

Agencjo ratingowa, powiedz przecie...

Autor: **Michał Wołangiewicz**

Agencje ratingowe przypominają Misia Yogi recytującego Szekspira — tyle popełniają błędów. Mimo to wciąż pozostają kluczowymi rozgrywającymi na rynkach finansowych. Czy zasłużenie? Jedno z ciekawszych zdań na ten temat wyraził niegdyś naczelny polskiej edycji „Forbesa” Kazimierz Krupa, stwierdzając kolokwialnie, że wszystkie z nich są po prostu do... niczego. Ocena tego twierdzenia poniżej.

Firmy oceniające wiarygodność partnerów handlowych działały w USA już w połowie XIX wieku, a ich szybki rozwój rozpoczął się wraz Wielkim Kryzysem. To właśnie wtedy pojawiło się zapotrzebowanie na wnikliwe analizy wypłacalności przyszłych dłużników. Z czasem, gdy dzięki postępującej rewolucji technologicznej zapotrzebowanie na kapitał zwiększało się, rósł i popyt na poparte fachową wiedzą oceny partnerów biznesowych, czyli tzw. ratingi. W efekcie, na świecie funkcjonuje dziś około kilkadziesiąt tzw. agencji ratingowych (ang. *credit rating agency*), ale ok. 95 proc. obsługiwanego przez nie rynku należy do najbardziej liczących się amerykańskich firm: Standard and Poor's (ok. 40 proc.), Moody's (ok. 40 proc.) i fitach (ok. 15 proc.). Ich łączne roczne dochody oscylują wysokości 5 mld dolarów.

W latach siedemdziesiątych przegłosowano bowiem w USA ustawę, na mocy której amerykańska Komisja Nadzoru Finansowego (*US Securities and Exchange Commission*) mogła przyznawać tytuł [Nationally Recognized Statistical Rating Organization](#), czyli Narodowej Agencji Statystyczno-Ratingowej, a zatem *de facto* koncesjonować tę „właściwą” działalność polegającą na ocenianiu wiarygodności kredytowej podmiotów pożyczających pieniądze. Warunkiem otrzymania tego statusu był m.in. wymóg posiadania przez agencje ubiegające się o ten tytuł co najmniej tylu pracowników, co agencje, które już go otrzymały. Ta i inne bariery sprawiły, że w 2003 r. były tylko [trzy — wspomniane przed chwilą](#) — agencje o takim statusie. Obecnie to zaszczytne miano posiada jeszcze kilka innych firm, ale nie odgrywają one na rynku znaczącej roli. Działają wszak jeszcze w klasyczny sposób, tj. polegając na drobniejszych inwestorach-

subskrybentach, którzy wnoszą odpowiednie opłaty za publikowane oceny potencjalnych debentów.

Modus operandi

W ogólności działalność agencji ratingowych polega na systematycznym zbieraniu informacji o instytucjach emitujących obligacje, badaniem wiarygodności kredytowej (zdolności do terminowej spłaty rat kapitałowych i spłaty odsetek) tych podmiotów, a także oceną samych instrumentów dłużnych będących przedmiotem obrotu na rynku wtórnym. Na przykład takich jak słynne już, dzięki przekłutej w 2008 r. „bańce nieruchomościowej” CMO, CDO, ABS, CDS, czyli instrumenty sekurytyzacji oparte m.in. na amerykańskich hipotekach, o których nieśmiertelny Gordon Gekko w filmie „Wall Street. Pieniądz nie śpi” mówi podczas swojego wykładu, że są BMR — bronią masowego rażenia, o której wie góra 75 osób na świecie.

Abecadło

Ocena instrumentów odbywa się zgodnie z przyjętą przez agencję procedurą ujednoliconą według określonych kryteriów dla poszczególnych podmiotów. Noty wyrażane są symbolami literowymi. Ponadto mogą zawierać cyfry bądź znaki „+” lub „-” na określenie różnic w ramach jednej kategorii. Najwyższa, tj. oznaczająca instrumenty niemal całkowicie wolne od ryzyka, to tzw. potrójne A (AAA czy Aaa). Najniższa zaś to D albo potrójne D (w zależności od agencji), która mówi o faktycznej niewypłacalności emitenta nie będącego w stanie wykupić wypuszczonych przez siebie obligacji oraz o papierach, dla których zaprzestano spłacać odsetki.

Przyjmuje się, że prawdopodobieństwo bankructwa w przypadku firmy z oceną AAA w okresie 10 lat od przyznania oceny wynosi poniżej 1 proc. Dla podmiotów z oceną BBB jest to już 5 proc., a dla firm z oceną B aż 40 proc.

Ratingowy fetysz

Skale ratingowe, podobnie jak indeksy giełdowe, podlegają ciągłej analizie. To bowiem od nich zależy koszt długu, jaki dłużnik musi ponieść na rzecz swoich wierzycieli. A dzieje się tak, ponieważ, jako że są one nierozzerwalnie związane z przemożną wręcz siłą oddziaływania sztyldów niektórych agencji na inwestorów, wpływają na stopę procentową stosowaną w odniesieniu do papieru

wartościowego danego emitenta. Właśnie dlatego kraje najbardziej wiarygodne, tj. posiadające rating AAA, takie jak Austria, Dania, Kanada czy Singapur, mogą zapożyczać się pod zastaw swoich obligacji — a więc i finansować swój dług publiczny (co ma szczególne znaczenie w obecnych realiach) — najtaniej.

Przykładowo, patrząc tym razem z perspektywy wierzyciela, rentowność 5-letnich polskich obligacji skarbowych (rating Polski to obecnie A-) [wynosi mniej więcej 3,5 proc.](#), natomiast o wiele pewniejszych niemieckich jedynie 0,2 proc. I stąd właśnie bierze się łatwy do zaobserwowania na skutek kryzysu w strefie euro swoisty ratingowy fetysz, który doprowadził do tego, że papiery nieposiadające takich ocen automatycznie uważane są za bardzo ryzykowne, a wobec tego albo nie daje się ich w ogóle sprzedać, albo trzeba je sprzedawać z wysokim oprocentowaniem.

Obraz ryzyka w krzywym zwierciadle

Wraz z postępującą rewolucją technologiczną, a zwłaszcza pojawieniem się tzw. społeczeństwa informacyjnego, zmienił się główny odbiorca ratingów. Kiedyś za ratingi płacili inwestorzy zainteresowani efektywnym oszczędzaniem, którzy kupowali informacje o bezpieczeństwie instrumentów emitowanych przez kapitał biorców. Wszystko uległo jednak diametralnej zmianie. Informacja jest dziś powszechna i w zasadzie darmowa. Rynek kapitału nie zasadza się zaś już na środkach zaoszczędzonych przez deponentów. Większość inwestycji finansują długi, a kreacja nowego pieniądza wymaga jedynie wypowiedzenia krótkiego zaklęcia (*fiat money*). Z tego też powodu za ratingi płaci przede wszystkim kapitał biorca, a biznes w branży pozostaje bardzo prosty.

Podmiot X zamawia prześwietlenie samego siebie, płaci i chwali się swoją oceną. Agencja z kolei nie ponosi co do zasady żadnej odpowiedzialności (5 listopada 2012 r. w Australii zapadł [bezprecedensowy wyrok, na mocy którego S&P musi zrekompensować straty 12 gminom](#), które kupiły instrumenty finansowe, kierując się oceną wydaną przez agencję) — rating to tylko opinia, z której można skorzystać albo nie.

Teoretycznie pole do nadużyć jest niewielkie. Estyma agencji bierze się wszak między innym stąd, że opłaty za analizę i wystawienie oceny pobierane są przed przystąpieniem do badań. Konflikt interesów chyba mimo wszystko istnieje. Trudno sobie bowiem wyobrazić, że dodatkowe usługi doradcze agencji

świadczony ocenianym później firmom i związane z tym bliskie kontakty między kadrami zarządzającymi takowego nie stwarzają.

Ocena oceniających

Pytanie, zdaje się retoryczne, czy agencjom ratingowym należy więc w ogóle ufać? Pomijając już kwestię modelu finansowania, która ze względu na działalność organów kontrolno-nadzorczych (np. IOSCO), schodzi na dalszy plan, warto przed odpowiedzią przywołać historię wspomnianych na wstępie CDO. Tak zwane obligacje zabezpieczone długami (instrumenty bardzo podobne do tych będących przedmiotem wspomnianego wyroku), których ryzyko niespłacenia według S&P w ciągu następnych pięciu lat wynosiło 0,12 proc. (rating AAA), a w rzeczywistości dotknęło 28 proc. z nich.

Przykład ten obrazuje bowiem główny powód do zachowania powściągliwości w korzystaniu z opinii agencji ratingowych. Mianowicie fakt, że obok szacowanego za pomocą rachunku prawdopodobieństwa ryzyka, istnieje jeszcze niepewność, której w żaden sposób zmierzyć się nie da. Ekonomia, mówiąc klasykiem, to wszak nie lokomotywa, to mrowisko. W przypadku CDO niepewność wywodziła się przede wszystkim z niedających się z góry przewidzieć strumieni pieniężnych generowanych przez kredyty (a w konsekwencji braku modeli ilościowych analizy). Jej źródło rzadko kiedy jest jednak aż tak skomplikowane. Ekonomię zaliczamy do nauk społecznych, gdyż mówi ona o ludziach, którzy wybierają, zmieniają zdanie, a nawet działają irracjonalnie. Właśnie dlatego konstruowanie światów równoległych przez ekonomistów nie ma nic wspólnego ze światem rzeczywistym. Przepowiadanie przyszłości, czy jak kto woli, prognozowanie, jest w pełni uzasadnione, ale w naukach przyrodniczych, ponieważ skały i liście nie podejmują wyborów. Tam gdzie, jak na każdym rynku, występuje duża doza niepewności, wszelkie modele są nierealistycznymi, wyidealizowanymi typami użytecznymi jedynie jako narzędzia analizy danych. Jeden z dowodów na potwierdzenie tej tezy tyczy się interesujących nas kredytów hipotecznych — agencje nie wzięły w ogóle pod uwagę, że niespłacenie jednego, dajmy na to murarza z San Francisco, ma wpływ na niespłacenie drugiego, na przykład chirurga z Miami, przyjmując, jak to w modelu, że rynek nieruchomości znajduje się w stanie równowagi...

... kto jest najbardziej nieodpowiedzialny na świecie?

Nie zagłębiając się już w kwestię proporcji, w jakich na rating wpływa profetyzm, a w jakich rzetelny audyt, można zaryzykować stwierdzenie, że same oceny agencji ratingowych byłyby trafniejsze, gdyby na polu ich działania istniała większa konkurencja, a co za tym idzie złamany zostałby oligopol trzech agencji wspomnianych we wstępie, których nazwy dzięki kryzysowi zna chyba każdy. Tymczasem, sprowadzając rzecz do absurdu, warto zadać sobie kolejne, a zarazem kluczowe pytanie: skoro zespoły agencji ratingowych są tak nieomyślne, że słuchają się ich niemal wszyscy najważniejsi rynkowi gracze, to dlaczego się nie przebranżowia i nie zaczynają inwestować, stając się przy tym najbogatszymi instytucjami na świecie? Może dlatego, że są jednak po prostu do... niczego?

Z perspektywy odbiorcy ocen takie twierdzenie wydaje się chyba zasadne. Agencje ratingowe nie są jednak takie do końca złe. Trzeba bowiem podkreślić rzecz mało odkrywczą, acz często przeoczaną. Otóż agencje pełnią także bardzo pozytywną rolę „czwartej władzy” na szeroko rozumianym rynku finansowym. Groźby obniżenia ratingów (poprzez swój wpływ na oprocentowanie obligacji i bonów skarbowych) mają bowiem, w przeciwieństwie do krytyki nawet najbardziej opiniotwórczych mediów, choć minimalny wpływ na rządzących wyspecjalizowanych w uprawianiu polityki opartej na spirali zadłużenia i kreatywnej księgowości stosowanej nawet przy pomocy wywłaszczeń. Bo tym, na ten przykład, jest odebranie części własności niepaństwowej osobie prawnej (czyt. OFE) i przekazanie jej na rzecz państwowej jednostki organizacyjnej (czyt. ZUS) celem ukrycia zadłużenia publicznego przed oficjalną statystyką, obywatelami i wreszcie agencjami ratingowymi, które długu ukrytego przy ocenianiu Polski nie biorą pod uwagę.