

*Joanna Brylak*

Europejska Wyższa Szkoła Prawa i Administracji  
w Warszawie

# Agencje ratingowe na rynku inwestycji. Prawne aspekty instytucji

## 1. Charakterystyka działalności agencji ratingowych

Działalność agencji ratingowych (*credit rating agencies*) przybiera formę zorganizowanej firmy, której głównym obszarem działalności jest ocena wiarygodności kredytowej podmiotów pożyczających pieniądze, zatem spółek, funduszy, banków, organizacji i rządów państw oraz ocena samych instrumentów dłużnych wykorzystywanych na rynkach ekonomicznych.

W wyniku pozytywnej i dobrze rokującej oceny dokonanej przez agencję przyznawany jest rating – swoista miara ryzyka związanego z inwestycją w analizowane i weryfikowane pod względem jakości i pewności papiery dłużne. Formulowana opinia obejmuje miarę stabilności podmiotu pożyczającego, weryfikuje ryzyko jego niewypłacalności, jest poparta odpowiednimi argumentami i reputacją agencji ratingowej. W razie bankructwa wysoko ocenionej firmy agencja nie zwraca środków finansowych obligatariuszom<sup>1</sup>.

Agencje ratingowe odgrywają istotną rolę w świecie inwestycyjnym, ponieważ rating stał się bardzo dobrym wskaźnikiem oceny inwestycji dłużnej. Rynek agencji ratingowych objęło kilka wielkich firm działających na skalę międzynarodową. Amerykańska United States Securities and Exchange Commission nadała status Nationally Recognized Statistical Rating Organization pięciu firmom ratingowym. Są to: Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's, A.M. Best

<sup>1</sup> Ch. Adams, D.J. Mathieson, G. Shinasi, *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues*, Washington 1999, s. 48 i nast.

i Dominion Bond Rating Service. Oprócz tego na rynku działa kilka firm i instytucji, które pełnią rolę narodowych agencji ratingowych w swoich krajach, np. Japan Credit Rating Agency czy Malaysian Rating Corporation. Ich oceny wiarygodności kredytowej mają jednak mniejsze znaczenie w skali międzynarodowej, choć stanowią lokalnie przeciwwagę dla ratingów publikowanych przez agencje amerykańskie<sup>2</sup>. Również w Polsce istnieją agencje ratingowe o charakterze lokalnym, mianowicie Agencja Ratingowa EuroRating i Agencja Ratingowa AFS.

Agencje ratingowe uposażone w walor dokonywania profesjonalnej oceny ratingowej instytucji, przedsiębiorstw, towarzystw ubezpieczeń nabierają sporego znaczenia na rynku inwestycji.

Pierwowzory współczesnych agencji ratingowych zaczęły powstawać w połowie XIX w. w USA. Były to pierwsze na świecie przedsiębiorstwa nadające ratingi oceniające wiarygodność kredytową dłużników (*commercial credit-ratings*). Już w 1849 r. firma Bradstreet Improved Commercial Agency, a dziesięć lat później R.G. Dun & Company publikowały ratingi kredytów towarowych<sup>3</sup>.

Na szybki rozwój agencji ratingowych na rynku amerykańskim miało wpływ wiele przyczyn. Jedną z nich był kryzys gospodarczy i krach giełdowy w 1929 r., który skutkowało upadłościami przedsiębiorstw oraz utratą oszczędności zainwestowanych w emitowane przez nie obligacje i akcje. Amerykańskie ustawodawstwo stworzyło warunki do rozwoju działalności ratingowej; czynnikiem wpływającym na rozwój agencji stały się szumy informacyjne połączone z rosnącą asymetrią procesów informacyjnych. Deregulacja i liberalizacja na rynkach kapitałowych oraz finansowych, wzrost ilości informacji oraz potrzeba ich agregowania i analizowania stworzyły lukę wykorzystywaną przez agencje ratingowe<sup>4</sup>.

Nadającym oceny agencjom ratingowym stawia się szereg wymogów. Muszą być obiektywne, na równi traktować wszystkie badane przedsiębiorstwa i nie ulegać oddziaływaniu tych, które mogą traktować rating jako sposób publicznego potwierdzenia swojej wartości i reklamy oraz wymagać od agencji wysokich ocen, np. przez powoływanie się na dobrowolność i odpłatność ratingu. Ponadto agencje powinny być niezależne, tzn. mieć taką pozycję gospodarczą i prawną, która gwarantowałaby im możliwość odpierania wpływów ze strony badanych podmiotów, organów państwowych oraz innych, np. zrzeczeń konsumenckich,

---

<sup>2</sup> Stockwatch.pl – leksykon, Tekst udostępniany przez redakcję StockWatch.pl na licencji GNU Free Documentation License 1.2.

<sup>3</sup> L. White, *The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis* [w:] *Ratings*, red. R.M. Levich, G. Majnoni, C.M. Reinhart, Rating Agencies and the Global Financial System, Boston 2002, s. 41–65.

<sup>4</sup> Zob. M. Iwanicz-Drozdowska, *Stany Zjednoczone* [w:] *Kryzysy bankowe. Przyczyny i rozwiązania*, red. M. Iwanicz-Drozdowska, Bankowy Fundusz Gwarancyjny, PWE, Warszawa 2002, s. 267, 278 i nast.

lobby branżowych; cechować się niezawodnością i wiarygodnością, co oznacza stałość i niezmiennność kryteriów oceny wobec wszystkich przedsiębiorstw oraz gwarancję zachowania w tajemnicy danych pozyskanych z wewnętrznych systemów sprawozdawczości, rozmów z zarządem i planów strategicznych. Determinantą jakości agencji ratingowej jest także zaufanie odbiorców do fachowej wiedzy analityków oraz poprawność i wiarygodność wykorzystywanych przez agencję danych.

W niektórych krajach o szerokim systemie ratingowym, np. w Japonii i Stanach Zjednoczonych, spełnienie przez działające tam agencje ratingowe wskazanych wymogów podlega kontroli państwowej. W Stanach Zjednoczonych wszystkim agencjom ratingowym, które spełniają wymienione wymagania, nadaje się tytuł uznawanych w całym kraju statystycznych agencji ratingowych (Nationally Recognized Statistical Rating Organization). Dla ratingów ubezpieczeniowych Amerykańskie Zrzeszenie Towarzystw Ubezpieczeń na Życie nadaje agencjom tytuł uznawanych w całym kraju organizacji ratingów ubezpieczeniowych (Nationally Recognized Insurance Rating Organization).

W Polsce z inicjatywy krajowych instytucji finansowych powołana została w 1996 r. w Warszawie agencja ratingowa o nazwie Środkowoeuropejskie Centrum Ratingu i Analiz SA (CERA SA). Zgromadzenie założycielskie odbyło się w listopadzie 1996 r., a faktyczne rozpoczęcie działalności agencji miało miejsce w styczniu następnego roku. W lipcu 1997 r. agencja podpisała pierwszą umowę o nadanie ratingu, a w październiku opublikowała pierwszą notę ratingową. W grudniu 1998 r., obejmując 43% akcji, agencja Thomson Financial BankWatch została strategicznym akcjonariuszem CERY. Dwa lata później 52,5% udziałów w agencji objęła międzynarodowa agencja Fitch, zmieniając następnie nazwę spółki na Fitch Polska. Agencja nadaje oceny ratingowe emitującym papiery wartościowe gminom, wybranym branżom oraz spółkom, w tym bankom. W ramach ratingów krajowych ocenione zostały m.in.: GTFI FIO Skarbowy Rynku Pieniężnego, Rheinyp-BRE Bank Hipoteczny SA, Orbis SA, Polska Grupa Farmaceutyczna SA, Ostrów Wielkopolski, Płock, Kielce, Olsztyn, Rybnik oraz województwo wielkopolskie. Ratingi nadane przez Fitch Polska według skali międzynarodowej (ratingi międzynarodowe) objęły przykładowo: Bank Gospodarki Żywnościowej SA, Bank Handlowy w Warszawie SA, Bank Ochrony Środowiska SA, Bank Pekao SA, BPH PBK SA, Bank Zachodni WBK SA, Bank Millennium SA, BRE Bank SA, BRE Leasing, ING Bank Śląski SA, Kredyt Bank SA, PKO BP SA, Rheinyp-BRE Bank Hipoteczny SA, PKN Orlen, Elekrownię Turów, Telekomunikację Polską SA, Polish Retail Properties Finance Plc, Szczecin, Bydgoszcz oraz Katowice.

Narodowe agencje ratingowe cechuje ograniczony obszar geograficzny działania. Są one często również wyspecjalizowane w ocenianiu określonych branż lub

grup podmiotów, np. gmin, emitentów papierów dłużnych, banków. Agencje międzynarodowe z kolei działają w wielu krajach i na różnych kontynentach, nadając ratingi szerokiej gamie instytucji reprezentujących niemal wszystkie obszary działalności gospodarczej. Istnieją ponadto agencje specjalizujące się w ratingach przedsiębiorstw określonych branż. Właśnie ze względu na specyfikę działalności asekuracyjnej istnieje kilka agencji ratingowych wyspecjalizowanych w oferowaniu ratingów ubezpieczeniowych. Należy do nich np. najbardziej znana w branży międzynarodowa agencja A.M. Best, a także wspomniana niemiecka narodowa agencja Assekurata.

Rynek ratingowy na świecie cechuje zdecydowana dominacja największych agencji międzynarodowych. Stopniowo dokonują one kolejnych fuzji i przejęć narodowych oraz mniejszych międzynarodowych agencji ratingowych. Na przykład Standard & Poor's w 1990 r. przejęła agencje Insurance Solvency International Ltd. oraz Ducan Andrew, a w 1995 r. francuską agencję Agence d'Evaluation Financiere (ADEF). Agencja Fitch dokonała w 1997 r. fuzji z IBCA Ltd., a następnie przejęła kolejno agencje Duff and Phelps Credit Rating Co. (kwiecień 2000 r.) oraz Thomson BankWatch (grudzień 2000 r.). Jak podaje najnowszy raport Swiss Re, 80% wszystkich przychodów agencji ratingowych na całym świecie przypada po połowie na Standard & Poor's oraz Moody's, 14% na Fitch, 4% na A.M. Best, a zaledwie 2% na pozostałe agencje<sup>5</sup>.

Prestiż i renomę agencji ratingowych determinują następujące cechy:

- obiektywność i rzeczowość: równe traktowanie wszystkich podmiotów poddanych analizie i niepodleganie presji tych podmiotów, które chciałyby traktować rating jako sposób publicznego potwierdzenia swojej wartości,
- niezawodność i wiarygodność: stałość i niezmienność kryteriów oceny wszystkich podmiotów w ramach danej branży oraz w czasie,
- profesjonalizm: oparty na fachowej wiedzy analityków oraz poprawności i wiarygodności wykorzystywanych danych,
- etyka i dyskrecja metod pracy: wyróżnia agencje ratingowe od innych instytucji zajmujących się badaniem sytuacji finansowej podmiotów gospodarczych; agencje mają pełny dostęp do postanowień zarządu, wewnętrznych systemów sprawozdawczości badanych podmiotów, informacji o ich planach strategicznych itp.,
- niezależność: zapewnienie sobie przez agencję takiego statusu prawnego i gospodarczego, który gwarantowałby jej odporność na wszystkie wpływy ze

---

<sup>5</sup> J.M. Ammer, F. Packer, *How Consistent Are Credit Ratings? A Geographic and Sectorial Analysis of Default Risk*, FRB International Finance Discussion Paper, No 668 (June 2000), <http://ssrn.com/abstract=232909>; A.W.A. Boot, T.M. Tood, A. Schmeits, *Credit Ratings as Coordination Mechanisms*, „Review of Financial Studies” 2006, vol. 19(1), s. 81 i nast.

strony badanych podmiotów, organów państwowych i innych, np. zrzeszeń konsumenckich, lobby branżowych.

Najczęściej przeprowadza się ratingi dobrowolne, według następującego schematu:

- przedsiębiorstwo decyduje się na poddanie badaniom ratingowym i przygotowuje informacje wymagane do ich przeprowadzenia,
- agencja zwołuje komitet ratingowy,
- analitycy wchodzący w skład komitetu analizują wskaźniki, rozmawiają z zarządem i kierownictwem, wykonują rachunki symulacyjne,
- dokonują oni wstępnej oceny i nadają wskaźniki; wyjaśniane są sprzeczności przedsiębiorstwa,
- ostateczny rating zostaje przedstawiony zleceniodawcy, a wynik uzasadniony,
- podjęta zostaje decyzja co do publikacji wyników,
- analiza ratingu odbywa się okresowo w uzgodnieniu z zarządem firmy<sup>6</sup>.

Informacje, na których opiera się ocena, powinny obejmować następujące elementy: informacje dotyczące otoczenia makroekonomicznego ubezpieczyciela; pod uwagę brane powinny być te czynniki, które mogą mieć wpływ na działalność firmy; zakres informacji będących podstawą ratingu powinien obejmować przede wszystkim: sytuację makroekonomiczną na rynku krajowym i międzynarodowym, rozwiązania prawne, sytuację polityczną oraz pozycję rynkową ubezpieczyciela, informacje dotyczące ubezpieczyciela, np. środki własne, rentowność, koszty, kwalifikacje zarządu, dywersyfikacja poszczególnych rodzajów ryzyka (reasekuracja) oraz pozycję finansową; informacje dotyczące jakości oferowanych usług, tj. jakości dystrybucji i samych produktów; oceniając jakość produktów ubezpieczeniowych, mierzy się relację przyszłego świadczenia do kosztu, jaki trzeba ponieść, by wykupić dany rodzaj ochrony zabezpieczający przed konkretnym ryzykiem; za elementy składowe produktu uznaje się ogólne warunki ubezpieczenia, taryfy oraz poziom usług doradczych i serwisowych.

## 2. Opiniotwórcza rola agencji ratingowych

Agencje ratingowe jako ważny element opiniotwórczy gospodarki wolnorynkowej posiadają najwyższą wiarygodność i zachowują całkowitą niezależność od inwestorów (lobby kapitałowego) i środowisk politycznych (np. rządów państw).

---

<sup>6</sup> *Nowa metodologia adekwatności kapitałowej*, NBP, Bazylea 1999, s. 20 i nast.; J. Gaugusch, W. Wainig, *Wie die Handelbarkeit von Kreditrisiken die Finanzierungslandschaft verändert* [w:] *Die neue Unternehmensfinanzierung Strategisch Finanzieren mit Bank- und Kapitalmarktorientierten Instrumenten*, red. W. Stadler, Redline Wirtschaft, Frankfurt 2004, s. 82 i nast.

Nie są zależne od ocenianych przez siebie podmiotów, gdyż opłaty za analizę i wystawienie oceny pobierają przed przystąpieniem do badań.

Procedurze przyznawania oceny wiarygodności finansowej poddają się najpoważniejsze i największe instytucje finansowe świata, a także państwa i miasta. Tylko 10 państw ma oceny na poziomie najwyższym (AAA): Austria, Francja, Holandia, Japonia, Luksemburg, Niemcy, Norwegia, USA, Szwajcaria i Wielka Brytania (*Ratings Handbook*, luty 1995 r.). Dla Polski rating w 1998 r. określony został na poziomie BBB, natomiast Agencja Fitch Polska otrzymała niedawno najwyższe noty<sup>7</sup>.

Jest zasadą, że wiarygodność finansowa firmy nie może być wyższa od wiarygodności, jaką uzyskał kraj, w którym dana firma ma siedzibę. Zasada ta wynika z założenia, że przedsiębiorstwo zależne jest od swojego państwa. Oznacza to, że np. w kwestii transferu dewiz i w sytuacji zachwiania wypłacalności na rynkach międzynarodowych może zostać zagrożona obsługa zobowiązania dłużnika.

Biorąc pod uwagę ryzyko inwestora, przedstawić można miernik efektywności ratingu, jakim jest relacja oceny przedsiębiorstwa do prawdopodobieństwa jego bankructwa, co ma wpływ na postrzeganie firmy przez klientów i w konsekwencji na jego pozycję na rynku. Z badań przeprowadzonych w USA wynika, że prawdopodobieństwo bankructwa w przypadku firmy z oceną AAA w okresie 10 lat od przyznania oceny wynosi poniżej 1%. Dla podmiotów z oceną BBB już 5%, a dla firm z oceną B aż 40%. Trzy czwarte przepływów finansowych w gospodarce globalnej odbywa się za pośrednictwem firm podlegających ocenie ratingowej.

Noty przyznawane instrumentom finansowym przez agencje ratingowe mają olbrzymie znaczenie dla inwestorów. Przykładowo, firmy ubezpieczeniowe oraz fundusze emerytalne, ze względu na niewielką skłonność do ryzyka, mogą lokować kapitał wyłącznie w instrumenty oceniane jako najbezpieczniejsze, czyli posiadające rating AAA. Banki przyjmują jako zabezpieczenie pod udzielane kredyty wyłącznie papiery wartościowe spełniające określone kryteria. Agencje odgrywają zatem rolę regulatorów bezpieczeństwa. Swobodna ocena oraz nielimitowana dopuszczalność podmiotów do elitarnego grona najlepszych przedsiębiorców może skutkować kwestionowaniem jakości ocen agencji ratingowych. Inwestorzy i zarządzający funduszami, delegując na zewnątrz odpowiedzialność za ocenę ryzyka, spotykali się z sytuacją, że bankrutujące banki na kilka dni przed ogłoszeniem upadłości szczyły się najwyższymi ocenami zdolności kredytowej, a obligacje np. Grecji, Hiszpanii czy Portugalii były degradowane dopiero, gdy

---

<sup>7</sup> *A New Capital Adequacy Framework (Consultative Paper)*, Basel Committee on Banking Supervision, June 1999; *The New Basel Capital Accord*, Basel Committee on Banking Supervision, January 2001.

inwestorzy zaczęli się ich masowo pozbywać<sup>8</sup>. Ta ostatnia cecha zdecydowała o tym, że amerykański i europejski nadzór zaczynają obecnie poważnie weryfikować znaczenie agencji. Nowe regulacje mają ograniczyć wpływ agencji na decyzje inwestorów.

Tabela 1. Ratingi agencji Moody's oraz Standard &amp; Poor's

Moody's	Standard & Poor's	Wiarygodność kredytowa
Aaa	AAA	Potrójne A – brak ryzyka kredytowego
Aa1	AA+	Bezpieczna inwestycja, niewielkie ryzyko upadłości
Aa2	AA	
Aa3	AA-	
A1	A+	Bezpieczna inwestycja, chyba że w gospodarce lub branży wystąpią nieprzewidywalne zjawiska
A2	A	
A3	A-	
Baa1	BBB+	Średnio bezpieczna inwestycja. Przyznawana, gdy kondycja gospodarki ulega pogorszeniu. Mogą pojawić się problemy
Baa2	BBB	
Baa3	BBB-	
Ba1	BB+	Spekulacyjna inwestycja. Pogarszające się warunki zwiastują problemy w przyszłości
Ba2	BB	
Ba3	BB-	
B1	B+	Spekulacyjna inwestycja. Spodziewane dalsze pogorszenie się warunków ekonomicznych
B2	B	
B3	B-	
Caa	CCC	Wysokie ryzyko bankructwa lub zaprzestania działalności
Ca	CC	
C	C	
-	D	W upadłości lub trwała niezdolność do regulowania zobowiązań

Źródło: A. Słojewska, *Agencje: wróg publiczny nr 1*, „Rzeczpospolita”, 15.07.2011.

O tym, jak bardzo ratingi agencji mogą odbiegać od rzeczywistości, może świadczyć fakt, że Hiszpania z 20-procentowym bezrobociem i rynkiem nieruchomości pogrążonym w zapaści w dalszym ciągu posiada najwyższe noty agencji Moody's i Fitch, a decyzja Standard & Poor's o obniżeniu oceny o jeden stopień z AA+ do AA wywołała zamieszanie. Jeśli tak jak w przypadku amerykańskiego

<sup>8</sup> J. Gaugusch, W. Wainig, *op. cit.*, s. 80 i nast.; R. Sahajwala, P. van den Bergh, *Supervisory Risk Assessment and Early Warning Systems*, Basel Committee on Banking Supervision Working Papers, No 4, December 2000, s. 1 i nast.



kańskich destrukcyjnych aktywów ratingi opierają się na danych historycznych, nieruchomości mogą tylko drożeć.

Tabela 2. Odsetek bankructw w zależności od posiadanego ratingu (obligacje korporacyjne)

Rating (Moody's/Standard & Poor's)	Odsetek bankructw (Moody's/Standard & Poor's)
Aaa/AAA	0,52/0,60
Aa/AA	0,52/1,50
A/A	1,2/2,9
Baa/BBB	4,6/10,2
Ba/BB	19,1/29,9
B/B	43,3/53,7
Caa-C/CCC-C	69,2/69,1
Investment grade (powyżej śmieciowych)	2,09/4,14
Śmieciowe	31,4/42,3
Wszystkie	9,7/13,0

Źródło: A. Słojewska, *op. cit.*

Poprawka do projektu zmian w ustawach regulujących rynek finansowy przyjęta przez sejmową komisję finansów przewiduje, że agencje ratingowe mają podlegać nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Wątpliwości co do jej konstytucyjności miało sejmowe biuro legislacyjne. Sejmowa Komisja Finansów Publicznych pracowała nad rządowym projektem nowelizacji prawa bankowego, ustawy o działalności ubezpieczeniowej, ustawy o funduszach inwestycyjnych, ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym. Regulacje przygotowało Ministerstwo Finansów. Dotyczą one głównie inwestorów zamierzających przekroczyć określony próg udziałów w firmie z branży finansowej. O swoich planach będą musieli informować Komisję Nadzoru Finansowego. Kontrolą zajmie się nowa agencja nadzoru nad rynkami giełdowymi ESMA (European Securities and Markets Authority). Parlament Europejski chce przyznać jej prawo do nakładania wysokich kar finansowych za błędy w ocenach wiarygodności kredytowej krajów Unii oraz do weryfikowania już przyznanych ocen.

Niezależnie od tego, czy postulaty Parlamentu Europejskiego będą wdrażane w życie, nowe regulacje i tak mocno utrudnią funkcjonowanie agencjom ratingowym. Projekt dokumentu przewiduje, że agencje będą musiały nieodpłatnie podawać do powszechnej wiadomości raporty, które posłużyły do wydania nowej oceny ratingowej. Władze ocenianego kraju będą na trzy dni wcześniej uprzedzane o dacie publikacji, aby móc sprawdzić, czy wykorzystane w niej informacje



są prawdziwe. Raporty mają być ogłaszane po zamknięciu rynków giełdowych, aby ograniczyć ryzyko zbyt nerwowej reakcji inwestorów. Notuje się dążenia do rozbitcia monopolu trzech amerykańskich agencji, EBC oraz zobowiązania banków komercyjnych do wystawiania własnych ocen ryzyka. Banki nie będą mogły posiadać w swoim portfelu aktywów, których kurs jest uzależniony od notowań jednej z agencji<sup>9</sup>.

W całej Unii ma zostać ujednolicony system odpowiedzialności karnej agencji za ewentualne szkody finansowe wynikające z wydania błędnego ratingu. Obecnie w każdym kraju UE obowiązują w tej sprawie odrębne przepisy, a w niektórych państwach agencje nie ponoszą żadnej odpowiedzialności.

Agencje ratingowe działają według starego modelu, nieprzystającego do obecnych realiów. Swoje oceny obliczają na podstawie modeli matematycznych, które nie uwzględniają najważniejszych w okresie kryzysu parametrów psychologicznych oraz nieprzewidywalnych zmian na rynku, jak załamanie notowań inwestycji nieruchomości.

Agencje ratingowe odgrywają ważną rolę na światowych rynkach papierów wartościowych i usług bankowych. Dlatego istotną sprawą jest regularne dostarczanie przez nie niezależnych, obiektywnych ocen o najwyższej możliwej jakości. Komisja Europejska zobowiązała się do przeanalizowania kwestii agencji ratingowych w czasie nieformalnego spotkania Rady ECOFIN w Oviedo (kwiecień 2002 r.) w kontekście skandalu wokół Enronu. Parlament Europejski przyjął następnie w lutym 2004 r. rezolucję w sprawie agencji ratingowych w odpowiedzi na sprawozdanie złożone z własnej inicjatywy przez Komisję Gospodarczą i Monetarną wzywające Komisję Europejską do oceny ewentualnej potrzeby interwencji prawodawczej na tym polu. W marcu 2004 r., w następstwie afery związanej z Parmalatem, Komisja wskazała, wspólnie z Parlamentem Europejskim i państwami członkowskimi UE, na istotne, wymagające uwagi zagadnienia prawodawcze dotyczące agencji ratingowych. W lipcu 2004 r. Komisja zwróciła się do Komitetu Europejskich Organów Nadzoru Papierów Wartościowych (CESR) o przedstawienie analizy technicznej i opinii, aby ocenić potrzeby w zakresie wprowadzenia prawodawstwa europejskiego lub podjęcia innych kroków. CESR przedłożył swoją opinię Komisji w marcu 2005 r. Tymczasem przyjęto szereg środków legislacyjnych o doniosłym znaczeniu dla agencji ratingowych, jako część opracowanego przez Komisję planu działania w zakresie usług finansowych (*Financial Services Action Plan – FSAP*). Co więcej, w grudniu 2004 r. Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych opubli-

---

<sup>9</sup> B.J. Hirtle, J.A. Lopez, *Supervisory Information and the Frequency of Bank Examinations*, Federal Reserve Bank of New York, „Economic Policy Review” 1999, April, s. 1 i nast.; W. Gerke, F. Mager, *Die Macht der Ratingagenturen? Der Fall ThyssenKrupp AG*, „Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis” 2005, 57(3), s. 203 i nast.

kowała podstawowy kodeks postępowania dla agencji ratingowych (tzw. kodeks IOSCO). Celem uchwalenia kodeksu jest przekazanie Radzie oraz Parlamentowi informacji na temat przyjętej przez Komisję koncepcji uregulowania kwestii agencji ratingowych z uwzględnieniem wyżej wymienionych zmian. Przy opracowywaniu swego podejścia Komisja kierowała się opinią CESR. Ponadto Komisja dbała o przestrzeganie zasad lepszego stanowienia prawa, do czego zobowiązała się w ramach dążenia do zwiększenia wzrostu gospodarczego i zatrudnienia w Unii, co stanowi główny element jej polityki w sferze usług finansowych ujętej ostatnio w postaci białej księgi w sprawie polityki usług finansowych<sup>10</sup>.

### 3. Wpływ na rynki finansowe

Oceny kredytowe wywierają znaczący wpływ na rynki finansowe. Dzieje się tak z dwóch powodów. Po pierwsze, choć oparte na złożonych metodach szacowania, mogą być w prosty i natychmiastowy sposób wykorzystane przez inwestorów niezależnie od ich profilu i stopnia wiedzy specjalistycznej. Po drugie, agencje ratingowe cieszą się nieposzlakowaną opinią i w ocenie uczestników rynku są źródłem obiektywnych analiz danych<sup>11</sup>.

Znaczenie agencji ratingowych w ostatnich latach jest widoczne zarówno w praktyce gospodarczej, jak i uregulowaniach prawnych. Z jednej strony powodzenie rynkowe większości emisji papierów dłużnych zależy od poziomu przyznawanych im ratingów. Rating uznawany jest dziś za wstępny warunek poszukiwania zewnętrznych źródeł finansowania na rynkach papierów wartościowych, szczególnie dotyczy to emitentów, którzy nie mają ugruntowanej pozycji na rynkach papierów dłużnych. Ocena kredytowa emitenta decyduje o oprocentowaniu,

<sup>10</sup> C 59/2 PL Dz.Urz. UE z 11.03.2006 r.; Rezolucja Parlamentu na temat roli i metod działania agencji ratingowych (2003/2081INI), dostępna w języku angielskim w internetowym rejestrze dokumentów Parlamentu: [http://www.europarl.eu.int/registre/seance\\_pleniere/textes\\_adoptes/definitif/2004/0210/0080/P5\\_TA\(2004\)0080\\_EN.pdf](http://www.europarl.eu.int/registre/seance_pleniere/textes_adoptes/definitif/2004/0210/0080/P5_TA(2004)0080_EN.pdf); Sprawozdanie Komisji Gospodarczej i Monetarnej (A5-0040/2004), poseł sprawozdawca Giorgos Katiforis; Porady techniczne CESR dla Komisji Europejskiej w sprawie środków możliwych do zastosowania w odniesieniu do agencji ratingowych, dokument CESR/05/139b z 30 marca 2005 r. dostępny na stronach internetowych CESR: <http://www.cesr-eu.org>; Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, dokument komitetu technicznego przy Międzynarodowej Organizacji Komisji Papierów Wartościowych (International Organization of Securities Commissions), grudzień 2004, w szczególności załącznik omawiający podstawowy kodeks postępowania agencji ratingowych IOSCO: Annex on IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies; Biała księga w sprawie polityki usług finansowych (2005–2010), COM(2005) 629 final.

<sup>11</sup> I. Grass, *The Power to Rate. Eine Untersuchung zur Rolle der Ratingagenturen auf den Internationalen Finanzmarkten*, REGEM Analysis 2003, no 6, May 2003, [www.chinapolitik.de/studien/regem/regem\\_no6.pdf](http://www.chinapolitik.de/studien/regem/regem_no6.pdf).

jakie musi on zaoferować celem uzyskania zewnętrznego finansowania. Co więcej, oceny kredytowe są w coraz większym stopniu wykorzystywane w postanowieniach umownych dotyczących ograniczeń dostępności kredytu, przyspieszenia terminu spłaty długu lub innych zmian warunków kredytowania. Z drugiej zaś strony, według uregulowań obowiązujących w niektórych państwach określonego rodzaju produkty inwestycyjne mogą być sprzedawane wyłącznie w przypadku wykazania przez emitenta odpowiedniego poziomu wiarygodności kredytowej potwierdzonej przez uznaną agencję ratingową. Agencje ratingowe są również w coraz większym stopniu angażowane w ocenę ryzyka związanego z posiadanymi przez instytucje finansowe aktywami koniecznymi dla spełnienia wymagań adekwatności kapitałowej. Rola, jaką odgrywają agencje ratingowe na rynkach, ma zasadniczo korzystny wpływ zarówno na inwestorów, jak i na emitentów. Dostarczają one inwestorom informacji służącej ocenie ryzyka związanego z danym papierem wartościowym. Pomagają również emitentom ograniczyć koszty gromadzenia kapitału, a przynajmniej tym, których oceniają korzystnie<sup>12</sup>.

Rezolucja Parlamentu Europejskiego nie podważa pozytywnej roli, jaką powinny i najczęściej odgrywają agencje ratingowe. Wskazuje jednak na pewne kwestie, które należy poważnie rozważyć, mając na względzie to, by agencje te w sposób odpowiedzialny spełniały swoje zadania<sup>13</sup>. Obawy dotyczą głównie jakości ocen kredytowych wystawianych przez agencje ratingowe. Muszą one opierać swoje oceny na błyskawicznej analizie dostępnych danych, ustawicznie kontrolując rzetelność swoich źródeł informacji. Oznacza to, że w razie konieczności ratingi muszą być regularnie aktualizowane. Agencje ratingowe muszą również w większym stopniu ujawniać sposoby opracowywania ocen kredytowych. Ponadto istotne jest zachowanie niezależnego i obiektywnego nastawienia agencji ratingowych. Na ich stanowisko nie mogą wpływać związki utrzymywane przez nie z emitentami. Pozostają również wątpliwości w sprawie dostępu agencji ratingowych do wewnętrznych informacji o emitentach. Ważne jest, by agencje nie wykorzystywały tych danych na innych polach działalności. Wreszcie, Parlament Europejski wyraża zaniepokojenie stopniem koncentracji branży agencji ratingowych, grożącym skutkami szkodliwymi dla konkurencji.

---

<sup>12</sup> Fitch Ratings. Survey shows majority of structured finance executives oppose nothing as practiced by Moody's and S&P (Press release), 27 March 2002, [http://greenbergresearch.com/articles/1616/1409\\_FitchRatings\\_pr.pdf](http://greenbergresearch.com/articles/1616/1409_FitchRatings_pr.pdf).

<sup>13</sup> Zob. Komunikat Komisji w sprawie agencji ratingowych z dnia 1 marca 2006 r., PL Dz.Urz. UE C 59/5.

## 4. Regulacje prawne

Kwestie problemowe związane z agencjami ratingowymi są poważne i powinny być należycie potraktowane. Zmierzają do tego zarówno ramy prawne na poziomie wspólnotowym, jak i kodeks IOSCO. Prawodawstwo Unii Europejskiej ma zastosowanie wyłącznie w odniesieniu do agencji ratingowych działających w UE. Kodeks natomiast winien być uwzględniany przez agencje ratingowe niezależnie od miejsca ich działalności. Treść kodeksu uzupełnia prawodawstwo unijne. O ile dyrektywy są prawnie wiążące, o tyle kodeks działa na zasadzie „przestrzegaj lub wyjaśnij”, tj. oczekuje się włączenia przez agencje ratingowe całokształtu wymogów kodeksu IOSCO do ich własnych wewnętrznych kodeksów postępowania. Gdy to nie ma miejsca, muszą one wyjaśnić, w jaki sposób ich kodeksy przynoszą efekty równoważne w stosunku do postanowień kodeksu IOSCO.

### *Prawodawstwo Unii Europejskiej*

Celem planu działań w zakresie usług finansowych (FSAP) było utworzenie otwartych, zintegrowanych i sprawnych rynków finansowych w UE, na których zyski inwestorów rosną dzięki siłom konkurencji, a inwestorzy nie są narażani na nadmierne ryzyko. Zmierzał on zatem do sprowadzenia do minimum ciężaru regulacji obarczającego przedsiębiorstwa przy jednoczesnym utrzymaniu skutecznego poziomu nadzoru regulacyjnego i wysokiego poziomu ochrony inwestorów.

Dla agencji ratingowych mają znaczenie trzy dyrektywy FSAP<sup>14</sup>. Najważniejsza jest dyrektywa w sprawie nadużyć rynkowych (MAD), która wraz z przepisami wykonawczymi w postaci rozporządzenia i dalszych dyrektyw reguluje

<sup>14</sup> Dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku), Dz.Urz. L 96/16 z 12.04.2003 r.; Dyrektywa Komisji 2003/124/WE z dnia 22 grudnia 2003 r. wykonująca dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie definicji i publicznego ujawniania informacji wewnętrznych oraz definicji manipulacji na rynku, Dz.Urz. L 339/70; Dyrektywa Komisji 2003/125/WE z dnia 22 grudnia 2003 r. wykonująca dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie uczciwego przedstawiania rekomendacji inwestycyjnych oraz ujawniania konfliktów interesów, Dz.Urz. 2003 L 339/73; Dyrektywa Komisji 2004/72/WE z dnia 29 kwietnia 2004 r. wykonująca dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie dopuszczalnych praktyk rynkowych, definicji informacji wewnętrznej w odniesieniu do towarowych instrumentów pochodnych, sporządzania list osób mających dostęp do informacji wewnętrznych, powiadamiania o transakcjach związanych z zarządem oraz powiadamiania o podejrzanym transakcjach, Dz.Urz. 2003 L 162/70; oraz Rozporządzenie Komisji (WE) nr 2273/2003 z dnia 22 grudnia 2003 r. wykonujące dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zwolnień dla programów odkupu i stabilizacji instrumentów finansowych, Dz.Urz. 2003 L 336/33.

kwesie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku) dla zapewnienia spójności rynków finansowych Wspólnoty i podniesienia zaufania inwestorów do tych rynków. Przypadki wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku są przeszkodą dla pełnej przejrzystości rynku, która jest ważnym elementem działalności gospodarczej wszystkich podmiotów funkcjonujących na zintegrowanych rynkach finansowych<sup>15</sup>. W sprawach związanych ze sprzecznością interesów, uczciwym przedstawianiem zaleceń inwestycyjnych oraz dostępem do informacji poufnych przepisy dyrektywy MAD stanowią kompleksowe ramy prawne dla agencji ratingowych, nadając im przy tym szczególną rolę oraz wprowadzając rozróżnienie między ratingami a zaleceniami inwestycyjnymi.

Zasady uczciwego przedstawiania zaleceń inwestycyjnych oraz ujawniania sprzecznych interesów określa dyrektywa 2003/125/WE mająca na celu zapobieganie wykorzystywaniu poufnych informacji i manipulacjom na rynku. Dla celów wymienionej dyrektywy oceny kredytowe nie stanowią zaleceń: traktowane są jako opinie o wiarygodności kredytowej konkretnego emitenta lub jakości kredytowej instrumentu finansowego. Tym niemniej dyrektywa stanowi, że agencje ratingowe powinny rozważyć przyjęcie wewnętrznych zasad i procedur zmierzających do zapewnienia uczciwego przedstawiania publikowanych przez nie ocen kredytowych. Co więcej, zobowiązuje ona agencje ratingowe do ujawniania wszelkich znaczących interesów lub sprzeczności interesów dotyczących instrumentów finansowych bądź emitentów, których zdolność kredytową oceniają.

Z dyrektywy 2003/6/WE wynika natomiast, że w przypadku gdy agencja ratingowa wiedziała bądź powinna była wiedzieć, że podane ratingi były fałszywe bądź mylące, zakaz rozpowszechniania informacji fałszywych lub wprowadzających w błąd, jako przejaw manipulacji na rynku, może mieć zastosowanie również do wydawanych przez nią ocen kredytowych<sup>16</sup>.

Ze względu na wymienione przepisy agencje ratingowe muszą wdrożyć wewnętrzne zasady i procedury zmierzające do zapewnienia obiektywnych, niezależnych i rzetelnych ocen umacniających zaufanie inwestorów. Sprawą wielkiej wagi jest dla Komisji Europejskiej skuteczne wdrożenie przez agencje ratingowe procedur zapewniających wysoką jakość ocen. Co do prawnej kwalifikacji kwestii dostępu agencji ratingowych do wewnętrznych informacji, dyrektywa 2003/6/WE zabrania osobom posiadającym informacje wewnętrzne wykorzystywania takich informacji poprzez nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych, których

<sup>15</sup> C 59/3 PL Dz.Urz. UE z 11.03.2006 r.

<sup>16</sup> A.C. Hill, *Regulating the Rating Agencies*, „Washington University Law Quarterly” 2004, nr 82, s. 42 i nast.

informacje te dotyczą. Informacja wewnętrzna oznacza informację o ściśle określonym charakterze, nie podaną do wiadomości publicznej, dotyczącą bezpośrednio lub pośrednio jednego lub kilku emitentów instrumentów finansowych lub jednego lub kilku instrumentów finansowych i która, gdyby została podana do wiadomości publicznej, miałyby prawdopodobnie znaczny wpływ na ceny tych instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych<sup>17</sup>.

Zasadniczo emitent jest zobowiązany do jak najszybszego ujawnienia informacji wewnętrznych. W związku z tym do rzadkości należeć będzie sytuacja, w której emitent może zgodnie z prawem pozostawać w posiadaniu informacji wewnętrznej, która nie została jeszcze ujawniona. Jeśli emitent zadecyduje o dopuszczeniu agencji ratingowej do informacji wewnętrznej, agencja ta jest zobowiązana do zachowania poufności zgodnie z art. 6 ust. 3 dyrektywy 2003/6/WE<sup>18</sup>. W takim wypadku zarówno agencja ratingowa, jak i każdy pracownik posiadający dostęp do wszelkiego rodzaju informacji wewnętrznych są objęci całkowitym zakazem dokonywania transakcji z wykorzystaniem takich informacji. Co więcej, niedozwolone jest także ujawnianie takiej informacji wewnętrznej komukolwiek – o ile ujawnienie nie wynika z normalnego trybu pełnienia obowiązków zawodowych. W tym względzie art. 6 ust. 3 pkt 3 dyrektywy 2003/6/WE stanowi, że emitenci lub osoby działające w ich imieniu lub na ich rachunek sporządzają listę pracujących dla nich osób, mających dostęp do informacji wewnętrznych. Na podstawie tego przepisu państwa członkowskie mogą wymagać od agencji ratingowych sporządzania list osób mających dostęp do informacji wewnętrznych. Listy te powinny być regularnie uaktualniane i przekazywane właściwemu organowi na każdy jego wniosek. Poza dostępem do informacji wewnętrznych emitenta istnieje możliwość ustalenia takich informacji przez samą agencję – zwłaszcza w przypadku, gdy ma ona dostęp do niepublikowanych informacji o emitencie. Stąd zakaz wykorzystywania do celów handlowych i ujawniania takich informacji wewnętrznych komukolwiek, o ile ujawnienie nie wynika z normalnego trybu pełnienia obowiązków zawodowych. Dopuszcza się jednak możliwość poufnego przekazania emitentowi przez agencję ratingową informacji o przygotowywanej do opublikowania oceny kredytowej w celu potwierdzenia posiadanych informacji, na których została oparta taka

<sup>17</sup> Zob. art. 1 ust. 8 oraz motyw 10 dyrektywy 2003/125/WE.

<sup>18</sup> Art. 1 ust. 2 lit. c stanowi: „Manipulacja na rynku» oznacza: rozpowszechnianie informacji poprzez media, także Internet, lub innymi sposobami, które dają, lub mogłyby dawać, fałszywe lub wprowadzające w błąd sygnały w odniesieniu do instrumentów finansowych, w tym upowszechnianie plotek oraz informacji fałszywych i wprowadzających w błąd, jeżeli osoba upowszechniająca wiedziała lub powinna była wiedzieć, że informacje te są fałszywe lub wprowadzające w błąd (...)”.



ocena. W opinii Komisji Europejskiej przepisy dyrektyw w sprawie nadużyć rynkowych stanowią wyczerpujący zestaw regulacji w odniesieniu do działalności agencji ratingowych w obszarze zagrożonym nadużyciami rynkowymi. Z uwagi na szczególną rolę agencji ratingowych na rynku usług finansowych wymagane jest staranne wdrożenie tych regulacji. Z tego względu Komisja zamierza aktywnie śledzić wdrożenie i egzekwowanie przepisów dyrektyw w sprawie nadużyć rynkowych w odniesieniu do agencji ratingowych<sup>19</sup>.

Drugim aktem prawnym o dużym znaczeniu dla agencji ratingowych jest dyrektywa w sprawie wymogów kapitałowych (CRD), wprowadzająca nowe ramy wymogów kapitałowych w odniesieniu do banków oraz przedsiębiorstw inwestycyjnych<sup>20</sup>. CRD opiera się na nowym międzynarodowym systemie wymogów kapitałowych opracowanym przez Komitet Bazylejski ds. Nadzoru Bankowego (tzw. Bazylea II) w 2004 r. CRD przewiduje wykorzystanie zewnętrznych ocen kredytowych do oszacowania wag ryzyka (a co za tym idzie, wymogów kapitałowych) przypisywanych ekspozycjom banków czy przedsiębiorstw inwestycyjnych. Dla właściwych władz do zaakceptowania będą wyłącznie oceny wydane przez uznane instytucje zewnętrznej oceny kredytowej (ECAI), przeważnie będące agencjami ratingowymi. Dyrektywa przedstawia również zarys mechanizmu ich uznawania<sup>21</sup>.

CRD ustala zestaw wymogów, jakie muszą spełnić instytucje ECAI, aby zostały uznane przez właściwe władze. Na przykład wydawane przez nie oceny muszą być przyznawane obiektywnie i niezależnie oraz na bieżąco weryfikowane. Procedury ustalania ratingu powinny być odpowiednio przejrzyste. Ponadto właściwe władze powinny ocenić, czy poszczególne oceny kredytowe są na rynku uznawane za wiarygodne i rzetelne przez korzystających z takich ocen oraz udostępniane na tych samych warunkach wszystkim zainteresowanym stronom. Komitet Europejskich Organów Nadzoru Bankowego (CEBS) dokłada starań, by na fundamencie CRD propagować zbliżanie procedur uznawania ECAI w całej Unii Europejskiej poprzez ustanowienie wspólnego rozumienia warunków koniecznych dla wdrożenia określonych w CRD wymogów ich uznawania<sup>22</sup>. Oczywiście CRD nie reguluje sposobów prowadzenia działalności przez agen-

<sup>19</sup> Zob. art. 1 ust. 1 oraz art. 2 ust. 1 dyrektywy 2003/6/WE.

<sup>20</sup> Przekształcająca dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 20 marca 2000 r. odnoszącą się do podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe oraz dyrektywę Rady 93/6/EWG z dnia 15 marca 1993 r. w sprawie adekwatności kapitałowej przedsiębiorstw inwestycyjnych i instytucji kredytowych.

<sup>21</sup> C 59/4 PL Dz.Urz. UE z 11.03.2006 r.

<sup>22</sup> Dokument konsultacyjny CEBS z 29 czerwca 2005 r. o uznawaniu instytucji zewnętrznej oceny zdolności kredytowej (ECAI), dostępny w języku angielskim na oficjalnej stronie internetowej: [www: http://www.e-bs.org/pdfs/CP07.pdf](http://www.e-bs.org/pdfs/CP07.pdf).



cje ratingowe, lecz w głównej mierze koncentruje się na określeniu wymagań kapitałowych. W efekcie procedury uznawania instytucji ECAI nie odnoszą się do szeroko pojętej kwestii działalności agencji ratingowych w ogóle. Ponadto, agencje ratingowe nie muszą decydować się na przyjęcie statusu ECAI w rozumieniu CRD, a co za tym idzie, przepisy CRD nie muszą mieć zastosowania do wszystkich agencji ratingowych. Tym niemniej cele i skutki procedur uznawania ECAI należy traktować za nierozłącznie związane z celami pozostałych aktów prawnych i norm nadzoru mających zastosowanie w odniesieniu do agencji ratingowych, zważywszy na fakt, że CRD potwierdza znaczącą rolę agencji ratingowych. W tym celu Komisja Europejska zamierza uważnie śledzić postępy w dziedzinie uznawania ECAI i oceniać, czy agencje ratingowe właściwie wywiązują się z ważnego zadania, jakie nakłada na nie CRD. Stąd też odpowiednie władze powinny zadbać o to, by skutki uznania obejmowały wszystkie zainteresowane strony, w celu oszacowania, czy kryteria uznawania ECAI mogłyby w przyszłości posłużyć do regulowania zasad działalności gospodarczej agencji ratingowych w razie takiej konieczności.

Ostatnim z elementów odpowiedniego prawodawstwa jest dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych (RIF)<sup>23</sup>. Dyrektywa ta wraz z towarzyszącymi aktami wykonawczymi nie ma zastosowania do procesu przyznawania ocen kredytowych przez agencje ratingowe, w przypadku gdy w procesie tym nie uwzględnia się podejmowania przez firmy usług i działalności inwestycyjnej zgodnie z definicją zawartą w tej dyrektywie. Innymi słowy, wystawienie oceny kredytowej zazwyczaj nie pociąga za sobą świadczenia przez agencję ratingową usług w zakresie „doradztwa inwestycyjnego” w rozumieniu załącznika I do RIF. Agencje ratingowe powinny jednak mieć świadomość ściśle wytyczonych granic tej działalności, aby nadal funkcjonować w obszarze nieobjętym przepisami RIF. Z kolei te agencje ratingowe, które zajmują się również profesjonalnymi usługami i działalnością inwestycyjną, mogą wymagać zezwolenia. W takich przypadkach przepisy RIF odnoszące się do zasad prowadzenia działalności gospodarczej i wymogów organizacyjnych miałyby również zastosowanie do przedsiębiorstwa podejmującego takie usługi i działalność inwestycyjną. W przypadku gdy np. agencja ratingowa świadczy usługi inwestycyjne w rodzaju doradztwa inwestycyjnego na rzecz klientów podlegającym regulacjom RIF, przepisy dotyczące sprzeczności interesów będą miały zastosowanie w celu ochrony interesów usługobiorców. Przepisy dotyczące sprzeczności interesów mogą wymagać odpowiedniego rozdzielania usług inwestycyjnych i procedur wystawiania ocen kre-

<sup>23</sup> Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG, Dz.Urz. L 145/1 z 30.04.2004 r.

dytowych tak, aby usługi dodatkowe nie miały wpływu na jakość i bezstronność ocen kredytowych<sup>24</sup>. Takie kompleksowe ramy prawne są właśnie wprowadzane przez państwa członkowskie.

Wszystkie dyrektywy należy wprowadzić w życie w sposób prawidłowy. W związku z tym transpozycja dyrektyw jest uważnie obserwowana przez Komisję Europejską. W razie braku lub nieprawidłowego przebiegu transpozycji dyrektyw do prawa krajowego Komisja ma prawo wszczęcia postępowania w sprawie naruszenia przepisów.

Kolejnym obszarem prawodawstwa wspólnotowego, mogącego mieć znaczenie dla agencji ratingowych, jest prawo konkurencji. Komisja nie podziela zaniepokojenia Parlamentu Europejskiego stopniem koncentracji branży ocen kredytowych. Dotychczas nie zaobserwowano występowania jakichkolwiek praktyk antykonkurencyjnych w tej branży, jednak wszelkie dowody na ich wystąpienie będą dogłębnie analizowane. Z tego względu Komisja obecnie nie dostrzega potrzeby działania w tej dziedzinie. Ponadto trzeba mieć na uwadze fakt, że w przypadku tej konkretnej branży nadmierne rozdrobnienie rynku miałyby być może szkodliwe skutki, np. agencje ratingowe mogłyby znaleźć się pod nadmierną presją emitentów chcących wymóc korzystne dla siebie ratingi, by w ten sposób przyciągnąć klientów<sup>25</sup>.

### *Kodeks IOSCO*

We wrześniu 2003 r. IOSCO opublikowała zasady działalności agencji ratingowych (w ramach „Zasad IOSCO”), wyznaczając agencjom ratingowym, organom nadzoru papierów wartościowych, emitentom i innym uczestnikom rynku cele w postaci zwiększenia ochrony inwestorów, poprawy poziomu uczciwości, skuteczności i przejrzystości na rynku oraz ograniczenia ryzyka systemowego. W odpowiedzi na uwagi zgłoszone na temat tych zasad IOSCO opracowała podstawowy kodeks postępowania agencji ratingowych. Uwzględniając ogólnosiwiatowy charakter rynku agencji ratingowych, kodeks IOSCO ma w założeniu służyć wszystkim agencjom ratingowym niezależnie od ich wielkości, modelu i obszaru działania. Kodeks IOSCO dotychczas nie został wprowadzony do systemów prawnych państw członkowskich UE. Tym niemniej oczekuje się, że agencje

---

<sup>24</sup> Por. art. 13 ust. 3, art. 13 ust. 10 oraz art. 18 dyrektywy RIF. norm kodeksu IOSCO do wewnętrznych procedur agencji ratingowych.

<sup>25</sup> A.C. Hill, *Rating Agencies Behaving Badly: The Case of Enron*, „Connecticut Law Review” 2003, nr 35, s. 1145 i nast.; E.H. Jackson, *The Role of Credit Rating Agencies in the Establishment of Capital Standards for Financial Institutions in a Global Economy [w:] Regulating Financial Services and Markets in the Twenty First Century*, red. E. Ferran, Ch.A.E. Goodhart, Oxford 2001, s. 310 i nast.

ratingowe wprowadzą w życie wszystkie postanowienia kodeksu IOSCO – o ile nie naruszają one przepisów właściwych dyrektyw UE<sup>26</sup>.

Ostatnie tendencje w rozwoju rynku wskazują, że liczne agencje ratingowe opracowały własne kodeksy postępowania oparte na kodeksie IOSCO, co dowodzi jego użyteczności jako zestawu norm do samoregulacji branży ratingowej. Bardzo ważne jest nie tylko to, by agencje ratingowe wprowadziły zasady kodeksu IOSCO do własnych kodeksów, ale również by w pełni go przestrzegały w codziennej praktyce. Agencje ratingowe muszą w nadchodzących latach regularnie informować wszystkie zainteresowane strony o zgodności własnych norm z kodeksem postępowania. W tym celu Komisja Europejska zaleca regularną analizę skutków stosowania kodeksu IOSCO.

## 5. Podsumowanie

Komisja Europejska szczegółowo rozważyła, na ile konieczne są wnioski legislacyjne regulujące działalność agencji ratingowych. Konkluzją tych rozważań jest stwierdzenie, że nie zachodzi potrzeba występowania z inicjatywą legislacyjną. Jedną z fundamentalnych zasad lepszego stanowienia prawa jest uciekanie się do rozwiązań legislacyjnych jedynie w razie absolutnej konieczności dla osiągnięcia celów ładu społecznego. Komisja uważa, że w omawianej dziedzinie konieczność nowego prawodawstwa pozostaje niedowiedziona. Do agencji ratingowych odnoszą się już trzy istniejące dyrektywy o usługach finansowych. Komisja ufa, że dyrektywy te – w połączeniu z uregulowaniami własnymi agencji ratingowych opartymi na nowo przyjętym kodeksie IOSCO – powinny stanowić odpowiedź na wszystkie istotne kwestie problemowe, jakie podnosi Parlament Europejski. Również CESR w kierowanych do Komisji opiniach wskazywał na konieczność utrzymania obecnej równowagi pomiędzy legislacją a samoregulacją, zaznaczając, że obecnie nie ma potrzeby występowania z dodatkowymi wnioskami legislacyjnymi. Komisja będzie jednak nadal uważnie śledziła rozwój wydarzeń w tej dziedzinie. Rzecz jasna nowe ustalenia doprowadzą do pożądanego rezultatu jedynie w przypadku, gdy same agencje ratingowe dostatecznie poważnie potraktują zadanie samoregulacji. Muszą one bardzo skrupulatnie wdrażać postanowienia kodeksu IOSCO, wykazując się przy tym otwartością i przejrzystością. Ustanowienie przez liczne agencje ratingowe własnych kodeksów wzorowanych na kodeksie IOSCO daje powody do optymizmu. Samo ustanowienie kodeksów nie jest jednak wystarczające; zawarte w nich zasady należy wcielać w życie w codziennej praktyce. Komisja nosi się z zamiarem zwrócenia

<sup>26</sup> C 59/5 PL Dz.Urz. UE z 11.03.2006 r.

się do CESR o obserwację zgodności z kodeksem IOSCO oraz o przedstawianie corocznych sprawozdań w tej sprawie. Rozważyć należy również, w jaki sposób najlepiej śledzić opinie uczestników rynku, zwłaszcza inwestujących w złożone instrumenty finansowe. Branża ocen kredytowych powinna się liczyć z tym, że Komisja może być zmuszona do podjęcia kroków legislacyjnych, gdyby okazało się, że stosowanie zasad regulacji unijnych oraz kodeksu nie jest zadowalające i przynosi szkody rynkom kapitałowym UE. Komisja rozważy również podjęcie inicjatyw legislacyjnych w przypadku wystąpienia nowych okoliczności – w tym poważnych nieprawidłowości rynkowych, a także śledzić będzie ogólnoswiatowe trendy rozwoju w branży ocen wiarygodności kredytowej. W razie znaczących zmian w sposobach regulacji agencji ratingowych w innych częściach świata może wystąpić konieczność zrewidowania stanowiska Komisji<sup>27</sup>.

## Literatura

- Adams Ch., Mathieson D.J., Shinasi G., *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues*, Washington 1999.
- Ammer J.M., Packer F., *How Consistent are Credit Ratings? A Geographic and Sectorial Analysis of Default Risk*, FRB International Finance Discussion Paper, No 668 (June 2000), <http://ssrn.com/abstract=232909>.
- Biała księga w sprawie polityki usług finansowych (2005–2010), COM(2005) 629 final.
- Boot A.W.A., Tood T.M., Schmeits A., *Credit Ratings as Coordination Mechanisms*, „Review of Financial Studies” 2006, vol. 19(1).
- Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, dokument komitetu technicznego przy Międzynarodowej Organizacji Komisji Papierów Wartościowych (International Organization of Securities Commissions), grudzień 2004.
- Dokument konsultacyjny CEBS z 29 czerwca 2005 r. o uznawaniu instytucji zewnętrznej oceny zdolności kredytowej (ECAI), <http://www.c-ebs.org/pdfs/CP07.pdf>.
- Dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku), Dz.Urz. L 96/16 z 12.4.2003 r.
- Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG, Dz.Urz. L 145/1 z 30.04.2004 r.
- Dyrektywa Komisji 2003/124/WE z dnia 22 grudnia 2003 r. wykonująca dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie definicji i publicznego ujawniania informacji wewnętrznych oraz definicji manipulacji na rynku, Dz.Urz. L 339/70.

---

<sup>27</sup> C 59/6 PL Dz.Urz. UE z 11.03.2006 r.

- Dyrektywa Komisji 2003/125/WE z dnia 22 grudnia 2003 r. wykonująca dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie uczciwego przedstawiania rekomendacji inwestycyjnych oraz ujawniania konfliktów interesów, Dz.Urz. 2003 L 339/73.
- Dyrektywa Komisji 2004/72/WE z dnia 29 kwietnia 2004 r. wykonująca dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie dopuszczalnych praktyk rynkowych, definicji informacji wewnętrznej w odniesieniu do towarowych instrumentów pochodnych, sporządzania list osób mających dostęp do informacji wewnętrznych, powiadamiania o transakcjach związanych z zarządem oraz powiadamiania o podejrzanym transakcjach, Dz.Urz. 2003 L 162/70.
- Fitch Ratings. Survey shows majority of structured finance executives oppose nothing as practiced by Moody's and S&P (Press release), 27 March 2002, [http://greenbergresearch.com/articles/1616/1409\\_FitchRatings\\_pr.pdf](http://greenbergresearch.com/articles/1616/1409_FitchRatings_pr.pdf).
- Gaugusch J., Wainig W., *Wie die Handelbarkeit von Kreditrisiken die Finanzierungslandschaft verändert* [w:] *Die neue Unternehmensfinanzierung Strategisch Finanzieren mit Bank- und Kapitalmarktorientierten Instrumenten*, red. W. Stadler, Redline Wirtschaft, Frankfurt 2004.
- Gerke W., Mager F., *Die Macht der Ratingagenturen? Der Fall ThyssenKrupp AG*, „Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis” 2005, 57(3).
- Grass I., *The Power to Rate. Eine Untersuchung zur Rolle der Ratingagenturen auf den Internationalen Finanzmärkten*, REGEM Analysis 2003, no 6, May 2003, [www.chinapolitik.de/studien/regem/regem\\_no6.pdf](http://www.chinapolitik.de/studien/regem/regem_no6.pdf).
- Hill A.C., *Rating Agencies Behaving Badly: The Case of Enron*, „Connecticut Law Review” 2003, nr 35.
- Hill A.C., *Regulating the Rating Agencies*, „Washington University Law Quarterly” 2004, nr 82.
- Hirtle B.J., Lopez J.A., *Supervisory Information and the Frequency of Bank Examinations*, Federal Reserve Bank of New York, „Economic Policy Review” 1999, April.
- Iwanicz-Drozdowska M., *Stany Zjednoczone* [w:] *Kryzysy bankowe. Przyczyny i rozwiązania*, red. M. Iwanicz-Drozdowska, Bankowy Fundusz Gwarancyjny, PWE, Warszawa 2002.
- Jackson E.H., *The Role of Credit Rating Agencies in the Establishment of Capital Standards for Financial Institutions in a Global Economy* [w:] *Regulating Financial Services and Markets in the Twenty First Century*, red. E. Ferran, Ch.A.E. Goodhart, Oxford 2001.
- The New Basel Capital Accord*, Basel Committee on Banking Supervision, January 2001.
- A New Capital Adequacy Framework (Consultative Paper)*, Basel Committee on Banking Supervision, June 1999.
- Nowa metodologia adekwatności kapitałowej*, NBP, Bazylea 1999.
- Porady techniczne CESR dla Komisji Europejskiej w sprawie środków możliwych do zastosowania w odniesieniu do agencji ratingowych, dokument CESR/05/139b z 30 marca 2005 r., <http://www.cesr-eu.org>.

- Rezolucja Parlamentu na temat roli i metod działania agencji ratingowych (2003/2081INI), [http://www.europarl.eu.int/registre/seance\\_pleniere/textes\\_adoptes/definitif/2004/0210/0080/P5\\_TA\(2004\)0080\\_EN.pdf](http://www.europarl.eu.int/registre/seance_pleniere/textes_adoptes/definitif/2004/0210/0080/P5_TA(2004)0080_EN.pdf).
- Rozporządzenie Komisji (WE) nr 2273/2003 z dnia 22 grudnia 2003 r. wykonujące dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zwolnień dla programów odkupu i stabilizacji instrumentów finansowych, Dz.Urz. 2003 L 336/33.
- Sahajwala R., Bergh P. van den, *Supervisory Risk Assessment and Early Warning Systems*, Basel Committee on Banking Supervision Working Papers, No 4, December 2000.
- Słojewska A., *Agencje: wróg publiczny nr 1*, „Rzeczpospolita”, 15.07.2011.
- Stockwatch.pl – leksykon, Tekst udostępniany przez redakcję StockWatch.pl na licencji GNU Free Documentation License 1.2.
- White L., *The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis* [w:] *Ratings*, red. R.M. Levich, G. Majnoni, C.M. Reinhart, Rating Agencies and the Global Financial System, Boston 2002.

## Rating Agencies on the Investment Market. Institutional Legal Aspects

The activities of rating agencies assume the form of an organized company which focuses on analysing the creditworthiness of borrowers – companies, funds, banks, organizations and governments – as well as on assessing the use of debt instruments applied on investment markets. National rating agencies are characterised by a limited geographical scope of their activities. The global rating market is dominated by the largest international agencies. The paper presents the foundations of rating assessments. They include the following components: information on the entrepreneur's macroeconomic environment; knowledge of the company's operations and the macroeconomic situation on the national and international market; legal solutions applied by the entrepreneur; the political situation and the entrepreneur's market position; internal information – knowledge of the company's own resources, profitability, costs and management competences. In addition to that, ratings are based on risk diversification (reassurance), an assessment of the financial standing as well as information on the quality of services provided by the assessed entrepreneur. Also, the paper discusses the problems of agencies which offer insurance ratings and it presents the characteristics of the insurance market and the principles of developing the rating assessments of the providers of insurance services. The author discusses the major legal acts concerning the assignment of rating assessments within the EU international legal framework and the national legal system.

**Joanna Brylak** – doktor, Europejska Wyższa Szkoła Prawa i Administracji w Warszawie, Wydział Prawa, Katedra Prawa Pracy.

*Zainteresowania naukowo-badawcze:* prawo i ekonomia.

*e-mail:* joanna.brylak@joannabrylak.pl