

Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie wniosku dotyczącego dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniającej dyrektywę 2009/65/WE w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) i dyrektywę 2011/61/UE w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi w odniesieniu do nadmiernego polegania na ratingach kredytowych

COM(2011) 746 wersja ostateczna – 2011/0360 (COD)

(2012/C 229/12)

Sprawozdawca: **Jörg Freiherr FRANK VON FÜRSTENWERTH**

Dnia 9 grudnia 2012 r. Rada, działając na podstawie art. 53 ust. 1 TFUE, postanowiła zasięgnąć opinii Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie

wniosku dotyczącego dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniającej dyrektywę 2009/65/WE w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) i dyrektywę 2011/61/UE w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi w odniesieniu do nadmiernego polegania na ratingach kredytowych

COM(2011) 746 final – 2011/0360 (COD).

Sekcja Jednolitego Rynku, Produkcji i Konsumpcji, której powierzono przygotowanie prac Komitetu w tej sprawie, przyjęła swoją opinię 8 maja 2012 r.

Na 481. sesji plenarnej w dniach 23–24 maja 2012 r. (posiedzenie z 23 maja) Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny 130 głosami – 4 osoby wstrzymały się od głosu – przyjął następującą opinię:

1. Wnioski i zalecenia

1.1 Opracowanie niniejszej opinii to jedno z wielu działań podjętych przez Komitet w związku z problematyką zaradzenia kryzysom ostatnich lat za pomocą uregulowania działalności agencji ratingowych⁽¹⁾. Całkiem niedawno Komitet z zadowoleniem przyjął fakt, że Komisja dąży do likwidacji istotnych niedociągnięć w zakresie przejrzystości, niezależności, konfliktów interesów oraz jakości ratingów i metodyk ratingowych poprzez nowe akty prawne⁽²⁾. Jednocześnie wyraził swoje rozczarowanie tym, że reakcja na deficyt regulacyjny w odniesieniu do agencji ratingowych następuje tak późno i jest tak niekonsekwentna.

1.2 Za pomocą wniosku dotyczącego dyrektywy formalnie zmienia się dyrektywę UCITS (przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe) oraz dyrektywę w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (AFI). Sednem regulacji są zmiany dotyczące zarządzania ryzykiem, które mają ograniczyć zautomatyzowane, mechaniczne i niekontrolowane korzystanie z ratingów zewnętrznych lub mu zapobiegać. Tym uregulowaniom towarzyszy zmiana rozporządzenia dotyczącego agencji ratingowych, w sprawie której Komitet przyjął już opinię⁽³⁾. Oba wnioski ustawodawcze są ze sobą ściśle powiązane merytorycznie.

1.3 Komitet z zadowoleniem przyjmuje podjęcie za pomocą wniosku problemu nadmiernego odwoływania się przez podmioty rynkowe do ratingów dla UCITS i AFI oraz próbe uniknięcia przejawów instynktu stadnego wykazywanego przez

podmioty finansowe w związku ze zbyt niskimi ratingami. Wysiłki te powinny obejmować całe prawo Unii, ustawodawstwo krajowe, a także umowy z zakresu prawa prywatnego.

1.4 Zdaniem Komitetu podejście polegające na doprecyzowaniu przepisów dotyczących zarządzania ryzykiem UCITS i AFI jest słuszne. Komitet zwraca uwagę na problemy, jakie małe instytucje finansowe mogą mieć z rozbudową własnych zdolności analizy ryzyka. Z tego względu proponuje, by w aktach delegowanych przewidzieć uregulowania dotyczące współpracy na rzecz zewnętrznego tworzenia wiedzy specjalistycznej, służące wzmocnieniu niezależności mniejszych instytucji finansowych od zewnętrznych agencji ratingowych. Komitet jest zdecydowanie przeciw żądaniom, by umożliwić małym i średnim przedsiębiorstwom oddanie podmiotom zewnętrznym decyzji w sprawie wiarygodności kredytowej inwestycji.

1.5 Zdaniem Komitetu konieczne jest podjęcie wzmoczonych wysiłków na rzecz opracowania takich procedur i kryteriów procesów zarządzania ryzykiem, które można by zastosować jako alternatywę wobec ratingów.

1.6 Komitet zwraca uwagę na konieczność zastosowania wspólnego podejścia na szczeblu G-20. Globalne deficyty regulacyjne można rozwiązywać wyłącznie w razie zapewnienia minimalnej spójności krajowych porządków prawnych.

1.7 Komitet potwierdza swój sceptycyzm, wyrażony już szczegółowo w opinii z dnia 12 marca 2012 r.⁽⁴⁾, dotyczący tego, że samodzielna ocena ryzyka dokonywana przez uczestników rynku finansowego oraz ograniczone odwoływanie się do ratingów zewnętrznych w żadnej mierze nie gwarantuje obiektywizmu decyzji podejmowanych przez uczestników rynku finansowego ani też uwzględnienia wszystkich istotnych aspektów w kontekście skutków oceny. W dalszym ciągu za

⁽¹⁾ Zob. przede wszystkim Dz.U. C 277 z 17.11.2009, s. 117, oraz Dz.U. C 54 z 19.2.2011, s. 37.

⁽²⁾ Dz.U. C 181 z 21.6.2012, s. 68 r. w sprawie wniosku dotyczącego rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniającego rozporządzenie (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych, COM(2011) 747 final – 2011/0361 (COD).

⁽³⁾ Zob. przypis 2.

⁽⁴⁾ Zob. przypis 2.

jeden z zasadniczych problemów oceny ryzyka Komitet uznaje wiarygodność (i niezależność) ratingów opracowywanych przez agencje ratingowe, które w ostatnich latach wielokrotnie okazywały się fałszywe lub uzależnione od interesów, sposobu myślenia i struktur ich pozaeuropejskiego rynku rodzimego lub interesów finansujących je emitentów. W tym kontekście Komitet nalega, by również w przyszłych dyskusjach dotyczących uregulowania agencji ratingowych zawsze mieć na uwadze fakt, że jeszcze do niedawna agencje ratingowe stale przynosiły – bezpośrednio lub pośrednio – trwałe szkody wszystkim grupom społeczeństwa. Z tego względu Komitet ubolewa, że wysiłki na rzecz utworzenia niezależnej europejskiej agencji ratingowej jak dotąd nie przyniosły skutków.

2. Streszczenie i kontekst wniosku

2.1 Wniosek stanowi jeden ze środków, jakie należy przedsięwziąć w zakresie nadzoru nad agencjami ratingowymi w konsekwencji początkowego kryzysu bankowego, który następnie przekształcił się w kryzys finansowy, a w końcu w kryzys zadłużenia państwowego. Od dnia 7 grudnia 2010 r., tj. od dnia pełnego wejścia w życie rozporządzenia dotyczącego agencji ratingowych, agencje zobowiązane są do przestrzegania pewnych reguł postępowania mających służyć ograniczeniu konfliktu interesów oraz zagwarantowaniu wysokiej jakości i określonej przejrzystości ratingów i procesów ratingowych. W dniu 11 maja 2011 r. rozporządzenie w sprawie agencji ratingowych zostało zmienione⁽⁵⁾ w taki sposób, że całościowy nadzór nad zarejestrowanymi w UE agencjami ratingowymi powierzono Europejskiemu Urzędowi Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych.

2.2 Rozporządzenie w sprawie agencji ratingowych i jego zmiana z maja 2011 r. nie rozwiązują jednak problemu, który był jedną z przyczyn kryzysu: ryzyka, że uczestnicy rynku finansowego, w szczególności przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) i alternatywne fundusze inwestycyjne (AFI), w zbyt wysokim stopniu i w sposób „zautomatyzowany” opierają się w swoich systemach zarządzania ryzykiem na ratingach (zewnętrznych), nie podejmując jednocześnie żadnej własnej oceny ryzyka z zachowaniem należytej staranności. Takie postępowanie podmiotów finansowych wynika z uwarunkowań kosztowych i poszukiwania ułatwień. Jednocześnie jednak tworzy to zagrożenie dla ogółu społeczeństwa w postaci „instynktu stadnego”⁽⁶⁾ wśród uczestników rynku. Zautomatyzowane działania sterowane tymi samymi ratingami mogą w przypadku utraty klasy inwestycyjnej doprowadzić do równoczesnej sprzedaży instrumentów dłużnych, co może grozić utratą stabilności finansowej. Ryzyko charakteryzuje się również procyklicznością i tzw. *cliff effects* (obniżenie wiarygodności kredytowej instrumentu poniżej pewnej wartości progowej powoduje kaskadową wyprzedaż innych papierów). Wielokrotnie zwracano uwagę na potrzebę minimalizacji tych zagrożeń⁽⁷⁾.

⁽⁵⁾ Dz.U. L 145 z 31.5.2011, s. 30.

⁽⁶⁾ Por. *The Financial Cycle: Factors of Amplification and possible Implications for Financial and Monetary Authorities*, Banque de France, Biuletyn nr 95, listopad 2001, s. 68.

⁽⁷⁾ COM(2010) 301 final; dokument konsultacyjny Komisji Europejskiej dotyczący zmiany rozporządzenia w sprawie agencji ratingowych, http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/cra_en.htm, konkluzje Rady z dnia 23 października 2011 r.; zasady opracowane przez Radę Stabilności Finansowej w październiku 2010 r. dotyczące ograniczenia korzystania przez organy i instytucje finansowe z ratingów zewnętrznych.

2.3 Za pomocą analizowanego wniosku podejmuje się problem nadmiernego korzystania przez uczestników rynku z ratingów dla UCITS i AFI. Inne wnioski dotyczą rozwiązania tego samego problemu w przypadku instytucji kredytowych, zakładów ubezpieczeniowych i firm inwestycyjnych w konglomeratach finansowych⁽⁸⁾. Przepisy dotyczące zarządzania ryzykiem w przypadku UCITS i AFI doprecyzowuje się w art. 1 i 2 w takim zakresie, by przedsiębiorstwa nie mogły opierać się wyłącznie i automatycznie na ratingach zewnętrznych. Stanowi to uzupełnienie już obowiązujących przepisów w zakresie nadzoru, zgodnie z którymi podmioty finansowe muszą korzystać z takich systemów zarządzania ryzykiem, które w dowolnym momencie umożliwiają im monitorowanie i pomiar ryzyka pozycji i ich udziału w ogólnym profilu ryzyka. Ponadto rozszerza się uprawnienia Komisji dotyczące określenia, w drodze aktów delegowanych, kryteriów oceny adekwatności systemów zarządzania ryzykiem, również w celu ograniczenia nadmiernego korzystania z ratingów zewnętrznych.

2.4 Wniosek będący przedmiotem niniejszej opinii należy rozpatrywać w powiązaniu z przedłożonym tego samego dnia wnioskiem dotyczącym rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniającym rozporządzenie (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych⁽⁹⁾. Oprócz innych kwestii znalazły się w nim dalsze propozycje służące uniknięciu nadmiernego korzystania przez uczestników rynku z ratingów poprzez zobowiązanie agencji ratingowych do udostępnienia podmiotom finansowym obszernych informacji. Dotyczy to informacji w sprawie metodyki sporządzania ocen ratingowych, przyjętych w związku z nimi założeń i rodzajów ratingu. Z drugiej strony emitenci strukturyzowanych instrumentów finansowych mają udostępniać rynkowi więcej informacji dotyczących ich produktów (jakość kredytowa, wyniki poszczególnych aktywów bazowych, struktury transakcji sekurytyzacyjnych, przepływy pieniężne itp.). Ogólnie rzecz biorąc, zmiany rozporządzenia w sprawie agencji ratingowych powinny ułatwić UCITS i AFI sporządzanie własnych ocen jakości kredytowej instrumentów. Dlatego nie można obu wniosków rozpatrywać oddzielnie.

3. Uwagi ogólne

3.1 Wniosek Komisji dotyczy pojedynczego aspektu deficytu regulacyjnego w odniesieniu do agencji ratingowych, czyli wpływu ratingów na działania uczestników rynku finansowego oraz konsekwencji tych działań dla rynków. Wniosek jest efektem analizy przyczyn kryzysów, które wystąpiły w ostatnich latach. Agencje ratingowe były ich współsprawcami. Publikują one opinie dotyczące wiarygodności kredytowej i wypłacalności wierzycieli, zarówno podmiotów prywatnych, jak i państw. Wywierają istotny wpływ na globalne rynki finansowe, ponieważ wiele podmiotów finansowych (UCITS, AFI, instytucje kredytowe i zakłady ubezpieczeniowe) jest skazanych na ratingi podczas podejmowania decyzji inwestycyjnych. W ostatnich

⁽⁸⁾ COM(2011) 453 final.

⁽⁹⁾ COM(2011) 747 final – 2011/0361 (COD).

latach Komitet – ostatnio w opinii z dnia 12 marca 2012 r.⁽¹⁰⁾ – wielokrotnie zajmował się deficytami regulacyjnymi w odniesieniu do agencji ratingowych, przedstawiając jasne stanowiska, które leżą u podstaw również niniejszej opinii i do których niniejszym odsyła.

3.2 Kryzysy w ubiegłych latach z jednej strony dobitnie pokazały, że błędne oceny ratingowe mogą ogólnie mieć bardzo szkodliwy wpływ na wiele dziedzin gospodarki, a nawet całe państwa i ogół społeczeństwa. Z drugiej strony pokazały również, że rynki nie były w stanie zapobiec wynaturzeniom. Wymaga to zatem zdecydowanego i konsekwentnego uregulowania działalności agencji ratingowych przez państwo. Jednocześnie uregulowania na szczeblu UE muszą zostać wzmocnione z uwzględnieniem globalnego otoczenia na szczeblu G-20, aby zagwarantować minimalny zakres spójności przepisów w skali światowej. Przy sporządzaniu ocen ratingowych należy koniecznie⁽¹¹⁾ zapewnić minimalny zakres zasad uczciwości, przejrzystości, odpowiedzialności i dobrego zarządzania przedsiębiorstwem oraz przestrzegać tych zasad.

3.3 Komitet potwierdza, że w ostatnich latach osiągnięto – nawet jeżeli bardzo późno – istotny postęp w uregulowaniach dotyczących agencji ratingowych. Z zadowoleniem należy przyjąć fakt, że odtąd dzięki wnioskowi dotyczącemu zmiany rozporządzenia w sprawie agencji ratingowych z dnia 15 listopada 2011 r.⁽¹²⁾ w wymogach prawnych dotyczących agencji ratingowych ujęte zostaną również zagadnienia „perspektyw ratingowych”, „niezależności agencji ratingowych”, „ujawniania informacji”, „ratingów krajów”, „porównywalności ratingów”, „cyklicznej zmiany agencji ratingowych”, „odpowiedzialności cywilnej” i „korzystania z ratingów zewnętrznych”. Komitet opracował w tym zakresie opinię⁽¹³⁾ i przedstawił konkretne zalecenia. Z rozczarowaniem należy jednak przyjąć pominięcie kwestii dominacji rynkowej wielkich agencji ratingowych oraz alternatywnych modeli płatności.

3.4 We wniosku rozpatruje się – dodatkowo – również na szczeblu UCITS i AFI problem automatycznego, bezrefleksyjnego korzystania z ratingów zewnętrznych, co – jak stwierdzono we wniosku – może doprowadzić do stadnego zachowania podmiotów finansowych lub – jak opisano w opinii Komitetu⁽¹⁴⁾ – do samospełniającej się przepowiedni (*self-fulfilling prophecy*). W tym miejscu wniosek pokrywa się z przedłożoną tego samego dnia propozycją zmiany rozporządzenia w sprawie agencji ratingowych. To „podwójne podejście” jest konsekwentne. W przypadku uczestników rynków finansowych, będących odbiorcami ratingów (zewnętrznych), należy ukrócić lub przynajmniej ograniczyć „automatyzm”, a w uregulowaniach dotyczących agencji ratingowych należy zapewnić ich przejrzystość w niezbędnym zakresie oraz przekazywanie uczestnikom rynku potrzebnych informacji.

3.5 Nie można pominąć faktu, że również UCITS i AFI ponoszą odpowiedzialność za unikanie „zachowań stadnych” i „efektów kaskadowych”. Jeżeli ich systemy zarządzania ryzykiem umożliwiają takie działania, stanowią one część problemu. EKES zdecydowanie przychylił się do tej oceny Komisji. Dlatego również w przypadku wdrażania analizowanego tutaj wniosku przede wszystkim będzie chodzić o to, by akty delegowane w ukierunkowany sposób realizowały wolę ustawodawcy. Ponadto każde uregulowanie finansowe jest tylko tak dobre, jak jego ostateczne wdrażanie w praktyce nadzorczej.

4. Uwagi szczegółowe

4.1 Bezsprzecznie wykorzystywanie ratingów zewnętrznych w sposób mechaniczny, automatyczny i niesprawdzony prowadzi lub może prowadzić do równoczesnej sprzedaży właściwych instrumentów, co może wywoływać na rynkach szok zagrażający stabilności finansowej. Takie są również konkluzje wszechstronnych konsultacji zewnętrznych przeprowadzonych przez Komisję⁽¹⁵⁾, rezolucji nielegislacyjnej Parlamentu Europejskiego z dnia 8 czerwca 2011 r.⁽¹⁶⁾ oraz zasad Rady Stabilności Finansowej (Financial Stability Board, FSB)⁽¹⁷⁾.

4.2 Do przełamania tego automatyzmu potrzebny jest szereg działań. W pierwszej kolejności należy zapewnić wykorzystanie i dalszy rozwój wszystkich możliwości stosowania również norm wiarygodności kredytowej, które są alternatywą wobec ratingów wielkich agencji. Jednocześnie należy sprawdzić obowiązujące przepisy dotyczące nadzoru, które na podstawie prawodawstwa lub nakazów administracyjnych wywołują automatyzm między ratingiem zewnętrznym i oceną, na przykład w instytucjach kredytowych i zakładach ubezpieczeń. W analogicznych działaniach należy zlikwidować automatyzmy istniejące w systemach zarządzania ryzykiem podmiotów finansowych. Ogólnie rzecz biorąc, w prawie unijnym i w ustawodawstwie krajowym należy zapewnić zniesienie wszystkich przepisów wywołujących wspomniany automatyzm. Należy również przyjąć przepisy, na mocy których bezskuteczne staną się umowy na gruncie prawa prywatnego przewidujące taki automatyzm. Ponadto podmioty finansowe potrzebują wystarczających informacji ułatwiających im sporządzenie własnej oceny.

4.3 We wniosku jako ogólną wytyczną zawarto niezbędne doprecyzowanie kształtu systemów zarządzania ryzykiem w UCITS i AFI. To podejście jest zasadniczo słuszne. Jednakże nabierze ono kształtu dopiero po przyjęciu właściwych aktów delegowanych, a zatem istotne działania na rzecz ukrócenia błędnych sygnałów wskutek automatyzmu przy przyjmowaniu ratingów zewnętrznych muszą dopiero zostać podjęte.

⁽¹⁰⁾ Zob. przypis 2.

⁽¹¹⁾ Zob. przypis 2, pkt 1.2.

⁽¹²⁾ COM(2011) 747 final – 2011/0361 (COD).

⁽¹³⁾ Zob. przypis 2.

⁽¹⁴⁾ Zob. przypis 2, pkt 1.7.

⁽¹⁵⁾ Patrz przypis 6.

⁽¹⁶⁾ Rezolucja Parlamentu Europejskiego z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie agencji ratingowych: przyszłe perspektywy (2010/2302 (INI)).

⁽¹⁷⁾ Patrz przypis 6.

4.4 W praktyce całkowita rezygnacja z ratingów zewnętrznych będzie niewykonalna. Obecnie tylko w ograniczonym zakresie dostępny jest niezbędny potencjał, jak również konieczna wiedza specjalistyczna i doświadczenie umożliwiające zastąpienie ratingu zewnętrznego. Zwłaszcza małe instytucje finansowe nie zawsze dysponują niezbędnymi środkami, by rozbudować lub utworzyć własne jednostki analityczne. Oprócz możliwości wzmocnionej wewnętrznej oceny ryzyka i uzyskanej dzięki temu niezależności od zewnętrznych agencji ratingowych ponownie zgłasza się żądanie stworzenia dla małych i średnich przedsiębiorstw możliwości oddania analizy ryzyka podmiotom zewnętrznym. Dzięki łatwiejszemu dostępowi do informacji zewnętrznych w ramach współpracy z pewnością możliwe jest zgromadzenie wiedzy specjalistycznej dla rynków specjalnych i uzyskanie większej efektywności kosztowej. To sprawiłoby, że nawet małe i średnie przedsiębiorstwa znalazłyby się w sytuacji dającej im większą niezależność wobec agencji ratingowych. Z zadowoleniem należy przyjąć takie środki. Komitet zdecydowanie uważa jednak, że faktyczna decyzja o wiarygodności kredytowej określonej inwestycji zawsze powinna pozostawać w gestii przedsiębiorstwa i nie powinna być oddawana podmiotom zewnętrznym.

4.5 EKES zauważa, że wdrożenie wniosku prawdopodobnie zwiększy znacząco koszty regulacji ze względu na konieczność rozbudowy systemów zarządzania ryzykiem oraz stworzenia i rozbudowy modeli wewnętrznych. Jednakże z uwagi na groźbę strat dla całego społeczeństwa nie ma innego, alternatywnego rozwiązania.

Bruksela, 23 maja 2012 r.

Przewodniczący
Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego
Staffan NILSSON
