

Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie agencji ratingowych

COM(2008) 704 wersja ostateczna – 2008/0217 (COD)

(2009/C 277/25)

Sprawozdawca: **Peter MORGAN**

Dnia 1 grudnia 2008 r. Rada, działając na podstawie art. 95 Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską, postanowiła zasięgnąć opinii Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie

wniosku dotyczącego rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie agencji ratingowych

COM(2008) 704 wersja ostateczna – 2008/0217 (COD).

Sekcja ds. Unii Gospodarczej i Walutowej oraz Spójności Gospodarczej i Społecznej, której powierzono przygotowanie prac Komitetu w tej sprawie, przyjęła swoją opinię 1 kwietnia 2009 r. Sprawozdawcą był Peter Morgan.

Na 453. sesji plenarnej w dniach 13–14 maja 2009 r. (posiedzenie z 13 maja) Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny stosunkiem głosów 157 do 4 – 5 osób wstrzymało się od głosu – przyjął następującą opinię:

1. Wnioski i zalecenia

1.1. Kontekstem dla przedstawianej opinii jest najgorszy od osiemdziesięciu lat mający miejsce w czasie pokoju kryzys gospodarczy. Przynosi on ogromne szkody pracodawcom, pracownikom i wszystkim pozostałym grupom reprezentowanym przez EKES oraz ogółowi społeczeństwa obywatelskiego. Przedsiębiorstwa bankrutują, zatrudnienie spada, domy przejmowane są przez banki, emerytury są zagrożone, wzrasta niepokój społeczny, a rządy upadają. Zasadniczą przyczyną tego kryzysu była nieuregulowana przepisami prawnymi działalność agencji ratingowych. Rola agencji ratingowych jest kluczowa dla funkcjonowania systemu finansowego i jako taka nie może pozostawać bez nadzoru. Samoregulacja zawiodła dramatycznie, a podmioty działające w branży ratingu kredytowego postępowały skandalicznie. EKES w pełni popiera plan uregulowania i rejestrowania działalności agencji ratingowych.

1.2. Z przyczyn historycznych działalność ratingowa jest globalnym oligopolem, w który zaangażowane są trzy główne agencje ratingowe, a mianowicie Fitch, Moody's oraz S&P. Mimo iż centrale tych firm znajdują się w Stanach Zjednoczonych, są one również głównymi dostawcami usług ratingowych w Unii Europejskiej. Od 2007 r. agencje ratingowe w USA podlegają obowiązkowej rejestracji przez Amerykańską Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (SEC). Dotychczas nie było takiego obowiązku w UE. Rejestracja jest oczywiście wstępem do regulacji.

1.3. Już w 2007 r. poziom zaległych spłat i zajęć oraz licytacji dla kredytów hipotecznych wysokiego ryzyka w Stanach Zjednoczonych gwałtownie wzrósł, co wywołało zamieszanie na rynkach papierów wartościowych zabezpieczonych kredytami hipotecznymi udzielanymi osobom fizycznym na cele mieszkaniowe (ang. *residential mortgage-backed securities* – RMBS) oraz papierów wartościowych opartych na długu (ang. *collateralised debt obligations* – CDO) z nimi powiązanych. Ponieważ wyniki osiągnięte przez takie papiery wartościowe były coraz słabsze, wspomniane trzy agencje ratingowe, najczęściej dokonujące ratingu tych instrumentów, obniżyły znaczną liczbę swoich ratingów. Działania agencji ratingowych związane z wystawianiem ratingów dla takich strukturyzowanych instrumentów finansowych podążyły w wątpliwą stronę rzetelności ich ratingów kredytowych, jak również uczciwość całego procesu wystawiania ratingów.

1.4. W 2006 r. Komisja Europejska przedstawiła swoją koncepcję uregulowania kwestii agencji ratingowych i stwierdziła, że będzie uważnie śledziła rozwój wydarzeń w tej dziedzinie. W październiku 2007 r. ministrowie finansów UE uzgodnili szereg wspólnych wniosków dotyczących kryzysu, wśród których znalazła się propozycja oceny roli agencji ratingowych i zajęcia się wszelkimi znaczącymi niedociągnięciami. Po przeprowadzeniu szeroko zakrojonych konsultacji i przyjrzeniu się działaniom podejmowanym w innych krajach Komisja przedstawiła przedmiotowy projekt rozporządzenia.

1.5. Przedmiotowy projekt rozporządzenia ma cztery ogólne cele:

- po pierwsze, zapewnienie unikania przez agencje ratingowe konfliktu interesów w procesie wystawiania ratingu lub przynajmniej odpowiedniego zarządzania takimi przypadkami;
- po drugie, poprawa jakości metodyk stosowanych przez agencje ratingowe i jakości ratingów;
- po trzecie, zwiększenie przejrzystości poprzez ustanowienie obowiązku ujawniania określonych informacji przez agencje ratingowe;
- po czwarte, zapewnienie skutecznych ram rejestracji i nadzoru, unikanie arbitrażu regulacyjnego pomiędzy jurysdykcjami w ramach UE.

1.6. Od czasu opublikowania przez Komisję wniosku dotyczącego uregulowań prawnych, sprawozdanie przedstawiła grupa Larosiere'a. W odniesieniu do agencji ratingowych przedstawiła ona następujące zalecenia:

- rejestracją i nadzorem agencji ratingowych w UE powinien zajmować się wzmocniony Komitet Europejskich Organów Nadzoru nad Rynkiem Papierów Wartościowych (CESR);
- należy przeprowadzić zasadniczy przegląd modelu działalności agencji ratingowych, ich finansowania oraz zakresu, w jakim można oddzielić działalność ratingową od doradczą;

- wykorzystanie ratingów w przepisach finansowych powinno być w miarę upływu czasu coraz rzadsze;
- rating produktów strukturyzowanych powinien zostać przekształcony poprzez wprowadzenie odrębnych kodów dla takich produktów.

Zalecenia te zostały omówione w odpowiednich sekcjach opinii.

Ponadto grupa zauważyła, że istotne jest, aby tym zmianom regulacyjnym towarzyszyło częstsze przeprowadzanie przez inwestorów analizy due diligence i dokonywanie bardziej przemyślanych wyborów, a także lepszy nadzór. EKES w pełni zgadza się z tym spostrzeżeniem.

1.7. Przedstawione przez Komisję propozycje uregulowań były również analizowane przez COREPER. EKES zgadza się z propozycją poręczania ratingów wystawionych w krajach trzecich.

1.8. EKES zasadniczo popiera propozycje Komisji. Agencje ratingowe odegrały podstawową rolę w rozwoju strukturyzowanych produktów i pozyskiwaniu przez nie wiarygodności, co okazało się szkodliwe i zniszczyło aktywa warte setki miliardów dolarów. Przepisy proponowanego rozporządzenia stanowią minimum wymagane w takich okolicznościach. Ponadto w opinii EKES-u przepisy te nie okazały się niepotrzebnym ciężarem dla dobrze prowadzonej agencji ratingowej.

1.9. Agencje ratingowe zajmują uprzywilejowaną pozycję w dziedzinie usług finansowych, ponieważ podmioty prowadzące w tej branży działalność regulowaną zobowiązane są posiadać papiery wartościowe o standardzie inwestycyjnym. Władze po obu stronach Atlantyku podjęły decyzję, że tylko nieliczne agencje ratingowe mogą wystawiać ratingi kredytowe przeznaczone do wykorzystania dla celów określonych w przepisach prawnych. EKES zachęca Komisję, aby wykorzystwała nowy proces rejestracji do otwarcia działalności ratingowej dla nowych agencji ratingowych, a zwłaszcza, by wspierała wszelkie inicjatywy zmierzające do utworzenia niezależnej agencji europejskiej i zmieniła przepisy finansowe tak, by dla celów określonych w przepisach prawnych można było wykorzystywać ratingi wystawione przez dowolną agencję ratingową zarejestrowaną w UE. Nowym agencjom ratingowym nie będzie łatwo rozpocząć działalność i zyskać wiarygodność. Niemniej wzrost w ostatnim dziesięcioleciu popularności agencji Fitch, finansowanej przez francuską spółkę holdingową, pokazuje, że jest to możliwe.

1.10. Głównym czynnikiem sprzyjającym rozwojowi oligopolistycznego rynku agencji ratingowych jest regulacja usług finansowych z powodu uzależnienia organów regulacyjnych od ratingów w odniesieniu do rezerw kapitałowych. EKES apeluje do organów regulacyjnych UE, by nie obdarzały ratingów nadmiernym zaufaniem, zwłaszcza w świetle ostatnich wydarzeń, kiedy to niektóre ratingi okazały się bezwartościowe. Jest to zgodne z zaleceniem grupy Larosiere'a: wykorzystanie ratingów w przepisach finansowych powinno znacząco zmniejszać się w miarę upływu czasu.

1.11. W tym kontekście EKES zwraca się do Komisji o zajęcie stanowiska wobec przedstawiania przez agencje ratingowe klauzul o wyłączeniu odpowiedzialności. Ponieważ klauzule te zwykle pozbawiają ratingi jakiegokolwiek wartości, same ratingi nie są w rzeczywistości zadowalającą podstawą do określania kapitału ustawowego. Należy podjąć działania, które sprawią, że agencje ratingowe staną się odpowiedzialne za wystawiane przez siebie ratingi. Można tolerować prawdziwe błędy, ale nie brak należytej staranności.

1.12. EKES wyraża poparcie dla propozycji, zgodnie z którą agencje ratingowe muszą być osobą prawną mającą siedzibę we Wspólnocie, a właściwym organem regulacyjnym powinno być macierzyste państwo członkowskie. Komisja przedstawiła swoje argumenty przemawiające za nieprzenoszeniem uprawnień do regulacji i nadzoru na scentralizowany organ. Chociaż jest to sprzeczne z propozycją grupy Larosiere'a, EKES nie odrzuca z góry pomysłu utworzenia na szczeblu UE nowego organu nadzorczego, jeśli ustalenia dotyczące współpracy między państwami członkowskimi okażą się niezadowalające.

1.13. EKES z zadowoleniem zauważa, że rozporządzenie w proponowanym kształcie jest naprawdę skuteczne. Dostępne właściwym organom środki nadzoru obejmują wycofanie rejestracji i wszczęcie postępowania karnego. Kary muszą być stosowane w przypadkach poważnych uchybień zawodowych i braku należytej staranności. Przewidziane kary muszą być skuteczne, proporcjonalne i odstrasżające. Muszą być również stosowane w sposób jednolity we wszystkich państwach członkowskich. Zdaniem EKES-u kwestie te powinny być koordynowane przez Komitet Europejskich Organów Nadzoru nad Rynkiem Papierów Wartościowych (CESR).

1.14. Pod względem organizacyjnym występuje znaczne uzależnienie od roli niezależnych dyrektorów niewykonawczych. EKES uważa, że każdy przypadek powołania dyrektora niewykonawczego powinien podlegać obowiązkowemu uzyskaniu wcześniejszej zgody właściwego organu. Zgoda taka jest nieodzowna, jeśli uregulowania zostaną przyjęte w proponowanym kształcie.

1.15. EKES zaleca właściwym organom państw członkowskich, by sprawując nadzór organizacyjny, dokładnie przypatrywały się powiązaniom między działalnością ratingową a oczekiwaniami akcjonariuszy. Modelu biznesowego agencji ratingowej nie można łatwo dostosować do etosu publicznej spółki akcyjnej. Szczególną uwagę należy zwrócić na strukturę premii przyznawanych dyrektorom wykonawczym. Grupa Larosiere'a wyraziła takie same obawy i wystąpiła o dalszą analizę modelu biznesowego agencji ratingowych. EKES zgadza się z takim podejściem.

1.16. EKES z zadowoleniem przyjmuje przepisy art. 7. Dzięki publikowaniu metodyk wiadomo będzie, czy ratingi zostały wystawione „na skróty” lub też z pominięciem niektórych elementów. Ponadto agencja ratingowa ma obecnie obowiązek sprawdzania swoich źródeł informacji i upewniania się, że informacje takie mają wystarczająco dobrą jakość, by zostały wykorzystane do wystawienia ratingu kredytowego. Równie ważną kwestią jest to, iż gdyby w przeszłości obowiązywały przepisy dotyczące zmiany metodyk i założeń, błędy w ratingach wystawianych dla instrumentów RMBS mogłyby zostać zauważone na długo przed 2007 r.

1.17. Jeśli chodzi o ujawnianie informacji, EKES wyraża szczególnie zadowolenie z faktu, że UE posunie się dalej niż USA w zakresie produktów strukturyzowanych, wymagając, aby w taki czy inny sposób zwracano uwagę przyszłych inwestorów na potencjalnie szkodliwe cechy tych produktów. Grupa Larosiere'a zaproponowała, żeby stosować osobny system oceny. Takie rozwiązanie preferowałaby również EKES.

1.18. Sprzeciw wobec stosowania osobnych symboli ratingu dla produktów strukturyzowanych opiera się na prawdopodobieństwie, że po powszechnym obniżeniu ratingów jakie ostatnio miało miejsce, papiery dłużne oznaczone przy użyciu odmiennego systemu oceny mogłyby być uznawane za instrumenty o niższym standardzie inwestycyjnym. W opinii EKES-u rozwiązanie to nie byłoby takie złe i obowiązywałoby do czasu odbudowania reputacji ratingowej takich papierów.

1.19. Można zgodzić się na ogólne ujawnianie informacji dla celów określonych w przepisach prawa i na potrzeby rynku z dwoma zastrzeżeniami. EKES chciałby wprowadzenia do ustawodawstwa UE konkretnego przepisu dotyczącego ujawniania wskaźników niewypłacalności co sześć miesięcy oraz przeglądu przez CESR zasady ujawniania 5 %.

1.20. Po obu stronach Atlantyku wyrażono obawy związane z prawdopodobieństwem wprowadzenia w życie wzajemnie sprzecznych przepisów w systemach prawnych USA i UE. Dlatego sugerowano nawet wdrożenie jednolitego globalnego systemu. EKES uważa, że przepisy proponowane w UE są prawidłowe i nie będą one sprzeczne z amerykańskim systemem prawnym. Jeśli przedsiębiorstwa zmuszone są przyjąć odmienne standardy ze względu na różne systemy prawne, zwyczajowo wdraża się politykę „największego wspólnego mianownika”. Nie ma powodu, dla którego takie podejście nie mogłoby zostać zastosowane w tym przypadku.

2. Wprowadzenie

2.1. Instrument RMBS tworzony jest przez koordynatora, zwykle bank inwestycyjny, który przekazuje pulę kredytów hipotecznych – zazwyczaj tysiące osobnych kredytów – do funduszu powierniczego. Fundusz powierniczy emituje papiery wartościowe zabezpieczone pulą kredytów. Przeznacza on wpływy ze sprzedaży papierów wartościowych na zakup puli kredytów. Łączne comiesięczne spłaty odsetek i kwoty głównej w ramach puli kredytów hipotecznych osób fizycznych wykorzystywane są do dokonywania comiesięcznych spłat odsetek i kwoty głównej inwestorom, którzy nabyli instrumenty RMBS (papiery wartościowe zabezpieczone kredytami hipotecznymi). Przekształcanie takich pakietów wątpliwych kredytów hipotecznych wysokiego ryzyka (ang. *subprime*) w produkty o ratingu AAA odbywa się na trzy sposoby: (i) instrument RMBS dzielony jest na transze o określonej hierarchii zabezpieczenia i zysku; (ii) nadmierne zabezpieczanie, tak aby wartość puli kredytów hipotecznych przewyższała wartość instrumentu RMBS; (iii) nadmierna rozpiętość między ceną kupna i sprzedaży, tak ażeby należne z puli odsetki od kredytów hipotecznych przewyższały kwoty odsetek związanych z papierami wartościowymi RMBS. Ponadto towarzyszyło temu założenie, że ceny domów będą nadal rosły.

2.2. Instrument papierów wartościowych opartych na długi (ang. *collateralized debt obligations* - CDO) jest podobny pod względem koncepcyjnym, ale opiera się na dłużnych papierach wartościowych, a nie na hipotekach. Wykorzystanie RMBS w pulach zabezpieczających papiery dłużne zwiększyło się z 43, 3 % w 2003 r. do 71, 3 % w 2006 r., co przyczyniło się do powstania sytuacji, którą metaforycznie można opisać jako stworzenie drugiego domu z kart na dachu pierwszego. Amerykańska Komisja

Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) odnalazła wewnętrzny e-mail jednej z agencji ratingowych, w którym rynek papierów dłużnych nazwano „potworem”. „Miejmy nadzieję, że wszyscy zdążymy się wzbogacić i przejść na emeryturę zanim ten domek z kart się rozpadnie”.

2.3. Kluczowym etapem w tworzeniu i, docelowo, sprzedaży papierów wartościowych opartych na kredytach hipotecznych wysokiego ryzyka (*subprime* RMBS) lub papierów dłużnych jest określenie ratingu kredytowego dla każdej transzy emitowanej przez fundusz powierniczy. W sierpniu 2007 r. SEC przystąpiła do sprawdzenia udziału agencji ratingowych w powstałym kryzysie. Analiza koncentrowała się na sposobie, w jaki agencje ratingowe wystawiały ratingi dla instrumentów RMBS i CDO. Przegląd obejmował następujące kluczowe obszary:

- a) polityka, procedury i praktyki związane z wystawianiem ratingów, w tym modele, metodyki, założenia, kryteria i protokoły;
- b) adekwatność ujawniania informacji związanych z powyższym;
- c) rzeczywiste przestrzeganie przez agencje ratingowe swoich własnych procedur;
- d) efektywność procedur dotyczących konfliktu interesów;
- e) niewłaściwy wpływ konfliktu interesów na wystawianie ratingów.

2.4. Poczynione zostały następujące ogólne ustalenia:

- a) od 2002 r. nastąpił znaczny wzrost liczby i złożoności transakcji z udziałem RMBS i CDO; niektóre z agencji ratingowych miały trudności z dotrzymaniem kroku wobec tempa wzrostu, zwłaszcza w przypadku CDO, co w konsekwencji wywierało wpływ na kompletność procesu ratingu;
- b) ważne aspekty procesu ratingu, takie jak kryteria wystawiania ratingu, nie zawsze były ujawniane; korekty „poza modelem” wprowadzane były bez udokumentowania uzasadnień;
- c) żadna z agencji nie dokumentowała procedur wystawiania ratingów dla instrumentów RMBS i CDO ani nie stosowała specjalnej polityki ani procedur w celu identyfikowania i eliminowania błędów w swoich modelach i metodykach;
- d) agencje ratingowe zaczęły wdrażać nowe praktyki, aby oceniać informacje dotyczące ratingu dostarczane im przez emitentów, jednak wcześniej nie miały one obowiązku weryfikowania informacji znajdujących się w portfelach RMBS ani nie wymagały od emitentów przeprowadzania analizy due diligence w odniesieniu do takich portfeli;
- e) agencje ratingowe nie zawsze dokumentowały istotne etapy w procesie wystawiania ratingu – nie uzasadniały ani odstępstw od swoich modeli, ani działań i decyzji komisji ratingowej – a także nie zawsze dokumentowały udział znaczących uczestników w obradach komisji ratingowych;
- f) stosowane przez agencje ratingowe procesy nadzoru bieżących ratingów wydają się mniej solidne niż procesy stosowane przy opracowaniu pierwotnego ratingu; brak środków wpłynął na terminowość nadzoru, a nadzór, który prowadzono, był niedostatecznie dokumentowany; brakowało także pisemnych procedur;

- g) zidentyfikowano problemy związane z zarządzaniem konfliktem interesów i jego wpływem na proces ratingu; kluczowym uczestnikom w procesie wystawiania ratingu zezwalano na udział w negocjacjach dotyczących opłat za usługi;
- h) procedury przeprowadzania audytu wewnętrznego znacznie różniły się między sobą; stwierdzono, że tylko jedna z trzech agencji wdrożyła odpowiednie mechanizmy kontroli zapewnienia zgodności.

2.5. W model biznesowy tej branży nieodłącznie wpisana jest pewna sprzeczność, gdyż emitent instrumentu dłużnego płaci za rating; sytuacja jest jednak jeszcze gorsza w przypadku produktów strukturyzowanych, ponieważ (i) koordynator ustala zasady transakcji – zatem istnieje pewien zakres elastyczności sposobu, w jaki produkt może być strukturyzowany, co pozwala optymalizować ratingi – a poza tym może on także wybrać agencję ratingową, która wystawi wyemitowanym instrumentom korzystny rating; (ii) występuje także znaczna koncentracja koordynatorów.

2.6. W próbie obejmującej 642 transakcje RMBS 12 koordynatorów zajmowało się ponad 80 % transakcjami; w próbie 368 transakcji CDO 11 koordynatorów odpowiadało za 80 % transakcji; 12 z największych 13 gwarantów emisji RMBS było również 12 największymi gwarantami emisji CDO. Wydaje się, że połączenie wpływu koordynatorów na wybór agencji ratingowej i dużej koncentracji koordynatorów dysponujących takim wpływem spotęgowało konflikt interesów typowy dla modelu rozliczeń „emitent płaci”.

2.7. SEC opublikowała swoje wnioski w lipcu 2008 r., wcześniej zgłoszwszy propozycje regulacji do konsultacji. Nowe regulacje zostały opublikowane w Stanach Zjednoczonych w dniu 3 grudnia 2008 r. Komisja UE opublikowała projekt swojego rozporządzenia – COM(2008) 704 wersja ostateczna – w dniu 12 listopada 2008 r. i do tej publikacji odnosi się niniejsza opinia.

2.8. Dochodzenie nie ograniczało się do organów nadzoru. W dniu 18 października 2008 r. Financial Times (FT) ujawnił rolę agencji Moody's w kryzysie spowodowanym kredytami hipotecznymi wysokiego ryzyka, przy czym agencja Moody's nie zaprzeczyła przedstawionym faktom. Niektóre informacje pochodzące z tego artykułu przedstawiono w punktach 2.9–2.12.

2.9. Agencja Moody's zaferowała swoje akcje do sprzedaży publicznej w 2000 r. Po wejściu na giełdę doszło do szybkich zmian. Nagle skupiono się na zysku. Zarząd otrzymał opcje na akcje. Przesunął się cały środek ciężkości. Agencja Moody's wykazała najwyższą rentowność ze wszystkich spółek notowanych w indeksie dużych spółek (S&P 500 Index). Utrzymywała tę pozycję przez 5 lat z rzędu. Ceny jej akcji wzrosły o 500 % w ciągu pierwszych czterech lat obrotu na giełdzie, w czasie gdy reszta rynku zniżkowała. Dochody Moody's wzrosły o 900 % w ciągu dekady.

2.10. Na początku bieżącego tysiąclecia prawie niemożliwe było uzyskanie w Moody's ratingu potrójne „A” dla CDO, jeśli zabezpieczenie w całości składało się z kredytów hipotecznych. Agencja utrzymywała swoją wieloletnią punktację za „różnorodność”, która zapobiegała otrzymywaniu najwyższego ratingu przez papiery wartościowe o jednorodnym zabezpieczeniu. W rezultacie Moody's utraciła udział w rynku, ponieważ dwóch jej

konkurentów nie stosowało tej rozsądnej reguły. Moody's wycofała tę regułę w 2004 r., po czym jej udział w rynku gwałtownie się zwiększył.

2.11. W 2006 r. Moody's rozpoczęła rating strukturyzowanych papierów wartościowych powiązanych z indeksami pochodnych instrumentów kredytowych (*constant proportion debt obligations* – CPDO). Dostały one potrójne „A”. Agencja Fitch, która nie została poproszona o rating CPDO, stwierdziła, iż jej modele klasyfikowały te papiery wartościowe nieznacznie powyżej śmieciowych. CPDO zostały ogłoszone najbardziej lukratywnym instrumentem w historii Moody's. Na początku 2007 r. wykryto błąd w kodzie komputerowym, który służył do symulacji wyników CPDO. Okazało się, że produkt był wyceniony za wysoko aż o cztery stopnie. Błąd nie został ujawniony inwestorom ani klientom. Kod został poprawiony w taki sposób, że ponownie dostarczył rating potrójnego „A”. Po ujawnieniu błędu przez FT rozpoczęto wewnętrzne postępowania dyscyplinarne.

2.12. Do połowy 2007 r. spadek koniunktury na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych był już mocno zaawansowany. Wtedy też Moody's zdała sobie sprawę, że jej modele nie były odpowiednie. W sierpniu 2007 r. Moody's zaczęła obniżać ratingi dla obligacji zabezpieczonych kredytami hipotecznymi i to dało początek zawirowaniom. W końcowych miesiącach roku Moody's obniżyła rating dla większej liczby obligacji niż łącznie w ciągu poprzednich 19 lat. Moody's obstaje przy stanowisku, że w żaden sposób nie mogła przewidzieć nadejścia kryzysu kredytowego, ale też nie zaktualizowała ona swoich podstawowych założeń statystycznych związanych z rynkiem nieruchomości w Stanach Zjednoczonych od 2002 r. Wewnętrznie personel poddawał ten problem pod dyskusję w 2006 r., ale brak było środków na przeprowadzenie koniecznego przeglądu i ponownej oceny.

2.13. Zarówno faktyczne dowody SEC, jak i dowody przedstawione przez Financial Times z niepotwierdzonych źródeł pokazują, iż koniecznych jest wiele zmian, jeśli agencje ratingowe mają wykonywać swoje zadania i spełniać standardy, których się od nich oczekuje.

3. Najważniejsze aspekty proponowanego rozporządzenia

Prawne ramy rejestracji i nadzoru

3.1. W art. 2 stwierdzono, że rozporządzenie stosuje się do ratingów kredytowych przeznaczonych do wykorzystania dla celów określonych prawnie, a w art. 4 stwierdza się, że instytucje finansowe mogą wykorzystywać do celów określonych w przepisach prawa wyłącznie ratingi kredytowe wystawione przez agencje ratingowe z siedzibą we Wspólnocie i zarejestrowane zgodnie z przedmiotowym rozporządzeniem.

3.2. W art. 12 przewidziano, że agencja ratingowa może wystąpić z wnioskiem o rejestrację w celu zapewnienia możliwości wykorzystywania jej ratingów kredytowych do celów określonych w przepisach prawa pod warunkiem, że jest osobą prawną z siedzibą na terytorium Wspólnoty. Właściwy organ macierzystego państwa członkowskiego rejestruje agencję ratingową, jeśli spełnia ona warunki określone w przedmiotowym rozporządzeniu. Rejestracja zachowuje ważność na całym terytorium Wspólnoty.

3.3. Pierwotny wniosek o rejestrację należy złożyć do CESR (Komitetu Europejskich Organów Nadzoru nad Rynkiem Papierów Wartościowych), który przekazuje go następnie do właściwego organu macierzystego państwa członkowskiego (art. 13), gdzie jest on rozpatrywany (art. 14), a następnie rejestrowany lub odrzucany przez macierzyste państwo członkowskie po konsultacji z CESR (art. 15). Rozporządzenie zawiera również przepisy dotyczące wycofania rejestracji, jeśli agencja ratingowa nie zachowuje zgodności z przepisami (art. 17). Agencje ratingowe powinny złożyć wniosek o rejestrację w ciągu sześciu miesięcy od daty wejścia rozporządzenia w życie (art. 35).

3.4. W art. 20 opisano uprawnienia właściwych organów. Nie wolno im ingerować w treść ratingów kredytowych. Mają one jednak następujące uprawnienia:

- dostęp do wszelkiego rodzaju dokumentów w dowolnej formie i otrzymywanie lub pobieranie ich kopii;
- możliwość zażądania informacji od dowolnej osoby i w razie konieczności wezwania i przesłuchania danej osoby w celu uzyskania informacji;
- przeprowadzanie zapowiedzianych lub niezapowiedzianych kontroli na miejscu;
- możliwość zażądania rejestrów połączeń telefonicznych i przesyłu danych.

3.5. W art. 21 przedstawiono w zarysie środki nadzoru, które mogą podejmować właściwe organy. Środki te obejmują wycofanie rejestracji, nałożenie tymczasowego zakazu wystawiania ratingów, zawieszenie wykorzystywania ratingów wystawionych przez agencję ratingową, wydawanie publicznych zawiadomień w przypadku naruszenia przepisów rozporządzenia przez agencję oraz wszczęcie postępowania karnego.

3.6. W art. 22–28 zawarto przepisy dotyczące współpracy między właściwymi organami, która zapewni efektywną rejestrację i nadzór na całym rynku wewnętrznym. Artykuły 29 i 30 dotyczą współpracy z krajami trzecimi.

3.7. Artykuł 31 dotyczy kar nakładanych przez właściwe organy. Przewidziano, że kary znajdują zastosowanie przynajmniej w przypadkach poważnych uchybień zawodowych i braku należytej staranności. Kary muszą być skuteczne, proporcjonalne i odstraszające.

Niezależność i unikanie konfliktów interesów

3.8. W art. 5 ust. 1 przewidziano, że agencja ratingowa gwarantuje, że na wystawienie ratingu kredytowego nie ma wpływu żaden istniejący lub potencjalny konflikt interesów. W sekcji A (Wymagania organizacyjne) i B (Wymagania operacyjne) załącznika 1 do rozporządzenia określono istotne aspekty systemu wzajemnej kontroli.

3.9. Pod względem organizacyjnym odpowiedzialność spoczywa na zarządzie lub radzie nadzorczej. Kierownictwo wyższego szczebla powinno charakteryzować się dobrą reputacją. W składzie powinno być co najmniej trzech członków niewykonawczych, którzy są niezależni. Ich wynagrodzenie nie jest powiązane z wynikami działalności gospodarczej agencji ratingowej. Długość kadencji jest ustalona z góry na okres nieprzekraczający pięciu lat. Kadencja nie jest odnawialna, a zwolnienie

niezależnych członków zarządu lub rady nadzorczej w czasie trwania kadencji podlega ograniczeniom. Wszyscy członkowie zarządu lub rady muszą mieć adekwatne doświadczenie, a przynajmniej jeden niezależny członek niewykonawczy musi posiadać dogłębną wiedzę na temat rynków kredytów strukturyzowanych i sekurytyzacji.

3.10. Na niezależnych członkach niewykonawczych spoczywa szczególne zadanie monitorowania rozwoju polityki ratingowej i procesu wystawiania ratingów kredytowych oraz unikania konfliktów interesów. Polityka i procedury muszą być zgodne z przepisami rozporządzenia. Opinie niezależnych członków niewykonawczych w tych sprawach przedstawiane są okresowo zarządowi lub właściwemu organowi na jego żądanie. Efektywna praca niezależnych członków niewykonawczych zależy od odpowiedniego wdrożenia systemów wystawiania ratingu, wsparcia ich mechanizmami kontroli wewnętrznej i poddania niezależnemu przeglądowi.

3.11. Pod względem operacyjnym agencja ratingowa identyfikuje i eliminuje lub, w odpowiednich przypadkach, ujawnia wszelkie istniejące lub potencjalne konflikty interesów. Rozwiązywane są zarówno konflikty na szczeblu personalnym, jak i korporacyjnym. Agencja ratingowa nie świadczy na przykład usług konsultingowych ani doradczych na rzecz ocenianego podmiotu ani powiązanej z nim strony trzeciej w odniesieniu do struktury korporacyjnej lub prawnej, aktywów i pasywów ocenianego podmiotu lub powiązanej strony trzeciej. Podobnie agencja ratingowa gwarantuje, że analitycy nie składają – ani w sposób formalny, ani nieformalny – propozycji lub zaleceń dotyczących opracowywania strukturyzowanych instrumentów finansowych, w stosunku do których agencja ma wystawić rating kredytowy.

3.12. Agencja ratingowa prowadzi rejestry i ścieżki audytu wszystkich swoich działań, w tym rejestry transakcji handlowych i uzgodnień technicznych pomiędzy agencją ratingową a ocenianymi podmiotami. Rejestry takie są przechowywane i udostępniane na żądanie właściwemu organowi.

Pracownicy

3.13. Zgodnie z art. 6 pracownicy uczestniczący w procesie wystawiania ratingu kredytowego powinni posiadać odpowiednią wiedzę i doświadczenie, nie mogą uczestniczyć w negocjacjach handlowych z żadnym ocenianym podmiotem, nie powinni pracować z jakimkolwiek podmiotem przez okres krótszy niż dwa lata lub dłuższy niż cztery lata, a ich wynagrodzenie nie może być uzależnione od wysokości przychodów uzyskiwanych przez agencję ratingową od ocenianych podmiotów, na których rzecz pracownicy świadczą usługi.

3.14. W sekcji C załącznika 1 przedstawiono więcej zasad dotyczących pracowników. Analitykom i osobom z nimi powiązanym zabrania się posiadania instrumentów finansowych jakiegokolwiek podmiotu znajdującego się w ich obszarze odpowiedzialności analitycznej i prowadzenia obrotu nimi, jak również żądania prezentów lub przysług od takiego podmiotu. Z kolei inne przepisy dotyczą poufności i bezpieczeństwa informacji.

3.15. Dwa przepisy dotyczą późniejszego zatrudnienia analityka przez podmiot, którego ratingiem analityk zajmował się w ramach swoich obowiązków pracowniczych. Zawarto również przepis mówiący, że gdy analityk rozpoczyna pracę w przedsiębiorstwie ocenianego podmiotu, należy dokonać przeglądu odnośnej pracy analityka zrealizowanej w ciągu dwóch lat poprzedzających jego odejście.

Metodyki ratingu

3.16. Na mocy art. 7 agencje ratingowe zobowiązane są ujawniać opinii publicznej metodyki, modele i podstawowe założenia ratingowe wykorzystywane przez nie w procesie wystawiania ratingu. Podejmują one wszelkie niezbędne środki, aby informacje wykorzystywane przez nie przy wystawianiu ratingu kredytowego miały wystarczająco dobrą jakość i pochodziły z wiarygodnego źródła.

3.17. Agencja ratingowa monitoruje ratingi kredytowe i w razie potrzeby poddaje je przeglądowi. W przypadku, w którym metodyki, modele lub podstawowe założenia ratingu zmieniają się, agencja ratingowa bezzwłocznie podejmuje działania mające na celu poinformowanie o prawdopodobnym skutku zmian, dokonanie przeglądu ratingów dotkniętych zmianami i odpowiednio dokonanie ponownego ratingu.

Ujawnianie i prezentacja ratingów kredytowych

3.18. W art. 8 określono, że agencja ratingowa nieselektywnie i terminowo ujawnia wszystkie ratingi kredytowe, jak również decyzyje o przerwaniu dokonywania ratingu kredytowego.

3.19. Na mocy przepisów sekcji D załącznika 1 agencja ratingowa zobowiązana jest ujawnić:

- czy rating kredytowy został ujawniony ocenianemu podmiotowi przed jego rozpowszechnieniem, a jeśli tak, to czy został zmieniony w następstwie tego ujawnienia;
- podstawową metodykę(-ki) wykorzystywaną do określenia ratingu;
- znaczenie każdej kategorii ratingu;
- datę pierwszego wydania ratingu do rozpowszechniania i ostatniej aktualizacji ratingu.

Agencja ratingowa powinna również wyraźnie określić wszelkie cechy i ograniczenia ratingu kredytowego, zwłaszcza w odniesieniu do jakości udostępnionych informacji i ich weryfikacji.

3.20. W przypadku, w którym brak wiarygodnych danych lub złożona struktura nowego typu instrumentu lub jakość dostępnych informacji nie są zadowalające lub budzą poważne wątpliwości co do możliwości wystawienia wiarygodnego ratingu kredytowego przez agencję ratingową, agencja powinna powstrzymać się od wystawiania ratingu kredytowego lub wycofać istniejący rating kredytowy.

3.21. Ogłaszając rating kredytowy, agencja ratingowa powinna wyjaśnić kluczowe elementy stanowiące podstawę ratingu. W szczególności jeśli agencja ratingowa przeprowadza rating strukturyzowanego instrumentu finansowego, przedstawia w ratingu kredytowym informacje o przeprowadzonej analizie strat i przepływów pieniężnych.

3.22. W przypadku strukturyzowanych instrumentów finansowych agencja ratingowa musi również wyjaśnić, jak przeprowadziła ocenę procesów należytej staranności na poziomie aktywów bazowych (takich jak kredyty hipoteczne wysokiego ryzyka). Jeśli oparła się na ocenie strony trzeciej, powinna ujawnić, w jaki sposób wynik takiej oceny wpływa na rating.

3.23. W art. 8 poruszono również kwestię tego, że ratingi dla strukturyzowanych instrumentów finansowych nie są porównywalne z ratingami wystawianymi dla konwencjonalnych instrumentów dłużnych. W związku z tym agencje ratingowe muszą albo stosować odmienne symbole, odchodząc od powszechnie znanych liter alfabetu, albo dołączać szczegółowe objaśnienie odmiennej metodyki ratingu zastosowanej w przypadku tych instrumentów oraz wyjaśniać, jak profil ryzyka różni się od ryzyka związanego z instrumentami konwencjonalnymi.

Ogólne i okresowe ujawnianie informacji

3.24. Ujawnianie informacji, o którym mowa w art. 9 i 10, zostało szczegółowo omówione w sekcji E załącznika 1. Ujawniane informacje muszą być publicznie dostępne i zawsze aktualne. Szczegółowe postanowienia dotyczą najważniejszych elementów podlegających uregulowaniu, takich jak konflikty interesów, polityka w zakresie ujawniania informacji, ustalenia w zakresie wynagrodzeń, metodyka, modele i podstawowe założenia ratingowe, zmiany dotyczące polityki i procedur itp.

3.25. Okresowe ujawnianie informacji obejmuje dane na temat wskaźników niewypłacalności, które są przedstawiane co sześć miesięcy, oraz dane na temat klientów udostępniane raz do roku.

3.26. Ponadto wymagana jest coroczna publikacja sprawozdania w sprawie przejrzystości. Obejmuje ono szczegółowe informacje na temat struktury prawnej i własnościowej agencji ratingowej, opis wewnętrznego systemu kontroli jakości, dane statystyczne dotyczące przypisania pracowników, opis polityki dotyczącej prowadzenia rejestrów, wynik corocznego wewnętrznego przeglądu pod kątem zgodności z zasadą niezależności, opis polityki dotyczącej rotacji personelu względem klientów, informacje na temat źródeł przychodu oraz oświadczenie dotyczące zarządzania.

4. Stanowisko EKES-u

4.1. Agencje ratingowe zajmują uprzywilejowaną pozycję w sektorze usług finansowych, ponieważ podmioty prowadzące w branży działalność regulowaną zobowiązane są posiadać papiery wartościowe z ratingiem inwestycyjnym. Władze po obu stronach Atlantyku podjęły decyzję, że tylko nieliczne agencje ratingowe mogą wystawiać ratingi kredytowe przeznaczone do wykorzystania dla celów określonych w przepisach prawa. EKES zachęca Komisję, aby wykorzystwała nowy proces rejestracji do otwarcia działalności ratingowej dla nowych agencji ratingowych, a zwłaszcza, by wspierała wszelkie inicjatywy zmierzające do utworzenia niezależnej agencji europejskiej i zmieniła przepisy finansowe tak, by dla celów określonych w przepisach prawa można było wykorzystać ratingi wystawione przez dowolną agencję ratingową zarejestrowaną w UE.

4.2. Głównym czynnikiem sprzyjającym rozwojowi oligopolistycznego rynku agencji ratingowych jest regulowanie usług finansowych z powodu uzależnienia organów regulacyjnych od ratingów w odniesieniu do rezerw kapitałowych. EKES apeluje do organów regulacyjnych UE, by nie obdarzały ratingów nadmiernym zaufaniem, zwłaszcza w świetle ostatnich wydarzeń, kiedy to niektóre ratingi okazały się bezwartościowe.

4.3. Ponadto EKES zwraca się do Komisji o zajęcie się kwestią przedstawiania przez agencje ratingowe klauzul o wyłączeniu odpowiedzialności. W klauzulach takich zwykle stwierdza się, że „osoby korzystające z przedstawionych tu informacji nie powinny opierać się na ratingu kredytowym ani na żadnej innej przedstawionej tu opinii podczas podejmowania decyzji o dokonaniu inwestycji”. Twierdzenie, że ratingi są jedynie opinią, na której nie można polegać, ośmiesza koncepcję kapitału ustawowego, czego dowodem jest obecny kryzys. Nowe regulacje powinny zawierać wymóg ponoszenia odpowiedzialności przez agencje ratingowe za wystawione przez nie ratingi.

4.4. EKES wyraża również poparcie dla propozycji, zgodnie z którą agencje ratingowe muszą być osobą prawną mającą siedzibę we Wspólnocie, a właściwym organem regulacyjnym powinno być macierzyste państwo członkowskie. Jednakże EKES nie odrzuca z góry pomysłu utworzenia na szczeblu UE nowego organu nadzorczego, jeśli ustalenia dotyczące współpracy między państwami członkowskimi okażą się niezadowolające.

4.5. EKES z zadowoleniem zauważa, że rozporządzenie w proponowanym kształcie jest naprawdę skuteczne, co ilustrują zwłaszcza art. 21 i 31 (punkty 3.5 i 3.7 powyżej). Brak takich sankcji był głównym przedmiotem krytyki w porównywalnych przepisach amerykańskich. Ważne jest, aby kary były stosowane z taką samą surowością we wszystkich państwach członkowskich. Zdaniem EKES-u kwestie te powinny być koordynowane przez CESR.

4.6. Proponowane uregulowania organizacyjne i operacyjne są dobrze przemyślane. Wymóg dotyczący powoływania trzech niezależnych dyrektorów niewykonawczych jest zgodny z kodeksem ładu korporacyjnego przyjętym w Wielkiej Brytanii i innych krajach. Wystąpi znaczne uzależnienie od roli niezależnych dyrektorów niewykonawczych. Ich postępowanie i osiągnięcia przez nich wyniki będą determinować skuteczność zasad organizacyjnych. Zdaniem EKES-u każdy przypadek powołania dyrektora niewykonawczego powinien podlegać obowiązkowemu uzyskaniu wcześniejszej zgody właściwego organu. Zgoda taka jest nieodzowna, jeśli przyjmujemy uregulowania w proponowanym kształcie.

4.7. Fitch jest w 80 % własnością firmy Fimalac SA, która z kolei w 73 % należy do firmy Marc de Lacharriere. S&P należy do grupy spółek McGraw Hill. Do 2000 r. Moody's była częścią grupy Dun and Bradstreet. Wyniki dochodzenia prowadzonego przez Financial Times sugerują, że po 2000 r. historyczny profesjonalizm Moody's mógł zostać narażony na szwank przez impertywy rynku papierów wartościowych. EKES zaleca właściwym organom państw członkowskich, by sprawując nadzór organizacyjny, dokładnie przypatrywały się powiązaniom między działalnością ratingową a oczekiwaniami akcjonariuszy. Szczególną uwagę należy zwrócić na strukturę pakietów wynagrodzeń przyznawanych dyrektorom wykonawczym.

4.8. Pod względem operacyjnym zakazy opisane w punkcie 3.11 powyżej mają zasadnicze znaczenie dla kontrolowania i unikania najważniejszego elementu w wykrytych konfliktach interesów. Agencja ratingowa nie może już wystawiać ratingów dla transakcji, w przypadku których świadczyła usługi doradcze.

4.9. Przepisy dotyczące pracowników również mają na celu eliminowanie konfliktów interesów. Tak jak w przypadku audytorów zewnętrznych, ograniczony został czas, przez jaki analityk może być związany z jednym klientem, chociaż czteroletni okres może zostać przedłużony do pięciu lat. I znowu, tak jak w przypadku audytorów i wszystkich innych osób pracujących w branży usług finansowych, analitycy nie mogą inwestować w akcje i inne papiery wartościowe klienta. EKES wyraża zadowolenie z tego, że te ostrożnościowe zasady będą teraz obowiązywały agencje ratingowe.

4.10. EKES pozytywnie ocenia przepisy art. 7. Pozwolą one przeciwdziałać ewidentnym nadużyciom wykrytym w toku dochodzenia prowadzonego przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (SEC). Dzięki publikowaniu metodyk wiadomo będzie, czy ratingi zostały wystawione „na skróty” lub też z pominięciem niektórych elementów. Ponadto agencja ratingowa ma obecnie obowiązek sprawdzania swoich źródeł informacji i upewniania się, że informacje takie mają wystarczająco dobrą jakość, by zostały wykorzystane do wystawienia ratingu kredytowego. Równie ważną kwestią jest to, iż gdyby w przeszłości obowiązywały przepisy dotyczące zmiany metodyk i założeń, błędy w ratingach mogłyby zostać zauważone jeszcze przed 2007 r. EKES proponuje ścisłe monitorowanie zachowania zgodności z przepisami art. 7, a w razie konieczności możliwość zaostrożenia przepisów.

4.11. Artykuł 8 dopełnia całości, wymaga bowiem ujawnienia sposobu, w jaki agencja ratingowa stosuje przepisy określone w art. 7 do każdej transakcji. EKES wyraża szczególne zadowolenie z faktu, że UE pójdzie dalej niż USA w zakresie produktów strukturyzowanych, wymagając, aby potencjalnie szkodliwe cechy tych produktów były w taki czy inny sposób uwydatniane.

4.12. Sprzeciw wobec stosowania osobnych symboli opiera się na prawdopodobieństwie, że po powszechnym obniżaniu ratingów papiery dłużne oznaczone przy użyciu odmiennego systemu notacji mogłyby być uznawane za instrumenty niższej klasy. W opinii EKES-u rozwiązanie to nie byłoby takie złe do czasu odbudowania ratingu takich papierów.

4.13. W opracowaniu COREPER podkreślono fakt, że proponowane rozporządzenie nie uwzględnia dostatecznie ratingów opracowanych w krajach trzecich. EKES popiera sugestię COREPER, że takie ratingi mogą być wykorzystywane w UE dla celów określonych w przepisach prawa, jeśli zostaną uznane przez agencję ratingową zarejestrowaną już w UE, o ile:

- takie dwie zaangażowane agencje należą do tej samej grupy;
- agencja spoza UE stosuje się do przepisów podobnych do uregulowań obowiązujących w UE;
- istnieje obiektywny powód wystawienia ratingu przez kraj trzeci;
- nawiązana została współpraca między odpowiednimi właściwymi organami.

4.14. Ujawnianie różnych informacji zarówno dla celów określonych w przepisach prawa, jak i w celu informowania uczestników rynku, wydaje się słuszne, aczkolwiek przy dwóch zastrzeżeniach.

— Wskaźniki niewypłacalności są istotne, ponieważ są miarą jakości działalności ratingowej każdej agencji. W Stanach Zjednoczonych wymagania zostały dokładnie określone: agencje ratingowe publikują dane statystyczne dotyczące

osiąganych wyników za rok, trzy lata i dziesięć lat dla każdej kategorii ratingu, ażeby było jasne, jak trafnie dzięki ratingom wystawionym przez te agencje przewidziano niewypłacalność. EKES chciałby, ażeby przepisy rozporządzenia UE szczegółowo określały tę kwestię.

— Obowiązuje również wymóg ujawniania klientów, od których agencja ratingowa uzyskuje ponad 5 % rocznego przychodu. Wartość ta może być zbyt niska. EKES wzywa, by stało się to przedmiotem dalszej analizy CESR.

Bruksela, 13 maja 2009 r.

Przewodniczący
Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego
Mario SEPI
