

Agencje ratingowe – instytucje wczesnego ostrzegania przed kryzysem czy podmioty destabilizujące rynki finansowe?

Wstęp

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie roli agencji ratingowych w postawianiu globalnego kryzysu finansowego, który rozpoczął się w połowie pierwszej dekady XXI w. Początkowo kryzys ten nazywany był kryzysem *subprime* ze względu na znaczące straty, jakie poniosły instytucje kredytowe i finansowe inwestujące w papiery dłużne emitowane w transakcjach sekurytyzacyjnych opartych o wierzytelności z tytułu kredytów *subprime* lub Alt-A. Bankom i zakładom ubezpieczeń, ponoszącym straty na inwestycjach na rynku obligacji strukturyzowanych w sytuacji nieregularnej, a których dalsza egzystencja stała pod znakiem zapytania, z pomocą przyszły rządy państw, obawiające się zarządania się banków brakiem płynności, rozprzestrzeniania się kryzysu zaufania oraz ograniczenia akcji kredytowej, które przeniosłoby kryzys ze sfery finansowej do sfery realnej. Rządy skutecznie zapobiegły niestabilności systemu finansowego, same jednakże wpędzając się w zadłużenia.

Opisanej w dużym skrócie ewolucji globalnego kryzysu finansowego początku XXI w. towarzyszyły, niekiedy bardzo kontrowersyjne, decyzje agencji ratingowych o zmianie perspektywy ratingu lub samego ratingu. Analizując wybrane przykłady, autor niniejszego opracowania postawił sobie za cel odpowiedź na pytanie, na ile opinie agencji ratingowych, odzwierciedlone w ocenach ratingowych, mogły przyczynić się do ograniczenia ryzyka ponoszonego przez różne grupy interesariuszy korzystających z ratingów (spełniły rolę narzędzi wczesnego ostrzegania), na ile reakcje agencji ratingowych były spóźnione i gwałtowna oraz masowa migracja ratingów wywoływała zachowania stadne (*herding behaviour*) pogłębiające kryzys, na ile wreszcie sygnały wysyłane przez agencje okazywały się nieadekwatne do ryzyka emitenta. Niezależnie od odpowiedzi na powyższe pytania oraz słów krytyki pod adresem agencji

* Dr hab. prof. SGH, Katedra Bankowości, Kolegium Zarządzania i Finansów, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, e-mail: pniedz@sgh.waw.pl

ratingowych, paradoksalnie współczesny system finansowy stał się jeszcze bardziej wrażliwy na opinie wydawane przez agencje ratingowe niż było to przed kryzysem. Póki co bowiem nie ma alternatywy dla ratingów zewnętrznych i jedynym doraźnym rozwiązaniem okazują się inicjatywy na rzecz uregulowania działalności agencji.

1. Rola agencji ratingowych podczas globalnego kryzysu finansowego

Działalność agencji ratingowych budzi określone kontrowersje, co wynika zasadniczo z dwóch powodów. Pierwszym jest konflikt interesów, wynikający z tego, że podmiot uzyskujący rating płaci za tę ocenę. Druga przyczyna wiąże się z nieadekwatnością ratingów do faktycznej kondycji ekonomiczno-finansowej emitenta lub zbyt późnej reakcji agencji na pogorszenie się tego standingu. Pierwsze istotne zastrzeżenia pod adresem agencji ratingowych zostały sformułowane po aferze związanej z bankrutwem koncernu energetycznego Enron w 2001 r., który jeszcze kilka dni przed upadłością odznaczał się najwyższymi ratingami inwestycyjnymi. Wówczas Kongres Stanów Zjednoczonych oskarżył największe agencje ratingowe o zbyt wysoką ocenę standingu Enron i ukrycie przed opinią publiczną problemów spółki. Konsekwencją afer Enron i WorldCom (spółka w 2002 r. została objęta ochroną przed wierzycielami – tzw. Chapter 11) było uchwalenie przez Kongres Stanów Zjednoczonych w 2002 r. ustawy Sarbanes-Oxley, zaostrzającej wymogi dotyczące niezależności firm audytorskich i innych podmiotów oceniających emitentów. Dynamiczny rozwój rynku kredytów subprime był możliwy dzięki transformacji ryzyka. Papiery dłużne emitowane w oparciu o wiarygodność hipoteczne (CDO) uzyskiwały bardzo wysokie oceny ratingowe, co stwarzało poczucie bezpieczeństwa wśród inwestorów. Przyspieszenie rotacji aktywów w warunkach coraz bardziej płynnego rynku transferu ryzyka kredytowego oraz dochodowość operacji przepakowywania nie płynnych kredytów i pożyczek w płynne obligacje sprzyjały eskalacji zjawiska polegającego na oferowaniu długoterminowego finansowania zabezpieczonego hipotecznej podmiotom bez zdolności kredytowej. Wskutek kryzysu na amerykańskim rynku nieruchomości, papiery, którym przyznano najwyższe ratingi, uległy znacznej przecenie i utraciły płynność. Stało się to przyczyną problemów wielu instytucji finansowych, kredytowych, fundacji (w tym uniwersyteckich), jednostek samorządu terytorialnego, a w niektórych przypadkach nawet bankrutw. Wówczas to pojawił się

pogląd, iż agencje ratingowe nie tyle przeoczyły bankę spekulacyjną na rynku nieruchomości, ile ją wywołały [Klein, 2011]. Innym przejawem braku niezależności agencji ratingowych było wezwanie agencji Standard & Poor's w kwietniu 2008 r. do zmiany składu irlandzkiego rządu. Później agencja dementowała tę informację, nazywając ją nieporozumieniem. Wyrazem niekompetencji było też zawyżenie przez Standard & Poor's poziomu wydatków uznaniowych administracji Stanów Zjednoczonych o 2 bln USD w analizie będącej podstawą obniżenia ratingu w Stanach Zjednoczonych w sierpniu 2011 r. z AAA do AA+. Wiarygodność wyliczeń agencji została zakwestionowana przez administrację rządową (agencja przyznała się do błędu), co było precedensem w zakresie relacji między agencją ratingową i ocenianym podmiotem. Ta sama agencja ratingowa w listopadzie 2011 r. dopuściła się omyłkowego obniżenia ratingu Francji. Z tego powodu w Parlamencie Europejskim narodziła się koncepcja (dotychczas niezrealizowana) powołania europejskiej publicznej agencji ratingowej, niezależnej od prywatnych agencji amerykańskich. Przedstawione powyżej przykłady błędnych ocen nadanych przez agencje ratingowe oraz niekiedy nawet manipulacji rynkiem wymagają sprecyzowania przyczyn nieprawidłowości. Fundamentalnym problemem jest nadmierne zaufanie do ratingów zewnętrznych, odzwierciedlone w powszechnym ich wykorzystaniu w procesie estymacji wymogu kapitałowego, norm płynności, ustalaniu kowenantów w oparciu o ratingi oraz konstruowaniu strategii inwestycyjnych, w których zmiana ratingu jest bodźcem do gwałtownej zmiany zaangażowania. Zaufanie to wydaje się nieproporcjonalnie duże wobec definicji ratingu, prezentowanej przez same agencje ratingowe. Długa lista zastrzeżeń, którymi agencje uzupełniają tę definicję, prowadzi do wniosku, że agencje ratingowe nie biorą żadnej odpowiedzialności za decyzje podjęte w oparciu o wydawane przez nie oceny. Właściwie jedynym ryzykiem ponoszonym przez agencje ratingowe jest ryzyko reputacyjne, którego jednak nie należy przeceniać. Wynika to z dwóch powodów. Po pierwsze, inwestorzy (o ile w ogóle tracą zaufanie do ratingów) nie mają możliwości zmiany w krótkim czasie stosowanych narzędzi i procesów podejmowania decyzji. Ocena i monitorowanie kondycji finansowej emitenta długu za pośrednictwem agencji ratingowej pełniącej funkcję instytucji monitoringu delegowanego¹ jest ponadto zdecydowanie tańsze niż zbudowanie własnego pionu

¹ Koncepcja monitoringu delegowanego została stworzona przez Douglasa W. Diamonda, którego zdaniem w rolę taką wcielają się pośrednicy finansowi. Sytuacja taka jest

analitycznego. Kreacja takiego zespołu istotnie pogorszyłaby pozycję konkurencyjną pośrednika, a inwestycje na własny rachunek odznaczałyby się zdecydowanie niższą rentownością. Wreszcie nie ma żadnej gwarancji, iż rekomendacje wewnętrzne byłyby trafniejsze niż decyzje podejmowane w oparciu o rating. Odrębną kwestią jest również zakorzenienie w modelu anglosaskim outsourcowanie analiz i prognoz. Drugim powodem jest wciąż wysoki zakres wykorzystania ratingów dla celów regulacyjnych. Zaryzykować można nawet tezę, iż pomimo nowelizacji dyrektywy CRD (tzw. CRD IV), redukującej zakres wykorzystania ratingów zewnętrznych w estymacji kapitału regulacyjnego banków, jest on rosnący ze względu na przyjętą metodologię estymacji norm płynności (LCR i NSFR). Kolejnym problemem jest brak niezależności agencji ratingowych. Wynika on przede wszystkim z konfliktu interesów wpisanego w działalność agencji ratingowych, gdyż głównym źródłem dochodów agencji są prowizje za wydane oceny ratingowe, płacone przez podmioty, którym nadano rating. Model „issuer pays” w agencji S&P funkcjonuje od 1968 r., zaś w Moody’s od 1970 r. [Grabińska, Grabiński, 2011, s. 386]. Jego konsekwencją jest m.in. zjawisko konkurowania agencji o klienta poprzez oferowanie zawyżonych ratingów (tzw. *rating shopping*) lub ustalanie *a priori* ratingu i dostosowywanie do tej oceny np. poziomu i formy zabezpieczenia papierów dłużnych. Relacja między agencją ratingową a emitentem przypomina klasyczny konflikt pryncypała i agenta. Konflikt interesów występuje również wtedy, gdy agencja (lub podmiot z nią powiązany) zaangażowana jest w doradztwo w zakresie strukturyzacji emisji papierów dłużnych i jednocześnie w proces nadawania ratingu. Na powszechność zjawiska konfliktu interesów i szykany wobec analityków chcących zachować niezależność w sierpniu 2011 r. zwrócił uwagę William J. Harrington, były zastępca szefa działu instrumentów pochodnych w Moody’s [Blodget, 2011]. Niezależność agencji ratingowych rozpatrywać należy również w innym wymiarze. Obejmuje on relacje między agencją ratingową a innymi interesariuszami (użytkownikami ratingów) niż emitenci lub emitentami papierów dłużnych, którym przyznano ra-

korzystna dla deponentów, którzy nie mają kompetencji do oceny ryzyka inwestycji, a ich nabycie byłoby nieopłacalne. W niniejszym opracowaniu proponuje się rozszerzenie spektrum podmiotów, będących instytucjami monitoringu delegowanego o agencje ratingowe. Wprawdzie nie są one pośrednikami między kapitałodawcami i kapitałobiorcami, lecz tak jak deponenti delegują na banki ocenę relacji między oczekiwaną stopą zysku i ryzykiem inwestycji, tak inwestorzy podejmują decyzje w oparciu o oceny ratingowe i spodziewaną rentowność – por. [Diamond, 1996, s. 51–66].

ting, jednak nie był on zamawiany. W tym przypadku najczęściej problemem nie jest pierwotna presja na agencję ratingową, aby ta nadała jak najwyższy rating, ale raczej presja na nieobniżanie ratingów. Właściwie wszystkie regulacje europejskie nałożone na agencje ratingowe (opisane w dalszej części artykułu) akcentują konieczność wyraźnego zdefiniowania zakresu obowiązków nadzorczych, tak, aby działania te nie nosiły znamion oddziaływania na poziom ratingów nadawanych przez agencje ratingowe. Niezwykle ważną kwestią jest jakość ratingów w sensie zarówno stopnia odzwierciedlenia przez nie faktycznej zdolności kredytowej, ale również wartości predykcyjnej. O niskiej wartości predykcyjnej wielu ocen świadczyły zakres i tempo migracji ratingów (w skrajnym przypadku migracja w ciągu kilku dni z wysokiego poziomu inwestycyjnego do „default”). Jakość ratingu jest z oczywistych względów funkcją jakości modelu ratingowego, której poziom można poprawić w toku okresowych walidacji oraz lepszej weryfikacji danych źródłowych. Stabilność ratingów zależy też od stabilności modelu ratingowego. Korekta modelu (jeśli nie poprzedzona stosownym komunikatem) skutkowałą dotychczas masowymi zmianami ocen. Globalny kryzys finansowy początku XXI w. ujawnił słabości procesów monitorowania ratingów. Identyfikować je należy z jednej strony z nieadekwatną liczbą analityków do liczby przyznanych ocen (wskazywały na to raporty z kontroli przeprowadzonych przez Securities Exchange Commission), z drugiej zaś strony brak spreycyzowanego procesu monitorowania ratingów, w którym występowałyby okresowa walidacja przyznanej oceny.

2. Europejskie regulacje nadzorcze jako próba ograniczenia negatywnego wpływu agencji ratingowych na stabilność finansową

Szerokie spektrum problemów generowanych przez agencje ratingowe, nieadekwatność ocen ratingowych w stosunku do faktycznego ryzyka niewypłacalności, ale jednocześnie wysoki poziom uzależnienia instytucji finansowych i kredytowych od ocen ratingowych, determinują dualność działań ukierunkowanych na ograniczenie negatywnego wpływu agencji ratingowych na stabilność finansową, objawiającego się w tzw. *cliff effect*. Po pierwsze, są to inicjatywy na rzecz poprawy jakości ratingów, zwiększenia przejrzystości procesów nadawania i monitorowania ratingów, a także ograniczenia skali konfliktów interesów wpisanych w aktualnie funkcjonujący model biznesowy agencji. Po drugie, re-

komendowanie rozwiązań ukierunkowanych na uniezależnienie się instytucji finansowych i kredytowych od ocen ratingowych. Po długim okresie konsultacyjnym zasady funkcjonowania agencji ratingowych na terenie Unii Europejskiej (UE) uregulowano w Rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 z dnia 16 września 2009 r. w sprawie agencji ratingowych. Dokument ten zakładał, że nadzór nad agencjami ratingowymi pełnić będą krajowe organy nadzorcze. W 2010 r. powołano do życia Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA, European Sales and Marketing Association) [Rozporządzenie..., 2010], co stało się przesłanką przekazania ESMA w 2011 r. kompetencji w zakresie rejestrowania i nadzoru nad agencjami [Rozporządzenie..., 2011].

Tablica 1 prezentuje wybrane problemy związane z agencjami ratingowymi oraz uzależnieniem wielu sfer działalności instytucji finansowych oraz kredytowych od ocen ratingowych oraz regulacji wdrażanych od 2009 r., które mają za zadanie ograniczać negatywny wpływ agencji ratingowych na stabilność finansową. Oddziaływanie to w przypadku obniżenia oceny ratingowej objawia się poprzez następujące mechanizmy:

- redukcja ratingu skutkuje wzrostem kosztu pozyskania pieniądza, podwyższając ryzyko niewypłacalności emitenta,
- obniżenie oceny ratingowej (zwłaszcza z poziomu inwestycyjnego do spekulacyjnego) gwałtownie ogranicza spektrum potencjalnym kapitałodawców (niektórzy z nich mają wprost zapisany w swoich statutach zakaz inwestowania w papiery dłużne odznaczające się ratingiem gorszym niż zdefiniowany),
- zmiana ratingu na gorszy powoduje wzrost wymogu kapitałowego oraz pogarsza wskaźniki płynności instytucji inwestujących w papiery dłużne, będące przedmiotem korekty,
- redukcja ratingu oznacza żądanie dopłaty do depozytu zabezpieczającego, jeśli walory zostały sfinansowane z kredytu.

Jak wspomniano wcześniej, działalność agencji ratingowych nadzorowana jest przez ESMA. W przypadku niedopełnienia przez agencję wymogów stawianych przez organy nadzorcze, mają one do dyspozycji następujące sankcje:

- okresowe kary pieniężne i grzywny,
- zobowiązanie agencji ratingowej do usunięcia naruszenia,
- zawieszenie wykorzystania ratingów do celów regulacyjnych,

- nałożenie na agencję tymczasowego zakazu wystawiania ratingów oraz
- wycofanie rejestracji agencji.

Tablica 1. Źródła zagrożenia dla stabilności finansowej ze strony agencji ratingowych oraz rozwiązania nadzorcze ukierunkowane na ich ograniczenie

Zagrożenie	Rozwiązanie regulacyjno-nadzorcze
Niska przejrzystość procesu nadawania, monitorowania i weryfikacji ratingu	<ul style="list-style-type: none"> – kompetencje nadzoru w zakresie: badania metodyk, sposobu i częstotliwości ich walidacji, dokumentów (w tym okresowo składanych sprawozdań w ustalonym formacie), danych, procedur, analizy zeznań przedstawicieli agencji oraz kontroli na miejscu – obowiązek ujawniania przez agencje ratingowe informacji dotyczących metod, modeli i podstawowych założeń ratingowych (dane te powinny być na tyle szczegółowe, aby użytkownicy ratingów mogli ocenić wiarygodność ocen)
Niska jakość ratingów	<ul style="list-style-type: none"> – uwzględnianie w celach regulacyjnych wyłącznie nadanych przez zarejestrowane i nadzorowane agencje ratingowe (zyskujące w wyniku rejestracji status ECAI, <i>external credit assesment institution</i>) – nałożenie na agencje ratingowe obowiązku systematycznego walidowania stosowanych modeli ratingowych (w tym w oparciu o analizę <i>ex post</i>), metod oraz podstawowych założeń (w tym korelacji) – obowiązek szczegółowej weryfikacji danych źródłowych, w oparciu o które nadawane są ratingi – obowiązek dokonywania bieżącego (nie rzadziej niż raz w roku) przeglądu ratingów – stworzenie centralnego repozytorium CEREP (Central Rating Repository), w którym przechowywane są informacje na temat historycznych wyników osiągniętych przez agencje ratingowe oraz nadanych ratingów
Konflikt interesów	<ul style="list-style-type: none"> – obowiązkowa rotacja analityków – obowiązek raportowania o konfliktach interesów i metodach ich pokonywania – wyraźne oznaczenie ratingów zamówionych i niezamówionych – obligatoryjne włączenie w skład zarządu i rady nadzorczej niezależnych członków, których wynagrodzenie nie zależy od wyników finansowych agencji

Tablica 1. (cd.)

Zagrożenie	Rozwiązanie regulacyjno-nadzorcze
Niesatysfakcjonujący poziom niezależności	Raportowanie prób oddziaływania na poziom ratingów ze strony podmiotów trzecich
Wysoka zależność instytucji finansowych i kredytowych od ratingów	Podmioty dotychczas korzystające wyłącznie z ratingów, mają również przeprowadzać własne analizy, tak, aby ratingi nie były jedynymi przesłankami podejmowanych decyzji
Niski poziom konkurencji	Promowanie małych agencji ratingowych, między innymi poprzez preferencje w zakresie opłat rejestracyjnych oraz opłat na rzecz organów nadzorczych ²

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Rozporządzenie..., 2009 oraz Rozporządzenie..., 2011].

Zakończenie

Wdrożone na przestrzeni ostatnich 4 lat normy nadzorcze niewątpliwie ograniczają ryzyko systemowe generowane przez agencje ratingowe. Jak pokazują jednak doświadczenia ostatnich 2 lat, wciąż mają miejsce błędy i przypadki manipulowania rynkiem za pomocą ratingów. Stąd inicjatywy na rzecz wprowadzenia kolejnych regulacji, odzwierciedlone choćby w projekcie przygotowanym w listopadzie 2011 r. przez Komisję Europejską (KE). Na jego kanwie w dniu 27 listopada 2012 r. Parlament Europejski oraz Rada osiągnęły kompromis, który po uzgodnieniach technicznych, ma zostać formalnie zaakceptowany w pierwszej połowie 2013 r. Uzgodniono m.in. konieczność [Statement, 2013]:

- wprowadzenia sztywnych dat prezentacji oraz zwiększenia częstotliwości okresów weryfikacji ratingów państw,
- ograniczenia powiązań kapitałowych między agencjami ratingowymi i ich klientami oraz koncentracji na rynku agencji ratingowych,
- wdrożenia uprawnienia do żądania przez użytkowników ratingów i emitentów odszkodowania od agencji ratingowej w przypadku na-

² Opłaty są funkcją ryzyka systemowego generowanego przez daną agencję i związanej z tym intensywności nadzoru. Kwestia opłat rejestracyjnych, za certyfikację oraz rocznych opłat nadzorczych została uregulowana w Rozporządzeniu delegowanym Komisji UE nr 272/2012 z dnia 7 lutego 2012 r. uzupełniających rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 w odniesieniu do opłat pobieranych przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych od agencji ratingowych, Dz. U. L 90 z 28 marca 2012 r.

dania lub zmiany ratingu dokonanej z pogwałceniem zasady niezależności i rzetelności.

Problemem, który wymaga rozwiązania, jest procykliczność ratingów, skutkująca zwiększeniem wymogu kapitałowego w okresie dekonunktury gospodarczej i ograniczeniem skali akcji kredytowej, a tym samym pogłębieniem się kryzysu. Ponadto warto też zwrócić uwagę na zbieżność ocen ratingowych nadawanych przez agencje, która wcale nie musi wynikać z identycznych wniosków wyciągniętych podczas analizy prawdopodobieństwa niewypłacalności emitenta. Przyczyn należy raczej szukać w niskiej konkurencji między agencjami oraz stosowaniu w praktyce zasady, iż obniżenie ratingu przez konkurencyjną agencję jest bodźcem do podobnej korekty przez daną agencję ratingową. W tym kontekście fikcyjne stają się klauzule (ukierunkowane w swoich założeniach na obiektywizację przypadków pogorszenia się standingu finansowego emitenta) umożliwiające podjęcie określonych działań przez inwestorów, gdy co najmniej dwie agencje ratingowe obniżą rating do poziomu spekulacyjnego. Inną kwestią, związaną z wpływem agencji ratingowych na stabilność finansową jest masowa zmiana ratingów, wynikająca na przykład z weryfikacji stosowanej metodologii³. W takim przypadku można jednoznacznie stwierdzić, iż agencje ratingowe stają się źródłem niestabilności finansowej, gdyż o zmianie ratingu nie decyduje wzrost ryzyka niewypłacalności, ale zmiana metodologii ratingowej. Mając zatem na uwadze fakt, iż obowiązujące i dyskutowane obecnie regulacje, stwarzające ramy funkcjonowania agencji ratingowych w Europie, nie gwarantują ograniczenia negatywnego wpływu agencji na stabilność finansową, należy rozważyć następujące rozwiązania:

- powołanie niezależnej (publicznej) instytucji oceniającej agencje ratingowe, aby użytkownicy ratingów mieli wiedzę na temat jakości wydawanych przez daną agencję ratingów. Ocena ta („rating agencji ratingowej”) wpłynęłaby na zróżnicowanie cen za ratingi oraz ograniczyłaby zależność instytucji finansowych i kredytowych od ratingów o niskiej jakości,
- rozszerzenie zakresu informacji, które powinna ujawnić agencja ratingowa oraz emitent instrumentu poddanego procedurze nadania ratingu, aby tym samym ułatwić inwestorom dokonywanie własnych analiz,

³ W 2002r. obniżono rating 25% europejskich instrumentów strukturyzowanych, powołując się na argument zbyt niskiej dywersyfikacji portfela, stanowiącego podstawę ich kreacji – por. [Cousseran, Rahmouni, 2005, s. 58].

- wprowadzenie zasady obligatoryjnej rotacji agencji ratingowych, z których korzystają emitenci,
- stopniowe zastępowanie modelu „*issuer pays*” koncepcją „*investor pays*” oraz eliminowanie bezpośrednich rozliczeń między podmiotem, któremu nadawany jest rating a agencją ratingową.

Literatura

1. Blodget H. (2011), *Moody's Analyst breaks Silence: Says Ratings Agency Rotten To Core With Conflicts*, www.businessinsider.com.
2. Cousseran O., Rahmouni I. (2005), *The CDO Market: Functioning and Implications in terms of Financial Stability*, „Financial Stability Review”, no. 6.
3. Diamond D.W. (1996), *Financial Intermediation as Delegated Monitoring: A Simple Example*, „Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly”, vol. 82/3.
4. *Fitch Ratings – Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion* – Feb 2013, www.fitchratings.com.
5. Grabińska B., Grabiński K. (2011), *Agencje ratingowe a kryzys finansowy na rynku subprime*, „Zeszyty Naukowe Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego”, nr 10.
6. Klein E. (2011), *Standard & Poor's has been wrong before, but they're right now*, „The Washington Post”, no. 6.
7. Net capital requirements for brokers or dealers, 17 CFR 240.15c3-1.
8. Rozporządzenie delegowanym Komisji (UE) nr 272/2012 z dnia 7 lutego 2012 r. uzupełniające Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 w odniesieniu do opłat pobieranych przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych od agencji ratingowych, Dz. U. L 90 z 28 marca 2012 r.
9. 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 listopada 2009 r.
10. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 1095/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych), zmiany decyzji nr 716/2009/WE i uchylenia decyzji Komisji 2009/77/WE, Dz. U. L. 331 z 15 grudnia 2010 r.

11. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady 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 maja 2011 r.
12. Statement by Commissioner Michel Barnier following the agreement in trilogue of new European rules to regulate credit rating agencies, MEMO/12/911, http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-12-911_en.htm.

Streszczenie

Celem artykułu jest przedstawienie roli agencji ratingowych w powstawaniu globalnego kryzysu finansowego, który rozpoczął się w połowie pierwszej dekady XXI. Ewolucji globalnego kryzysu finansowego towarzyszyły niekiedy bardzo kontrowersyjne decyzje agencji ratingowych o zmianie perspektywy ratingu lub samego ratingu. Niniejsze opracowanie powstałe na podstawie analizy wybranych przykładów stawia sobie za cel odpowiedź na pytanie, na ile opinie agencji ratingowych, odzwierciedlone w ocenach ratingowych, mogły przyczynić się do ograniczenia ryzyka ponoszonego przez różne grupy interesariuszy korzystających z ratingów (spełniły rolę narzędzi wczesnego ostrzegania), na ile reakcje agencji ratingowych były spóźnione i gwałtowna oraz masowa migracja ratingów wywoływała zachowania stadne pogłębiające kryzys, a na ile sygnały wysyłane przez agencje okazywały się nieadekwatne do ryzyka emitenta.

Słowa kluczowe

agencja ratingowa, stabilność finansowa, regulacje nadzorcze

Credit rating agencies – early warning institutions or entities destabilizing financial markets? (Summary)

The purpose of this article is to highlight the role of credit rating agencies in the development of the global financial crisis, which began in the first decade of the twenty-first century. The evolution of the global financial crisis was accompanied by CRA's decisions to change the ratings' outlook or ratings itself. Some of them were very controversial. This analysis is based on selected examples, aims to answer the question of how rating agencies opinions reflected in the assessments of rating, may help to reduce the risk faced by the various stakeholder groups that use ratings (ratings playing the role of early warning tools), how the reactions of rating agencies were late making rapid and massive migration of rating that induced herding behaviour deepening crisis, and how the signals sent by the agency proved to be inadequate to the risk of the issuer.

Keywords

CRA, financial stability, supervisory regulations