy (racjonalny z jego mikroekonomicznej perspektywy), przez co sprawia, że informacja, mimo iż służy realizacji celów innych podmiotów, staje się dobrem publicznym. Żaden z pozostałych uczestników rynku nie jest rzecz jasna gotów z niego zrezygnować, licząc przez cały czas, że znajdą się inne, zewnętrzne źródła/sposoby jego sfinansowania, co umożliwi utrzymanie istniejącego *status quo*.

W praktyce jednak taka sytuacja utrwała dylemat wyboru między podejściem zakładającym opłacanie ratingu przez ocenianego a opłacaniem tych usług przez korzystających z informacji (ang. *issuer-pays-model vs. subscriber-pays-model*). To z kolei sprawia, że CRA skrzętnie wypełniają tę wygodną z perspektywy ich własnych korzyści lukę, zaspokajając jednocześnie potrzeby obu stron zaangażowanych w realizację transakcji pożyczkowej i realizując przy tym własne zyski.

Owszem, można wyobrazić sobie sytuację, w ramach której celem odsunięcia podejrzeń o życzliwsze traktowanie emitentów opłacających rating, zredukowano by istniejące stawki do poziomu nie będącego żadną zachętą do dokonywania nadużyć. Groziłoby to jednak zaniechaniem działalności przez CRA lub negatywną selekcją pośród specjalistów skłonnych pracować za niższe wynagrodzenia, względnie zrodziłoby presję, by utracona część dochodu została zrekompensowana z innych źródeł, np. poprzez wpłaty ze strony tych, którzy z informacji generowanej przez agencje korzystają podejmując decyzje odnośnie swoich strategii inwestycyjnych. W rzeczywistości taki system musiałby mieć najprawdopodobniej charakter ujednocnionej stawki (parapodatku) wnoszonej przez uczestników rynku, która poprzez odpowiednie instytucje (np. nadzorujące sektor finansowy) trafiałaby do CRA.

Pozycja rynkowa agencji credit ratingowych w warunkach funkcjonowania struktury oligopolistycznej

Rynek agencji credit ratingowych jest zdominowany przez trzy podmioty działające w skali ogólnoświatowej – Moody’s Investors Service³¹, Standard & Poor’s Rating Services³² oraz Fitch Ratings³³. Ich łączne udziały rynkowe szacowane są na poziomie 85–98% (odpowiednio ok. 39, 40 i 16%)³⁴, lecz w ramach tej grupy Fitch dysponuje zdecydowanie słabszą pozycją niż dwaj najwięksi konkurenci³⁵. W sektorze obecne są rzecz jasna mniejsze agencje (w zależności od specyfiki lokalnych rynków finansowych), lecz nie mają one tak przemożnego wpływu na funkcjonowanie „wielkiej dwójki/trójki”.

Jak już zostało zaznaczone we wstępie, analiza takiej struktury rynkowej wymaga zastosowania dorobku teorii ekonomii odnoszącego się do funkcjonowania oligopolu, który pozwala wskazać i wyjaśnić przyczyny najbardziej charakterystycznych dla takiego rynku praktyk. Uzasadnione jest więc, by w pierwszej kolejności poddać pod rozważenie następujące, wzajemnie powiązane ze sobą kwestie:

- genezę i charakter barier wejścia do sektora (w tym także problem ekonomii skali i kosztów utopionych, związanych np. z długoletnim inwestowaniem w budowę wiarygodnego wizerunku/reputacji przedsiębiorstwa),
- charakter dobra będącego przedmiotem obrotu na danym rynku,
- zróżnicowanie technik produkcji/świadczenia usług i poziomu kosztów działalności,
- przejrzystość rynku, fazę jego rozwoju, charakter popytu rynkowego, istnienie sektorów powiązanych,

³¹ Należy do Moody’s Corporation i The New Dun & Bradstreet.

³² Należy do wydawnictwa The McGraw-Hill Companies, Inc.

³³ Po połączeniu z agencją IBCA Ltd. w 1997 roku stał się własnością francuskiego holdingu Fimalac.

³⁴ Zob. F. Partnoy, *Rethinking regulation of credit rating agencies: an institutional investor perspective*, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 09–014, July 2009, s. 3, S. Rousseau, *Regulating credit rating agencies after the financial crisis: the long winding road toward accountability*, Capital Markets Institute, Rotman School of Management, University of Toronto, July 2009, s. 38, Y. Listokin, B. Taibleson, *If you misrate, then you lose: improving credit rating accuracy through incentive compensation*, Public Law & Legal Theory Research Paper Series No. 203, Yale Journal on Regulation, Vol. 27, January 2010, s. 100, American Enterprise Institute, Egan-Jones Ratings Co., *How to improve the credit rating agency sector*, June 2008, http://www.aei.org/docLib/20080624_EganPresentation.pdf (pobrano 12.06.2010).

³⁵ Przychody S&P za rok 2009 wyniosły ok. 2,6 mld USD, przychody Moody’s natomiast ok. 1,8 mld USD, podczas gdy przychody Fitch wyniosły 615 mln USD.

- prawdopodobieństwo wystąpienia działań koordynowanych w postaci praktyk antykonkurencyjnych (dyskryminacyjnych) wynikających z nadużywania pozycji dominującej.

Bariery wejścia w przypadku rynku usług ratingowych wynikają z kształtu regulacji prawnych w Stanach Zjednoczonych, szczególnie w odniesieniu do nadawanego agencjom przez Amerykańską Komisję Papierów Wartościowych (ang. *U.S. Securities and Exchange Commission*, SEC) statusu krajowej statystycznej organizacji kwalifikacyjnej (ang. *Nationally Recognized Statistical Rating Organization*, NRSRO) poprzez fakt ich rejestracji³⁶. Grono to jest stosunkowo nieliczne, bowiem oprócz największych trzech omawianych tutaj agencji, w jego skład wchodzi zaledwie siedem innych firm³⁷. Jego otrzymanie (po spełnieniu długiej listy wymogów polegających na podaniu do publicznej wiadomości wielu informacji na temat funkcjonowania agencji³⁸) uprawnia CRA do publikowania swych ocen w odniesieniu do pięciu kategorii podmiotów funkcjonujących na rynkach finansowych. Są nimi: (1) instytucje finansowe, brokerzy i dealerzy, (2) firmy ubezpieczeniowe, (3) emitenci korporacyjni, (4) emitenci zabezpieczający emisję posiadającym majątkiem oraz (5) emitenci wchodzący w skład krajowego sektora rządowego, samorządowego lub emitenci związani z rządami zagranicznymi.

W przekonaniu SEC konieczność rejestracji CRA celem otrzymania statusu NRSRO stanowi instrument wzmacniający ich wiarygodność, gwarantujący transparentność procesów, etyczne zachowanie (zwłaszcza w odniesieniu do sytuacji, które dla danej firmy mogą nieść ryzyko konfliktu interesów) oraz właściwą konkurencję między samymi agencjami. To ostatnie daje asumpt do wysuwania przypuszczeń, iż samej SEC niekoniecznie zależy na dynamizowaniu rywalizacji w sektorze poprzez umożliwienie większej ilości nowych podmiotów wejścia do niego. Obecne natężenie konkurencji wydaje się być wystarczające, bowiem w dyskusjach nad funkcjonowaniem CRA pojawia argument, iż właściwa jakość usług związanych z ratingiem może zostać zapewniona poprzez nacisk ze strony regulatora rynku (SEC) oraz strony popytowej – podmiotów korzystających z usług i opłacających je.

³⁶ Podstawą prawną jest tutaj obecnie Credit Rating Agency Reform Act of 2006. Zasady te funkcjonują już jednak od roku 1973. Zob. także A. R. Pinto, *Control and responsibility of credit rating agencies in the United States*, Brooklyn Law School Legal Studies, Research Paper No. 119, October 2008, s. 7 i nast.

³⁷ A.M. Best Company, Inc., DBRS Ltd., Egan-Jones Rating Company, Japan Credit Rating Agency, Ltd., LACE Financial Corp., Rating and Investment Information, Inc., Realpoint LLC. Dane za: <http://www.sec.gov/answers/nrsro.htm> (pobrano 12.06.2010).

³⁸ Zob. szerzej <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/tmcompliance/nrsro-secg.htm> (pobrano 12.06.2010) oraz D. Dziawgo, *Credit rating na międzynarodowym...* op.cit., s. 235–236.

Jakkolwiek skuteczność działań regulacyjnych zawsze wzbudza określone kontrowersje i trudno w tej sferze o porozumienie godzące racje zwolenników i przeciwników takich praktyk³⁹, tak w odniesieniu do tej drugiej kwestii rozproszenie jej siły rynkowej nabywców każe wątpić w realizm takiego założenia⁴⁰, tym bardziej że znakomita większość jest zobligowana do posiadania ratingu lub po prostu musi się o niego ubiegać, by efektywnie (tj. możliwie najtaniej) pozyskać poprzez rynek finansowy środki na swój dalszy rozwój. Gdyby do tego dodać postulowaną zmianę źródeł finansowania działalności (tzn. gdyby to korzystający z publikowanej informacji mieliby za nią płacić), spowodowałoby to zdaniem „wielkiej trójki” sytuację, w której inwestorzy mogliby wywierać negatywną presję na CRA celem obniżenia przez nie ocen ratingowych, by ci pierwsi mogli wykorzystać tę sytuację dla powiększenia własnych zysków (gorsza ocena jest tożsama z wyższym ryzykiem i koniecznością zapłaty wyższych odsetek)⁴¹. Z drugiej strony większa liczba publikowanych ratingów doprowadziłaby zdaniem zwolenników limitowanej konkurencji do ich inflacji, bowiem rywalizujące podmioty, walcząc o klienta, byłyby skłonne oceniać emitentów łagodniej⁴². Innymi słowy, większa konkurencja zmniejszyłaby znaczenie efektu reputacji, zatem mogłaby spowodować działanie w celu utrzymania renty ekonomicznej i braku wystarczającego poziomu zdyscyplinowania⁴³.

Innym rodzajem barier wejścia, związanym jednakowoż z materią prawną regulującą funkcjonowanie sektora finansowego, jest taka konstrukcja reguł, które nakazują pewnym podmiotom inwestowanie jedynie w te instrumenty, które zostały przez agencje ratingowe ocenione na poziomie inwestycyjnym, uznawanym za najbezpieczniejszy. Przepisy prawne w wielu państwach (dotyczące instytucji ważnych ze względów społeczno-gospodarczych) nakazują, aby dane papiery wartościowe były zweryfikowane nie przez jedną, ale dwie niezależne agencje credit ratingu⁴⁴. Zmusza to choćby fundusze emerytalne do konstruowania swojej polityki inwestycyjnej w oparciu nie tylko o własne analizy towarzyszącego im

³⁹ *De facto* – jak pisze D. Dziawgo – SEC powierzyła rynkowi ocenę danej agencji, kładąc główny nacisk na akceptację rynku, co wyraźnie faworyzuje niektóre agencje, ponieważ wymaga, aby credit rating danej agencji był szeroko używany przez inwestorów i emitentów, zanim uzyska ona status NRSRO od SEC, podczas gdy właśnie uzyskanie tego statusu rozszerza krąg odbiorców usług oferowanych przez daną agencję. Zob. D. Dziawgo, *Credit rating na międzynarodowym...* op.cit., s. 110–111.

⁴⁰ Dla przykładu S&P opublikował w roku 2009 ponad 870 tys. ocen ratingowych. Zob. <http://www.standardandpoors.com/about-sp/key-statistics/en/us> (pobrano 13.06.2010).

⁴¹ Zob. http://www.cfr.org/publication/22328/credit_rating_controversy.html (pobrano 12.06.2010).

⁴² Zob. N. Camanho, P. Deb, Z. Lin, *Credit rating and competition*, March 2010.

⁴³ S. Rousseau, op. cit., s. 42.

⁴⁴ Zob. D. Dziawgo, *Credit rating na międzynarodowym...* op. cit., s. 101.

ryzyka, lecz także do korzystania z informacji zewnętrznej publikowanej przez CRA⁴⁵, które – o czym już była mowa wcześniej – bronią swojej niezależności i odrzucają wszelkie roszczenia natury prawnej próbujące pociągnąć je do odpowiedzialności za nieudane inwestycje, korzystając z fundamentalnej dla amerykańskiego porządku prawnego zasady wprowadzonej Pierwszą Poprawką do Konstytucji Stanów Zjednoczonych. Stanowi ona, że Kongres nie może m.in. stanowić praw ograniczających wolność słowa lub prasy⁴⁶.

Tak silna ochrona naraża jednak inwestora na ryzyko przymusowego uwzględniania informacji, której wiarygodność albo nie jest obiektywnie sprawdzalna (*vide* wcześniejsze spostrzeżenia odnośnie braku możliwości krytycznej weryfikacji funkcjonujących procedur decyzyjnych), albo mogłaby być przez innych analityków odczytana inaczej. Emitenci instrumentów dłużnych nie mają więc innej alternatywy jak tylko korzystać z usług CRA, jeśli chcą, by zaplanowany sposób pozyskania funduszy od inwestorów się ziścił. Tak więc sam credit rating jest tutaj instrumentem, który pomaga z jednej strony zredukować ryzyko inwestycyjne, choć równocześnie sam takie ryzyko potrafi generować⁴⁷.

Kontynuując rozważania nad naturą barier wejścia na rynku CRA, należy pamiętać także o kwestii ekonomii skali, bowiem tylko agencje obsługujące dużych klientów korporacyjnych (a zatem dysponujące odpowiednim kapitałem – ludzkim, rzeczowym i finansowym) są w stanie sprostać rosnącym wymaganiom. To z kolei pozwala przez lata budować wiarygodny wizerunek firmy, co skłania „starych” emitentów do kontynuowania współpracy, skoro kadra CRA dysponuje już na ich temat szerokim zakresem informacji (częstokroć większym niż ten, którym dysponuje rynek, co potęguje możliwość wystąpienia konfliktu interesów), zna specyfikę branży, towarzyszące działalności ryzyko itp., natomiast nowi, nie chcąc ryzykować niepowodzenia swoich pierwszych emisji, wolą także je przeprowadzić korzystając z usług największych.

W długim okresie taki model funkcjonowania podmiotów skutecznie eliminuje konkurencję, czego konsekwencją jest obniżenie rynkowej presji na utrzymywanie właściwej jakości usług/analiz przy jednoczesnym wzroście opłat, a nawet pozwala stosować inne

⁴⁵ Zob. szerzej W. Nawrot, *Globalny kryzys finansowy XXI wieku, Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 80–81.

⁴⁶ Całość w oryg. *Congress shall make no law respecting an establishment of religion, or prohibiting the free exercise thereof; or abridging the freedom of speech, or of the press; or the right of the people peaceably to assemble, and to petition the Government for a redress of grievances.*

⁴⁷ Por. D. Dziawgo, *Credit rating na międzynarodowym...* op. cit., s. 220.

wyrafinowane praktyki dyskryminacyjne w postaci nadużywania siły rynkowej (problem tzw. ratingów niezamówionych, ang. *unsolicited rating*⁴⁸ oraz tzw. przecinania, ang. *notching*⁴⁹).

Prawdopodobieństwo tego typu zachowań jest zwykle tym większe, im silniej skoncentrowany jest dany sektor oraz im bardziej homogeniczny produkt/usługa jest przedmiotem obrotu na rynku. W przypadku rynku CRA jest nim informacja oraz publikowana przez agencję ocena. Z uwagi na rzadką sytuację istnienia drastycznych różnic (ang. *split rating*, w praktyce występują dość nieznaczne rozbieżności) można przypuszczać, że konstrukcja procedur decyzyjnych (stosowanych modeli analitycznych i rang nadawanych elementom składowej finalnej oceny) jest do siebie podobna. Kluczowa jest tutaj konieczność zatrudnienia określonej klasy specjalistów, co w efekcie sprawia, że i koszty funkcjonowania (zwłaszcza te osobowe) będą z dużym prawdopodobieństwem kształtować się na zbliżonym poziomie. Jedynym efektywnym sposobem wyróżnienia się na rynku jest zatem inwestowanie w reputację (w szerszym ujęciu chodzi tutaj o rozpoczęcie konkurencji niecenowej), tym bardziej że – jak sugeruje F. Partnoy – agencje ratingowe rozpoczęły ocenę istotnie większej liczby emitentów i zdecydowanie bardziej kompleksowych instrumentów, lecz zasoby (w sensie kwalifikacji pracowników za to odpowiedzialnych – przyp. aut.) na to przeznaczone uległy pogorszeniu⁵⁰.

Tego typu praktyki są charakterystyczne dla sektorów dojrzałych, gdzie intensywność konkurencji oraz groźba nowych wejść (tzw. konkurencja potencjalna) zostały ograniczone, a uczestnicy rynku niejako nauczyli się funkcjonowania w takich warunkach, co w konsekwencji spowodowało osiągnięcie stabilnej równowagi pomiędzy największymi podmiotami, co pozwala z kolei wzmacniać siłę przyzwyczajień strony popytowej. Zapotrzebowanie na rating oraz dynamika rozwoju zarówno samego rynku finansowego, jak i rynków właściwych, na których funkcjonują poszczególni emitenci, sprawia, że coraz częściej korzysta się z innych rodzajów usług doradczych. Powstaje zatem „pod jednym dachem”

⁴⁸ Istnieje podejrzenie, jakkolwiek trudne do udowodnienia, że publikowanie niezamówionych ocen przez największe agencje może wpłynąć na decyzję o podjęciu współpracy i opłaceniu oceny. W literaturze podaje się w tym kontekście pochodzący z 1993 roku kontrowersyjny przypadek hrabstwa Jefferson w stanie Kolorado, któremu agencja Moody's, utraciwszy uprzednio zlecenie przygotowania emisji, wydała – nie będąc o to poproszoną – negatywną opinię, co podniosło koszty całej emisji. Pozew ze strony hrabstwa został oddalony, gdyż Moody's powołała się na konstytucyjną ochronę wynikającą z Pierwszej Poprawki. Agencja zapłaciła ostatecznie jedynie karę w wysokości 195 tys. USD za utrudnienia dochodzenia poprzez niszczenie dokumentacji. Zob. F. Partnoy, *How and why...* op. cit., s. 71–72 oraz A. R. Pinto, op. cit., s. 18.

⁴⁹ Praktyka ta polega na odmowie przyznania ratingu lub jego obniżeniu w przypadku instrumentów strukturyzowanych, jeśli tak zrobiła inna agencja, bez podjęcia się tej oceny, co stanowi instrument unikania konkurencji w sektorze. Za: <http://www.investopedia.com/terms/n/notching.asp> (pobrano 12.06.2010).

⁵⁰ F. Partnoy, *Rethinking regulation...* op.cit., s. 5.

szeroka paleta usług towarzyszących, które agencja może świadczyć elastycznie wykorzystując posiadany potencjał kadrowy (analitycy/doradcy finansowi/biznesowi), a to z kolei pozwala jej rekompensować ewentualne straty z niedochodowych sektorów, stosując tzw. sprzedaż krzyżową (ang. *cross-selling*), budując i wzmacniając w ten sposób lojalność klienta. Taka oferta oznacza korzyść w postaci minimalizacji kosztów transakcyjnych związanych z pozyskiwaniem informacji i usług kluczowych dla dalszego funkcjonowania. Sytuacja przekłada się jednak na większe prawdopodobieństwo wystąpienia konfliktu interesów – jedna agencja nie powinna odgrywać jednocześnie roli doradcy i oceniającego, gdyż rodzi to podejrzenia dotyczące filtrowania informacji, która ostatecznie zostanie przekazana do publicznej wiadomości dla uczestników rynku. Zapewnienia, jakoby wdrażana w takich przypadkach taktyka „chińskiego muru” (ang. *Chinese Wall*), zapobiegająca przepływowi kluczowych informacji, była wystarczającym instrumentem zagwarantowania oczekiwanego przez zewnętrzne podmioty obiektywizmu, wciąż spotykają się ze sceptyczną reakcją.

Zakończenie

Współodpowiedzialność agencji ratingowych za wybuch kryzysu na rynku *subprime* wydaje się mieć pośredni charakter. Głównym argumentem, który przemawiałby za przyjęciem takiego poglądu, jest naturalna tendencja do poszukiwania przyczyn problemów na zewnątrz własnej organizacji. I tak właśnie CRA stosunkowo dobrze nadają się do roli „kozła ofiarnego”, ponieważ:

- obdarzono je zaufaniem, które to zaufanie agencje zawiodły,
- korzystają one ze szczególnego umocowania prawnego (ich rekomendacje i wydane oceny narzucają kierunki polityki inwestycyjnej i kreują nastroje rynkowe, a w konsekwencji zachowania określane mianem stadnych),
- objęte są silną ochroną wywodzoną z zapisów Pierwszej Poprawki do Konstytucji Stanów Zjednoczonym, dzięki czemu skutecznie unikają odpowiedzialności prawnej,
- tworzą w ten sposób „kastę nietykalnych”, lecz wpływowych podmiotów, bowiem ważne stanowiska w świecie finansów piastowane były nierzadko przez te same osoby, co budziło podejrzenia związane z zagrożeniem *insider trading*.

Można w tym kontekście nawet zaryzykować wniosek, że tak jak w przypadku kryzysu wywołanego nadużyciami wynikłymi na gruncie „kreatywnej księgowości” frustracja

uczestników rynku skupiła się na firmach zajmujących się konsultingiem i auditingiem, tak w przypadku ostatniego kryzysu finansowego zawiodły „systemy wczesnego ostrzegania”, za których funkcjonowanie odpowiedzialne były CRA. Panowała w tej sferze milcząca zgoda, w oparciu o którą „wszystko funkcjonowało dobrze, dopóki dobrze funkcjonowało”.

Warto jednak pamiętać, że agencje ratingowe co do zasady nie dysponują informacją inną niż pozostali uczestnicy rynku. Nadają jej jedynie pewną interpretację, co oznacza, że inne podmioty wcale nie muszą podzielać tych opinii. Ograniczenie roli CRA mogłoby jednocześnie wymóc lepsze zarządzanie ryzykiem na poziomie samych pożyczkodawców i ograniczyć tym samym dążenie do przetransferowania na inne podmioty całej odpowiedzialności. Część banków i innych instytucji finansowych przywiązywała zbyt duże znaczenie do oceny papierów wartościowych dokonanej przez agencje ratingowe; gdy dane papiery posiadały wysoki rating, to często już dalej ich nie badano pod kątem bezpieczeństwa i prawidłowej wyceny wartości⁵¹.

Nie należy jednocześnie sądzić, że taka konstrukcja zasad funkcjonowania CRA jest idealna. Z pewnością większej uwagi wymagają problemy poprawy rozliczalności (ang. *accountability*) poprzez ograniczenie możliwości unikania odpowiedzialności prawnej oraz wprowadzenie systemu ściślejszego nadzoru (zarówno ze strony instytucji krajowych, jak i międzynarodowych⁵²) nad funkcjonowaniem tej branży poprzez nakaz upubliczniania szerszego zakresu informacji. Warto też wspomnieć, iż celem wzmocnienia precyzji komunikacji finansowej postulowane są zmiany w stosowanej symbolice ocen przyznawanych różnym kategoriom instrumentów finansowych oraz poddanie krytycznej ocenie metod sporządzania tejże oceny⁵³.

Kwestią otwartą pozostaje także model finansowania działalności CRA, gdyż jeśli faktycznie pełnią one rolę pośredników informacji rynkowej, to ograniczenie dostępu do niej mogłoby skutkować większymi turbulencjami na samych rynkach. Jednocześnie rating sam w sobie nie powinien być raczej traktowany jako kategoria czystego dobra publicznego, gdyż korzysta z niego tylko wąska grupa beneficjentów.

⁵¹ E. Gostomski, op.cit., s. 23.

⁵² Dla przykładu na forum Unii Europejskiej planowane jest oddanie nadzoru nad CRA nowo tworzonemu Europejskiemu Nadzorowi Giełd i Papierów Wartościowych (ang. *European Securities and Markets Authority*, EMSA), który w omawianym tu zakresie miałby władzę absolutną, bowiem uznano, że agencje ratingowe nie mają specyfiki narodowej i zarejestrowane w jednym miejscu w takim samym stopniu wpływają na rynki wielu krajów UE. Zob. A. Słojewska, *Wspólny europejski nadzór nad ratingiem*, „Rzeczpospolita” z dn. 04.06.2010, s. B1 oraz <http://www.eubusiness.com/news-eu/finance-economy.4zz> (pobrano 14.06.2010).

⁵³ Zob. szerzej F. Partnoy, *Rethinking regulation...* op.cit., s. 10–11.

Dyskusje nad reformą mają także wiele wspólnego z konstrukcją zasad ładu korporacyjnego (ang. *corporate governance*) i zdolnością (skłonnością) firm funkcjonujących w sektorze do wypracowania kodeksu dobrych praktyk, który byłby podstawą m.in. do egzekwowania wysokich kompetencji merytorycznych i etycznych od pracowników czy też silniejszego rozdzielenia usług towarzyszących ratingowi (doradztwo finansowe, biznesowe).

Literatura

American Enterprise Institute, Egan-Jones Ratings Co., *How to improve the credit rating agency sector*, June 2008.

Camanho N., Deb P., Lin Z., *Credit rating and competition*, March 2010.

Dittrich F., *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*, Inauguraldissertation zur Erlangung des Doktorgrades der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität zu Köln, 2007.

Dziawgo D., *Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym*, PWE, Warszawa 2010.

Dziawgo D., *Credit-rating. Ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym*, PWN, Warszawa 1998.

Dziawgo D., *Rynek finansowy. Istota – instrumenty – funkcjonowanie*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2007.

Frost C. A., *Credit rating agencies in capital markets: a review of research evidence on selected criticisms of the agencies*, State University of New York at Buffalo, June 2006.

Gostomski E., *Odpowiedzialność agencji ratingowych za kryzys subprime*, [w:] *Rynki finansowe w warunkach kryzysu*, M. Kalinowski (red.), CeDeWu, Warszawa 2009.

Hardt Ł., *Ekonomia kosztów transakcyjnych – geneza i kierunki rozwoju*, Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2009.

Hill C. A., *Why did anyone listen to the rating agencies after Enron*, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 09–35, University of Minnesota, May 2009.

Hill C. A., *Why did credit agencies do such a bad job rating subprime securities*, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 10–18, University of Minnesota, University of Pittsburg Law Review, Vol. 71: XX 2010.

House of Representatives, *Credit rating agencies and the financial crisis*, Hearing before the Committee on Oversight and Government Reform, One Hundred Tenth Congress, Serial No. 110–155, October 22, 2008, U.S. Government Printing Office, Washington 2009.

<http://www.aei.org>.

<http://www.cfr.org>.

<http://www.eubusiness.com>.

<http://www.investopedia.com>.

<http://www.nationalpost.com>.

<http://www.pbs.org>.

<http://www.sec.gov>.

<http://www.standardandpoors.com>.

MASZYNOPIIS

Publikacja chroniona prawem autorskim. Cytowanie jedynie poprzez podanie pełnego adresu internetowego oraz/lub pełnego przypisu bibliograficznego do źródła papierowego.

- Instrumenty i regulacje bankowe w czasie kryzysu*, J. Nowakowski (red.), Difin, Warszawa 2010.
- Kaczmarek T. T., *Ryzyko i zarządzanie ryzykiem. Ujęcie interdyscyplinarne*, Difin, Warszawa 2005.
- Krämer W., Güttler A., *On comparing of accuracy of default predictions in the rating industry*, Version October 2006.
- Kołodko G. W., *Neoliberalizm i światowy kryzys gospodarczy*, „*Ekonomista*” nr 1/2010.
- Kuczyński P., *Skąd się wziął kryzys. Kryzys. Przewodnik Krytyki Politycznej. Przyczyny, analizy, prognozy*, Wydawnictwo Krytyki Politycznej, Warszawa 2009.
- Listokin Y., Taibleson B., *If you misrate, then you lose: improving credit rating accuracy through incentive compensation*, Public Law & Legal Theory Research Paper Series No. 203, Yale Journal on Regulation, Vol. 27, January 2010.
- Nawrot W., *Globalny kryzys finansowy XXI wieku, Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, CeDeWu, Warszawa 2009.
- Partnoy F., *How and why credit agencies are not like other gatekeepers*, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 07–46, University of San Diego, May 2006.
- Partnoy F., *Rethinking regulation of credit rating agencies: an institutional investor perspective*, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 09–014, July 2009.
- Pinto A. R., *Control and responsibility of credit rating agencies in the United States*, Brooklyn Law School Legal Studies, Research Paper No. 119, October 2008.
- Rousseau S., *Regulating credit rating agencies after the financial crisis: the long winding road toward accountability*, Capital Markets Institute, Rotman School of Management, University of Toronto, July 2009.
- Słojewska A., *Wspólny europejski nadzór nad ratingiem*, „*Rzeczpospolita*” z dn. 04.06.2010.
- Współczesny kryzys gospodarczy. Przyczyny – przebieg – skutki*, J. Bednarczyk, S. Bukowski, J. Misala (red.), CeDeWu, Warszawa 2009.