

**Komunikat Komisji w sprawie agencji ratingowych**

(2006/C 59/02)

(Tekst mający znaczenie dla EOG)

**1. WSTĘP**

Agencje ratingowe odgrywają istotną rolę na światowych rynkach papierów wartościowych i usług bankowych. Dlatego sprawą o żywotnym znaczeniu jest regularne dostarczanie przez nie niezależnych, obiektywnych ocen o najwyższej możliwej jakości.

Komisja zobowiązała się do przeanalizowania kwestii agencji ratingowych w czasie nieformalnego spotkania Rady ECOFIN w Oviedo (w kwietniu 2002 r.) w kontekście skandalu wokół Enronu. Parlament Europejski przyjął następnie (w lutym 2004 r.) rezolucję w sprawie agencji ratingowych<sup>(1)</sup> w odpowiedzi na sprawozdanie złożone z własnej inicjatywy przez Komisję Gospodarczą i Monetarną<sup>(2)</sup> wzywające Komisję do oceny ewentualnej potrzeby interwencji prawodawczej na tym polu. W marcu 2004 r., w następstwie afery Parmalat, Komisja wskazała wspólnie z Parlamentem Europejskim i Państwami Członkowskimi na istotne, wymagające uwagi zagadnienia prawodawcze w dziedzinie agencji ratingowych. W lipcu 2004 r. Komisja zwróciła się do Komitetu Europejskich Organów Nadzoru Papierów Wartościowych („CESR”) o przedstawienie analizy technicznej i opinii, aby ocenić potrzeby w zakresie wprowadzenia prawodawstwa europejskiego lub podjęcia innych kroków. CESR przedłożył swoją opinię Komisji w marcu 2005 r.<sup>(3)</sup> Tymczasem przyjęto cały szereg środków legislacyjnych o doniosłym znaczeniu dla agencji ratingowych, jako część opracowanego przez Komisję planu działania w zakresie usług finansowych (Financial Services Action Plan — FSAP). Co więcej, w grudniu 2004 r. Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych opublikowała podstawowy kodeks postępowania dla agencji ratingowych (tzw. kodeks IOSCO)<sup>(4)</sup>.

Celem niniejszego komunikatu jest przekazanie Radzie oraz Parlamentowi informacji na temat przyjętej przez Komisję koncepcji uregulowania kwestii agencji ratingowych z uwzględnieniem wyżej wymienionych zmian. Przy opracowywaniu swego podejścia Komisja kierowała się opinią CESR. Ponadto Komisja dbała o przestrzeganie zasad lepszego stanowienia prawa, do czego zobowiązała się w ramach dążenia do zwiększenia wzrostu gospodarczego i zatrudnienia w Unii, co

<sup>(1)</sup> Rezolucja Parlamentu nt. roli i metod działania agencji ratingowych (2003/2081INI), dostępna w j. ang. w internetowym rejestrze dokumentów Parlamentu:

[http://www.europarl.eu.int/registre/seance\\_pleniere/textes\\_adoptes/definitif/2004/0210/0080/P5\\_TA\(2004\)0080\\_EN.pdf](http://www.europarl.eu.int/registre/seance_pleniere/textes_adoptes/definitif/2004/0210/0080/P5_TA(2004)0080_EN.pdf).

<sup>(2)</sup> Sprawozdanie Komisji Gospodarczej i Monetarniej (A5-0040/2004); poseł sprawozdawca Giorgos Katiforis.

<sup>(3)</sup> Porady techniczne CESR dla Komisji Europejskiej w sprawie środków możliwych do zastosowania w odniesieniu do agencji ratingowych, dokument CESR/05/139b z marca 2005 r. dostępny na stronach internetowych CESR: <http://www.cesr-eu.org>.

<sup>(4)</sup> Patrz: Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, dokument komitetu technicznego przy Międzynarodowej Organizacji Komisji Papierów Wartościowych (International Organization of Securities Commissions), grudzień 2004, w szczególności załącznik omawiający podstawowy kodeks postępowania agencji ratingowych IOSCO: Annex on IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies.

stanowi węzłowy element jej polityki w sferze usług finansowych ujętej ostatnio w postaci białej księgi w sprawie polityki usług finansowych<sup>(5)</sup>.

**2. AGENCJE RATINGOWE****2.1 Sposób funkcjonowania agencji ratingowych**

Agencja ratingowa ocenia zdolność kredytową danego emitenta lub dokonuje oceny kredytowej instrumentu finansowego. Innymi słowy ocenia prawdopodobieństwo niewykonania przez emitenta zobowiązań finansowych w ogóle (ocena emitenta) lub w stosunku do danego papieru dłużnego czy papieru wartościowego o stałym dochodzie (ocena instrumentu).

Oba rodzaje opinii, czy ratingów, opierają się na danych opisujących strumień przychodów oraz bilans ocenianej jednostki ze szczególnym uwzględnieniem jej zadłużenia. Bierze się także pod uwagę dotychczasowe wyniki finansowe. Ratingi te stanowią jedynie wskaźnik sytuacji w danym momencie, muszą zatem być regularnie aktualizowane dla uwzględnienia najnowszych zmian ekonomicznych i innych. Oceny kredytowe pozwalają skutecznie podzielić emitentów na odpowiednie klasy w zależności od stopnia obciążającego ich ryzyka. Agencje stosują szczegółowe skale wiarygodności kredytowej, w których krytyczna granica oddziela klasy inwestycyjne (niskiego ryzyka) i klasy spekulacyjne (wysokiego ryzyka) — odzwierciedlające stopień ryzyka (czyli prawdopodobieństwa niedotrzymania zobowiązań) cechujący papiery wartościowe.

Oceny te są zwykle wymagane i opłacane przez samych emitentów. W takich przypadkach oceny opiera się zarówno na jawnych danych jak też na danych niedostępnych publicznie, ujawnianych z własnej woli przez oceniany podmiot (np. w drodze rozmów z osobami odpowiedzialnymi za sprawy finansowe ocenianego emitenta). Agencje ratingowe wystawiają też niejednokrotnie ratingi niezamówione (tj. opracowane bez zamówienia złożonego przez emitenta). Zwykle przy ich opracowaniu nie korzysta się z danych nieopublikowanych.

Głównym zajęciem agencji ratingowych jest dokonywanie ocen kredytowych, aczkolwiek wiele z nich wykorzystuje swoją wiedzę fachową w dziedzinie szacowania ryzyka, dostarczając emitentom innych usług finansowych (np. doradztwa inwestycyjnego) — czy to bezpośrednio, czy za pośrednictwem jednostek powiązanych.

<sup>(5)</sup> Biała księga w sprawie polityki usług finansowych (2005-2010), COM(2005) 629 final.

## 2.2 Wpływ na rynki finansowe

Oceny kredytowe wywierają znaczący wpływ na rynki finansowe. Dzieje się tak z dwóch przyczyn. Po pierwsze: choć oparte na złożonych metodach szacowania, mogą być w prosty i natychmiastowy sposób wykorzystane przez inwestorów niezależnie od ich profilu i stopnia wiedzy specjalistycznej. Po drugie: agencje ratingowe cieszą się nieposzlakowaną opinią i w ocenie uczestników rynku są źródłem obiektywnych analiz danych.

Znaczenie agencji ratingowych w ostatnich latach można zaobserwować zarówno w praktyce gospodarczej jak w wymaganiach prawnych. Z jednej strony powodzenie rynkowe większości emisji papierów dłużnych zależy od poziomu przyznawanych im ratingów. Rating uznawany jest dziś za wstępny warunek poszukiwania zewnętrznych źródeł finansowania na rynkach papierów wartościowych (szczególnie dotyczy to emitentów bez ugruntowanej obecności na rynkach papierów dłużnych). Ocena kredytowa emitenta decyduje o oprocentowaniu, jakie musi on zaoferować celem uzyskania zewnętrznego finansowania. Co więcej, oceny kredytowe są w coraz większym stopniu wykorzystywane w postanowieniach umownych dotyczących ograniczeń dostępności kredytu, przyspieszenia terminu spłaty długu lub innych zmian warunków kredytowania.

Z drugiej zaś strony, według uregulowań obowiązujących w niektórych państwach określonego rodzaju produkty inwestycyjne mogą być sprzedawane wyłącznie w przypadku wykazania przez emitenta odpowiedniego poziomu wiarygodności kredytowej potwierdzonej przez uznaną agencję ratingową. Agencje ratingowe są również coraz głębiej angażowane w ocenę ryzyka związanego z posiadanymi przez instytucje finansowe aktywami koniecznymi dla spełnienia wymagań adekwatności kapitałowej.

Rola, jaką odgrywają agencje ratingowe na rynkach ma zasadniczo korzystny wpływ zarówno na inwestorów, jak i na emitentów. Dostarczają one inwestorom informacji służącej ocenie ryzyka związanego z danym papierem wartościowym. Pomagają również emitentom ograniczyć koszty gromadzenia kapitału (a przynajmniej tym, których oceniają korzystnie).

## 2.3 Kwestie problemowe

Rezolucja Parlamentu Europejskiego nie podważa pozytywnej roli, jaką powinny i najczęściej istotnie odgrywać agencje ratingowe. Wskazuje jednak na pewne kwestie problemowe, które należy poważnie rozważyć, mając na względzie to, by agencje ratingowe przez cały czas w sposób odpowiedzialny spełniały swoje zadania <sup>(6)</sup>.

Obawy skupiają się wokół tematu jakości ocen kredytowych wystawianych przez agencje ratingowe. Agencje ratingowe muszą opierać swoje oceny na błyskawicznej analizie dostępnych danych, ustawicznie kontrolując rzetelność swoich źródeł

informacji. Oznacza to, że w razie konieczności ratingi muszą być regularnie aktualizowane. Agencje ratingowe muszą również bardziej otwarcie ujawniać sposoby opracowywania ocen kredytowych. Ponadto istotne jest zachowanie niezależnego i absolutnie obiektywnego nastawienia agencji ratingowych. Na stanowisko agencji ratingowych nie mogą wpływać związki utrzymywane przez nie z emitentami. Pozostają również wątpliwości w sprawie dostępu agencji ratingowych do wewnętrznych informacji o emitentach. Ważne jest, by agencje nie wykorzystywały tych danych na innych polach działalności. Wreszcie, Parlament Europejski wyraża zaniepokojenie stopniem koncentracji branży agencji ratingowych, grożącym skutkami szkodliwymi dla konkurencji.

## 3. WŁAŚCIWE REGULACJE

Kwestie problemowe związane z agencjami ratingowymi są poważne i powinny być należycie potraktowane. Zmierzają ku temu zarówno ramy prawne na poziomie wspólnotowym, jak i kodeks IOSCO. Prawodawstwo UE ma zastosowanie wyłącznie w odniesieniu do agencji ratingowych działających w UE. Kodeks natomiast winien być uwzględniany przez agencje ratingowe niezależnie od miejsca ich działalności. Treść kodeksu uzupełnia prawodawstwo unijne. O ile dyrektywy są prawnie wiążące, o tyle kodeks działa na zasadzie „przestrzegaj lub wyjaśnij”, tj. oczekuje się włączenia przez agencje ratingowe całości wymogów kodeksu IOSCO do ich własnych wewnętrznych kodeksów postępowania. W przypadku gdy to nie ma miejsca, muszą one wyjaśnić, w jaki sposób ich kodeksy przynoszą mimo wszystko efekty równoważne w stosunku do postanowień kodeksu IOSCO.

### 3.1 Prawodawstwo UE

Celem planu działań w zakresie usług finansowych (FSAP) było utworzenie otwartych, zintegrowanych i sprawnych rynków finansowych w UE, gdzie zyski inwestorów rosną dzięki siłom konkurencji, a inwestorzy nie są narażeni na nadmierne ryzyko. Zmierzal on zatem do sprowadzenia do minimum ciężaru regulacji obarczającego przedsiębiorstwa przy jednoczesnym utrzymaniu skutecznego poziomu nadzoru regulacyjnego i wysokiego poziomu ochrony inwestorów.

Trzy dyrektywy FSAP mają znaczenie dla agencji ratingowych. Najważniejsza jest dyrektywa w sprawie **nadużyć rynkowych** (MAD), która wraz z przepisami wykonawczymi w postaci rozporządzenia i dalszych dyrektyw <sup>(7)</sup> reguluje kwestie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku) dla zapewnienia spójności rynków finansowych Wspólnoty i podniesienia zaufania inwestorów do tych rynków. Przypadki wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku są przeszkodą dla pełnej przejrzystości rynku, która jest ważnym elementem działalności gospodarczej wszystkich podmiotów działających na zintegrowanych

<sup>(7)</sup> Dyrektywa 2003/6/WE z 28.1.2003, (Dz.U. L 96/16 z 12.4.2003); dyrektywa Komisji 2003/124/WE z 22.12.2003, (Dz.U. L 339/70); dyrektywa 2003/125/WE z 22.12.2003, (Dz.U. 2003 L 339/73); dyrektywa Komisji 2004/72/WE z 29.4.2004, (Dz.U. 2003 L 162/70); oraz dyrektywa Komisji (WE) 2003/2273 z 22.12.2003, (Dz.U. 2003 L 336/33).

<sup>(6)</sup> Zobacz: przypis 1.

rynkach finansowych. W sprawach związanych ze sprzecznością interesów, uczciwym przedstawianiem zaleceń inwestycyjnych oraz dostępem do informacji poufnych przepisy dyrektyw MAD stanowią kompleksowe ramy prawne dla agencji ratingowych, nadając im przy tym szczególną rolę oraz wprowadzając rozróżnienie między ratingami a zaleceniami inwestycyjnymi.

Dla zapobieżenia wykorzystywaniu poufnych informacji i manipulacjom na rynku dyrektywa 2003/125/WE określa zasady uczciwego przedstawiania zaleceń inwestycyjnych oraz ujawniania sprzecznych interesów. Dla celów wymienionej dyrektywy oceny kredytowej nie stanowią zaleceń: traktowane są jako opinie o wiarygodności kredytowej konkretnego emitenta lub jakości kredytowej instrumentu finansowego. Tym niemniej dyrektywa stanowi, że agencje ratingowe powinny rozważyć przyjęcie wewnętrznych zasad i procedur zmierzających do zapewnienia uczciwego przedstawiania publikowanych przez nich ocen kredytowych. Co więcej, zobowiązuje ona agencje ratingowe do ujawniania wszelkich znaczących interesów lub sprzeczności interesów dotyczących instrumentów finansowych bądź emitentów, których zdolność kredytową oceniają<sup>(8)</sup>. Z dyrektywy 2003/6/WE wynika ponadto, że w przypadku gdy agencja ratingowa wiedziała bądź powinna była wiedzieć, że podane ratingi były fałszywe bądź mylące, zakaz rozpowszechniania informacji fałszywych lub wprowadzających w błąd, jako przejaw manipulacji na rynku, może mieć zastosowanie również do wydawanych przez nią ocen kredytowych<sup>(9)</sup>. Wziąwszy pod uwagę wymienione przepisy, jasne jest, że agencje ratingowe muszą wdrożyć wewnętrzne zasady i procedury zmierzające do zapewnienia obiektywnych, niezależnych i rzetelnych ocen umacniających zaufanie inwestorów.

Sprawą wielkiej wagi jest dla Komisji skuteczne wdrożenie przez agencje ratingowe procedur zapewniających wysoką jakość ocen. Co do prawnej kwalifikacji kwestii dostępu agencji ratingowych do wewnętrznych informacji, dyrektywa 2003/6/WE zabrania osobom posiadającym informacje wewnętrzne wykorzystywania takich informacji poprzez nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych, których informacje te dotyczą. Informacja wewnętrzna oznacza informację o ściśle określonym charakterze, niepodaną do wiadomości publicznej, dotyczącą bezpośrednio lub pośrednio jednego lub kilku emitentów instrumentów finansowych lub jednego lub kilku instrumentów finansowych i które, gdyby zostały podane do wiadomości publicznej, miałyby prawdopodobnie znaczny wpływ na ceny tych instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych<sup>(10)</sup>. Zasadniczo emitent jest zobowiązany do jak najszybszego ujawnienia informacji wewnętrznych. W związku z tym do rzadkości należy sytuacja, w której emitent może zgodnie z prawem pozostawać w posiadaniu informacji wewnętrznej, która nie została jeszcze ujawniona. Jeśli emitent zadecyduje o dopuszczeniu agencji ratingowej do informacji wewnętrznej, agencja ta jest zobowiązana do zachowania poufności zgodnie z art. 6 ust. 3 dyrektywy 2003/6/WE.

<sup>(8)</sup> Zob. art. 1 ust. 8 oraz motyw 10 dyrektywy 2003/125/WE.

<sup>(9)</sup> Artykuł 1 ust. 2 lit. c) stanowi: „Manipulacja na rynku” oznacza: rozpowszechnianie informacji poprzez media, także Internet, lub innymi sposobami, które dają, lub mogłyby dawać, fałszywe lub wprowadzające w błąd sygnały w odniesieniu do instrumentów finansowych, w tym upowszechnianie plotek oraz informacji fałszywych i wprowadzających w błąd, jeżeli osoba upowszechniająca wiedziała lub powinna była wiedzieć, że informacje te są fałszywe lub wprowadzające w błąd (...)

<sup>(10)</sup> Artykuł 1 ust. 1 oraz art. 2 ust. 1 dyrektywy 2003/6/WE.

W takim wypadku zarówno agencja ratingowa, jak i każdy pracownik posiadający dostęp do wszelkiego rodzaju informacji wewnętrznych są objęci całkowitym zakazem dokonywania transakcji z wykorzystaniem takich informacji. Co więcej, niedozwolone jest także ujawnianie takiej informacji wewnętrznej komukolwiek — o ile ujawnienie nie wynika z normalnego trybu pełnienia obowiązków zawodowych. W tym względzie art. 6 ust. 3 akapit trzeci dyrektywy 2003/6/WE stanowi, iż emitenci lub osoby działające w ich imieniu lub na ich rachunek sporządzają listę pracujących dla nich osób, mających dostęp do informacji wewnętrznych. Na podstawie tego przepisu Państwa Członkowskie mogą wymagać od agencji ratingowych sporządzania list osób mających dostęp do informacji wewnętrznych. Listy te powinny być regularnie uaktualniane i przekazywane właściwemu organowi na każdy jego wniosek.

Poza dostępem do informacji wewnętrznych emitenta istnieje możliwość ustalenia takich informacji przez samą agencję — zwłaszcza w przypadku gdy ma ona dostęp do niepublikowanych informacji o emitencie. Stąd zakaz wykorzystywania do celów handlowych i ujawniania takich informacji wewnętrznych komukolwiek, o ile o ile ujawnienie nie wynika z normalnego trybu pełnienia obowiązków zawodowych. Dopuszcza się jednak możliwość poufnego przekazania emitentowi przez agencję ratingową informacji o przygotowywanej do opublikowania oceny kredytowej w celu potwierdzenia posiadanych informacji, na których została oparta taka ocena.

W opinii Komisji przepisy dyrektyw w sprawie nadużyć rynkowych stanowią wyczerpujący zestaw regulacji w odniesieniu do działalności agencji ratingowych w obszarze zagrożonym nadużyciami rynkowymi. Z uwagi na szczególną rolę agencji ratingowych na rynku usług finansowych wymagane jest staranne wdrożenie tych regulacji. Z tego względu Komisja zamierza aktywnie śledzić wdrożenie i egzekwowanie przepisów dyrektyw w sprawie nadużyć rynkowych w odniesieniu do agencji ratingowych.

Drugim aktem prawnym, o dużym znaczeniu dla agencji ratingowych jest dyrektywa w sprawie **wymogów kapitałowych** (CRD), wprowadzająca nowe ramy wymogów kapitałowych w odniesieniu do banków oraz przedsiębiorstw inwestycyjnych<sup>(11)</sup>. CRD opiera się na nowym międzynarodowym systemie wymogów kapitałowych opracowanym przez Komitet Bazylejski ds. Nadzoru Bankowego („Bazylea II”) w 2004 r.

CRD przewiduje wykorzystanie zewnętrznych ocen kredytowych dla oszacowania wagi ryzyka (a co za tym idzie, wymogów kapitałowych) przypisywanych ekspozycjom banków czy przedsiębiorstw inwestycyjnych. Dla właściwych władz do zaakceptowania będą wyłącznie oceny wydane przez uznane instytucje zewnętrznej oceny kredytowej (ECAI), przeważnie będące agencjami ratingowymi. Dyrektywa przedstawia również zarys mechanizmu ich uznawania.

<sup>(11)</sup> Przeształcająca dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 20 marca 2000 r. odnoszącą się do podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe oraz dyrektywę Rady 93/6/EWG z dnia 15 marca 1993 r. w sprawie adekwatności kapitałowej przedsiębiorstw inwestycyjnych i instytucji kredytowych.



CRD ustala zestaw wymogów, jakie muszą spełnić instytucje ECAI, aby zostały uznane przez właściwe władze. Na przykład wydawane przez nie oceny muszą być przyznawane obiektywnie i niezależnie oraz na bieżąco weryfikowane. Co więcej, procedury ustalania ratingu powinny być odpowiednio przejrzyste. Ponadto właściwe władze powinny ocenić, czy poszczególne oceny kredytowe są na rynku uznawane za wiarygodne i rzetelne przez korzystających z takich ocen oraz udostępniane na tych samych warunkach wszystkim zainteresowanym stronom.

Komitet Europejskich Organów Nadzoru Bankowego (CEBS) dokłada starań, by na fundamencie CRD propagować zbliżanie procedur uznawania ECAI w całej Unii poprzez ustanowienie wspólnego rozumienia warunków koniecznych dla wdrożenia określonych w CRD wymogów ich uznawania<sup>(12)</sup>.

Oczywiście CRD nie reguluje sposobów prowadzenia działalności przez agencje ratingowe, lecz w głównej mierze koncentruje się na określeniu wymagań kapitałowych. W efekcie procedury uznawania instytucji ECAI nie odnoszą się do szeroko pojętej kwestii działalności agencji ratingowych w ogóle. Ponadto, agencje ratingowe nie muszą decydować się na przyjęcie statusu ECAI w rozumieniu CRD, a co za tym idzie przepisy CRD nie muszą mieć zastosowania do wszystkich agencji ratingowych. Tym niemniej cele i skutki procedur uznawania ECAI należy traktować za nierozłącznie związane z celami pozostałych aktów prawnych i norm nadzoru mających zastosowanie dla agencji ratingowych, zważywszy na fakt, iż CRD potwierdza znaczącą rolę agencji ratingowych. W tym celu Komisja zamierza uważnie śledzić czynione postępy w dziedzinie uznawania ECAI i oceniać, czy agencje ratingowe wywiązują się właściwie z ważnego zadania, jakie nakłada na nie CRD. Stąd też właściwe władze powinny zadbać o to, by skutki uznania obejmowały wszystkie zainteresowane strony, dla oszacowania, czy kryteria uznawania ECAI mogłyby w przyszłości posłużyć do regulowania zasad działalności gospodarczej agencji ratingowych w razie takiej konieczności.

Ostatnim z elementów odpowiedniego prawodawstwa jest dyrektywa w sprawie **rynków instrumentów finansowych** (dalej: dyrektywa RIF)<sup>(13)</sup>. Dyrektywa RIF wraz z towarzyszącymi aktami wykonawczymi nie ma zastosowania do procesu przyznawania ocen kredytowych przez agencje ratingowe, w przypadku gdy w procesie tym nie uwzględnia się podejmowania przez firmy usług i działalności inwestycyjnej zgodnie z definicją zawartą w RIF. Innymi słowy wystawienie oceny kredytowej zazwyczaj nie pociąga za sobą świadczenia przez agencję ratingową usług w zakresie „doradztwa inwestycyjnego” w rozumieniu załącznika I do dyrektywy RIF. Agencje ratingowe powinny jednak mieć świadomość ściśle wytyczonych granic tej działalności, aby nadal działać w obszarze nieobjętym przepisami RIF. Z kolei te agencje ratingowe, które zajmują się również profesjonalnymi usługami i działalnością inwestycyjną mogą wymagać zezwolenia. W takich przypadkach przepisy RIF odnoszące się do zasad prowadzenia działalności gospodar-

czej i wymogów organizacyjnych miałyby również zastosowanie do przedsiębiorstwa podejmującego takie usługi i działalność inwestycyjną. W przypadku gdy np. agencja ratingowa świadczy usługi inwestycyjne (w rodzaju doradztwa inwestycyjnego) na rzecz klientów podlegającym regulacjom RIF, przepisy dotyczące sprzeczności interesów będą miały zastosowanie w celu ochrony interesów usługobiorców. Przepisy dotyczące sprzeczności interesów mogą wymagać odpowiedniego rozdzielenia usług inwestycyjnych i procedur wystawiania ocen kredytowych tak, aby usługi dodatkowe nie miały wpływu na jakość i bezstronność ocen kredytowych<sup>(14)</sup>.

Takie kompleksowe ramy prawne są właśnie wprowadzane przez Państwa Członkowskie. Wszystkie dyrektywy należy wprowadzić w życie w sposób prawidłowy. W związku z tym, transpozycja dyrektyw jest bacznie obserwowana przez Komisję. W razie braku lub nieprawidłowego przebiegu transpozycji dyrektyw do prawa krajowego Komisja ma prawo wszczęcia postępowania w sprawie naruszenia przepisów.

Kolejnym obszarem prawodawstwa wspólnotowego, mogącego mieć znaczenie dla agencji ratingowych jest **prawo konkurencji**. Komisja nie podziela zaniepokojenia Parlamentu Europejskiego stopniem koncentracji branży ocen kredytowych. Dotychczas nie zaobserwowano występowania jakichkolwiek praktyk antykonkurencyjnych w tej branży, jednak wszelkie dowody na ich wystąpienie będą dogłębnie zanalizowane. Z powyższego względu Komisja w chwili obecnej nie dostrzega potrzeby działania w tej dziedzinie. Co więcej, trzeba mieć na względzie fakt, iż w przypadku tej konkretnej branży nadmierne rozdrobnienie rynku miałyby być może szkodliwe skutki (agencje ratingowe mogłyby znaleźć się pod nadmierną presją ze strony emitentów chcących wymóc korzystne dla siebie ratingi, by w ten sposób przyciągnąć klientów).

### 3.2 Kodeks IOSCO

We wrześniu 2003 r. IOSCO opublikowała zasady działalności agencji ratingowych (w ramach „Zasad IOSCO”), wyznaczając agencjom ratingowym, organom nadzoru papierów wartościowych, emitentom i innym uczestnikom rynku cele w postaci zwiększenia ochrony inwestorów, poprawy poziomu uczciwości, skuteczności i przejrzystości na rynku oraz ograniczenia ryzyka systemowego. W odpowiedzi na uwagi zgłoszone na temat tych zasad IOSCO opracowała podstawowy kodeks postępowania agencji ratingowych (patrz załącznik).

Uwzględniając ogólnosiątkowy charakter rynku agencji ratingowych, kodeks IOSCO ma w założeniu służyć wszystkim agencjom ratingowym niezależnie od ich wielkości, modelu i obszaru działania. Komisja zwraca uwagę, że kodeks IOSCO dotychczas nie został wprowadzony do systemów prawnych Państw Członkowskich. Tym niemniej oczekuje się, że agencje ratingowe wprowadzą w życie wszystkie postanowienia kodeksu IOSCO — o ile nie naruszają one przepisów właściwych dyrektyw UE. Oznaczałoby to obowiązek wprowadzenia

<sup>(12)</sup> Dokument konsultacyjny CEBS z 29 czerwca 2005 r. o uznawaniu instytucji zewnętrznej oceny zdolności kredytowej (ECAI) dostępny w jęz. angielskim na oficjalnej stronie <http://www.c-eps.org/pdfs/CP07.pdf>

<sup>(13)</sup> Dyrektywa 2004/39/WE z 21.4.2004, (Dz.U. L 145/1 z 30.4.2004).

<sup>(14)</sup> Por. art. 13 ust. 3, art. 13 ust. 10 oraz art. 18 dyrektywy RIF.

norm kodeksu IOSCO do wewnętrznych procedur agencji ratingowych. Ostatnio obserwowane trendy rozwoju rynku wskazują, że liczne agencje ratingowe opracowały własne kodeksy postępowania w duchu kodeksu IOSCO, co dowodzi jego użyteczności jako zestawu norm do samoregulacji branży ratingowej.

Bardzo ważne jest nie tylko to, by agencje ratingowe wprowadziły zasady kodeksu IOSCO do własnych kodeksów, ale również by w pełni go przestrzegały w codziennej praktyce. Agencje ratingowe muszą w nadchodzących latach regularnie informować wszystkie zainteresowane strony o zgodności własnych norm z kodeksem postępowania. W tym celu Komisja zaleca regularną analizę skutków stosowania kodeksu IOSCO.

#### 4. WNIOSKI

W odpowiedzi na wniosek Parlamentu Europejskiego Komisja szczegółowo rozważyła, na ile konieczne są wnioski legislacyjne regulujące działalność agencji ratingowych.

Konkluzją tych rozważań jest stwierdzenie, że nie zachodzi potrzeba występowania z inicjatywą legislacyjną. Jedną z fundamentalnych zasad lepszego stanowienia prawa jest uciekanie się do rozwiązań legislacyjnych jedynie w razie absolutnej konieczności dla osiągnięcia celów ładu społecznego. Komisja uważa, że w omawianej dziedzinie konieczność nowego prawodawstwa pozostaje niedowiedziona.

Do agencji ratingowych odnoszą się już trzy istniejące dyrektywy o usługach finansowych. Komisja ufa, że te dyrektywy — w połączeniu z uregulowaniami własnymi agencji ratingowych opartymi na nowoprzyjętym kodeksie IOSCO — powinny stanowić odpowiedź na wszystkie istotne kwestie problemowe, jakie podnosi Parlament Europejski.

Również CESR w kierowanych do Komisji opiniach wskazywał na konieczność utrzymania obecnej równowagi pomiędzy legi-

slacją a samoregulacją, zaznaczając, iż w chwili obecnej nie ma potrzeby występowania z dodatkowymi wnioskami legislacyjnymi.

Komisja będzie jednak nadal uważnie śledziła rozwój wydarzeń w tej dziedzinie. Rzecz jasna nowe ustalenia doprowadzą do pożądanego rezultatu jedynie w przypadku, gdy same agencje ratingowe dostatecznie poważnie potraktują zadanie samoregulacji. Muszą one bardzo skrupulatnie wdrażać postanowienia kodeksu IOSCO. Muszą również wykazać się przy tym otwartością i przejrzystością.

Fakt ustanowienia przez liczne agencje ratingowe własnych kodeksów wzorowanych na kodeksie IOSCO daje powody do optymizmu. Samo ustanowienie kodeksów nie jest jednak wystarczające; zawarte w nich zasady należy wcielać w życie w codziennej praktyce. Komisja nosi się z zamiarem zwrócenia się do CESR o obserwację zgodności z kodeksem IOSCO oraz o przedstawianie corocznych sprawozdań w tej sprawie. Rozważyć należy również, w jaki sposób najlepiej śledzić opinie uczestników rynku, zwłaszcza inwestujących w złożone instrumenty finansowe. Mogłoby się to wiązać z powołaniem nieformalnej grupy eksperckiej. Branża ocen kredytowych powinna zdać sobie sprawę, że Komisja może być zmuszona do podjęcia kroków legislacyjnych, gdyby okazało się, że stosowanie zasad regulacji unijnych oraz kodeksu nie jest zadowalające i wyrządza szkody rynkom kapitałowym UE.

Komisja rozważy również podjęcie inicjatyw legislacyjnych w razie wystąpienia nowych okoliczności — w tym poważnych nieprawidłowości rynkowych.

Wreszcie Komisja zamierza śledzić ogólnosięciowe trendy rozwoju w branży ocen wiarygodności kredytowej. W razie znaczących zmian w sposobach regulacji agencji ratingowych w innych częściach świata może wystąpić konieczność zrewidowania stanowiska Komisji.