

Dorota Bloch^{*}

KLAUZULE *RATING TRIGGERS* ORAZ ZAGROŻENIE DLA STABILNOŚCI RYNKU Z NICH WYNIKAJĄCE

1. WSTĘP

Jednym z podstawowych zarzutów wobec agencji *ratingowych* w odniesieniu do ostatniego kryzysu finansowego zapoczątkowanego na rynku kredytów hipotecznych *subprime* był fakt, iż zbyt długo wystawiały korzystne *ratingi* w obliczu pogarszającej się sytuacji rynkowej. Nieco później krytyka wobec agencji przybierała dokładnie odwrotny kierunek i dotyczyła ich nadmiernej aktywności w obniżaniu *ratingów*, chociażby państw europejskich. Agencje *ratingowe* często stają wobec dylematu terminowość a stabilność ocen. Niejednokrotnie bowiem zwiększenie dokładności ocen, oznaczać może zmniejszenie ich stabilności, a co za tym idzie, także stabilności rynku. Może się bowiem okazać, że obniżenie oceny danemu emitentowi będzie miało tak niekorzystny wpływ na jego sytuację, że poprowadzi go na skraj bankructwa destabilizując rynek. Dlatego też agencje mogą przejawiać niechęć do obniżek ocen, szczególnie dla dużych, kluczowych graczy rynku oraz w obrębie ocen z pogranicza poziomu inwestycyjnego oraz spekulacyjnego.

Na wstępie poniższe opracowanie wskazuje na szerokie zastosowanie *ratingów* na rynku finansowym wynikające z coraz większej liczby regulacji opartych na *ratingach*, a także skutki jakie ono niesie dla całego rynku. W dalszej części prezentowany jest wspomniany dylemat wobec jakiego stają agencje *ratingowe* pomiędzy stabilnością a dokładnością przyznawanych przez nie ocen. Oba te rozdziały stanowią niejako wprowadzenie, tło dla ostatniej, właściwej części opracowania traktującej o klauzulach *rating triggers* i dostarczającej dowodów na potwierdzenie tezy o wątpliwej ochronie zapewnianej przez tego rodzaju klauzule.

^{*} Doktorantka w Katedrze Zarządzania Finansami, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu.

2. NRSRO I REGULACJE OPARTE NA RATINGACH

Licencją umożliwiającą świadczenie usług *ratingowych* uznawanych przez nadzór rynkowy w Stanach Zjednoczonych jest status NRSRO (*Nationally Recognized Statistical Rating Organization*) przyznawany przez Komisję Giełdy i Papierów Wartościowych. Obecnie miano to posiada dziesięć następujących agencji: *Moody's Investors Service*, *Standard and Poor's*, *Fitch*, *A. M. Best Company*, *DBRS Ltd.*, *Japan Credit Rating Agency Ltd.*, oraz *Egan-Jones Rating Company*, *Kroll Bond Rating Agency* (dawne LACE Financial Corp.), *Morningstar Inc.* (dawne *Realpoint LLC*) i *HR Ratings de México*¹. Nadzór rynkowy na całym świecie posługuje się ocenami *ratingowymi* tych agencji, a poszczególne kraje budują swe regulacje finansowe w oparciu o nie. Regulacje na bazie *ratingów* można podzielić na 3 główne typy:

- 1) wymogi dotyczące ograniczeń inwestycyjnych,
- 2) wymogi kapitałowe,
- 3) wymogi dotyczące ujawniania informacji [Dittrich 2007: 15–17].

Jak widać wiele działań na rynku jest podejmowanych w zależności od *ratingu* posiadanego przez dany walor. Przykładem może być tutaj tworzenie portfela inwestycyjnego. *Ratingi* wyznaczają możliwości inwestycyjne dla wielu podmiotów instytucjonalnych takich jak banki centralne, fundusze powiernicze czy emerytalne. W swych statutach jednostki te posiadają określone limity zaangażowania środków w papiery wartościowe zaliczane przez agencje *ratingowe* do spekulacyjnych. Włączenie bądź wyłączenie danego waloru ze składu portfela zależy więc od jego *ratingu*. *Rating* na poziomie inwestycyjnym otwiera drzwi danemu walorowi, natomiast spadek *ratingu* do poziomu spekulacyjnego powoduje konieczność sprzedaży waloru z portfela inwestycyjnego. Oceny *ratingowe* służą również do ustanawiania minimalnych wymogów kapitałowych dla banków wynikających z regulacji Bazylea II. Druga umowa kapitałowa nakłada bowiem obowiązek oszacowania oraz utrzymania przez banki kapitałów na zabezpieczenie ryzyka kredytowego, rynkowego i operacyjnego. Współczynnik wypłacalności, będący relacją kapitałów własnych do ryzyka, nie może być niższy niż 8%. Do oceny ryzyka mogą służyć *ratingi* wewnętrzne bądź *ratingi* firm zewnętrznych, takich jak uznane agencje *ratingowe*. Bazylea II obowiązuje wszystkie banki w Polsce i w Europie, a także banki międzynarodowe. Posiadanie oceny *ratingowej* może również skutkować określonymi wymogami odnośnie ujawniania informacji. Określony poziom *ratingu* może obniżyć wymogi prawne, a nawet całkowicie znieść nadzór nad danym podmiotem. Celem jest zwolnienie z nadzoru podmiotów o niskim ryzyku.

¹ Lista agencji znajduje się na stronie internetowej Amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd – <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency.htm>.

Ponadto, kredytodawcy często oferują kredytobiorcy bardziej korzystne warunki, jeżeli ten zdecyduje się na podpisanie klauzuli powodujących przeszacowanie, refinansowanie lub ustanowienie zabezpieczenia, jeśli *rating* spadnie poniżej określonego poziomu. Zastosowanie *credit ratingu* w prywatnych kontraktach dotyczących finansowania jest coraz bardziej powszechne i ma coraz większy wpływ na rynek jako całość.

Ten także szeroki zakres zastosowania *ratingów* w regulacjach wskazuje na ich wagę na rynku finansowym, a także na odpowiedzialność, jaka ciąży na agencjach *ratingowych* za ich adekwatność.

3. STABILNOŚĆ A DOKŁADNOŚĆ OCEN RATINGOWYCH

Dokładność ocen *ratingowych* wyrażona jest w korelacji pomiędzy *ratingiem* a ryzykiem niewypłacalności czy straty. Stabilność odnosi się natomiast do częstotliwości oraz wielkości zmian ocen *ratingowych* oraz prawdopodobieństwa trwałości tych zmian.

Stabilność ocen *ratingowych* jest ważna ze względu na fakt szerokiego wykorzystania *ratingów* na rynku finansowym. Częsta zmiana *ratingu* jest bardzo kosztowna, gdyż np. prowadzi do znacznych zmian składu portfela, co z kolei zwiększa koszty transakcyjne, szczególnie w przypadku mniej płynnych papierów wartościowych. Zmiany ocen *ratingowych* mają więc realne konsekwencje dla użytkowników *ratingów*, a decyzje i działania podjęte na ich podstawie, mogą być trudne do odwrócenia. Ze względu na istnienie regulacji opartych na *ratingach* oraz istnienie mechanizmu wyzwalającego konkretne działania w określonych sytuacjach finansowych, stabilność ocen *ratingowych* jest znacząca również dla emitentów oraz regulatorów i nadzorców rynku finansowego. Może ona bowiem wpływać na stabilność rynku, szczególnie, gdy duża liczba podmiotów stosuje podobne rozwiązania w zakresie np. *rating triggers*. Agencje *ratingowe* pełnią rolę strażników rynku finansowego w tym sensie, iż od ocen przez nie przyznawanych zależy dostęp do rynku kapitałowego. Podwyższenie *ratingu* danego emitenta może ułatwić mu dostęp do nowych, większych puli kapitału dłużnego, natomiast jego obniżka może skutecznie go utrudnić. Jeśli pozyskany w ten sposób kapitał zostanie wykorzystany np. na inwestycje w środki trwałe, to zmiany te mogą być trudne do odwrócenia. Z kolei *downgrade* oznaczać może konieczność sprzedaży części majątku w celu pokrycia wyższych zobowiązań, a w skrajnych przypadkach nawet niewypłacalność. W tym kontekście, duże i, być może przejściowe, zmiany *ratingu* mogą być bardzo szkodliwe.

Dokładność ocen *ratingowych* jest z kolei konieczna dla ich powszechnej akceptacji przez uczestników rynku. Tylko użytkownicy przekonani o wysokiej wartości informacyjnej *ratingu* będą skłonni go stosować. Oceny *ratingowe* powinny zawierać wszystkie dostępne w danym czasie informacje, aby dobrze

wypełniały swą funkcję narzędzi służących zewnętrznym podmiotom do klasyfikacji walorów.

Istnieją sytuacje, w których możliwe jest polepszenie jednej z cech bez pogorszenia drugiej. Przykładem mogą tu być poprawa dokładności ocen poprzez polepszenie metodyki stosowanej przez agencję, czy poprawa stabilności poprzez unikanie zbyt częstych zmian *ratingu* ze względu na czynniki nie powiązane z ryzykiem kredytowym np. uleganie szumom informacyjnym. Obie te zmiany dokonują się bez większego wpływu na drugą cechę, która pozostaje na dotychczasowym poziomie. Zazwyczaj jednak zwiększenie stabilności oznacza zmniejszenie dokładności i na odwrót. Jeśli agencja chciałaby zmniejszyć ilość zmian w *ratingach* w ciągu roku, mogłoby to oznaczać, że zmieni jedynie *ratingi* tych emitentów, których ryzyka kredytowe zmieniły się najbardziej, nie dokonując zmian w *ratingach* emitentów, których charakterystyki również się pogorszyły, ale nie tak znacząco. Oznaczałoby to zwiększenie stabilności rynku kosztem dokładności. Innym przykładem jest możliwość reagowania agencji na codzienne wahania cen akcji, co zwiększyłoby dokładność *ratingów*, ale kosztem stabilności. Istnieje więc pewna granica, kompromis pomiędzy dokładnością a stabilnością ocen, wynikający przede wszystkim z faktu, iż informacje o ryzyku kredytowym są ujawniane i przetwarzane stopniowo. Każda nowa informacja sugeruje potencjalne zmiany w *ratingu*, jednak ze względu na wspomniane wyżej kosztowność i trudność odwrócenia zmian dokonanych w odpowiedzi na zmiany *ratingów*, powinny się one dokonywać dopiero w oparciu o dodatkowe informacje potwierdzające i wyjaśniające dany stan rzeczy [Cantor i Mann 2006: 2–3].

4. RATING TRIGGER

Termin *rating triggers* odnosi się do każdej klauzuli w umowie pomiędzy kredytodawcą i kredytobiorcą, umożliwiającej jednej ze stron podjęcie działań ochronnych wobec pogarszającej się zdolności kredytowej drugiej strony, w przypadku, gdy *rating* spadnie poniżej określonego w umowie poziomu. Popyt na emisję instrumentów dłużnych zawierających tego typu klauzulę zgłaszają więc kredytodawcy, w celu ochrony własnego kapitału oraz w celu przezwyciężenia asymetrii informacyjnej. W zamian za tę ochronę godzą się oni na niższe odsetki. Stronę podażową stanowią z kolei kredytobiorcy, którzy są skłonni włączyć taką klauzulę do umowy, ponieważ bez niej kredytodawcy najprawdopodobniej zażądałoby znacznie wyższych *spreadów*. Klauzule *rating triggers* pozwalają zatem na obniżenie kosztów finansowania zewnętrznego dla kredytobiorcy, wymagając od niego jednocześnie utrzymania swej zdolności kredytowej powyżej określonego poziomu.

Choć klauzule *rating triggers* zależą ostatecznie od uzgodnień pomiędzy stronami umowy, możliwe jest określenie podstawowych rodzajów wyzwalaczy *ratingowych*, ze względu na konsekwencje jakie niosą za sobą dla kredytobiorców. Pierwszy typ klauzuli *rating triggers* to *Rating based collateral and bonding provisions*. Jest to klauzula ustanawiana przede wszystkim dla pożyczek bankowych. Aktywacja tej klauzuli nie zmienia warunków finansowania, natomiast wymaga od pożyczkobiorcy ustanowienia aktywów zabezpieczających. Drugim rodzajem klauzuli jest *Rating step-up triggers or rating based pricing grids*, wykorzystywana zarówno dla obligacji jak i pożyczek bankowych. Powoduje, że początkowe oprocentowanie lub wartość kuponu ulega zmianie w przypadku zmiany *ratingu* pożyczkobiorcy lub któregoś z jego wskaźników finansowych. Wyższe oprocentowanie w przypadku *downgradu* pożyczkobiorcy poniżej określonego w umowie poziomu, jest dodatkową premią za zwiększające się ryzyko, jakie ponosi pożyczkodawca. Możliwe jest również ustanowienie przez pożyczkodawcę więcej niż jednego pułapu wyzwalającego, co zwiększy wrażliwość oprocentowania na zmiany w ryzyku kredytowym pożyczkobiorcy. Klauzula ta powoduje więc automatyczny wzrost kosztów kapitału przy pogorszeniu się *standingu* pożyczkobiorcy. Trzecim rodzajem klauzuli jest *Acceleration triggers*. Podobnie jak poprzednia klauzula jest ona wykorzystywana zarówno dla obligacji jak i pożyczek bankowych, dodatkowo używana także w kredytach wspierających (*back-up credit lines*). W przypadku tej klauzuli pogorszenie *ratingu* kredytobiorcy powoduje przyspieszenie spłaty kapitału. Oznacza to, że aktywowanie tej klauzuli zwiększa koszt kredytu oraz wyzwała natychmiastową potrzebę nowego kapitału. Kolejnym rodzajem klauzuli jest *Rating based put provision*, która skutkuje koniecznością wykupu papierów dłużnych od pożyczkodawców. Ostatnią, najbardziej rygorystyczną klauzulą jest klauzula *Rating based default trigger* pozwalająca pożyczkodawcy traktować obniżkę *ratingu* pożyczkobiorcy, a więc jego wzrastające ryzyko kredytowe, jako niezdolność do wywiązania się ze zobowiązań zawartych w umowie, czyli za jego niewypłacalność [Parmeggiani 2012: 6–7].

Rating triggers to broń obosieczna. Z jednej strony zapewnia ochronę inwestorom, lecz z drugiej strony, ze względu na sposób, w jaki działa, może spowodować kryzys płynności lub nawet przyczynić się do ekstremalnych wydarzeń, takich jak upadłość emitenta. Gdy klauzule są aktywowane zwiększa się potrzeba płynności kredytobiorcy, który ze względu na obniżony *rating* cechuje się teraz wyższym ryzykiem kredytowym, co może uniemożliwić mu pozyskanie środków i doprowadzić do jego niewypłacalności. Zjawisko to określane jest mianem *credit cliff* [Haas 2004:14–15]. Wyzwalacze mogą więc dawać zjawisko pseudo ochrony inwestorom, doprowadzając do sytuacji, kiedy ich roszczenia pozostaną niezaspokojone z powodu wywołanej przez klauzule wyzwalające niewypłacalności emitenta. Szczególnie silnie efekt ten działa na pograniczu poziomów inwestycyjnego i spekulacyjnego, gdzie klauzule te są najczęściej

zawierane. Powoduje to, że agencje *ratingowe* decydują się na podjęcie działań obniżających *rating* jedynie w sytuacji, gdy są przekonane, że istnieje małe prawdopodobieństwo, iż sytuacja w krótkim czasie ulegnie zmianie.

Przykładem *credit cliff* może być jedno z najgłośniejszych bankructw ostatniej dekady. Enron był jednym z czołowych przedsiębiorstw branży energetycznej o zasięgu światowym, zatrudniającym około 22 tys. pracowników. Po doniesieniach dotyczących oszustw finansowych, Enron stanął na progu bankructwa. W październiku 2001 r. firma posiadała od agencji S&P ocenę *ratingową* na poziomie BBB+. Po dwukrotnej obniżce *ratingu*, w listopadzie firma była zmuszona ujawnić fakt istnienia klauzul wyzwalających na osiągniętym właśnie poziomie BBB-, a skutkujących przyspieszeniem spłaty 690 mln USD. Kwota ta miała zostać spłacona m. in. Citibank i grupie innych banków w przeciągu tygodnia zamiast dopiero w 2003 r. Wobec niemożności spłaty zobowiązań pod koniec 2001 r. przedsiębiorstwo ogłosiło bankructwo.

Bankructwo Enronu skłoniło największe agencje do zbadania amerykańskich oraz europejskich przedsiębiorstw pod kątem ryzyka, jakie niosą dla nich klauzule wyzwalające. Z opublikowanych badań wynikało, że kilka firm było narażonych na ogromne, dodatkowe ryzyko wynikające z klauzuli *rating triggers*, którego nie były świadome. Niektóre przedsiębiorstwa i kredytodawcy zdecydowali się na usunięcie tego typu klauzuli z własnych umów, kiedy zrozumieli, że mogą one wywołać odwrotny skutek do zamierzonego doprowadzając do kryzysu płynności. Przykładem może być tu chociażby zlokalizowane w Houston El Paso Corp., które zdecydowało się na wyeliminowanie bądź renegotjowanie swoich klauzuli wyzwalających [Report on the Role and Function of Credit Rating..., 2003: 29–30]. Był to pierwszy tak znaczący sygnał dla agencji, iż klauzule mogą być niebezpieczne, skutkujący większą sumiennością i determinacją agencji w uzyskiwaniu informacji dotyczących *rating triggers*. Agencja *Moody's* zareagowała najbardziej zdecydowanie. Starszy wiceprezes agencji – Pamela Stumpp, ostrzegła, iż tego typu klauzule, szczególnie te przyspieszające spłatę długu oraz wbudowane w kredyty wspierające, mogą w przypadku obniżki oceny *ratingowej* przyczynić się do bankructwa pożyczkobiorcy. Jednocześnie zaznaczyła, iż agencja będzie odąd uwzględniać te negatywne skutki stosowania klauzuli *rating triggers* przy nadawaniu swych ocen *ratingowych*, szacując, czy przedsiębiorstwo je posiadające będzie w stanie przetrwać obniżkę [Reason 2002].

Enron nie był jedyną firmą branży energetycznej, która została pogrążona przez klauzule wyzwalające. PG&E stanęło wobec trudności finansowych po tym jak w wyniku prawa deregulującego rynek energetyczny w 1996 r. nastąpił gwałtowny, ponad dziesięciokrotny wzrost cen hurtowych energii. Zagrożeniem dla firm energetycznych okazała się umowa gwarantująca zmniejszenie rachunków konsumentów poprzez uniemożliwienie przerzucenia wzrastających kosztów dostawców energii na klientów, przynajmniej do marca 2002 r. Dodatkowo w 2001 r. wystąpiła susza zmniejszając zasoby taniej hydroenergii, dotąd pozy-

skiwanej przez PG&E na postawie długoterminowych umów z dostawcami i sprzedawanej odbiorcom ostatecznym. Firma zmuszona została więc do zakupu energii poza stanem, od dostawców, z którymi nie była związana długoterminowymi umowami, a więc po cenach rynkowych. To wszystko spowodowało znaczne wzrosty kosztów dla PG&E. Nie mogąc podnieść cen, firma zaczęła mieć problemy ze spłatą zobowiązań. Szczególnie trudne stało się to, kiedy klauzule wyzwalające po dokonanej przez agencje obniżce *ratingu* firmy, umożliwiły instytucjom finansowym zaprzestanie finansowania krótkoterminowych papierów dłużnych PG&E. Brak tego finansowania spowodował niewykonanie wielu krótko- i średniookresowych obligacji i innych walorów. W kwietniu 2001 r. firma ogłosiła upadłość.

Innym przykładem jest AIG, które w 2008 r., w wyniku kombinacji strat rynkowych wynikających ze *swapów* kredytowych² oraz aktywowania wyzwalaczy *ratingowych*, było zmuszone do ustanowienia zabezpieczenia w wysokości 15 mld dolarów. Amerykański ubezpieczyciel nie był w stanie sprostać takiej potrzebie gotówki w krótkim czasie szczególnie, że rynek był sparaliżowany po niedawnym bankructwie banku inwestycyjnego Lehman Brothers. Gwałtowny spadek wartości aktywów jak i zaufania rynku do AIG objawił się w *downgrade* dotychczasowego *ratingu* do poziomu poniżej AA m. in. przez agencje *Moody's* oraz *Standard and Poor's*. Obniżka oceny zdolności kredytowej potentata rynku ubezpieczeń nadwyrężyła możliwości pozyskania finansowania i doprowadziła go do kryzysu płynności. AIG nie zbankrutowało tylko dzięki pożyczce w wysokości 85 mld dolarów udzielonej mu przez Fed, w zamian za którą Rezerwa Federalna objęła blisko 80% udziałów AIG. Zagrożenia płynące z *rating triggers* podsumowała agencja S&P w swoim oświadczeniu dotyczącym obniżki *ratingu* AIG: „Wierzimy, że wyzwalacze zwiększają ryzyko niewykonania i dlatego właściwym jest, aby *ratingi* odzwierciedlały to zwiększone ryzyko. Dwa przedsiębiorstwa mogą być praktycznie identyczne w ramach operacji i bilansu, lecz jeśli jedno ma bardzo rygorystycznie ustanowione klauzule wyzwalające, zazwyczaj będziemy uważać je za posiadające wyższe ryzyko kredytowe [Puccia 2008]. Agencja S&P uważa, iż używanie wyzwalaczy *ratingowych* tworzy dodatkowe ryzyko i może negatywnie wpływać na ocenę zarządzania firmą. Takie zarządzanie jest bowiem w oczach agencji nadmiernie agresywne lub nieostrożne i jako takie stanowi negatywny czynnik przy dokonywaniu oceny *ratingowej*. Jak więc można zauważyć wyzwalacze *ratingowe* mają zarówno bezpośredni wpływ na *ratingi* danego emitenta poprzez oddziaływanie na jego płynność, a także pośredni, poprzez np. ocenę sposobu zarządzania.

² *Credit default swaps*, CDS – instrumenty pochodne służące przenoszeniu ryzyka kredytowego, w których strona wystawiająca CDS zobowiązuje się, za uzgodnione wynagrodzenie, do spłaty długu wobec wierzyciela – osoby kupującej CDS, jeśli jego podstawowy dłużnik nie byłby w stanie spłacić zobowiązania.

Powyższe przykłady pokazują, iż umowy zawierające klauzule wyzwalające oparte na *ratingach* są powszechne w różnych działach gospodarki. Choć klauzule różnią się między sobą (jedne ustanawiają dodatkowe zabezpieczenia, inne wymuszają natychmiastową spłatę zobowiązań w przypadku spadku *ratingu* poniżej określonego poziomu), to często prowadzić mogą do poważnych kłopotów finansowych podmiotu decydującego się na ich podpisanie. Szczególnie zagrożenie to istnieje w okresie dekonunktury i destabilizacji rynku kapitałowego. Wobec powszechnego braku płynności i zaufania na rynku, aktywujące się klauzule mogą dodatkowo utrudnić bądź wręcz uniemożliwić przetrwanie. Klauzule *rating triggers* stanowią więc swoistego rodzaju dźwignię. W okresie koniunktury pozwalają firmie osiągać zwiększone korzyści dzięki niższemu kosztowi uzyskania kapitału, lecz w okresie dekonunktury pomnażają i przyspieszają jej potrzeby kapitałowe, często czyniąc je niemożliwymi do zrealizowania. Z kolei z punktu widzenia inwestorów, dawców kapitałów, klauzule te zapewniają bezpieczeństwo w okresie prosperity wystawcy klauzuli oraz dobrej sytuacji na rynku, dając jednocześnie niewielką ochronę w momencie najbardziej wymaganym, czyli w obliczu problemów danego podmiotu czy całego rynku. Wobec powyższego zasadnym wydaje się pytanie o dopuszczalny zakres stosowania tego typu klauzuli.

Dodatkowo dużym problemem jest brak przejrzystości. Brak kompleksowych regulacji ustalających wymóg ujawniania zakresu oraz charakteru umów zawierających wyzwalacze *ratingowe*, nie pozwala bowiem na określenie rozmiarów zastosowania tych klauzuli na rynku. Jest to zaskakujące szczególnie w obliczu faktu, iż informacja ta ma zasadnicze znaczenie dla inwestorów czy agencji *ratingowych* przy szacowaniu ryzyka danego emitenta a także, jak zostało wskazane powyżej, konsekwencje zastosowania wyzwalaczy mogą być ogromne dla całego rynku i jego stabilności, szczególnie w warunkach kryzysowych. Agencje natomiast nie mogą zmusić emitenta, by ujawnił charakter lub zakres stosowania przez niego *rating triggers*. Jeżeli emitent nie udzieli agencji informacji na temat stosowanych przez niego wyzwalaczy, ani agencja ani inwestorzy nie będą mieli pełnego obrazu profilu kredytowego emitenta. Dodatkowo agencja nie będzie świadoma konsekwencji dokonywanych przez nią *downgradów*. Przejrzystość i ujawnienie stosowania klauzuli *rating triggers* mogą pomóc zmniejszyć niektóre negatywne aspekty ich funkcjonowania. Obligatoryjne ujawnianie nie uchroni rynku przed zakłóceniami spowodowanymi aktywowaniem wyzwalaczy, ale może zwiększyć świadomość uczestników rynku.

5. PODSUMOWANIE

Z powodu coraz szerszego wykorzystania *ratingu* na rynku finansowym, wpływ decyzji podejmowanych przez agencje *ratingowe* odnośnie przyznawanej oceny jest coraz większy i niesie coraz dalsze konsekwencje nie tylko dla danego podmiotu, ale także dla całego rynku. Potwierdzają to przytoczone przykłady

problemów Enronu czy AIG, które m. in. z powodu aktywujących się klauzuli wyzwalających stanęły w obliczu bankructwa. Wobec braku regulacji ustanawiających wymóg ujawniania zakresu oraz charakteru umów zawierających wyzwalacze *ratingowe*, a także faktu, iż zmiany ocen *ratingowych* mają realne i trudne do odwrócenia konsekwencje dla użytkowników *ratingów*, trudno dziwić się, że reakcje agencji nie zawsze są dokonywane w odpowiednim czasie i z odpowiednią częstotliwością. Klauzule *rating triggers* powinny być zatem ściślej uregulowane a także stosowane z większą ostrożnością, by nie stanowiły zagrożenia lecz rzeczywistą ochronę dla uczestników rynku.

BIBLIOGRAFIA

- Cantor R., Mann Ch., 2006, *Analyzing the Tradeoff Between Ratings Accuracy and Stability*, Moody's Special Comment, wrzesień.
- Dittrich F., 2007, *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*, Working Paper Series, University of Cologne, 04.06.2007.
- Haas F., 2004, *Market dynamics associated with credit ratings. A literature review*, Europejski Bank Centralny, Occasional Paper Series No. 16, czerwiec.
<http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency.htm> [data dostępu: 01.04.2013].
- Parmeggiani F., 2012, *Rating triggers, market risk and the need for more regulation*, Hauser Global Law School New York University, 30.06.2012.
- Puccia M., 2008, *Evaluating Liquidity Triggers In Insurance Enterprises*, Standard and Poor's, 11.11.2008.
- Reason T., 2002, *Not trigger happy*, „CFO Magazine”, 21.02.2002.
- Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets As Required by Section 702(b) of the Sarbanes–Oxley Act of 2002*, 2003, U.S. Securities and Exchange Commission, styczeń.

Dorota Bloch

KLAUZULE RATING TRIGGERS ORAZ ZAGROŻENIE DLA STABILNOŚCI RYNKU Z NICH WYNIKAJĄCE

Rating jest powszechnie wykorzystywanym narzędziem na rynku finansowym. Obok zastosowania go dla celów tworzenia portfela inwestycyjnego czy określenia wymogów kapitałowych coraz szersze staje się wykorzystanie *ratingu* w umowach prywatnych między dawcą i biorcą kapitału, tzw. klauzulach *rating triggers*. Zasadniczym celem opracowania jest przedstawienie dowodów na prawdziwość tezy, iż klauzule te, tworzone w celu ochrony kapitału kredytodawcy, mogą de facto prowadzić do poważnych zagrożeń zarówno dla kredytodawcy, kredytobiorcy, a w określonych warunkach nawet dla stabilności całego rynku. W niniejszym opracowaniu autorka wyjaśnia czym są klauzule *rating triggers*, dokonuje klasyfikacji podstawowych rodzajów wyzwalaczy *ratingowych* ze względu na konsekwencje, jakie niosą dla kredytobiorców oraz opisuje jedno z najpoważniejszych zagrożeń związanych z tymi klauzulami, a mianowicie zjawisko *credit cliff*. Artykuł kończy się analizą przypadków *credit cliff* potwierdzających destrukcyjny wpływ aktywowania się tego rodzaju klauzuli zarówno na podmiot je podpisujący jak i na rynek jako całość.

RATING TRIGGERS CLAUSES AND RISK FOR MARKET STABILITY RESULTING FROM THEM

Rating is a widely used tool on the financial market. Not only is it used for estimating investment opportunities of various institutional entities or for evaluating their capital requirements, but also in private agreements between a capital donor and a recipient, which are called *rating triggers* clauses. The main goal of this paper is to provide evidence of the truth of the thesis that these clauses, created to protect the lender's capital, may in fact lead to a serious threat both to the lender, the borrower, and, in certain circumstances, even the stability of the market. In the article the author explains what rating triggers clauses are, classifies main types of rating triggers, due to the consequences they carry to borrowers and describes one of the most serious threats associated with those clauses, namely the credit cliff phenomenon. The article concludes with an analysis of credit cliff examples proving disruptive impact of activating this type of clauses both on the entity who signs them and the market as a whole.