

*Aleksandra Ruchniewicz**

ZNACZENIE CREDIT RATINGU W PROCESIE POZYSKIWANIA KAPITAŁU

Wraz z dynamicznym rozwojem rynków finansowych, szczególnie międzynarodowego rynku finansowego, rośnie znaczenie credit ratingu, czyli oceny wiarygodności kredytowej. Podmioty pozyskujące kapitał na rynku międzynarodowym w drodze emisji instrumentów finansowych o charakterze wierzycielskim (obligacje, papiery komercyjne), w celu zwiększenia swojej przejrzystości oraz wiarygodności, poddają się ocenie wyspecjalizowanych instytucji, czyli agencji ratingowych.

Oprócz agencji credit ratingu oceny wiarygodności kredytowej dokonują również inne instytucje, takie jak np. banki i firmy ubezpieczeniowe. Jednak oceny przyznawane przez te instytucje nie mają tak istotnego międzynarodowego znaczenia. Nadawane są one relatywnie wąskiej grupie kredytobiorców, emitentów lub też inwestorów. Z uwagi na ten fakt w niniejszym opracowaniu zagadnienie ratingu przedstawione zostanie, w dużej mierze, w kontekście funkcjonowania instytucji mających największe znaczenie i przyznających oceny powszechnie uznawane, czyli agencji ratingowych.

Celem opracowania jest przedstawienie istoty ratingu, omówienie pozytywnych i negatywnych aspektów uzyskania oceny ratingowej oraz analiza wpływu Nowej Umowy Kapitałowej na wzrost znaczenia ratingu.

1. Istota i znaczenie credit ratingu

Credit rating jest to niezależna i obiektywna ocena ryzyka kredytowego, czyli możliwości spłaty zobowiązań zaciągniętych przez dany podmiot¹.

Rodzaje ratingu można sklasyfikować według kilku kryteriów. Do najważniejszych zaliczyć należy: kryterium przedmiotu badań, kryterium podmiotu dokonującego ratingu oraz kryterium terminu zapadalności zobowiązań².

Przyjmując za kryterium przedmiot badań, można wyróżnić:

* Mgr, asystent w Instytucie Handlu Zagranicznego Uniwersytetu Gdańskiego.

¹ *Ryzyko inwestycyjne Polski*, „Zeszyty BRE Bank-Case” 2006, nr 86, s. 5.

² Na temat rodzajów ratingu zob. również w: J. Nargiello, *Po co samorządom rating?*, „Gazeta Bankowa” 2006, nr 43, s. 25.

- rating emisji papierów wartościowych – jest to ocena zdolności kredytowej emitenta w odniesieniu do określonego zobowiązania finansowego (zobowiązań finansowych) lub konkretnego programu finansowego;

- rating podmiotu, czyli ocena zdolności określonego podmiotu zaciągającego dług do regulowania własnych zobowiązań.

Z tego podziału wynika, iż ratingowi mogą zostać poddane zarówno rządy państw, samorządy lokalne, instytucje finansowe, przedsiębiorstwa, jak też konkretne programy emisji papierów dłużnych.

Z kolei według kryterium podmiotu przeprowadzającego rating wyróżnić można:

- rating wewnętrzny, który polega na tym, że instytucja kredytowa ocenia swoich klientów zgodnie z własnymi procedurami;

- rating zewnętrzny, który dokonywany jest przez niezależną agencję ratingową.

Wychodząc z kryterium terminu zapadalności zobowiązań wyodrębnia się:

- rating krótkoterminowy dotyczący wszelkich zobowiązań o terminie zapadalności do jednego roku;

- rating długoterminowe, który dotyczy zobowiązań o zapadalności powyżej 1 roku.

Istnieje szereg powodów, dla których podmioty poddają się ocenie ratingowej. Najważniejszym powodem jest fakt, że pozytywna ocena nadana przez uznaną agencję zwiększa wiarygodność finansową danego podmiotu i pozwala na pozyskanie kapitału na korzystnych warunkach, czyli po niższym koszcie. Pozytywna ocena ratingowa podnosi również prestiż podmiotu i umacnia jego pozycję w relacjach z kontrahentami.

Rating ma bardzo duże znaczenie również dla inwestorów, ponieważ dzięki niemu inwestorzy otrzymują syntetyczną informację o jakości emisji i/lub emitencie. Nie muszą oni samodzielnie zbierać informacji i przeprowadzać analiz – te czynności wykonuje agencja ratingowa.

Warto dodać, że oceny wiarygodności kredytowej wykorzystywane są przez organa ustawodawcze w regulacjach prawnych. Ustawodawcy odwołują się do ocen przyznanych przez prestiżowe agencje ratingowe, aby określić możliwości inwestowania dla instytucji finansowych³.

Oprócz tych wymienionych, pozytywnych aspektów ratingu należy zwrócić uwagę na mniej korzystne aspekty tego procesu. Pierwszą niedogodność, dla podmiotu występującego o nadanie oceny, stanowią bardzo wysokie koszty. Stawki za uzyskanie ratingu międzynarodowego zaczynają się od 50 tys. euro (plus VAT)⁴.

Do negatywnych aspektów poddania się procedurze ratingowej można również zaliczyć fakt, że oceniany podmiot musi przekazać agencji ratingowej szereg informacji i dokumentów dotyczących swojej działalności. Część danych umieszczana jest później przez agencję w raporcie końcowym.

³ Regulacje prawne bazujące na credit-ratingu zostały wprowadzone po raz pierwszy w 1931 r. w USA. Od tego czasu tego typu regulacje wprowadzono w większości państw.

⁴ *Ryzyko inwestycyjne...*, s. 10.

2. Sposób funkcjonowania agencji ratingowych

Agencja ratingowa to wyspecjalizowana instytucja, która ocenia zdolność kredytową danego podmiotu (np. przedsiębiorstwa, samorządu) lub dokonuje oceny kredytowej instrumentu finansowego⁵. Agencja wyraża swoją ocenę za pomocą symboli; w większości przypadków jest to kombinacja liter, cyfr oraz znaków. Skala ocen rozciąga się zwykle od litery D (ocena najgorsza) do A (ocena najlepsza). Każda agencja opracowuje własny system klasyfikacji, ale w dużej mierze są one zbliżone (zob. tab. 1).

Warto zwrócić szczególną uwagę na przejście z ratingu na poziomie BB+ na poziom BBB. Przejście to oznacza zmianę poziomu spekulacyjnego na inwestycyjny. Jest to bardzo istotny moment, gdyż niektóre instytucje (banki, fundusze emerytalne) mogą inwestować tylko w te papiery wartościowe, które zostały ocenione jako bezpieczne, czyli na poziomie inwestycyjnym. Zatem zmiana poziomu z BB+ na BBB daje ocenianemu podmiotowi dostęp do szerszego kręgu inwestorów.

Tabela 1. Skale stosowane przez Moody's, Standard & Poor's oraz Fitch dla ratingu międzynarodowego

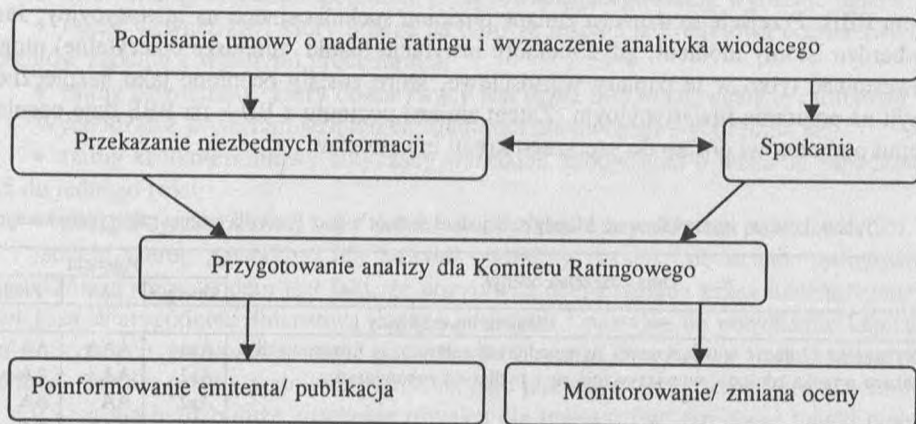
Opis znaczenia oceny/	Agencja		
	Moody's	S&P	Fitch
Poziom inwestycyjny			
Wyjątkowa zdolność wywiązywania się z podjętych zobowiązań finansowych Bardzo wysoka zdolność wywiązywania się z podjętych zobowiązań	Aaa	AAA	AAA
	Aa1	AA +	AA +
	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
Wysoka zdolność wywiązywania się z podjętych zobowiązań, przy jednoczesnej wrażliwości na niekorzystne warunki gospodarcze i zmiany istniejących obecnie warunków	A1	A +	A +
	A2	A	A
	A3	A-	A-
Wystarczająca zdolność wywiązywania się z podjętych zobowiązań, przy jednoczesnej większej wrażliwości na niekorzystne warunki gospodarcze i zmiany istniejących obecnie warunków	Baa1	BBB +	BBB +
	Baa2	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-
Poziom spekulacyjny			
Mniej narażony w krótkim okresie, ale stoi w obliczu dużych niepewności, które mogą mieć niekorzystne skutki	Ba1	BB +	BB +
	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
Bardziej narażony na niesprzyjające warunki finansowe i ekonomiczne, ale w chwili obecnej jest w stanie sprostać zobowiązaniom finansowym	B1	B +	B +
	B2	B	B
	B3	B-	B-
Obecnie zagrożony i sprostanie zobowiązaniom finansowym uzależnione jest od sprzyjających warunków finansowych i ekonomicznych	Caa	CCC	CCC
Obecnie bardzo zagrożony	Ca	Cc	CC
Złożono wniosek o wszczęcie postępowania upadłościowego lub podjęto podobne działania, jednakże spłaty lub zobowiązania finansowe są kontynuowane	C	C	C
Niedotrzymanie terminu spłaty zobowiązań finansowych	D	D	DDD, DD, D

Źródło: K. Ostrowska, *Rating poprawia wizerunek przedsiębiorstwa*, „Rzeczpospolita”, 10.09.2004.

⁵ Na temat definicji agencji ratingowej zob. w: D. Dziawgo, *Credit-rating (Ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym)*, PWN, Warszawa 1998, s. 111–113.

Na świecie działa kilkadziesiąt agencji ratingowych, ale większość z nich ma wyłącznie znaczenie lokalne. Najważniejszymi agencjami o znaczeniu międzynarodowym są dwie instytucje amerykańskie: Moody's Investor Service, Standard and Poor's Rating Services oraz francuska agencja Fitch Ratings. Wymienione firmy działają również na rynku polskim, ale biuro w Polsce ma tylko jedna z nich, a mianowicie Fitch.

Nadanie oceny ratingowej jest procesem wieloetapowym (zob. rys. 1), trwającym przeważnie kilka tygodni (w Fitch: 6–8 tygodni).



Rys. 1. Proces nadania ratingu

Źródło: Materiały informacyjne Fitch Polska S.A., www.fitchpolska.com.pl, 11.01.2005.

Pierwszą czynnością, którą musi wykonać podmiot chcący uzyskać ocenę ratingową, jest wybór agencji ratingowej. Warto zaznaczyć, że często podmioty występują o przyznanie ratingu do kilku agencji. Przykładowo, w USA ok. 95% emisji papierów dłużniczych ma oceny nadane przez co najmniej dwie agencje⁶.

Po wybraniu agencji ratingowej następuje podpisanie umowy pomiędzy danym podmiotem a agencją oraz wyznaczenie analityka wiodącego, który jest odpowiedzialny za prowadzenie analiz i formułowanie rekomendacji ratingowych. Następnie podmiot przekazuje agencji informacje niezbędne do dokonania oceny. Należy dodać, że firmy ratingowe przyznają oceny nie tylko na podstawie informacji otrzymanych od ocenianego podmiotu, ale również informacji uzyskanych z wszelkich innych dostępnych źródeł. Zgromadzone dokumenty bada wiodący analityk. Kolejnym etapem jest spotkanie analityków firmy ratingowej z kierownictwem ocenianego podmiotu. Przed tym spotkaniem agencja przekazuje danemu podmiotowi wykaz tematów, które mają zostać podjęte podczas spotkania. Po spotkaniu analitycy agencji (z analitykiem wiodącym jako głównym koordynatorem) przygotowują wstępny raport i przekazują go komitetowi ratingowemu. Jeżeli nie występują żadne kwestie sporne lub niejasne, to

⁶ Ryzyko inwestycyjne..., s. 7.

komitet głosuje i nadaje ocenę, a następnie przekazuje informację o niej badanemu podmiotowi. Dany podmiot, w przypadku, gdy ma jakieś zastrzeżenia, może się odwołać, a jeżeli akceptuje ocenę, to jest ona publikowana przez agencję w możliwie krótkim czasie (w przypadku Fitch Ratings zwykle w ciągu 24 godzin od poinformowania podmiotu o przyznanej ratingu). Po opublikowaniu raportu analitycy na bieżąco monitorują sytuację danego podmiotu i gdy ulega ona niekorzystnej zmianie, mogącej mieć wpływ na wiarygodność kredytową podmiotu, może nastąpić zwołanie komitetu ratingowego. Komitet może podjąć decyzję o zmianie oceny. Z reguły, gdy sytuacja podmiotu nie ulega nagłemu pogorszeniu, systematycznie co 12 miesięcy zwoływane jest posiedzenie komitetu, na którym analizowane są wszelkie zmiany i wydarzenia dotyczące danego podmiotu oraz następuje ponowne głosowanie nad oceną ratingową. Przedstawiony proces nadania oceny ratingowej dotyczy agencji Fitch, ale w innych agencjach proces ten przebiega podobnie⁷.

W procesie nadawania oceny ratingowej agencja dokonuje szeregu analiz, biorąc pod uwagę bardzo szerokie spektrum czynników. W przypadku przedsiębiorstw analizowane są m. in. następujące elementy: otoczenie makroekonomiczne, branża, w której przedsiębiorstwo działa, udział w rynku, funkcjonowanie zarządu, zasady ładu korporacyjnego oraz dane dotyczące sytuacji finansowej (raporty roczne, plany finansowe, informacje o kredytach, pożyczkach, zobowiązaniach pozabilansowych, struktura kosztowa, rentowność produktów itp.). Badania przeprowadzane są zatem bardzo kompleksowo, z wykorzystaniem zarówno kryteriów ilościowych, jak i jakościowych.

3. Znaczenie ratingu dla polskich podmiotów

W Polsce ocenę wiarygodności kredytowej, nadaną przez agencję ratingową, posiada zaledwie ok. 40 podmiotów, a większość z nich to instytucje finansowe oraz samorządy lokalne. Polskie podmioty, w większości przypadków, występują do agencji ratingowych o nadanie oceny, gdy planują wyemitować obligacje na rynku międzynarodowym. Miasta i gminy, planujące zadłużyć się zagranicą, mają obowiązek uzyskania oceny wiarygodności kredytowej. Natomiast przedsiębiorstwa nie mają takiego obowiązku, ale bez oceny, przyznanej przez uznaną agencję ratingową, nie znajdą zagranicą nabywców na swoje papiery wartościowe. Z uwagi na to, że niewiele polskich przedsiębiorstw szuka finansowania poza Polską, popularność ratingu jest niewielka.

W przypadku emisji papierów dłużnych na rynku lokalnym polskie podmioty nie starają się o rating, ponieważ ocena ratingowa nie ma, jak do tej pory, istotnego wpływu na koszt pozyskania kapitału.

Credit rating jest bardzo popularny w tych krajach, gdzie rozwinięty jest rynek papierów dłużnych. W Polsce rynek ten nie ma dużego znaczenia. Udział kapitału,

⁷ *The Rating Process: September 2006*, oficjalna strona Fitch Ratings, www.fitchpolska.com.pl, 15.05.2007 oraz J. Głuchowski, R. Hutterski, V. Jaaskelainen, H. P. Nielsen, *Zarządzanie finansami w korporacjach międzynarodowych*, Wyd. Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2001, s. 201-203.

który przedsiębiorstwa uzyskują w drodze emisji papierów dłużnych w ogólnej strukturze zadłużenia, jest nieznaczny⁸. Polskie przedsiębiorstwa korzystają przeważnie z innych form finansowania, np. kredytu, a w tym przypadku ocena wiarygodności kredytowej dokonana przez niezależną instytucję nie miała dotychczas istotnego znaczenia; nie wpływała ani na decyzję o udzieleniu kredytu, ani na koszt kredytu. Jednak znaczenie ratingu w procesie pozyskiwania finansowania na rynku bankowym znacznie wzrosło z uwagi na wdrażanie regulacji Nowej Umowy Kapitałowej, które ma zostać zakończone w 2008 r.

4. Nowa Umowa Kapitałowa a credit rating

Nowa Umowa Kapitałowa (*New Basel Capital Accord – Basel II*) jest międzynarodowym porozumieniem mającym na celu poprawę stabilności globalnego systemu bankowego. Stanowi ona kontynuację Bazylejskiej Umowy Kapitałowej z roku 1988 oraz jej późniejszych modyfikacji. Pierwszą propozycję Nowej Umowy Kapitałowej (dokument konsultacyjny)⁹ Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego przedstawił w czerwcu 1999 r. Ostateczną wersję Nowej Umowy opublikowano 26 czerwca 2004 r.¹⁰ Umowa ta obowiązuje od roku 2007, a jej pełna implementacja jest planowana na styczeń 2008 r.

W strukturze Nowej Umowy Kapitałowej (NUK) wyróżniono:

- filar I, który dotyczy minimalnych wymogów kapitałowych;
- filar II, dotyczący procesu analizy nadzorczej,
- filar III, w którym podjęto tematykę dyscypliny rynkowej.

Z uwagi na tematykę niniejszego opracowania należy zwrócić szczególną uwagę na filar I. W tej części dokumentu przedstawiono definicję kapitału oraz metody ustalania minimalnych wymogów kapitałowych z tytułu ryzyka kredytowego, rynkowego oraz operacyjnego.

W przypadku ryzyka kredytowego zaproponowano dwie metody pomiaru: standardową oraz metodę wewnętrznych ratingów.

W metodzie standardowej w celu oszacowania wagi ryzyka stosowany jest rating zewnętrzny, czyli nastąpiło powiązanie wag ryzyka z ratingami nadanymi przez zewnętrzne, niezależne agencje ratingowe lub agencje kredytów eksportowych (zob. tab. 2).

⁸ M. Markiewicz, *Znaczenie oceny ratingowej dla przedsiębiorstw finansujących się na rynku kapitałowym*, [w:] *Ryzyko inwestycyjne Polski...*, s. 19.

⁹ *A New Capital Adequacy Framework (Consultative paper)*, Basel Committee on Banking Supervision, June 1999.

¹⁰ *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards – A Revised Framework*, Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements, Bazylea 2004.

Tabela 2. Wagi ryzyka dla należności od podmiotów korporacyjnych według Nowej Umowy Kapitałowej (w %)

Ocena ratingowa	AAA do AA-	A+ do A-	BBB+ do BB-	Poniżej BB-	Brak ratingu
Waga ryzyka	20	50	100	150	100

Źródło: *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards – A Revised Framework Comprehensive Version*, Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements, Bazylea, June 2006, s. 23.

Warto zauważyć, że zaproponowane przez Komitet Bazylejski przyporządkowanie określonych wag ryzyka konkretnym ocenom ratingowym nie jest obligatoryjne. W obszarze tym występuje dowolność regulacyjna, czyli poszczególne kraje mogą opracowywać własne klasyfikacje dla ryzyka kredytowego.

Z kolei metoda wewnętrznych ratingów (Internal Rating Based Approach – IRB) opiera się na ratingach wyznaczanych przez banki. Banki samodzielnie dokonują oceny kredytobiorcy zgodnie z własnym modelem opracowanym do pomiaru ryzyka. Należy podkreślić, że banki, w procesie opracowywania modelu IRB, kierują się zaleceniami Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego dotyczącymi minimalnych czynników uwzględnianych przy wyznaczaniu ratingu wewnętrznego. Kontrolą prawidłowości przyjętej metody zajmuje się nadzór bankowy.

Niezależnie od przyjętej przez dany bank metody oceny ryzyka kredytowego następuje uzależnienie wysokości kapitału regulacyjnego alokowanego na określone klasy aktywów od oceny ratingowej, czyli w efekcie wynik ratingu wpływa na decyzję banku o przyznaniu kredytu oraz na ustalenie warunków na jakich kredyt zostanie przyznany. W zależności od posiadanego przez kredytobiorcę ratingu bank może ustalać okres kredytowania, koszt kredytu, czy też wartość zabezpieczeń¹¹. Regulacje NUK dotyczące uzależnienia wagi ryzyka dla kredytu od ratingu kredytobiorcy mają zostać w pełni wprowadzone w 2008 r.

5. Podsumowanie

W warunkach postępującej globalizacji coraz większego znaczenia nabiera kwestia przejrzystości podmiotów działających na rynkach finansowych. Podmioty stają się bardziej przejrzyste i wiarygodne m. in. dzięki credit ratingowi, szczególnie gdy ocena jest wystawiona przez prestiżową instytucję ratingową, czyli: Standard & Poor's, Moody's lub Fitch.

Ocena ratingowa może zostać nadana różnym podmiotom (krajom, samorządom lokalnym, instytucjom finansowym, przedsiębiorstwom) oraz konkretnym emisjom. Uzyskanie pozytywnej oceny ratingowej korzystnie wpływa na wizerunek danego podmiotu. Wzrasta jego wiarygodność, co przyczynia się do poszerzenia kręgu inwe-

¹¹ T. Bogus, *Znaczenie oceny ratingowej dla przedsiębiorstw finansujących się na rynku kapitałowym*, [w:] *Ryzyko inwestycyjne...*, s. 26.

storów i pożyczkodawców. Należy jednak pamiętać o negatywnym aspekcie ratingu, a mianowicie o wysokiej opłacie za nadanie oceny (w przypadku ratingu zewnętrznego).

Credit rating jest szczególnie ważny, w zasadzie niezbędny, w przypadku, gdy określony podmiot planuje pozyskać kapitał na rynku zagranicznym. W niektórych krajach (np. w USA i Japonii) ocena ratingowa jest również bardzo istotna w sytuacji, gdy podmiot zamierza zaciągnąć dług na rynku lokalnym.

W Polsce credit rating nie jest popularny. Sytuacja powinna jednak ulec zmianie w 2008 r., czyli po pełnym wdrożeniu regulacji Nowej Umowy Kapitałowej. Wzrośnie znaczenie ratingu w procesie udzielania kredytu, ponieważ regulacje NUK przewidują uzależnienie wag ryzyka od oceny ratingowej uzyskanej przez kredytobiorcę, czyli szacowanie adekwatności wynikającej z ryzyka kredytowego będzie w dużej mierze zależało od ratingu. Powinno zatem wzrosnąć zainteresowanie potencjalnych kredytobiorców credit ratingiem.

Wydaje się, że podmioty posiadające wysoką ocenę, czyli o dobrym standingu finansowym, skorzystają na regulacjach NUK. Dobra, stabilna sytuacja finansowa kredytobiorcy oznacza, że bank nie będzie musiał angażować dużych środków na pokrycie ryzyka zaprzestania spłaty zadłużenia, a zatem będzie mógł zaoferować danemu podmiotowi korzystne warunki dotyczące, np. kosztu kredytu.

Warto podkreślić, że przewidywany wzrost znaczenia ratingu w wyniku implementacji NUK może dotyczyć ratingu zewnętrznego, nadawanego przez niezależne instytucje ratingowe, ale może również przejawiać się wzrostem roli ratingu wewnętrznego, czyli przyznawanego przez samą instytucję kredytową. Nowa Umowa Kapitałowa przewiduje możliwość pomiaru ryzyka zarówno na podstawie ratingu zewnętrznego (w metodzie standardowej pomiaru ryzyka), jak też ratingu wewnętrznego (w metodzie IRB).

Aleksandra Ruchniewicz

THE ROLE OF THE CREDIT RATING IN THE PROCESS OF RAISING CAPITAL

The purpose of this article is to present the nature of credit rating and the role of rating in the process of raising capital.

The credit rating plays more and more important role on the financial markets, especially on the international debt capital market. The main role of credit ratings is to enhance transparency in financial markets by reducing an information asymmetry between borrowers and lenders. Credit rating can help a company to widen an access to the credit providers and may result in lower borrowing costs.

The role of the credit rating will increase because of an implementation of The New Basel Capital Accord (Basel II). The Accord's rules will be fully implemented in 2008. According to the rules, a creditor (bank) will have to determine risk weights using external or internal rating. It seems, there will be a strong influence of the level of rating on the bank and on the borrowers.