Janusz Cichy

Agencje ratingowe w unijnych regulacjach prawnych. Dylematy zasadności ich wprowadzania

Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 47/3, 89-98

2013

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

MUZEUM HISTORII POLSKI

ANNALES
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA
LUBLIN – POLONIA
VOL. XLVII, 3 SECTIO H 2013

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Katedra Bankowości i Rynków Finansowych

JANUSZ CICHY

Agencje ratingowe w unijnych regulacjach prawnych. Dylematy zasadności ich wprowadzania

Rating agencies in EU regulations. Dilemmas of validity for their implementation

Słowa klucze: kryzys finansowy, rating, agencja ratingowa, regulacje prawne

Key words: financial crisis, rating, credit rating agency, legal regulations

Wstęp

Efekt globalnego kryzysu finansowego z lat 2008–2009 stanowiło wdrożenie wielu nowych regulacji prawnych, których zadanie ma polegać na ograniczeniu ryzyka systemowego obecnego na rynkach finansowych. Powszechnie uważa się, szczególnie w kręgach polityków i ekonomistów w Europie, że za kryzys współodpowiedzialny jest oligopol trzech amerykańskich agencji ratingowych, które nie zauważyły przesłanek wystąpienia tego kryzysu, a później poprzez nie do końca zrozumiałe obniżki ocen wiarygodności kredytowej niektórych krajów strefy euro przyczyniły się pogłębienia kryzysu fiskalnego. Popełnione błędy oraz, w opinii decydentów, zbyt silne i negatywne wywieranie wpływu na rynki finansowe i gospodarki krajów dały podwaliny do wprowadzenia nowych regulacji prawnych porządkujących w Europie działalność agencji ratingowych w obszarze prawnym, organizacyjnym i metodologii wystawiania ocen. Nasuwa się jednak pytanie o to, czy w niektórych obszarach bardzo rygorystyczne zapisy regulacyjne są konieczne, tym bardziej iż dotyczy to (oprócz małych krajowych agencji) tylko europejskich oddziałów Fitch,

Standard & Poor's oraz Moody's, a centrale tych agencji oraz oddziały działające poza jurysdykcją europejską nie są tymi regulacjami objęte.

Dlatego też, mając na uwadze powyższe dylematy, za cel referatu przyjęto omówienie unijnych regulacji prawnych dotyczących agencji ratingowych oraz ocenę zasadności ich wprowadzenia w obowiązującym kształcie.

1. Agencje ratingowe jako podmioty krytyki

Agencję ratingową można zdefiniować jako firmę doradztwa inwestycyjnego, która przeprowadza jakościową klasyfikację podmiotów i instrumentów finansowych, biorąc pod uwagę obecny i prognozowany poziom ryzyka inwestycyjnego poprzez nadanie odpowiedniego kodu literowanego wyrażającego stopień zaufania finansowego [Dziawgo, 2010, s. 126–127]. Z kolei zgodnie z art. 3 pkt 1 Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 z dnia 16 września 2009 r. w sprawie agencji ratingowych, agencja ratingowa to osoba prawna, której działalność zawodowa obejmuje wystawianie ratingów kredytowych.

Na światowych rynkach finansowych funkcjonuje około 150 agencji ratingowych, przy czym globalne znaczenie, przede wszystkim dla dużych inwestorów, ma tylko oligopol składający się z trzech agencji o rodowodzie amerykańskim: Moody's, Standard & Poor's oraz Fitch Ratings. Agencje te zajmują ok. 95% rynku. Zasięg działania pozostałych agencji ogranicza się do macierzystych krajów i zajmują się one głównie oceną podmiotów lokalnych: przedsiębiorstw, samorządów lokalnych i emitowanych przez nie papierów wartościowych, a ich oceny nie mają znaczenia w skali międzynarodowej.

Aby agencje ratingowe były uznawane na krajowych i międzynarodowych rynkach finansowych, muszą spełniać wymogi dotyczące [Łukasik, 2007, s. 204]:

- profesjonalizmu działania, polegającego na badaniach przeprowadzonych przez analityków o najwyższych kompetencjach, którzy poddają analizie poprawne i wiarygodne dane,
- stałości kryteriów oceny badanych podmiotów,
- niezależności, tzn. niepodlegania wpływom badanych podmiotów,
- obiektywizmu, czyli równego traktowania wszystkich badanych podmiotów.

Przedmiotem działalności agencji jest systematyczne zbieranie informacji o instytucjach emitujących papiery wartościowe (przedsiębiorstwa, banki, państwa, jednostki samorządowe), a następnie ocena wiarygodności kredytowej tych podmiotów oraz samych instrumentów finansowych będących przedmiotem obrotu na rynku wtórnym. Efektem tej działalności jest nadawany rating, który można zdefiniować jako wskaźnik określający stopień zaufania do podmiotu emitującego papiery wartościowe oraz pozwalający ocenić ryzyko związane z ich emisją [Cichy, 2009, s. 16]. Rating określa przyszłą zdolność płatniczą i prawną odpowiedzialność emitenta za pełne i terminowe regulowanie zobowiązań wynikających z wyemitowanych papierów

wartościowych [Gostomski, 2009a, s. 21]. Przyczynia się do zmniejszenia asymetrii informacyjnej, będącej immanentną cechą rynków finansowych, która występuje pomiędzy inwestorami a podmiotami poszukującymi finansowania zewnętrznego. Własna analiza sytuacji finansowej emitenta oraz wycena instrumentów finansowych bywa zbyt kosztowna oraz nierzadko poza kompetencjami potencjalnych inwestorów, dlatego korzystanie z profesjonalnych analiz wiarygodności kredytowej emitentów jest pożądane i w warunkach zmienności rynków finansowych często konieczne.

Zdobywana, i przez lata utrwalana, pozycja agencji ratingowych stanowiła podstawę, aby traktować je jako arbitra, a wystawiane oceny stały się swoistym regulatorem rynku [Godziński, 2011, s. 19]. Przez ostatnie lata ich pozycja umocniła się na tyle, iż coraz więcej inwestorów opiera swoje decyzje na publikowanych ratingach. Również regulacje Nowej Umowy Kapitałowej – Bazylei II – wymusiły ich szerokie wykorzystywanie.

Dynamiczny rozwój światowych rynków finansowych w pierwszych latach XXI wieku uśpił czujność inwestorów, którzy bezkrytycznie uwierzyli w oceny przyznawane przez agencje ratingowe. Niewątpliwie również banki i inne instytucje finansowe przywiązywały do takich ocen zbyt dużą wagę. Gdy papiery wartościowe miały wysoki rating, to często nie były dalej badane pod kątem bezpieczeństwa i prawidłowej wyceny ich wartości [Gostomski, 2009b, s. 37]. Bezkrytyczna wiara w rynek i dążenie do maksymalizacji zysku postawiły banki w dwojakiej roli: jako instytucje, które przyczyniły się do wybuchu kryzysu finansowego, oraz jako te, które najbardziej na tym kryzysie ucierpiały. Powszechnie uważa się także, że współodpowiedzialne za kryzys są agencje ratingowe, które nie zauważyły przesłanek jego wystąpienia oraz popełniły w swojej działalności rażące błędy. Skutkiem tego była ostra krytyka ze strony ekonomistów oraz polityków, szczególnie w Europie, która podważała sens istnienia oligopolu trzech dużych agencji amerykańskich, tym bardziej iż w Europie kryzys finansowy przekształcił się w fiskalny, który już nie umknął uwadze agencji. Do głównych źródeł krytyki agencji ratingowych można zaliczyć [Radomska, 2013]:

- zbyt powolne obniżanie ratingu oraz popełniane błędy w ocenach (rating A przyznany przez S & P dla Lehman Brothers na miesiąc przed jego upadłością, zbliżona rentowność obligacji opartych na kredytach hipotecznych do obligacji rządowych USA);
- zbyt ścisłe kontakty z kadrą zarządzającą ocenianych emitentów, co mogło być powodem konfliktu interesów (oprócz nadawania ratingów agencje świadczyły usługi doradcze dotyczące kształtowania takiej oferty obligacji, aby miały one możliwie najwyższy rating);
- pogłębianie kryzysu poprzez nagłe, często dyskusyjne obniżanie ratingu (obniżanie ratingów papierów rządowych powoduje gwałtowne wyzbywanie się takich papierów, co skutkuje spadkiem ich wartości rynkowej i wzrostem oprocentowania, a więc kosztu kapitału. Niski rating to także problem z pozyskaniem finansowania);
- zbyt silną pozycję rynkową „wielkiej trójki" (z jednej strony zbyt słaba konkurencja pomiędzy agencjami ratingowymi, z drugiej – reputacja agencji jest tym

aktywem niematerialnym, który stanowi barierę dla wejścia innych agencji na rynek – oceny małych agencji często są ignorowane, a nawet niezauważane).

Agencje ratingowe zdecydowanie odrzucały oskarżenia o popełnianie błędów oraz współodpowiedzialność za ostatni kryzys finansowy. Stanowczo nie zgadzały się także z opinią o konflikcie interesów, argumentując, że jako instytucje zaufania publicznego dużą uwagę zwracają na rzetelność przeprowadzonych ocen. Podkreślały, że rating to przede wszystkim badanie i nie stanowi żadnej gwarancji, jest to opinia o niepewnej przyszłości wydana przez ludzi, którzy mogą być omylni [Pietruk, 2011, s. 122].

Pomimo wyjaśnień zaufanie inwestorów do agencji ratingowych spadło, zaczęto również podawać w wątpliwość wystawiane przez nie oceny. Wzmożona krytyka dobiegała szczególnie z Europy, w której decydenci postulowali nawet powołanie europejskiej agencji ratingowej. Ostatecznie nie została ona powołana, ale już w 2009 r. weszło w życie rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie agencji ratingowych, którego intencją jest uporządkowanie w krajach Unii Europejskiej działalności agencji ratingowych oraz sprawowania nad nimi efektywnego nadzoru.

2. Rozporządzenie w sprawie agencji ratingowych i ocena niektórych jego zapisów

Podstawowym aktem prawnym regulującym działalność agencji ratingowych w Unii Europejskiej jest Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 z 16 września 2009 r. w sprawie agencji ratingowych, które w 2011 r. zostało znowelizowane Rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 513/2011 z 11 maja 2011 r. Natomiast najnowsze zmiany w obowiązującym rozporządzeniu zostały przyjęte przez Parlament Europejski w pierwszym czytaniu w styczniu 2013 r. Celem rozporządzenia oraz późniejszych zmian jest zagwarantowanie rynkom finansowym, że:

- ratingi nadawane przez zarejestrowane agencje będą wysokiej jakości,
- agencje będą odznaczały się niezależnością oraz będą rzetelne i obiektywne w ustalaniu ratingów, a prowadzona przez nie działalność będzie wolna od konfliktów interesów,
- agencje będą ujawniać informacje dotyczące metod, modeli i podstawowych założeń ratingowych, a modele te będą poddawane systematycznej walidacji,
- wszelkie zmiany metodologii będą wprowadzane z zachowaniem należytej przejrzystości, z informacją o skutkach tych zmian,
- ratingi będą podlegać bieżącemu przeglądowi oraz będzie stosowane oddzielne oznaczenie dla ratingów zamówionych i niezamówionych [Niedziółka, 2013, s. 116].

Zgodnie z przytoczonymi regulacjami każda agencja działająca na obszarze UE musi podlegać nadzorowi oraz rejestracji (agencje europejskie) lub certyfikacji (agencje

pozaeuropejskie) w Europejskim Urzędzie Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA). Wniosek o rejestrację złożony na nośniku trwałym, zapewniającym odtworzenie informacji w dowolnym terminie w przyszłości, musi zawierać informacje dotyczące zatrudnionych osób, klas ratingów kredytowych, procedury nadawania ocen, metody i modele stosowane przy sporządzeniu ratingów oraz wykaz wszelkich czynności ratingowych, a także strukturę właścicielską oraz organizacyjną agencji.

Na terenie Unii Europejskiej ESMA dokonała rejestracji 32 agencji ratingowych, a poza tym 2 agencje (z Japonii oraz z USA) uzyskały certyfikację. Wśród agencji zarejestrowanych jest:

- 7 agencji Fitch (Polska, Francja, Niemcy, Włochy, Hiszpania i 2 w Wielkiej Brytanii),
- 6 agencji Moody's (Cypr, Francja, Niemcy, Włochy, Hiszpania, Wielka Brytania),
- 3 agencje Standard & Poor's (Francja, Włochy, Wielka Brytania).

Pozostałe agencje mają swoje siedziby w Niemczech (Euler Hermes Rating GmbH Creditreform Rating AG), Bułgarii, Portugalii, Grecji, na Słowacji, w Hiszpanii, we Włoszech, w Wielkiej Brytanii oraz na Cyprze. Są to agencje o znaczeniu lokalnym, zajmujące się sporządzaniem ratingów dla emitentów lub instrumentów finansowych rzadko notowanych na międzynarodowym rynku finansowym.

Zasadność wymogu rejestracji trudno negować. Oznacza ona, że agencja ratingowa spełniła rygorystyczne wymogi narzucone przez wspomniane rozporządzenie i daje gwarancję rzetelności wystawianych ocen. Nasuwa się jednak pytanie o znaczenie małych agencji w krajach, w których funkcjonują spółki córki trzech agencji amerykańskich (Wielka Brytania, Niemcy, Francja, Włochy, Hiszpania i Cypr). Wprawdzie „wielka trójka" utraciła wysoki poziom zaufania, jakim była darzona przed kryzysem, jednak kierowanie się inwestorów ratingami agencji spoza oligopolu wydaje się co najmniej dyskusyjne, szczególnie na rynku międzynarodowym. W Polsce takim przykładem jest agencja EuroRating, która sporządza ratingi banków, przedsiębiorstw oraz funduszy poręczeniowych, jednak rola, jaką odgrywa na polskim rynku finansowych, jest prawie niezauważalna, ustępując Fitch Polska.

Nadzór nad agencjami jest prowadzony na poziomie ogólnoeuropejskim i realizowany poprzez badanie metodyki i procedur ustalania ocen, ich walidacji, dokumentów i sprawozdań w ustalonym formacie, danych oraz kontrole na miejscu, jednak bez ingerencji w zawartość ratingów i metodologii ich wyznaczania [Niedziółka, 2013, s. 118]. Do kompetencji ESMA w przypadku naruszenia przez agencję obowiązków wynikających z regulacji prawnych zalicza się:

- zobowiązanie agencji do usunięcia nieprawidłowości,
- zawieszenie wykorzystania ratingów do celów regulacyjnych,
- nałożenie tymczasowego zakazu wystawiania ratingów kredytowych,
- wycofanie rejestracji.

Uzyskanie rejestracji i poddanie nadzorowi ESMA to warunek funkcjonowania agencji ratingowych na obszarze Unii Europejskiej. Są to warunki konieczne, ale niewystarczające, aby agencje mogły nadawać swoje oceny ratingowe. Rozporzą-

dzenie narzuca agencjom szereg warunków i ograniczeń, które muszą spełniać, by stabilność rynków finansowych i ochrona inwestorów była zapewniona. Do najbardziej istotnych można zaliczyć:

- wymóg rotacji, tzn. stopniowej zmiany składu zespołów analityków i komitetów ratingowych, tak aby niezależność analityków oraz osób zatwierdzających ratingi była niezagrożona. Najnowsze proponowane zmiany sugerują ścisłe określenie okresu, w którym agencja może w sposób ciągły sporządzać ratingi tego samego podmiotu lub jego instrumentów dłużnych;
- ograniczenie udziałów inwestorów w agencjach i agencji w ocenianych podmiotach;
- prawną odpowiedzialność na wystawiane ratingi;
- obowiązek ujawniania kryteriów, według których sporządzają ratingi;
- obowiązek publikowania ratingów na jednej europejskiej platformie elektronicznej;
- obowiązek powiadomienia ESMA o planowanych zmianach lub proponowanych nowych metodach ratingowych w chwili ich publikacji na stronie internetowej agencji;
- ograniczenie do trzech razy publikacji niezamówionych ratingów krajów i ich długu publicznego.

Długotrwała współpraca pomiędzy agencją i podmiotem może prowadzić do wzajemnej zażyłości, a fakt ten stawia pod znakiem zapytania bezstronność wystawianych ocen. Może być ona korzystna dla emitenta, ale też on sam często rezygnuje ze zmiany agencji, z obawy o reakcje inwestorów, dla których zmiana agencji ratingowej może oznaczać problemy z wiarygodnością kredytową. Dlatego też proponowana regulacja dotycząca zmiany agencji z jednej strony ma wyeliminować problem wystawiania korzystnych ratingów danego emitenta, a z drugiej zlikwidować wspomniane lęki inwestorów. Zapis ten może przyczynić się także do wejścia na rynek nowych agencji ratingowych lub rozszerzenia obszarów działania już funkcjonujących. Ważne jest tylko, aby rotacja nie następowała zbyt często, ponieważ pociągałoby to za sobą dodatkowe koszty zarówno po stronie emitenta, jak i agencji. Wynika to z wyższych kosztów oceny nowego podmiotu lub instrumentu finansowego niż monitorowanie ratingu już wystawionego.

Ograniczenie udziałów ma prowadzić do eliminacji konfliktów interesów, zwiększać przejrzystość rynku i ograniczać prawdopodobieństwo „ustawiania" ratingów lub manipulowania nimi. Wprowadzono następujące ograniczenia:

- inwestor posiadający co najmniej 5% udziałów w jednej agencji nie będzie mógł mieć 5% (lub więcej) udziałów w innej agencji,
- agencja ratingowa nie będzie mogła wystawiać oceny podmiotowi, którego 10% akcji dysponuje inwestor posiadający jednocześnie 10% akcji agencji,
- agencja nie będzie mogła wystawiać ratingu podmiotowi, w którym ma zaangażowanie kapitałowe na poziomie co najmniej 10% akcji.

Cel, jaki ma zostać osiągnięty dzięki temu zapisowi, wydaje się jak najbardziej pożądany, choć można zadać pytanie, dlaczego te ograniczenia nie są bardziej rygorystyczne. O ile pierwsze z nich nie budzi zastrzeżeń autora, ponieważ nie jest to bezpośrednio związane z procesem nadawania ratingu, o tyle drugie i trzecie już tak. Gdyby obniżyć progi do 5%, a nawet całkowicie zakazać zaangażowania kapitałowego, to konflikt interesów byłby jeszcze mniejszy albo wręcz by nie istniał. Obecnie w dalszym ciągu zezwala się na powiązania kapitałowe pomiędzy agencją, inwestorem oraz emitentem.

Kontrowersyjny wydaje się zapis dotyczący prawnej odpowiedzialności agencji za wystawiane ratingi w przypadku udowodnienia nierzetelności w przygotowaniu ratingów lub naruszenia przepisów rozporządzenia, tym bardziej iż znana jest sprawa sądowa, w której przeciwko agencji Standard & Poor's wystąpiły gminy australijskie (poniosły one straty w wyniku zainwestowania w holenderskie instrumenty pochodne o najwyższym ratingu). Wprawdzie zamiarem takiego zapisu prawnego było ograniczenie bezkarności agencji, ale spowoduje to wzrost kosztów funkcjonowania, z uwagi na potencjalne wysokie koszty usługi kancelarii prawniczych oraz wymóg tworzenia rezerw na ryzyko dochodzenia roszczeń.

Bardzo merytorycznie uzasadniony jest obowiązek ujawniania kryteriów sporządzania ratingów oraz ich publikacji na platformie elektronicznej. Przyczyni się to do zwiększenia przejrzystości rynku, dostępności ratingów oraz możliwości łatwiejszego porównania ocen różnych agencji. Europejska platforma ratingowa powinna przyczynić się także do większej popularyzacji nowych albo mniejszych agencji ratingowych. Nie budzi także zastrzeżeń obowiązek powiadomienia ESMA o planowanych zmianach lub proponowanych nowych metodach przeprowadzania ratingów. Ważne jest tylko, aby zmienione lub nowe metody przeprowadzania ratingów nie stały się mniej rygorystyczne od dotychczasowych. W tym celu postuluje się, by emitenci, inwestorzy i inne zainteresowane podmioty mieli możliwość skomentowania wszelkich zmian metod ratingowych, a taka aktywność tych podmiotów ma przyczynić się do zrozumienia przez nie planowanych zmian. Prawo do konsultacji emitentów czy inwestorów wydaje się pomysłem karkołomnym, świadczącym o wielkiej niechęci europejskich decydentów do agencji ratingowych, szczególnie tych amerykańskich. Konsultacje z ESMA czy z nadzorcami krajowymi byłyby zasadne i pożądane, ale z inwestorem czy emitentem wydają się niepotrzebne. To tak, jakby polskie prawo bankowe nakazywało bankom konsultacje z przyszłymi kredytobiorcami dotyczące zmian w procedurze kredytowej albo z deponentami z związku z prowadzoną polityką inwestycyjną banków.

Ograniczono również niekontrolowane publikowanie niezamówionych ratingów krajów. Ratingi takie mogłyby być ogłaszane maksymalnie trzy razy w roku, po zamknięciu giełd w Unii Europejskiej i najpóźniej godzinę przed ich otwarciem. Terminy publikacji agencje winny podać przed rozpoczęciem roku kalendarzowego. Jest to zapis bardzo dyskusyjny, ponieważ z jednej strony ogranicza nerwowe ruchy inwestorów i przyczynia się do podejmowania wyważonych decyzji, a z drugiej wyklucza

publikowanie ratingów w reakcji na bieżące zdarzenia rynkowe [Zaleska]. Decyzja ta, choć eliminuje pole do nadużyć, to utrudnia dostęp do najnowszych informacji i stwarza ryzyko gwałtownych wahań rynkowych tuż przed publikacją. Przykładem jest obniżenie ratingu Cypru na drugi dzień po odmowie przez cypryjski parlament „opodatkowania" depozytów bankowych. Według tego zapisu natychmiastowa reakcja agencji ratingowych byłaby niemożliwa.

Z uwagi na zbyt duże globalne znaczenie amerykańskich agencji, w celu zwiększenia konkurencji zaleca się działania mające na celu zachęcanie do korzystania z usług mniejszych agencji ratingowych. Przy zamawianiu co najmniej dwóch ratingów dwóch różnych agencji udział w rynku jednej z nich nie powinien przekroczyć 10%. Uzasadnieniem takiego zapisu jest stworzenie przeciwwagi dla „wielkiej trójki" i pobudzenie do bardziej ekspansywnej działalności agencji krajowych.

Wspomniane zapisy dotyczące działalności agencji ratingowych mają przyczynić się do stabilności rynków finansowych, choć zaleca się w perspektywie średnioterminowej podjęcie działań mających na celu do 2020 r. wyłączenie zewnętrznych ratingów z regulacji finansowych oraz zaprzestanie ważenia ryzykiem aktywów, pod warunkiem określenia i wdrożenia odpowiednich alternatywnych ocen ryzyka kredytowego. Instytucje kredytowe i firmy inwestycyjne powinny wdrożyć własne wewnętrzne procedury, według których same będą oceniały ryzyko. Nasuwa się tylko pytanie o zasadność szerszego wdrażania wewnętrznych procedur w kontekście stabilności rynków finansowych i ochrony inwestora. Zawsze istnieje ryzyko manipulowania metodami wyceny ryzyka posiadanych aktywów w celu poprawy wskaźników regulacyjnych. Proceder ten jest już zauważalny w globalnych bankach europejskich, w których Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego wykrył „znaczące różnice" w sposobach modelowania ryzyka [*Banków sposoby…*, 2013].

Zakończenie

Agencje ratingowe działają od prawie stu lat, ale dopiero od kilku są przedmiotem wielu analiz i polemik. Na ich ocenach oparty jest rynek instrumentów dłużnych, od nich zależy też koszt pozyskania kapitału oraz to one określają wiarygodność kredytową emitenta. Szczególnie ma to znaczenie, gdy emitentem jest państwo. W ostatnich kilku latach agencje popełniły w swoich ocenach wiele błędów – powszechnie uważa się, że są one współwinne ostatniego kryzysu finansowego. Dlatego też najpierw w Stanach Zjednoczonych, a później w Europie uchwalono regulacje prawne dotyczące funkcjonowania tych podmiotów. Znaczenie ratingów wzrosło wraz z Nową Umową Kapitałową i wymogami Bazylei II, dlatego trudno nie odnieść wrażenia, że z jednej strony regulacje prawne zostały wprowadzone zbyt późno, a z drugiej „za karę" po kryzysie finansowym.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady z 2009 r. i jego nowelizacje w sprawie agencji ratingowych nie zagwarantują, że oceny ratingowe będą takie,

jakich życzą sobie politycy, ekonomiści czy inwestorzy. Daje tylko szansę na uporządkowanie działalności agencji oraz odzyskanie utraconego zaufania. Ważne jest, aby decydenci zdawali sobie sprawę, że pomimo błędów popełnionych w ocenach agencje ratingowe są potrzebnym arbitrem decyzji finansowych i polityki gospodarczej podmiotów i państwa. Wszyscy uczestnicy rynków finansowych powinni pamiętać o tym, iż poziom nadanego ratingu zależy od wiarygodności finansowej emitenta, a nie odwrotnie.

Bibliografia

1. *Banków sposoby na wskaźniki*, „Rzeczpospolita" z dnia 22 lutego 2013. Przedruk za „Wall Street Journal".
2. Cichy J., *Rola oceny ratingowej w decyzjach finansowych polskich przedsiębiorstw*, [w:] B. Filipiak, B. Mikołajczyk (red.), *Rynki finansowe w rozwoju podmiotów gospodarczych*, Difin, Warszawa 2009.
3. Dziawgo D., *Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym*, PWE, Warszawa 2010.
4. Godziński L., *Prywatni regulatorzy rynków*, „Gazeta Bankowa" 2011, nr 9.
5. Gostomski E., *Ocena oceny*, „Gazeta Bankowa" 2009b, nr 1.
6. Gostomski E., *Odpowiedzialność agencji ratingowych za kryzys subprime*, [w:] M. Kalinowski (red.), *Rynki finansowe w warunkach kryzysu*, Cedewu, Warszawa 2009a.
7. Łukasik Ł. (red.) *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2007.
8. Niedziółka P., *Skuteczny nadzór nad agencjami ratingowymi jako warunek sine qua non osiągnięcia celów europejskiej unii bankowej*, [w:] M. Zaleska (red.), *Unia Bankowa*, Difin, Warszawa 2013.
9. Pietruk M., *Agencje ratingowe – ocena instytucji a perspektywy kryzysu finansowego zapoczątkowanego w 2007 roku*, [w:] A. Matysek-Jędrych (red.), *Instytucje i rynki wobec kryzysu finansowego – źródła i konsekwencje kryzysu*, Cedewu, Warszawa 2011.
10. Radomska E., *Agencje ratingowe – zasady funkcjonowania i źródła krytyki*, „Magazyn Biznesowy i Akademicki", nr 34, Wyższa Szkoła Zarządzania, Warszawa 2013. http://www.wsz-pou.edu.pl/magazyn (21.03.2013).
11. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 513/2011 z dnia 11 maja 2011 r. *dotyczące zmiany rozporządzenia (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych*, Dz. U. L 145 z 31.05.2011 r.
12. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 z dnia 16 września 2009 r. *w sprawie agencji ratingowych*, Dz. U. L 302 z 17.11.2009 r.
13. Stanowisko Parlamentu Europejskiego przyjęte w pierwszym czytaniu w dniu 16 stycznia 2013 r. w celu przyjęcia rozporządzenia zmieniającego rozporządzenie (WE) nr 1060/2009 *w sprawie agencji ratingowych*, www.europarl.europa.eu (21.03.2013).
14. Zaleska M., *Temat agencji powraca*, http://www.wgospodarce.pl. (22.03.2013).

Rating agencies in EU regulations. Dilemmas of validity for their implementation

The result of the global financial crisis of 2008-2009 was the implementation of a number of new regulations, aimed at reducing the systemic risk in financial markets. These regulations included mainly the world banking system, the more that on the one hand banks contributed to the outbreak, and on the other hand – they have seriously affected by its consequences. Moreover, it is generally believed that

rating agencies are co-responsible for the crisis because they have not noticed prerequisites of its occurrence. Therefore, in September 2009 the Regulation of the European Parliament and of the Council on credit rating agencies which operate in the European Union was implemented. The purpose of these regulations, is to organize the activities of credit rating agencies in the legal, organizational and grading methodology area. However, the question is whether the legal, and in some areas very rigorous regulations of agencies activities at EU level is so necessary, especially as they cover (in addition to a small national agencies) only European branches of Fitch, Standard & Poor's and Moody's. Their headquarters and branches outside the European jurisdiction are not covered by these regulations.

Therefore, whereas the above dilemmas, the aim of the study is to discuss EU regulations of credit rating agencies and assess the validity of their implementation in the current form.