

Barbara Grabińska
Konrad Grabiński

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Agencje ratingowe a kryzys finansowy na rynku subprime

1. Wprowadzenie

Kryzys finansowy i analiza przyczyn jego pojawienia się zwróciły uwagę na działalność agencji ratingowych. Wcześniej ta grupa instytucji budziła raczej małe zainteresowanie ze strony uczestników systemu finansowego, chociaż miała duży wpływ na jego funkcjonowanie. W zakresie nadzoru państwowego nad agencjami ratingowymi dominowała idea samoregulacji agencji ratingowych, oparta na przekonaniu, że groźba utraty reputacji na rynkach finansowych stanowi najlepszą gwarancję rzetelności ich ocen. Przez wiele lat agencjom ratingowym udawało się utrzymać swoją uprzywilejowaną pozycję w systemie finansowym i dopiero uznanie ich współodpowiedzialności za rozprzestrzenienie się kryzysu finansowego spowodowało szeroką dyskusję na temat modyfikacji w zakresie ich funkcjonowania. Celem artykułu jest prezentacja głównych niesprawności w zakresie przyznawania ocen ratingowych oraz podjętych w ostatnim czasie działań legislacyjnych regulujących działalność agencji ratingowych.

2. Historia powstania agencji ratingowych i ich znaczenie w systemie finansowym

Agencja ratingowa jest to osoba prawna, której działalność koncentruje się wokół wystawiania ratingów kredytowych¹. Rynek agencji ratingowych jest ryn-

¹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 z dnia 16 września 2009 r. w sprawie agencji ratingowych, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej L 302 z 17.11.2009 r.

kiem typowo oligopolistycznym. Szacuje się, że na świecie zarejestrowanych jest kilkadziesiąt agencji ratingowych, ale zdecydowana większość z nich ma jedynie znaczenie lokalne, a w środowisku międzynarodowym liczą się trzy – tzw. wielka trójka: Standard & Poors (S&P), Moody's Corporation oraz Fitch Ratings. Te trzy instytucje wywodzące się z Nowego Jorku mają 85-procentowy udział w globalnym rynku wycen obligacji, z czego dwie pierwsze z wymienionych mają po 40% udziału².

Powstanie pierwszej agencji ratingowej Standard & Poors datuje się na 1860 r. i związane jest z publikacją raportów dotyczących sytuacji finansowej amerykańskich przewoźników kolejowych przez H. Poora. Inicjatywa ta spotkała się z ogromnym zainteresowaniem inwestorów, z uwagi na znaczenie transportu kolejowego w tamtych czasach, i w związku z tym ocena przedsiębiorstw kolejowych była uaktualniana na bieżąco. Początki Moody's i Fitch datuje się odpowiednio na lata 1909 i 1913. Zakres działalności trzech firm rozszerzał się bardzo szybko³. Szacuje się, że do połowy lat 20. XX w. prawie 100% obligacji na amerykańskim rynku posiadało ocenę ratingową wydaną przez Moody's⁴.

Działalność agencji ratingowych poza Stanami Zjednoczonymi zyskiwała na znaczeniu dopiero od połowy lat 90. Do tego czasu przedsiębiorstwa w Europie i Azji, szukając zewnętrznych źródeł finansowania, odwoływały się do swojej reputacji na rynku finansowym⁵.

Podstawa działania agencji ratingowych wynika z ich roli w minimalizowaniu kosztów transakcyjnych związanych z pozyskiwaniem informacji niezbędnych inwestorom do podejmowania decyzji na rynkach finansowych.

Cechą rynków finansowych jest asymetria informacyjna między inwestorami a podmiotami deficytowymi, poszukującymi zewnętrznych źródeł finansowania. Analiza sytuacji finansowej emitentów instrumentów dłużnych i dokonanie wyceny tych instrumentów wymaga specjalistycznej wiedzy finansowej i dlatego bywa kosztowne. Dlatego zamawianie analiz w firmach zewnętrznych zajmujących się profesjonalnie oceną rynku papierów wartościowych często leży poza możliwościami drobnych inwestorów. Agencje ratingowe, przyznając oceny wiarygodności kredytowej emitentów instrumentów dłużnych, przyczyniają się do zmniejszenia asymetrii informacyjnej.

Wraz z rozwojem i globalizacją rynków kapitałowych popyt na usługi agencji ratingowych wzrastał, a wraz z nim rosło znaczenie samych instytucji. Obecnie podkreśla się, że skala oddziaływania na rynki finansowe tzw. wielkiej trójki

² J. Bielecki, *Wielka trójka rządzi rynkiem*, „Gazeta Prawna” 2010, nr 88, s. 10.

³ J. Bielecki, *op. cit.*, s. 10.

⁴ www.moodys.com (grudzień 2009).

⁵ T.J. Sinclair, *Credit Rating Agencies [w:] The Oxford Handbook of Business and Government*, red. D. Coen, W. Grant, G. Wilson, Oxford University Press, Oxford 2010, s. 422 i 423.

jest nie do przecenienia. Jednak według wielu ekspertów agencje ratingowe nie dysponują wiedzą, metodologią lub informacjami, które nie byłyby znane innym wyspecjalizowanym podmiotom zajmującym się oceną ryzyka. Na potwierdzenie tego faktu przytaczane są niepowodzenia agencji ratingowych w zakresie oceny sytuacji gospodarczej w ciągu ostatnich kilkunastu lat. Żadna z czołowych agencji ratingowych nie przewidziała ani kryzysu azjatyckiego w latach 1997–1998, ani kryzysu związanego z przewartościowaniem spółek branży internetowej w 2000 r., ani załamania na rynku nieruchomości w latach 2007–2008. Spektakularną porażką było także utrzymywanie oceny koncernu Enron na najwyższym poziomie inwestycyjnym na kilka dni przed jego upadkiem. Mimo wszystko żadna z tych porażek nie była w stanie podważyć pozycji agencji na rynku finansowym. Do takiego stanu rzeczy przyczyniły się regulacje państwowe wprowadzane od wielu lat przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd w Stanach Zjednoczonych, a w Europie – przez banki centralne. Dotyczyły one przykładowo ograniczania inwestycji podejmowanych przez fundusze zbiorowego inwestowania czy zaliczania danego rodzaju aktywów do kapitałów banków komercyjnych w oparciu o ratingi wydane przez agencje. W ten sposób stopniowo zapewniano agencjom ratingowym status wyroczni na rynkach finansowych⁶.

Warto dodać, że postępujący w ostatnich latach proces globalizacji, oprócz efektów pozytywnych, powodował także zachwianie stabilności na rynkach finansowych. Odpowiedzią na to były zmiany w zakresie kształtowania polityki monetarnej i fiskalnej, ale także w polityce regulacyjnej prowadzonej przez państwo. Zwraca się tutaj uwagę na dwa szczególne przypadki polityki regulacyjnej określane jako: „patrol policyjny” i „alarm przeciwpożarowy”. Polityka regulacyjna „patrolu policyjnego” odnosiła się do skrupulatnych procedur kontrolnych mających na celu wyszukiwanie przypadków łamania reguł prawnych na rynkach finansowych. Dobrą stroną takiego podejścia było to, że wiele pojawiających się wypaczeń w działaniu uczestników systemu finansowego nie doprowadziło do sytuacji kryzysowych, dzięki zastosowaniu procedur prewencyjnych i wczesnemu zidentyfikowaniu pojawiających się problemów. Natomiast podejście określane jako „alarm przeciwpożarowy” implikowało sporadyczne interwencje w sytuacjach zidentyfikowania problemów. Nacisk położony był zatem na samoregulację instytucji finansowych. W takich okolicznościach następowało delegowanie odpowiedzialności regulacyjnej państwa do sfery prywatnej (co nazywane bywało „prywatyzowaniem polityki publicznej”) i w sytuacji takich przemian miał miejsce wzrost znaczenia prywatnych instytucji ratingowych⁷.

⁶ J. Bielecki, *op. cit.*, s. 11.

⁷ M.D. McCubbins, T. Schwartz, *Congressional Oversight Overlooked: Police Patrols versus Fire Alarms* [w:] *Congress: Structure and Policy*, red. M.D. McCubbins, T. Sullivan, Cambridge University Press, Cambridge 1987, s. 420–430.

3. Przyczyny kryzysu na rynku subprime

Ostatni globalny kryzys finansowy rozpoczął się w 2007 r. w Stanach Zjednoczonych i był bezpośrednio związany z rynkiem kredytów *subprime*. Na jego pojawienie się miało wpływ wiele czynników, wśród których za najistotniejsze uważane są⁸:

- wzrost liczby przyznawanych kredytów hipotecznych,
- bańka spekulacyjna na rynku nieruchomości,
- słabość finansowa banków,
- błędna metodologia wyceny ryzyka, zwłaszcza w przypadku skomplikowanych instrumentów finansowych będących wynikiem inżynierii finansowej,
- niewłaściwa polityka monetarna,
- nadmierna skłonność do oszczędzania w Chinach,
- złagodzenie procedur regulacyjnych w systemie finansowym,
- nierzetelność ocen wydawanych przez agencje ratingowe.

Największą odpowiedzialnością za powstanie kryzysu obarczane są banki działające w Stanach Zjednoczonych (a także niebankowe instytucje finansowe, od których banki odkupywały kredyty), udzielające kredytów hipotecznych na niespotykaną dotychczas skalę także osobom nieposiadającym zdolności do ich spłaty, nazywanym żartobliwie „ninja” (skrót od ang. *no income, no job, no assets* – bez dochodu, pracy i aktywów)⁹.

Udział kredytów subprime w portfelach kredytowych banków wzrósł z 2,4% w 2000 r. do 13,5% w 2006 r., co przy ogólnej ekspansji kredytowej skutkowało wzrostem ich wolumenu ze 150 mld dolarów do 700 mld dolarów w tym okresie¹⁰.

Banki, przez tworzone fundusze sekurytyzacyjne – SVP (*special purpose vehicles*), emitowały na podstawie kredytów hipotecznych obligacje CDO (*collateralized debt obligation* – zabezpieczone dłużne instrumenty finansowe)¹¹. W celu osiągnięcia dochodów z marż banki wykorzystywały proces sekurytyzacji wierzytelności kredytowych. Warto zwrócić uwagę, że proces sekurytyzacji, przez przekształcenie nie płynnych kredytów w płynne papiery wartościowe,

⁸ A. Wojtyła, *Gospodarki wschodzące w obliczu kryzysu finansowego: duża odporność czy podatność?* „Gospodarka Narodowa” 2010, nr 9, s. 28.

⁹ A. Sławiński, *Przyczyny i konsekwencje kryzysu na rynku papierów wartościowych emitowanych przez fundusze sekurytyzacyjne*, „Bank i Kredyt” 2007, vol. 8–9, s. 12–17.

¹⁰ W.W. Lang, J.A. Jagtiani, *The Mortgage and Financial Crisis: The Role of Credit Risk Management and Corporate Governance*, „Atlantic Economic Journal” 2010, vol. 38, s. 295–316.

¹¹ Operacja emitowania papierów wartościowych zabezpieczonych wierzytelnościami z kredytów hipotecznych została opracowana znacznie wcześniej, bo już w 1983 r., przez banki inwestycyjne: Salomon Brothers i First Boston. Zob. E. Gostomski, *Życie na krawędzi*, „Gazeta Bankowa” 2008, nr 2 (1002), s. 17–19.

prowadził do zaniżania standardów udzielania kredytów przez banki. Wynikało to z faktu, że banki z instytucji zarządzających ryzykiem przeszły do roli pośredników transferujących ryzyko do innych uczestników rynku – w tym przypadku do nabywców CDO.

Obserwowano dynamiczny wzrost popytu zgłaszanego na zakup obligacji CDO ze strony inwestorów instytucjonalnych. Wynikało to z wysokiego oprocentowania tych papierów wartościowych przy wysokich ocenach ratingowych. Z perspektywy czasu okazało się, że przyznany rating był znacznie przeszacowany, za co odpowiedzialność ponoszą agencje ratingowe.

Można by w tym miejscu zapytać, czy nabywcy obligacji CDO, z których większość stanowili inwestorzy instytucjonalni, zajmujący się profesjonalnie rynkiem finansowym, nie podejrzewali załamania na rynku instrumentów tego typu. Czy mimo niewątpliwych trudności w wycenie tego rodzaju obligacji nie mogli spodziewać się, że jakość ratingu dokonywanego przez agencje także jest niewystarczająca? Pojawiają się jednak charakterystyczne dla wielkich kryzysów finansowych irracjonalne zachowania stadne, w tym przypadku głównie zarządzających funduszami zbiorowego inwestowania.

Częściowo winą za spowodowanie kryzysu obarczane są także władze monetarne Stanów Zjednoczonych, które kierując się chęcią ożywienia gospodarki, po pęknięciu bańki spekulacyjnej związanej z sektorem internetowym prowadziły konsekwentną politykę obniżania stóp procentowych (z 6,5% do 1% w okresie od początku 2001 r. do połowy 2003 r., po czym nastąpiło utrzymanie stóp na tak niskim poziomie przez następny rok). Polityka taniego dolara spowodowała, że poszukiwano nowych możliwości inwestowania. W warunkach inflacji wyższej niż oficjalne stopy procentowe inwestorzy szukali tych możliwości inwestycyjnych m.in. na rynku nieruchomości. Wzajemnie napędzający się mechanizm ekspansji kredytowej i rosnących cen nieruchomości doprowadził do powstania klasycznej bańki spekulacyjnej¹².

Na zakończenie tej części rozważań można dodać, że trwający około 30 lat okres względnej stabilności koniunktury na świecie przyczynił się do upowszechnienia podejścia przemawiającego za liberalizacją systemów finansowych. Wraz ze wzrostem zaufania do skuteczności mechanizmów samoregulacji różnych segmentów rynków finansowych następowało stopniowe ograniczanie roli instytucji nadzorczych. Bardzo widoczne było to w sektorze bankowym¹³, ale także w dzia-

¹² I. Suchodolski, *Globalna „amerykańska zaraza”*, „Rynek Kapitałowy” 2008, nr 11 (213), s. 18–20; oraz C. Rękawek, *Nie tylko subprime*, „Rynek Kapitałowy” 2008, nr 11 (213), s. 21.

¹³ W 1999 r. w Stanach Zjednoczonych na mocy ustawy Gramm-Leach-Bliley zniesione zostały restrykcje narzucające bankom rozdział funkcji związanych z tradycyjną działalnością bankową, czyli depozytowo-kredytową oraz inwestycyjną. Tym samym zakończyło to ponad 60-letni okres specjalizacji banków, zapoczątkowany w 1933 r. ustawą Glassa-Steagalla.

łałości innych instytucji na rynku finansowym, m.in. będących przedmiotem niniejszego opracowania agencji ratingowych. Zmniejszona deregulacja prowadziła do szybkiego rozwoju sektora finansowego, co jednak następowało kosztem zwiększenia ryzyka systemowego¹⁴.

4. Wpływ agencji ratingowych na wystąpienie kryzysu finansowego

Kryzys finansowy uwidocznił wewnętrzne problemy i słabości funkcjonowania agencji ratingowych. Pierwsza z nich dotyczyła wewnętrznej organizacji agencji. Kluczowym elementem był tu konflikt interesów związany z kwestią odpłatności za wystawianie ratingu. Opłatami za przyznanie i aktualizację oceny ratingowej są obciążani emitenci papierów wartościowych, natomiast faktycznymi użytkownikami ocen ratingowych są potencjalni inwestorzy. Na tym tle pojawiła się rozbieżność interesów, określana czasami jako konflikt typu *principal-agent*. Potencjalni nabywcy papierów wartościowych i zarazem adresaci ratingu byli zainteresowani rzetelną oceną papierów wartościowych, to nie oni jednak składali zamówienia i nie oni płacili za rating, ale emitenci. W interesie emitentów było natomiast otrzymanie jak najwyższej oceny, ponieważ wraz z jej wzrostem maleje koszt finansowania. Doprowadziło to do tzw. zjawiska inflacji notowań, a zatem ich zawyżania, a także praktyki określanej jako *rating shopping*, kiedy to emitent zwraca się do przynajmniej dwóch agencji o dokonanie wstępnej i poufnej oceny swoich papierów wartościowych, a następnie zamawia oficjalny raport (płacąc za to pełną stawkę) w tej agencji, której ocena była najwyższa. W przypadku dokonywania oceny papierów wartościowych przez dwie agencje najczęściej ma miejsce przyznawanie takich samych ocen, co wynika ze spostrzeżenia, iż nie opłaca się grać przeciw rynkowi, a podjęcie błędnej decyzji wbrew oczekiwaniom rynkowym jest gorsze niż popełnienie pomyłki w sytuacji, gdy inni także się mylili.

Problem ten wpisuje się w działanie agencji od momentu rozpoczęcia pobierania opłat od emitentów, a zatem od 1968 r. w przypadku S&P i od 1970 r. w przypadku agencji Moody's. Do tego czasu raporty zamawiały osoby zainteresowane kupnem papierów wartościowych, przekazywane im jednak oceny stawały się – tak jak informacje – domeną publiczną, a zatem trafiały także w ręce inwestorów, którzy za nie zapłacili. Pojawił się problem „gapowicza”, a jego rozwiązanie stanowiło obciążenie kosztami ratingu emitentów¹⁵.

¹⁴ A. Sławiński, *Wpływ globalnego kryzysu bankowego na bankowość centralną*, „Ekonomista” 2010, nr 2, s. 146.

¹⁵ T.J. Sinclair, *op. cit.*, s. 430.

W odniesieniu do ostatniego kryzysu na rynku *subprime* konflikt interesów był bardzo widoczny i wynikał z podwójnej roli, w jakiej występowały agencje ratingowe. Z jednej strony agencje ratingowe były aktywnie zaangażowane w działalność doradczą przy emisji obligacji strukturyzowanych CDO, a z drugiej – występowały w roli „niezależnego” podmiotu dokonującego oceny tych papierów dłużnych.

Konflikt interesów wewnątrz agencji rysuje się szczególnie jaskrawo na tle informacji o skali korzyści czerpanych przez agencje na operacjach związanych z instrumentami pochodzącymi z sekurytyzacji. Przykładowo 80% przyrostu zysków Moody's Investors pochodziło w latach 2005–2006 z opłat za rating obligacji CDO¹⁶.

Drugi rodzaj problemów dotyczył metodologii nadawania ocen w zakresie ustrukturyzowanych instrumentów finansowych. Był on związany z brakiem ilościowych modeli analizy, zwłaszcza jeśli chodzi o rodzaj instrumentów strukturyzowanych, o skomplikowanej budowie, będących efektem zaawansowanej inżynierii finansowej. Ten drugi rodzaj problemów stanowi znacznie poważniejsze wyzwanie w kontekście zapewnienia efektywnego przydzielania ocen ratingowych.

Wycena obligacji typu CDO była bardzo trudna, gdyż zależała od niedających się z góry przewidzieć strumieni pieniężnych generowanych przez kredyty. Z tego także powodu inwestorzy nabywający instrumenty strukturyzowane opierali się, oceniając ryzyko tych papierów, wyłącznie na ratingu przyznanym przez agencje ratingowe, gdyż nie mieli możliwości wglądu w portfele kredytowe banków.

Ex post stwierdzono, że przy szacowaniu ryzyka obligacji CDO należało wziąć pod uwagę to, iż rynek instrumentów tego typu odznacza się niską płynnością, a zatem jest niezwykle wrażliwy na zmiany nastrojów wśród inwestorów.

Ostatnia rzecz, jaką warto w tym miejscu poruszyć, związana jest z brakiem transparentności w procesie nadawania ratingu kredytowego. Bliżej nieznane są kryteria, według których agencje tworzą swoje zestawienia emitowanych papierów wartościowych.

5. Propozycje regulacji działalności agencji ratingowych

Uznanie współodpowiedzialności agencji ratingowych za pojawienie się i rozprzestrzenienie ostatniego kryzysu finansowego spowodowało, że na terenie Unii Europejskiej i Stanów Zjednoczonych podjęto prace legislacyjne mające na celu zaostrzenie warunków działalności agencji ratingowych.

¹⁶ R. Cookson, S. King, *Panic Stations and Journey Beyond*, „Global Research” 2007, 20 August, s. 2.

W Stanach Zjednoczonych w 2009 r. Komisja ds. Papierów Wartościowych i Giełd SEC (Securities and Exchange Commission) wprowadziła modyfikacje dotyczące zwłaszcza rozszerzenia obowiązków informacyjnych agencji, w zakresie publikowania statystyk prowadzonej działalności i raportów rocznych oraz stosowanej metodologii oceniania wraz z przykładami przyznawania ocen ratingowych dla różnych rodzajów instrumentów.

Wprowadziła także zakaz jednoczesnego świadczenia usług doradczych i polegających na przyznawaniu ocenia ratingowej wobec tego samego podmiotu oraz negocjowania opłat za usługę ratingową przez analityków dokonujących oceny.

W Unii Europejskiej główne zmiany w zakresie funkcjonowania agencji ratingowych zostały zawarte w Rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) w sprawie agencji ratingowych¹⁷. Ma ono zastosowanie do agencji zarejestrowanych we Wspólnocie oraz przeprowadzanych przez nie i publicznie ujawnianych ratingów kredytowych. Rozporządzenie odnosi się do głównych niesprawności zaobserwowanych w funkcjonowaniu agencji ratingowych w zakresie: konfliktu interesów, jakości przyznawanych ocen, przejrzystości instytucji, ich wewnętrznego zarządzania oraz nadzoru nad ich działalnością.

Wspomniany akt prawny został oparty na kodeksie dobrych praktyk agencji ratingowych, opublikowanym przez IOSCO (International Organization of Securities Commissions).

Najważniejsze postanowienia Rozporządzenia dotyczą¹⁸:

- zalecenia niełączenia działalności polegającej na przyznawaniu ratingów wraz z działalnością doradczą lub konsultingową,
- wyraźnego oznaczania jako ratingi niezamówione ratingów, które nie były wydane na wniosek emitenta,
- zapewnienia niezależności przynajmniej 1/3 członków rady nadzorczej lub zarządu (oraz nie mniej niż 2 osób), co oznacza uniezależnienie ich wynagrodzenia od wyników agencji,
- okresowej rotacji analityków przyznających ratingi kredytowe, tak aby nie byli zaangażowani w ciągłą ocenę tych samych podmiotów,
- upubliczniania informacji o metodach, modelach i podstawowych założeniach wykorzystywanych do przyznawania ratingu,
- metodologicznego odróżnienia ratingu nadawanego instrumentom złożonym, opartym na sekurytyzacji.

Wspomniane wyżej dokumenty należy uznać za dobry krok w kierunku uregulowania działalności agencji ratingowych. Warto jednak zwrócić uwagę, że

¹⁷ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 z dnia 16 września 2009 r. w sprawie agencji ratingowych.

¹⁸ *Ibidem*.

po pierwsze, większość przepisów ma charakter zaleceń lub traktuje w bardzo ogólny sposób wybrany aspekt działalności agencji ratingowych, a pod drugie, pomijane są w nich istotne zagadnienia związane z brakiem konkurencji na rynku agencji ratingowych czy kwestią odpłatności za usługi ratingu. W tym zakresie pojawia się pole do dalszych działań legislacyjnych, zwłaszcza na obszarze Unii Europejskiej.

6. Podsumowanie

Agencje ratingowe odgrywają ważną rolę na rynku papierów wartościowych, ułatwiając podejmowanie decyzji inwestycyjnych w oparciu o gotowe benchmarki. W ten sposób przyczyniają się do zmniejszenia kosztów pozyskiwania informacji niezbędnych do podjęcia decyzji o zakupie lub sprzedaży instrumentów finansowych. Niejednokrotnie przez uczestników rynków finansowych są one traktowane jako osoby zaufania publicznego, w pewien sposób zastępując banki, kiedy te nie są już w centrum transakcji związanych z przepływami środków pożyczkowych.

Same agencje ratingowe podkreślają, że ich największym aktywem jest reputacja. Trafność wystawianych przez nie ocen oraz brak zastrzeżeń co do rzetelności procesu oceniania sprawiają, że są traktowane jako wiarygodne przez uczestników systemu finansowego. Tymczasem po kryzysie *subprime* często pojawiała się opinia, że agencje ratingowe sprzedały reputację za ogromne pieniądze, zarobione na instrumentach strukturyzowanych¹⁹. Jako potwierdzenie tego faktu przytaczane są dane finansowe wskazujące na podwojenie łącznych przychodów trzech agencji ratingowych w ciągu zaledwie kilku lat – od 2002 do 2007 r.²⁰ Okazało się, że model samoregulacji agencji ratingowych nie sprawdził się, co ujawniło potrzebę narzucenia odgórnych przepisów nadzorczych.

Podkreślić należy, że celem regulacji nie jest wyeliminowanie agencji ratingowych czy ich zastąpienie przez instytucje innego rodzaju, ale modyfikacja i udoskonalenie ich funkcjonowania. Jest to szczególnie istotne, gdy weźmie się pod uwagę fakt, że agencje ratingowe, w przeszłości nieobjęte działaniami nadzorczymi ze strony państwa, same wciąż spełniają na rynku finansowym rolę quasi-regulacyjną. Wynika ona z odwoływania się do ratingów agencji w nor-

¹⁹ W raporcie Kongresu Stanów Zjednoczonych – C. Levin, przewodniczący senackiej komisji ds. rynków finansowych, przytacza liczne nieprawidłowości w dokonywaniu ocen.

²⁰ L. Ellsworth, *Credit Rating in the Spotlight*, „Business Law Today” 2009, vol. 18, nr 4, s. 35–39.

mach ostrożnościowych, np. w zakresie obowiązywania Nowej Umowy Kapitałowej (Bazylea II)²¹.

Literatura

- Bielecki J., *Wielka trójka rządzi rynkiem*, „Gazeta Prawna” 2010, nr 88.
- Cookson R., King S., *Panic Stations and Journey Beyond*, „Global Research” 2007, 20 August.
- Ellsworth E., *Credit Rating in the Spotlight*, „Business Law Today” 2009, vol. 18, nr 4.
- Gostomski E., *Życie na krawędzi*, „Gazeta Bankowa” 2008, nr 2 (1002).
- Lang W.W., Jagtiani J.A., *The Mortgage and Financial Crisis: The Role of Credit Risk Management and Corporate Governance*, „Atlantic Economic Journal” 2010, vol. 38.
- McCubbins M.D., Schwartz T., *Congressional Oversight Overlooked: Police Patrols versus Fire Alarms* [w:] *Congress: Structure and Policy*, red. M.D. McCubbins, T. Sullivan, Cambridge University Press, Cambridge 1987.
- Mika A., *Działalność agencji ratingowych a kryzys subprime*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2010, nr 2.
- Rękawek C., *Nie tylko subprime*, „Rynek Kapitałowy” 2008, nr 11 (213).
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 z dnia 16 września 2009 r. w sprawie agencji ratingowych, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej L 302 z 17.11.2009 r.
- Sinclair T.J., *Credit Rating Agencies* [w:] *The Oxford Handbook of Business and Government*, red. D. Coen, W. Grant, G. Wilson, Oxford University Press, Oxford 2010.
- Sławiński A., *Przyczyny i konsekwencje kryzysu na rynku papierów wartościowych emitowanych przez fundusze sekurytyzacyjne*, „Bank i Kredyt” 2007, vol. 8–9.
- Sławiński A., *Wpływ globalnego kryzysu bankowego na bankowość centralną*, „Ekonomista” 2010, nr 2.
- Suchodolski I., *Globalna „amerykańska zaraza”*, „Rynek Kapitałowy” 2008, nr 11 (213).
- Wojtyła A., *Gospodarki wschodzące w obliczu kryzysu finansowego: duża odporność czy podatność?* „Gospodarka Narodowa” 2010, nr 9.

Rating Agencies vs the Financial Crisis on the Subprime Market

The paper discusses the selected issues of the functioning of rating agencies on financial markets. Special attention is given to the role that rating agencies played in the course of the recent financial crisis. It is shown that the significance of rating agencies for capital markets and the economic system is related to the disclosure of information in the form of ratings, which leads to the reduction in costs incurred by market decision-makers. The paper presents the reasons for

²¹ A. Mika, *Działalność agencji ratingowych a kryzys subprime*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2010, nr 2, s. 35–42.

the recent crisis including the unreliability of ratings given by major agencies. It is claimed that the over-optimistic ratings resulted from the conflicts of interests and the methodology of valuing financial instruments related to mortgage loans. The paper presents new regulations concerning rating agencies introduced by the European Parliament and the US Securities and Exchange Commission (SEC).

Barbara Grabińska – doktor, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Wydział Finansów, Katedra Finansów.

Zainteresowania naukowo-badawcze: finansowanie szkolnictwa wyższego, rynki finansowe, polityka budżetowa.

e-mail: grabinsb@uek.krakow.pl

Konrad Grabiński – doktor, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Wydział Finansów, Katedra Rachunkowości Finansowej.

Zainteresowania naukowo-badawcze: rachunkowość finansowa, sprawozdawczość finansowa, rynki kapitałowe.

e-mail: kg@uek.krakow.pl