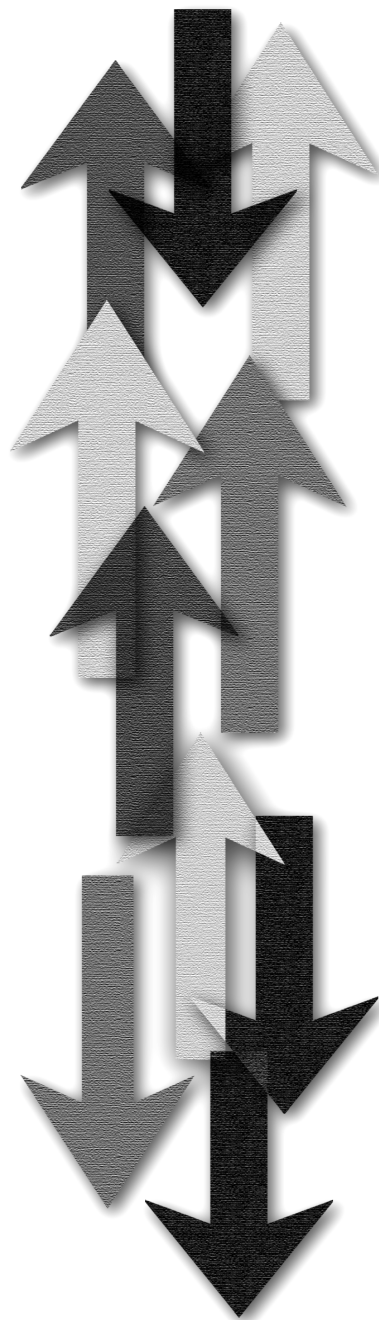


**Ryzyko
inwestycyjne
Polski**

Nr 86
2 0 0 6



BRE BANK SA



**Centrum Analiz
Społeczno-Ekonomicznych**

Publikacja jest kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR-CASE

CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa

00-010 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

BRE Bank SA

00-950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Copyright by: CASE -- Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa i BRE Bank SA

Redakcja naukowa

Ewa Balcerowicz

Sekretarz Zeszytów

Krystyna Olechowska

Autorzy

Tomasz Bogus

Mateusz Markiewicz

Mateusz Szczurek

Projekt okładki

Jacek Bieńkowski

DTP

SK Studio

ISSN 1233-121X

Wydawca

CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa, 00-010 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

Nakładca

Fundacja BRE Banku, 00-950 Warszawa, ul. Królewska 14

Oddano do druku w październiku 2006 r. Nakład 300 egz.

SPIS TREŚCI

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM	4
WPROWADZENIE	5
OCENA RYZYKA INWESTYCYJNEGO POLSKI W PORÓWNANIU Z KRAJAMI NASZEGO REGIONU – Mateusz Szczurek	13
ZNACZENIE OCENY RATINGOWEJ DLA PRZEDSIĘBIORSTW FINANSUJĄCYCH SIĘ NA RYNKU KAPITAŁOWYM – Mateusz Markiewicz	19
Dług korporacyjny	19
Rating oceną zdolności kredytowej przedsiębiorstw	21
ZNACZENIE OCENY RATINGOWEJ DLA PRZEDSIĘBIORSTW FINANSUJĄCYCH SIĘ NA RYNKU KAPITAŁOWYM – Tomasz Bogus	23
Kiedy i do czego potrzebny jest rating	23
Korzyści z posiadania oceny ratingowej	24
Znaczenie oceny ratingowej dla kredytu	25

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM

Adam Antoniak	MF
Ewa Balcerowicz	CASE
Tomasz Bogus	BRE Bank
Wojciech Burzyński	IKCiHZ
Marek Chopin	PAP
Beata Czakańska	BHW
Marek Dąbrowski	CASE
Renata Dobrzyńska	Fitch Polska
Stefania Frączkowska	SO Salwador
Iwona Fudała-Poradzińska	MF
Maja Goettig	BPH
Małgorzata Jakubiak	CASE
Franciszek Kaczmarek	Computerland
Justyna Kalbarczyk	BRE Bank
Elżbieta Kamińska	Fitch Polska
Stefan Kawalec	
Anna Kolasa	ING Bank Śląski
Edward Kozłowski	Reas
Maciej Krzak	PKPP Lewiatan
Jan Macieja	INE PAN
Michał Magdziarz	BRE Bank
Edward Majewski	SGGW
Grzegorz Marczak	Transparency International
Mateusz Markiewicz	PKN Orlen
Katarzyna Marton-Gadoś	WSHiP
Andrzej Miciński	BHW
Małgorzata Mikita	WSHiP
Róża Milic-Czeriak	Pekao
Marek Misiak	NŻG
Marcin Murawski	BGK
Krystyna Olechowska	CASE
Wojciech Paczyński	CASE
Jerzy Eugeniusz Pawlak	Stowarzyszenie Ambasador
Halina Polijaniuk	BFG
Bogdan Radomski	SGH
Andrzej Śniecikowski	Zmiany Investment
Jan Solarz	AF
Katarzyna Soszka	PAP
Tomasz Stankiewicz	WNE UW
Marek Strzelecki	Dow Jones
Małgorzata Sylwestrzak-Bubak	BHW
Wiesław Szczuka	BRE Bank
Mateusz Szczurek	ING Bank Śląski
Radosław Szramel	BRE Bank
Andrzej Tamosiunas	Green Stream Network
Bogusław Tatarewicz	TG Zmiany
Stanisław Uptawa	Ministerstwo Gospodarki
Leszek Wojciechowski	BRE Bank
Mariusz Wójcik	Raiffeisen Bank Polska
Przemysław Woźniak	CASE
Magdalena Zachłód	MF
Piotr Zagajewski	Raiffeisen Bank Polska
Jadwiga Zaręba	BPH

Wprowadzenie

Na międzynarodowym rynku finansowym o pieniądze inwestorów przez emisje dłużnych papierów wartościowych zabiega wiele podmiotów. Mają one różną sytuację finansową i oferują odmienne warunki spłaty zaciągniętych pożyczek. W efekcie inwestorom trudno jest zorientować się jak znaczne ryzyko ponoszą powierzając im swoje pieniądze, a co za tym idzie, czy proponowane wynagrodzenie jest odpowiednie. Aby przeanalizować niezbędne informacje musieliby dysponować odpowiednią wiedzą i czasem. Znacznym ułatwieniem i wskazówką są dla nich ratingi.

Czym jest rating

Rating to niezależna i obiektywna ocena ryzyka kredytowego podmiotu zaciągającego dług na rynku, czyli opinia dotycząca możliwości obsługi zobowiązań zaciąganych przez dany podmiot. Opinie o możliwości obsługi zobowiązań płatniczych wydają wyspecjalizowane agencje ratingowe. Są to specjalistyczne instytucje doradztwa inwestycyjnego, które przeprowadzają jakościową klasyfikację dłużnych papierów wartościowych pod kątem wiarygodności finansowej ich emitentów oraz warunków panujących na rynku, w tym np. sytuacji politycznej.

Ocenić mogą zostać poddane: kraje; samorządy lokalne; instytucje finansowe; przedsiębiorstwa; fundusze inwestycyjne. Można wyróżnić dwa rodzaje ratingu: pierwszy to kredytowa ocena klasyfikacyjna podmiotu (rating podmiotu); jest to opinia o ogólnej zdolności podmiotu do wywiązywania się ze swych zobowiązań finansowych; drugi to kredytowa ocena klasyfikacyjna dotycząca konkretnej emisji; jest to bieżąca opinia o zdolności kredytowej emitenta w odniesieniu do konkretnego zo-

bowiązania finansowego, określonej klasy zobowiązań finansowych lub określonego programu finansowego. Agencje ratingowe mogą dokonywać także specjalistycznych ocen klasyfikacyjnych dotyczących pożyczek bankowych i lokat prywatnych. Rodzajów ocen ratingowych jest coraz więcej, ponieważ rynki finansowe stają się coraz bardziej skomplikowane. Oceny ratingowe mogą być długoterminowe (*long-term rating*) – takie dotyczą na przykład emisji 5-letniego programu obligacji, oraz krótkoterminowe (*short-term rating*) – do 12 miesięcy.

Ocena ratingowa jest ważnym elementem przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, ponieważ analiza prowadzona przez agencje obejmuje szerszy zakres badań niż tradycyjna analiza finansowa. W rezultacie odsetki, czyli cena, jaką emitent obligacji płaci za pożyczane na rynku pieniądze, zależy od oceny ratingowej. Z tego też powodu oceny agencji ratingowych są istotne dla nabywców obligacji. W rezultacie rentowność obligacji, czyli cena jaką trzeba zapłacić za pożyczane w ten sposób pieniądze, jest ściśle związana z oceną przyznaną im przez agencje ratingowe. Ponadto przepisy prawne w wielu krajach ograniczają możliwości inwestowania do inwestowania jedynie w bezpieczne dłużne papiery wartościowe, a poziom bezpieczeństwa oceniany jest właśnie na podstawie ratingów. Agencja na bieżąco monitoruje nadany przez siebie rating do momentu wykupu papierów dłużnych. W każdej chwili, jeżeli zaistnieją uzasadnione przesłanki, ocena ratingowa może być zweryfikowana i zmieniona. Dlatego oceny agencji ratingowych ważne są nie tylko dla inwestorów, ale także dla pożyczających pieniądze na rynkach finansowych.

Do uznanych, czołowych międzynarodowych instytucji ratingowych należą: Fitch Ratings, Standard & Poors, Moody's Investors Service. Na świecie działa ich kilkadziesiąt, ale część ogranicza się do rynków lokalnych. Pierwszy na świecie rating został wydany ponad 90 lat temu, w 1909 r. przez amerykańską agencję Moody's. W Polsce pierwsze oceny wiarygodności kredytowej uzyskał w 1995 r. skarb państwa. Kilka lat po utworzeniu Moody's zostały stworzone kolejne agencje ratingowe – w 1913 r. Standard&Poor, a w 1923 r. – Fitch. Dziś każda z nich działa globalnie i wydaje rocznie kilka tysięcy ratingów, zarówno dla poszczególnych firm, jak i dla emitowanych przez nie papierów dłużnych.

Wszystkie trzy działają na polskim rynku, ale biuro w naszym kraju ma tylko Fitch. Agencja wierzy, że członkostwo Polski w UE i łatwiejszy dostęp do światowych rynków kapitałowych spowoduje większe zainteresowanie firm uzyskaniem ratingu, bo bez niezależnej oceny wiarygodności pozyskanie kapitału za granicą jest praktycznie niemożliwe. Jednak na razie zainteresowanie polskich firm przyznaniem ratingu nie jest zbyt duże. Dotychczas na ponad 400 krajowych podmiotów, które wyemitowały papiery dłużne, rating uzyskało tylko 50. Niestety na polskim rynku, inaczej niż w rozwiniętych gospodarkach, rating jeszcze rzadko przekłada się na cenę emitowanych obligacji, czy oprocentowanie kredytu bankowego.

Oceny ratingowe przyznawane przez agencje wyrażane są za pomocą symboli, zazwyczaj w formie liter oraz modyfikatorów, takich jak cyfry lub znaki (+) i (-). W ratingu międzynarodowym wyróżnia się dwa poziomy ocen: wyższy – inwestycyjny, i niższy – spekulacyjny. Poziom inwestycyjny oznacza, że mamy do czynienia z podmiotem o niskim lub umiarkowanym ryzyku; poziom spekulacyjny wskazuje na ryzyko większe lub bardzo duże. Każda z agencji stosuje własne systemy ocen, ale różnią się one niewiele. Wiele agencji ratingowych stosuje oceny zarówno w walucie krajowej, jak i w walucie zagranicznej. Wyrażają one zdolność podmiotu do sprostania wymaganiom finansowym określonym w walucie danego kraju i w dewizach. Rating może być nadany emisji papierów dłużnych (obligacji lub krótkoterminowych papierów dłużnych) lub podmiotowi zaciągającemu zobowiązanie na rynku finansowym.

Nadany już rating jest monitorowany przez agencję do momentu wykupu przeprowadzonej emisji. Agencja ma prawo w każdej chwili do weryfikacji nadanego ratingu (zarówno w górę jak i w dół) w przypadku, gdy wystąpią okoliczności lub zdarzenia uzasadniające taką decyzję.

Za granicę tylko z ratingiem

Na rynku amerykańskim niewielu inwestorów kupi papiery dłużne, które nie mają ratingu. Firma musi liczyć się z tym, że bez oceny zmniejsza się krąg inwestorów, do których mogłyby trafić papiery. W USA pracowano na to kilkadziesiąt lat. Ratingi upowszechniły się do tego stopnia, że 95 proc. emisji papierów dłużnych ma przynajmniej dwie oceny od konkurujących ze sobą agencji. Zaś większość instytucji finansowych w ogóle nie ma prawa inwestować w obligacje nieposiadające przynajmniej jednego ratingu. Np. amerykańskie fundusze emerytalne kupują tylko papiery posiadające bardzo wysoką ocenę AA i to przyznaną przez co najmniej dwie różne agencje.

Zawsze pierwsze o rating starały się banki, bo to pozwalało im działać na rynkach zagranicznych. Tak było również w Polsce. Spośród firm pierwsze startują duże przedsiębiorstwa. W Polsce rating posiada zaledwie około 40 podmiotów, przy czym większość z nich (około 30) to instytucje finansowe oraz samorządy. Na zachodzie wiele firm ma więcej niż jeden rating; występuje o nie do różnych agencji. W Polsce trzy oceny posiada tylko jedna spółka – TP SA. Kilka podmiotów ma dwa ratingi, np. ITI.

Najwięcej ratingów w Polsce mają gminy i miasta (m. in. Łódź, Poznań, Kraków, Gdańsk, Szczecin, Bydgoszcz, Płock, Żary, Ostrów). Mają one obowiązek uzyskania ratingu, jeśli chcą zadłużać się za granicą. Coraz częściej o przyznanie ratingu występują duże banki komercyjne, które często finansują się emisjami papierów dłużnych, także za granicą. W marcu Kredyt Bank wyemitował euroobliga-

cje za 150 mln euro, a w listopadzie BRE Bank takie same papiery o wartości prawie 125 mln euro. Obie emisje mają ratingi przynajmniej od jednej agencji. W sumie ratingi ma już 14 banków działających w Polsce. Poza gminami i bankami po ratingi muszą zgłosić się też firmy emitujące swe papiery dłużne za granicą. Uzyskanie oceny wiarygodności nie jest co prawda obowiązkowe, ale na Zachodzie nikt nie kupi obligacji przedsiębiorstwa – zwłaszcza pochodzącego z tzw. emerging market (ryнку wschodzącego) – nieposiadającego ratingu. Na razie jednak na emisję papierów dłużnych za granicą decyduje się jednak niewiele firm. Minimalna wartość takiej emisji to 100 mln dol., co ogranicza grono potencjalnych emitentów wyłącznie do największych polskich firm. Do tej pory jedynymi polskimi firmami, które mają ratingi aż od trzech agencji, są Netia i Telekomunikacja Polska. Najlepszym ratingiem, jaki dostały obligacje polskiej firmy od międzynarodowej agencji jest BBB+. Taką oceną mogą pochwalić się m.in. BPH, Kredyt Bank i TP SA. Identyczny rating mają emitowane

Tabela 1. Rating międzynarodowy

Opis znaczenia oceny	Moody's	Standard & Poor's	Fitch
Kategoria inwestycyjna			
Wyjątkowa zdolność wywiązywania się z podjętych zobowiązań finansowych	Aaa	AAA	AAA
Bardzo wysoka zdolność wywiązywania się z podjętych zobowiązań	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-
Kategoria spekulacyjna			
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 wnioski 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

na rynkach zagranicznych obligacje polskiego rządu. Ratingi upowszechnią się wraz z rozwojem polskiego rynku papierów dłużnych, który jest jeszcze w powijakach. Brakuje zwłaszcza rynku wtórnego, który wyceniałby obligacje m.in. w zależności od tego, czy posiada rating i jaki. Nawet jeśli nabywca obligacji jest zmuszony odsprzedać je przed terminem wykupu – robi to poza rynkiem publicznym, korzystając z pośrednictwa banku-opiekuna emisji. Niektóre firmy obawiają się, że agencja ratingowa negatywnie oceni jej zdolność do regulowania zobowiązań, co utrudni np. negocjacje z bankami na temat kredytów. Takie obawy są irracjonalne, podkreślają specjaliści, bo agencje ratingowe sporządzają także ratingi niepublikowane, które zostają tylko do wiadomości zleceniodawcy. Choć przedstawiciele agencji ratingowych podkreślają, że polski rynek ratingów złote lata ma jeszcze przed sobą, to niektóre banki działające w Polsce obniżają oprocentowanie kredytów firmom mającym dobrą ocenę wiarygodności wydaną przez renomowaną agencję. Rating, jak się okazuje, może być jednym z argumentów przemawiających za poprawą wiarygodności kredytobiorcy. Takie przypadki się już zdarzały.

Rating się opłaca

Im wyższy rating, tym łatwiej pożyczać na rynku pieniądze przez sprzedaż papierów skarbowych (bonów i obligacji skarbowych). Łatwiej i taniej, bo im wyższa ocena emitenta, tym mniejszej premii za ryzyko (dodatkowego wynagrodzenia w postaci wyższego oprocentowania) oczekują nabywcy obligacji (często – inwestorzy zagraniczni, dla których rating ma bardzo duże znaczenie). W ten sposób pozyskiwanie pieniędzy na sfinansowanie deficytu budżetowego (emisja nowych papierów skarbowych) i obsługa długu publicznego (wyplata odsetek i wykup wcześniejszych serii papierów) staje się tańsza dla państwa – a więc także dla kieszeni podatników.

Ocena ratingowa kraju ma bardzo duże znaczenie także dla przedsiębiorstw prywatnych. Niska ocena ratingowa kraju skutkuje utrudnieniami dla podmiotów gospodarczych w dostępie do środków finansowych za granicą, czyli w efekcie koszty pozyskania kapitału poprzez emisję euroobligacji mogą okazać się wyższe niż przedsiębiorstw funkcjonujących w kraju o lepszym ratingu. Obowiązuje także zasada, że ocena przedsiębiorstwa nie może być wyższa niż ocena kraju, w którym dany podmiot funkcjonuje. Zdarzają się jednak wyjątki. Polska, według Fitch Ratings, posiada rating inwestycyjny na poziomie BBB+ z pozytywną perspektywą. Przypomnijmy, że podobnie jak w przypadku emisji papierów skarbowych, także przy sprzedaży obligacji firm (a więc – pożyczaniu pieniędzy na rynku) o cenie papierów (a więc o ich rentowności – dochodowości – oprocentowaniu) decyduje w dużej mierze ocena ratingowa.

Procedura oceny ratingowej

Procedurę przygotowywania oceny ratingowej przez agencję ratingową Fitch Polska szczegółowo opisała „Rzeczpospolita”. Przy ocenie spółki agencja ratingowa bierze pod uwagę wiele czynników. Największe znaczenie mają finanse, ale oceniane są także: otoczenie makroekonomiczne, branża, w której działa spółka (w kraju i w regionie), jakość operacyjna, zarząd, pozycja i udział w rynku. Uwzględniane są również zasady ładu korporacyjnego. Nie wszystkie dane są zamieszczane w raporcie, ale im więcej informacji firma przekaze agencji, tym lepiej dla niej, bo analitycy mając więcej materiału, będą mogli dokładniej poznać sytuację. Wszystkie poufne dane, które są przekazywane agencji, pozostają poufne. Zresztą firma przed opublikowaniem raportu dostaje go, by sprawdzić, czy jakieś niepożądane informacje nie przedostaną się na zewnątrz. Agencja ratingowa, podkreślają specjaliści, nie jest po to, by znaleźć coś złego w funkcjonowaniu firmy, ale po to, by wyrazić opinię o jej wiarygodności kredytowej.

Przedsiębiorstwo ma do wyboru rating międzynarodowy oraz tańszy krajowy, którego nie można jednak porównywać w skali międzynarodowej. Cena jest z reguły stała. Najpierw płaci się za nadanie ratingu, a później co rok za jego aktualizację. Przy dużych emisjach papierów dłużnych opłata jest inna, zależy od wartości emisji. Nadanie ratingu krajowego kosztuje około 100 – 120 tys. zł (plus VAT), a w przypadku ratingu międzynarodowego stawki zaczynają się od 50 tys. euro (plus VAT). Istnieje możliwość negocjacji cen. W Polsce daleko nam jeszcze do standardów obowiązujących na rynkach rozwiniętych, ale i u nas banki przy udzielaniu kredytów coraz częściej zwracają uwagę na to, czy firma ma rating. Jeśli ma, może wynegocjować lepsze warunki. Zdarza się, że także firmy leasingowe zwracają uwagę na ocenę wiarygodności. Jest ona też niezbędna, jeśli współpracuje się z międzynarodowymi firmami, które zlecają podwykonawstwo wyłącznie spółkom z przyznaną oceną wiarygodności kredytowej. Rating służy promocji, bo dzięki niemu firma jest przejrzysta. Rating zabezpiecza przed ryzykiem, bo wiadomo, czego można spodziewać się po przedsiębiorstwie.

Ocena może także poszerzyć dostęp do rynków finansowych, zachęcić do zakupu papierów dłużnych wyemitowanych przez przedsiębiorstwo. Dzięki temu mogą spaść koszty pozyskania kapitału. Ocena ratingowa uwiarygodnia dane finansowe spółki, jej pozycję na rynku i przez to zwiększa prestiż. Jest ważnym elementem uwzględnianym przez inwestorów przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

W Polsce nie ma przepisów nakazujących przeprowadzenie procedury nadania ratingu, ale rating staje się przepustką do świata poważnych finansów. To nie jest propozycja dla firm dwuosobowych, raczej dla większych, zwłaszcza tych, które potrzebują pieniędzy. Jeśli firma korzysta z wielu źródeł finansowania, powinna pomyśleć o ratingu. Najpierw trzeba odpowiedzieć sobie na pytanie, po co ra-

ting jest potrzebny, do czego może być wykorzystany? Jeżeli jego posiadanie pozwoli zwiększyć obroty czy też obniży koszty finansowania działalności ze źródeł zewnętrznych, to warto się o niego starać.

Polskie firmy wciąż boją się ubiegać o rating. Twierdzą na przykład, że konkurencja dowie się o nich czegoś nowego. Przedstawiciele agencji ratingowych kwitują to jednym zdaniem: dobra konkurencja i tak dużo wie. Przedsiębiorstwa muszą uwierzyć, że nawet jeśli trochę się odkryją, to i tak zyskają dużo więcej. Pokażą bowiem kontrahentom i inwestorom, czego można się po nich spodziewać.

Analizie poddawana jest charakterystyka branży: stan ogólny i perspektywy rozwoju sektora, miejsce spółki na tle danej branży, uwarunkowania prawne sektora, istnienie szczególnych preferencji i/lub ograniczeń w branży określanych przez państwo, inne kwestie istotne dla prawidłowej oceny sytuacji spółki w sektorze. Analizuje się także czynniki warunkujące popyt i podaż, czyli popyt bieżący i prognozowany, sezonowość popytu oraz charakterystykę podaży w branży, u konkurencji itp. Analizuje się sytuację prawną przedsiębiorstwa: status prawny, prawa własności do gruntów, nieruchomości. Elementem analizy jest program rozwoju i inwestycje: plan strategiczny firmy, biznesplan, plany marketingowe, wielkość, źródła finansowania i struktura nakładów inwestycyjnych realizowanych w ostatnich trzech latach, wielkość, źródła finansowania i struktura planowanych nakładów inwestycyjnych na najbliższe trzy lata, stosowane metody analizy efektywności inwestycji i szacowania strumieni gotówki związanych z projektami inwestycyjnymi. Analizowane jest zarządzanie obowiązujące w firmie: struktura własności, schemat i opis struktury organizacyjnej przedsiębiorstwa, struktura zatrudnienia, polityka płacowa, planowane zmiany zasad wynagradzania, informacje o kadrze zarządzającej, systemy kontroli i informacji, stosowany system księgowości i rachunkowości zarządczej. Analitycy zainteresowani są także zatrudnieniem: związki zawodowe, spory zbiorowe, strajki itp., formy współpracy i komunikowania się kierownictwa z załogą, przeprowadzone restrukturyzacje zatrudnienia. Analizowane są produkty i usługi przedsiębiorstwa: stopień zróżnicowania produktów i przychodów, prowadzone badania rynku, podstawowe grupy nabywców (segmenty), relacje z klientami, relacje z dostawcami, zamówienia, podpisane kontrakty, ryzyko związane ze środowiskiem naturalnym. Ważna jest również analiza finansowa: publikowane raporty roczne za ostatnie trzy lata, zatwierdzone bilanse, rachunki wyników, rachunki przepływów środków pieniężnych wraz z uwagami audytorów za ostatnie trzy lata, inne raporty finansowe sporządzane przez firmę: budżety operacyjne, inwestycyjne, prognozy finansowe itp., plany finansowe na najbliższe trzy lata, informacja o kredytach, pożyczkach, zobowiązaniach pozabilansowych (w tym leasing), dodatkowe zabezpieczenie płynności (tzw. back-up liquidity): dostępne linie kredytowe (nazwa kredytodawcy, termin wymagalności kredytu, rodzaj, kwota i waluta kredytu, stopień wykorzystania, oprocentowanie, zabezpieczenie), sposób zarządzania długiem, struktura kosztowa, rentowność produktów, zarządzanie kapitałem obrotowym, sposób finansowania programów rozwojowych, ryzyko kursowe, ryzyko

stopy procentowej, wykorzystanie instrumentów pochodnych, polityka dywidendy. I wreszcie – emisja papierów dłużnych, czyli memorandum informacyjne planowanej emisji.

Ryzyko inwestycyjne Polski było tematem 86 seminarium BRE-CASE. Seminarium zorganizowała Fundacja CASE we współpracy z BRE Bankiem SA w ramach stałego cyklu spotkań panelowych. Seminarium odbyło się w Warszawie, w październiku 2006 r.

Organizatorzy zaprosili do wygłoszenia referatów: Tomasza Bogusa, dyrektora banku ds. sieci oddziałów korporacyjnych BRE Banku SA, Mateusza Markiewicza, dyrektora Biura Zarządzania Finansami PKN Orlen SA oraz Matusza Szczurka, głównego ekonomistę ING Banku Śląskiego SA.

Literatura

Dodatek Dobra Firma nr 213, „Rating poprawia wizerunek przedsiębiorstwa”, Rzeczpospolita 10 września 2004

Jan Mazurek, „Jankesi, matadorzy i samuraje”, Forbes 20 września 2006

Maciej Samcik, „Kiedy w Polsce większą popularność zdobędą ratingi?”, Gazeta Wyborcza 26 grudnia 2001

<http://gospodarka.gazeta.pl/gospodarka/1,37397,3682913.html>

<http://www.nbportal.pl/pl/np/bloki/rynki/ratingi>

http://www.ipo.pl/rynek_kapitalowy/obligacje_korporacyjne/rating_443.html

Ocena ryzyka inwestycyjnego Polski w porównaniu z krajami naszego regionu

W kategoriach bezwzględnych, ocena ratingowa Polski (BBB+ wg agencji S&P i Fitch oraz A2 wg Moody's) nie jest oceną złą. Oznacza ona „wystarczającą”, bądź „silną” zdolność rządu do regulowania swoich zobowiązań zagranicznych. W porównaniu z innymi krajami regionu ocena polskiej wiarygodności

kredytowej jest słaba i ma to odzwierciedlenie w koszcie pozyskania kapitału przez polski rząd. Dochodowości polskich euroobligacji są o 16 pkt. bazowych wyższe niż niemiecka krzywa dochodowości; różnica ta jest bliska zeru (bądź wręcz ujemna) dla Czech, Słowacji, czy krajów nadbałtyckich (tabela 1).

Tabela 1. Polska a kraje regionu

Kraj	Rating (S&P)	Spread	Problemy
Czechy	A-	0,4	Paraliż rządowy, wcześniejsze wybory niemal pewne, wzrost deficytu budżetowego
Polska	BBB+	15,8	Jw, tylko trochę lepiej
Słowacja	A	0,5	Zmiana rządu na gorszy, ryzyko zbyt dużej inflacji i deficytu
Węgry	BBB+	26,2	Inflacja, deficyt budżetowy, dług publiczny, niestabilność zewnętrzna, prawdopodobne spowolnienie gospodarcze, zamieszki
Słowenia	AA	-4,8	
Łotwa	A-	-2,2	Problemy z kontrolą koniunktury, za to zupełnie pomijalny dług publiczny
Litwa, Estonia	A	-0,7	
Włochy	AA-	4,4	
Ukraina*	BB-	590	

*Obligacje 3-letnie zamiast 10-letnich.

Źródło: ING Financial Markets

Ciekawe jest jednak to, że rating nie jest jedynym wyznacznikiem kosztów obsługi długu. Widać to doskonale w rozbieżności średniej dochodowości obligacji krajów z ratingiem A i BBB (odpowiednio 29,2 i 55,1pkt ponad krzywą dochodowości USA, czy Niemiec), a tymi wskaźnikami dla krajów Centralnej Europy (te drugie są znacznie niższe, przy takich samych ratingach, patrz tabela 2).

Tabela 2. Średnie spready wg ratingu (5.10.2006)

AAA	-4.5
AA	7.2
A	29.2
BBB	55.1

Źródło: ING Financial Markets, Reuters

Dlaczego więc ryzyko inwestycyjne wycenione w koszcie pozyskania kapitału jest najwyraźniej inne niż te szacowane przez agencje ratingowe? Pewnym wyjaśnieniem jest bardzo niewielka podaż euroobligacji emitowanych przez kraje Centralnej Europy, która zaniża ceny tych instrumentów.

W czym rating jest lepszy od prostej wyceny rynkowej długu – darmowej i dostępnej dla każdego. Po pierwsze, rating można (i często trzeba) otrzymać *przed* emisją długu, co pozwala na sensowną wycenę. Po drugie, rating zabezpiecza w pewnym stopniu przed nieracjonalnością wyceny rynkowej (efekt stadny). Po drugie, rating jest nie tylko techniczną wyceną prawdopodobieństwa niewypłacalności. Jest również wartością samą w sobie. Regulacje systemu bankowego (Basel II) powodują, że inwestycje w aktywa o większym ratingu są obciążone mniejszymi restrykcjami kapitałowymi. Pew-

ne grupy inwestorów definiują swoją przestrzeń działania przez rating właśnie i z definicji nie inwestują w dług o zbyt niskiej ocenie ryzyka inwestycyjnego (niezależnie jak trafna jest ta ocena).

Warto więc szacować i modelować nie tyle samo ryzyko inwestycyjne (co jest też ważne), ale i rating – chociaż to twór tworzony przez kilka niezależnych agencji i rządzący się swoimi prawami. Inne powody, dla których rating jest ważny jako niezależny byt to ograniczenia najwyższego ratingu firmy do poziomu ratingu jej macierzystego kraju (*sovereign ceiling*). Zasada, że firma nie może mieć wyższej wiarygodności kredytowej niż rząd obowiązywała wiele lat. Stosowanie zasady *sovereign ceiling* było poważnym ograniczeniem dla rozwoju firm działających w danym kraju (bezpośredniego dostępu do kapitału), które oceniane były przez pryzmat funkcjonowania rządu i prowadzonej przez niego polityki. Coraz częściej, co warto odnotować, rezygnuje się ze stosowania tej zasady. Zarówno Fitch jak i Moody's zerwały z tą praktyką, zwłaszcza w odniesieniu do krajów nowych członków UE. Stąd też, na przykład, polska firma może mieć wyższy rating niż polski rząd.

Powyższe argumenty pokazują, że warto być może modelować nie tylko ryzyko inwestycyjne danego kraju, ale również jego przyszły rating, bo i ten może bezpośrednio wpłynąć na ceny aktywów w danym kraju.

Rating jest jednak rzeczą na tyle sterowaną przez niewielką liczbę instytucji czy osób, że zasadne jest pytanie: po co w ogóle modelować, skoro można spytać? Chyba jednak, nie. Znając

władzę i moc zmian ratingu nie jest łatwo (będąc agencją ratingową) prowadzić politykę informacyjną w tych sprawach. Po drugie, choć agencje oprócz oceny ratingowej ogłaszają perspektywę jej zmian, ta druga nie jest z natury rzeczy doskonała (przykładem mogą być dosyć nerwowe zmiany perspektywy ratingu Polski w okresie 2003–2005 przeprowadzane przez agencję S&P).

ING Bank co pewien czas uruchamia model do prognozowania zmian ratingów ponad 100 krajów. Mówimy tu jedynie o *pośrednim* szacowaniu ryzyka inwestycyjnego – problemem nie jest więc szacowanie prawdopodobieństwa niewypłacalności rządu, lecz jedynie prawdopodobieństwo zmiany ratingu danego kraju. Przedmiotem zainteresowania jest rozdźwięk między fundamentem makroekonomicznym, zestawem najbardziej znaczących zmiennych go reprezentujących (początkowo w naszym modelu było ich kilkadziesiąt, dzisiaj jest kilkanaście) a ratingiem danego kraju. Jeżeli ten rozdźwięk jest odpowiednio duży, to dosyć prawdopodobne jest, że w ciągu najbliższego roku, rating będzie zmieniony. W modelowaniu tym ING nie uwzględnia krajów rozwiniętych, w których inercja zmian ratingu jest na tyle duża, że zaburzałaby wyniki (elastyczność ratingów na zmianę fundamentu jest bardzo mała w krótkim okresie). Z naszych szacunków wynika, że przykładowo, kraj będący członkiem unii monetarnej jest w stanie pozwolić sobie na dłuższe i znaczniejsze przykłady nieodpowiedzialności w polityce makroekonomicznej bez obniżenia ratingu niż ma to miejsce dla krajów „na dorobku”.

Model ma formę:

$$R = \sum_s \beta_s \Delta X_{s,r,t} + c + \varepsilon_{r,t}$$

Gdzie zmienne to odpowiednio:

X = wektor wskaźników dla danego kraju,

c = stała,

s = oznaczenie kraju,

r = oznaczenie agencji, której rating szacujemy (Moody's, S&P lub Fitch),

t = czas,

ε_1 = błąd losowy.

Wektor X zawiera około 13 zmiennych, wśród nich inflacja, wzrost PKB, poziom stóp procentowych, wskaźniki eksportu, zadłużenia zagranicznego i płynności międzynarodowej, a także ryzyka politycznego.

Zmienna objaśniana R reprezentuje rating – przetransformowany do postaci liczbowej (w której 0 oznacza rating D/Ca, zaś 18 to AAA) dla umożliwienia estymacji. Zakłada się przy tym, że liniowa różnica w poziomie ratingów AAA i AA+ jest taka sama jak CCC+ i B-.

Wyniki szacunku modelu przedstawione są w tabeli 3. Są to wyniki z estymacji przeprowadzonej w 2005 roku, model jest przeliczany raz na rok.

Część zmiennych tabeli 3, istotna statystycznie, w gruncie rzeczy jest mało istotna realnie. Dla zwiększenia oceny ratingowej Polski nie ma znaczenia dalszy spadek inflacji. Spadek inflacji z 1,6 do 0 oznaczałby wzrost ratingu o 2% jedne-

Tabela 3. Wyniki szacunku modelu ING SRM (2005)

Exp	Combined ratings			Fitch ratings			S&P ratings			Moody's ratings			
	sign	Coeffs	Std err	t Stat	Coeffs	Std err	t Stat	Coeffs	Std err	t Stat	Coeffs	Std err	t Stat
CPI (3yr avg)	-	-0.016	0.004	-3.8963	-0.005	0.007	-0.7466	-0.015	0.007	-2.0418	-0.019	0.005	-3.7229
Real GDP growth (3-yr avg)	+	0.005	0.020	0.2589	0.036	0.033	1.1158	--	--	--	--	--	--
Fiscal deficit/GDP (3-yr avg)	-	-0.034	0.012	-2.9231	-0.075	0.019	-3.9814	-0.060	0.021	-2.9273	-0.018	0.015	-1.208
GDP per cap	+	0.000	0.000	7.1579	0.000	0.000	4.9728	0.000	0.000	5.4650	0.000	0.000	5.8584
Nominal interest rate level*	-	-0.109	0.070	-1.5472	-0.214	0.124	-1.7352	-0.116	0.116	-0.9976	-0.061	0.082	-0.7455
Net external debt/exports	-	-0.001	0.001	-2.0015	-0.003	0.001	-2.5613	-0.000	0.001	-0.1207	-0.001	0.001	-0.7489
Debt service ratio*	-	-0.177	0.089	-1.9899	-0.149	0.150	-0.9936	-0.310	0.152	-2.0356	-0.182	0.108	-1.6804
Reserves to imports*	+	0.216	0.072	2.9949	0.356	0.121	2.9366	0.147	0.122	1.2029	0.165	0.088	

* Oznacza nieliniową transformację zmiennej objaśniającej
Źródło: ING (2005)

go punktu (odległości pomiędzy BBB+ a A-), co jest sprawą zupełnie nieistotną. Co ciekawe, wzrost PKB, według wyliczeń ING, z 5 do 10% też nie miałyby większego znaczenia dla oceny ratingowej Polski (podobna skala zmiany ratingu). Oczywiście, wiele lat wzrostu gospodarczego powoduje spadek udziału długu w PKB, wzrost za-
możności, co przekłada się na ratingi, ale sam wzrost jako taki, np. sztucznie zwiększony wydatkami budżetowymi, bądź nieuzasadnionymi obniżkami stóp procentowych) i trwający nie więcej niż trzy lata nie ma bezpośredniego i widocznego przełożenia na ocenę ratingową danego kraju.

Obniżenie stóp procentowych do 2% nominalnie miałyby nieco większe znaczenie, ale ciągle w granicach 7-8% jednego punktu.

Dla odmiany, obniżenie deficytu budżetowego do zera oznacza zwiększenie ratingu o około 0,15 pkt; dwukrotne zwiększenie eksportu w stosunku do PKB to wzrost ratingu o niemal pół punktu, podobne znaczenie ma zwiększenie dochodu na głowę o 50%.

Według szacunków ING, większe znaczenie dla oceny ratingowej ma ryzyko polityczne, w pewnej mierze deficyt budżetowy, dochód, a także handel zagraniczny, dług i rezerwy. Wzrost PKB, inflacja, zmienność kursowa, czy nominalne stopy procentowe są w polskich warunkach zbyt dobre, aby ich dalsza poprawa mogła wnieść cokolwiek do oceny ryzyka inwestycyjnego w Polsce przez agencje ratingowe.

Znaczenie oceny ratingowej dla przedsiębiorstw finansujących się na rynku kapitałowym

PKN Orlen należy do niewielu polskich spółek, które posiadają ocenę ratingową. Czy ta ocena wspiera działalność firmy w pozyskiwaniu kapitału? Czy potencjał oceny ratingowej jest dzisiaj w Polsce wykorzystywany?

Dług korporacyjny

PKN ORLEN w ostatnim okresie koncentruje się na pozyskiwaniu kapitału w formie długu, dlatego swoje uwagi i obserwacje ograniczę do aspektów dotyczących roli ratingu w dostępie do rynku długu bankowego i rynku papierów dłużnych.

Z tych dwóch rynków rola oceny ratingowej ma zdecydowanie większe znaczenie w dostępie do rynku papierów dłużnych, więc znaczenie tego

ryнку dla polskich przedsiębiorstw będzie miało decydujący wpływ na postrzeganą wartość ratingu.

Udział długu, który przedsiębiorstwa pozyskują na rynku papierów dłużnych w ogólnej strukturze zadłużenia jest niewielki. Jest to spowodowane przede wszystkim względnie niskim poziomem ogólnego zadłużenia polskich przedsiębiorstw. Dość korzystna koniunktura ostatnich lat, połączona z niskimi nakładami na inwestycje spowodowała odkładanie się nadpłynności w przedsiębiorstwach. Jednocześnie, rynek się wciąż rozwija, a wiele przedsiębiorstw nie osiągnęło jeszcze optymalnej struktury kapitałowej.

Polski rynek papierów dłużnych na chwilę obecną przegrywa z innymi formami finansowania, np. z rynkiem bankowym. Obfitość depozytów

i niski poziom zadłużenia przedsiębiorstw powoduje, że banki mogą oferować firmom korzystne warunki finansowania. Atrybutem rynku bankowego w porównaniu z finansowaniem na rynku papierów dłużnych jest również łatwiejszy dostęp, szczególnie dla mniejszych przedsiębiorstw o prostej strukturze zadłużenia. Przedsiębiorstwo ma do czynienia z jednym podmiotem, łatwiejszym produktem, a w konsekwencji – z łatwiejszym i tańszym rynkiem.

Wydaje się, że rynek bankowy jest bardziej atrakcyjny niż rynek papierów dłużnych, również ze względu na fakt, że mało zadłużone spółki nie są motywowane do dywersyfikacji źródeł finansowania. Nie muszą one alokować swojej ekspozycji kredytowej na szerszą grupę inwestorów i nie są zmuszane do wykraczania poza rynek bankowy w poszukiwaniu euro czy złotych, ponieważ ekspozycja banków na spółki jest wciąż niska. W konsekwencji rynek bankowy jest docelowym źródłem finansowania się i dług pozyskiwany jest raczej na nim a nie na rynku papierów dłużnych.

Podsumowując, poziom wykorzystania kredytów bankowych przez polskie przedsiębiorstwa jest wciąż zbyt niski, by kredytobiorcy byli motywowani do poszukiwania środków na bardziej skomplikowanym i kosztownym rynku papierów dłużnych.

Tak więc polski rynek papierów wciąż jest skromny pod względem wielkości, co potwierdzają dane. Wartość całego rynku pozaskarbowych papierów dłużnych to ok. 29 mld zł; dynamika wzrostu ok. 4% kwartalnie. Obligacje

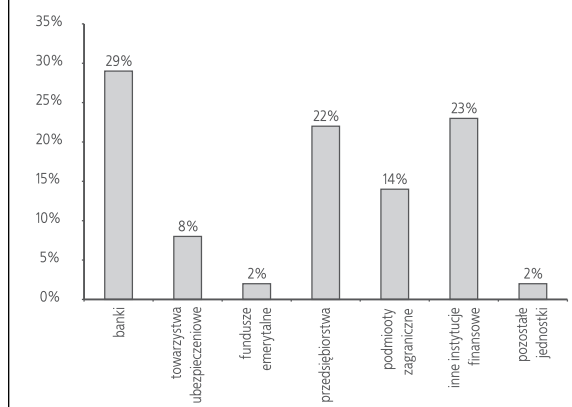
przedsiębiorstw (pow. 365 dni) to ok. 9 mld zł; dynamika wzrostu również ok. 4% kwartalnie. Kapitalizacja spółek na warszawskiej GPW szacowana jest na ok. 360 mld zł.

Dla porównania, amerykański rynek papierów korporacyjnych to ok. 3.360 mld USD w porównaniu do kapitalizacji amerykańskich spółek giełdowych na poziomie ok. 15.000 mld USD. Pomijając same kwoty, które są nieporównywalne ze względu na inną skalę i stopień rozwoju obu rynków, to relacja samej wartości długu na amerykańskim rynku kapitałowym w stosunku do wartości przedsiębiorstw jest znacznie większa niż podobny współczynnik w Polsce.

Dodatkowym aspektem, który wpływa na ograniczoną atrakcyjność polskiego rynku papierów dłużnych jest jego ograniczona płynność i ograniczona możliwość pozyskiwania dłuższych „tenorów” na tym rynku. Mamy do czynienia z istnieniem pewnego rodzaju błędnego koła: z jednej strony mały rynek papierów dłużnych oznacza niską płynność, więc fundusze inwestycyjne czy emerytalne potencjalnie zainteresowane inwestowaniem w obligacje korporacyjne są wstrzemięźliwe, bo nie mogą szybko obracać tymi papierami. Z drugiej strony emitenci, czyli przedsiębiorstwa, z powodu niskiej płynności nie wchodzi na rynek papierów, nie poprawiając jednocześnie jego płynności.

Wykres 1 wskazuje na niski udział funduszy emerytalnych i inwestycyjnych oraz towarzystw ubezpieczeniowych w strukturze inwestorów długu korporacyjnego, co może sugerować ograniczoną możliwość dywersyfikacji inwestorów

Wykres 1. Struktura inwestorów w pozaskarbowe i pozabankowe instrumenty dłużne (>365 dni)



przez potencjalnych emitentów. Przedsiębiorstwa, które wyczerpały swoje możliwości finansowania na rynku bankowym i szukają nowych źródeł finansowania, które nie będą miały ekspozycji na ich ryzyko, nie mogą dziś liczyć na tak duży udział pozabankowych inwestorów instytucjonalnych jak to ma miejsce na rynkach bardziej rozwiniętych. 29-procentowy udział banków w rynku pozaskarbowych i pozabankowych instrumentów dłużnych może być pewnego rodzaju skrzywieniem rzeczywistej sytuacji, ponieważ może odzwierciedlać emisje obligacji bezpośrednio obejmowane przez banki aranżujące jako substytut kredytu bankowego. Dziwić może również 22-procentowy udział przedsiębiorstw w rynku inwestorów w pozaskarbowe i pozabankowe instrumenty dłużne, ponieważ na rynkach rozwiniętych przedsiębiorstwa raczej rzadko inwestują w dług innych korporacji. Tak duży udział przedsiębiorstw w strukturze inwestorów może być efektem korzystania przez spółki z emisji obligacji do podmiotów zależnych jako narzędzia koncentracji płynności w grupach kapitałowych (*cash pooling*).

Podsumowując, jeden z podstawowych argumentów przemawiających na korzyść rynku papierów dłużnych na rynkach rozwiniętych, a więc możliwość dywersyfikacji kredytodawców przez przedsiębiorstwo, na polskim rynku nie ma zastosowania. Spółki nie są jeszcze na tyle zadłużone, by odchodzić od źródeł bankowych, a inwestorzy instytucjonalni mają ograniczony udział w rynku dłużnych papierów korporacyjnych

Rating oceną zdolności kredytowej przedsiębiorstw

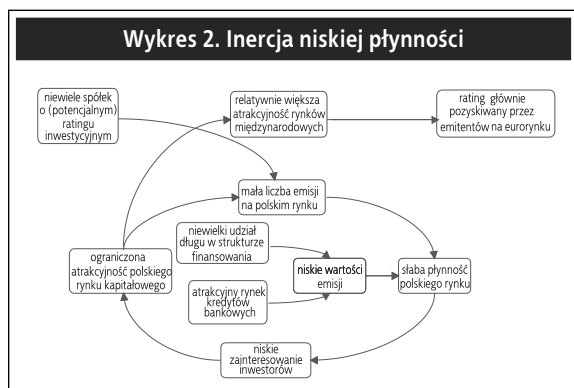
Jak wspomniano na początku, rating jako niezależna ocena wiarygodności kredytowej, jest zdecydowanie ważniejszy w procesie dotarcia do inwestorów instytucjonalnych niż w procesie pozyskiwania finansowania bankowego, opartym głównie na aspektach relacji z klientem.

Na rynkach rozwiniętych głębokość rynku papierów dłużnych jest tak duża, że rating staje się istotnym elementem wyceny długu korporacyjnego. Praca analityczna agencji ratingowych stanowi podstawę do wyceny danego papieru przez wielu zdywersyfikowanych inwestorów. Indywidualna sytuacja przedsiębiorstwa tylko koryguje wycenę długu firmy w ramach widełek, które sam rynek narzuca dla danego poziomu ratingu. Wydaje się, że w Polsce, ze względu na mały udział rynku papierów dłużnych w strukturze finansowania przedsiębiorstw, niewiele spółek decyduje się na pozyskanie oceny ratingowej, która nie jest im potrzebna do korzystania z finansowania bankowego.

Z punktu widzenia inwestorów instytucjonalnych, posiadanie ratingu, w szczególności przez firmy niepubliczne, z pewnością byłoby korzystnie postrzegane, ponieważ mogłoby ograniczyć wysiłek analityczny związany z decyzją o nabyciu danego papieru. Przy obecnym stanie portfeli funduszy, które są zdominowane przez obligacje skarbowe, oraz przy relatywnie niskiej średniej wielkości emisji korporacyjnych na polskim rynku, efekt z dodania danego papieru korporacyjnego na wynik portfela jest ograniczony (OFE mogą inwestować w nie więcej niż 10% danej emisji). W tym sensie uproszczenie analizy kredytowej związanej z taką decyzją, przez częściowe wsparcie się na niezależnej ocenie ratingu kredytowego mogłoby zwiększyć apetyt funduszy na papiery korporacyjne.

Rating otwiera drzwi do płynnego rynku kapitałowego, który dostarcza marginalnych inwestorów dla przedsiębiorstwa i pozwala zdywersyfikować przedsiębiorstwu swoją ekspozycję poza rynek bankowy. Płynność rynków rozwiniętych powoduje, że koszt pozyskanego kapitału jest bardzo atrakcyjny w porównaniu z rynkiem bankowym, jednak na polskim rynku te atrybuty rynku papierów dłużnych jeszcze nie w pełni się realizują.

Dla przedsiębiorstw o dużych potrzebach finansowych, rynek papierów dłużnych jest bardziej atrakcyjny i te podmioty mogą skorzystać na możliwości przedstawienia inwestorom oceny ratingowej, szczególnie, jeśli spółki te nie są podmiotami publicznie notowanymi. Jednoznaczne korzyści z ratingu mają również polscy emitenci finansujący się na rynkach międzynarodowych, które wręcz wymagają oceny ratingowej. Jednak dla wielu przedsiębiorstw, rynek kredytów bankowych pozostaje na tyle atrakcyjny i dostępny bez konieczności przedstawienia ratingu, że celowość pozyskania ratingu może być trudna do uzasadnienia.



Ocena ratingowa kosztuje. Składniki kosztu to wynagrodzenie agencji ratingowej (rocznie około 40 tys. EUR), koszty oceny przy każdej emisji (ok. 3-5 bps), a czasem również przy kredytach bankowych oraz koszty obsługi dialogu z agencjami ratingowymi. Czy warto więc ponosić koszty biorąc pod uwagę charakterystykę polskiego rynku długu?

Znaczenie oceny ratingowej dla przedsiębiorstw finansujących się na rynku kapitałowym

Rating przedsiębiorstwa to ocena zdolności kredytowej danego emitenta lub ocena kredytowa instrumentu finansowego. Innymi słowy, ocena prawdopodobieństwa niewykonania przez emitenta zobowiązań finansowych w ogóle (ocena emitenta) lub w stosunku do danego papieru dłużnego czy papieru wartościowego o stałym dochodzie (ocena instrumentu). Oceny dokonuje agencja ratingowa. Warto przypomnieć, że największe międzynarodowe agencje ratingowe to S&P, Moody's i Fitch Ratings.

Kiedy i do czego potrzebny jest rating

Sytuacje, w których potrzebny jest rating możemy podzielić na dwie grupy.

Pierwsza z nich to taka, kiedy ocena jest konieczna. Ocena ratingowa jest niezbędna przedsiębiorstwu, które chce pozyskać finansowanie plasując emisję obligacji na regulowanych rynkach zagranicznych, w szczególności euroobligacje. Przykładem mogą być emisje euroobligacji TVN, TP SA, czy BRE Banku. Bez posiadania ratingu firmy te nie pozyskałyby finansowania w takiej formie. Ocena ratingowa jest również niezbędna w sytuacji sekurytyzacji aktywów. Jak wynika z doświadczeń BRE Banku pozyskanie finansowania poprzez sekurytyzację aktywów bez nadania oceny ratingowej podmiotowi, który sekurytyzuje swoje aktywa jest w praktyce niemożliwe.

Druga grupa to przypadki, w których ocena ratingowa przedsiębiorstwa może być pożądana, ale nie jest konieczna. Dotyczy to emisji papierów dłużnych na rynku krajowym. Przy emi-

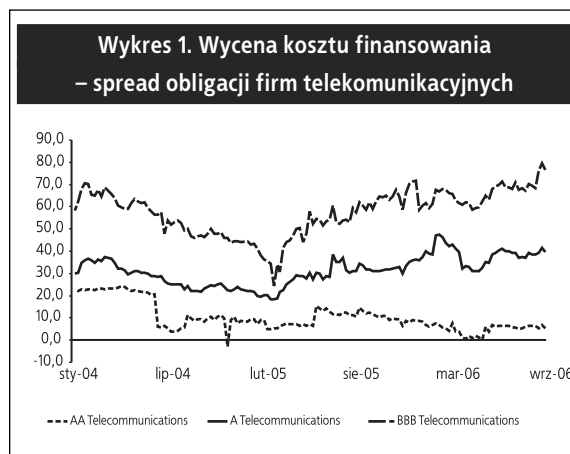
sjach na duże kwoty, co najmniej kilkuset milionów złotych, posiadanie oceny ratingowej jest wskazane, ponieważ buduje większe zaufanie inwestorów. Przykładem jest BRE Bank Hipoteczny, dla którego BRE Bank S.A ulokował na rynku listy zastawne o wartości kilkuset milionów złotych. Ocena ratingowa przedsiębiorstwa jest również pożądana przy emisji obligacji przychodowych. Zwiększa ona zaufanie inwestorów, pozwala uplasować emisję oraz osiągnąć określony niższy koszt i długi okres finansowania. Przykładem może być Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Bydgoszczy, które korzystnie uplasowało swoje obligacje na rynku.

Korzyści z posiadania oceny ratingowej

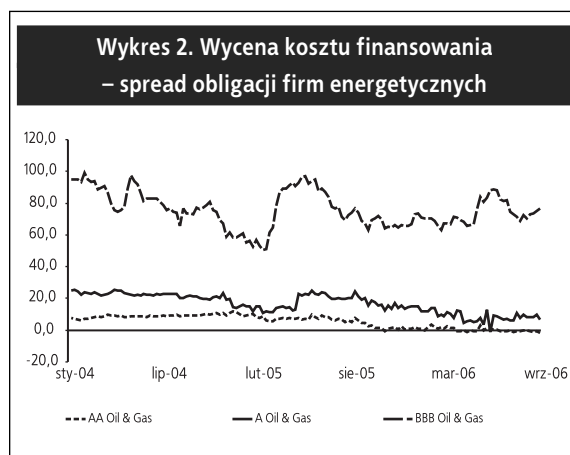
Generalną korzyścią z posiadania oceny ratingowej jest dostęp do finansowania na rynkach kapitałowych. W szczególności w postaci wysoko kwotowych emisji papierów dłużnych plasowanych na rynkach zagranicznych; emisji papierów dłużnych na długie okresy, co najmniej 10 lat i więcej; emisji zabezpieczonych na określonych aktywach lub strumieniach przychodów.

Ponadto rating jest pomocny dla inwestorów, bo pomaga wycenić ryzyko w odniesieniu do podmiotów, w których jest ono wyższe niż przeciętne i które w praktyce nie pozyskałyby finansowania w inny sposób niż w ramach *venture capital*. Dzięki ratingowi znajdują one inwestorów skłonnych nabyć emitowane papiery. Ocena ratingowa umożliwia więc dostęp do finansowania.

Inna korzyść to możliwość uzyskania jak najniższego kosztu finansowania. Czym lepsza ocena ratingowa, tym niższy koszt finansowania jaki zapłaci rezydent. Poniższe dwa przykłady pokazują zależność między posiadaniem ratingiem a kosztem finansowania na rynkach dojrzałych.



W przypadku firm telekomunikacyjnych przy ratingu AA koszt finansowania wynosi średnio 10 punktów bazowych, ale w przypadku ratingu A – około 30 punktów bazowych, a przy ratingu BBB to aż 60 punktów bazowych ponad Eurlibor.



Jak pokazuje powyższy wykres w przypadku firm energetycznych i paliwowych przy ratingu AA ma-

my minimalny spread ponad Eurlibor, przy ratingu A – od 10 do 20 punktów bazowych, a przy ratingu BBB – powyżej 80 punktów bazowych..

Dane wykresów 1 i 2 udowadniają, że rating decyduje o koszcie finansowania.

Na rynku krajowym rating w mniejszym stopniu decyduje o koszcie finansowania. Na pewno pomaga uplasować nowe instrumenty na rynku. Przykładem może być przywoływana już emisja listów zastawnych BRE Banku Hipotecznego. Dzięki ratingowi można było skutecznie uplasować listy zastawne na rynku, chociaż była to w Polsce pierwsza po II wojnie światowej emisja tego typu instrumentu.

Hipoteczne listy zastawne

BRE Banku Hipotecznego S.A. SERIA PA3 (data emisji: 14.04.2005; kwota 100 mln PLN; termin wykupu 12.04.2010): marża 0,30% ponad WIBOR 6M; rating „A2” na datę emisji

BPH Banku Hipotecznego S. A., SERIA LZIO3, (data emisji: 28 marca 2006 roku; kwota 200 mln PLN; termin wykupu 28 marca 2011 roku); marża 0,25% ponad WIBOR 6M; brak ratingu.

Ocena ratingowa na rynku krajowym nie daje tak oczywistych korzyści jak na rynku zagranicznym. Przykładem tego jest wspomniana emisja listów zastawnych. Nadanie oceny ratingowej pomogło BRE Bankowi (patrz tekst w ramce) uplasować na rynku listy zastawne BRE Banku Hipotecznego. Ale już rok później BPH Bank Hipoteczny uplasował na rynku swoje listy zastawne

bez posiadania oceny ratingowej. Co więcej, cena jaką BPH Hipoteczny zapłacił była o 5 punktów bazowych niższa od ceny, którą uzyskały listy zastawne BRE Banku Hipotecznego.

Rating nie jest więc niezbędny, aby uzyskać finansowanie na rynku krajowym, a czasami wpływa na podwyższenie kosztu finansowania. Znane są przypadki, kiedy firma po otrzymaniu oceny ratingowej uplasowała na międzynarodowym rynku euroobligacje po koszcie wyższym niż ten, jaki zapłaciła za emisję swoich papierów na krajowym rynku, przed uzyskaniem ratingu.

Znaczenie oceny ratingowej dla kredytu

Od roku 2008 regulacje Nowej umowy kapitałowej Bazylea II uzależniają wagę ryzyka dla finansowania kredytu od ratingu kredytobiorcy.

Tabela 1. Wymagania Nowej umowy kapitałowej Bazylea II

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

Ustawodawstwo europejskie umożliwia rynkom krajowym pewną dowolność regulacyjną. Polski projekt regulacji zaproponowany przez Komisję Nadzoru Bankowego (KNB) przewiduje sześć grup, w których waga ryzyka dla kredytu będzie uzależniona od oceny ratingowej.

Np. według regulacji NUK Bazylea II rating AAA do AA- oznacza 20% wagę ryzyka przy obliczaniu alokacji kapitału.

Tabela 2. Projekt krajowych regulacji – KNB

Stopień jakości kredytowej	A1	2-	3	4-	5	6
RW	20%	50%	100%	100%	150%	150%

Zgodnie z regulacjami Bazylei II wysokość kapitału regulacyjnego alokowanego na określone aktywa będzie uzależniona od ratingu kredytobiorcy. Banki będą realizowały odmienną politykę kredytową wobec podmiotów posiadających ratingi i tych, które ich nie posiadają. Różne wymagania banków będą zapewne dotyczyć okresów i ceny kredytu oraz rodzaju i wartości zabezpieczeń, w zależności od posiadanego przez kredytobiorcę ratingu.

* * *

Reasumując, dzisiaj korzyści z posiadania ratingu są znacznie większe w przypadku pozyskiwania finansowania na rynku zagranicznym niż krajowym. W wielu przypadkach brak ratingu nie stanowi bariery do pozyskiwania kapitału na rynku krajowym, a nawet nie podwyższa kosztu finansowania na rynku krajowym. Inwestorzy nie oczekują, że firmy poszukujące finansowania będą posiadały ocenę ratingową i stąd brak jest istotnej presji popytowej na posiadanie ratingu przez emitentów. Wdrażanie regulacji NUK Bazylea II z pewnością zwiększy popyt na oceny ratingowe wśród potencjalnych kredytobiorców.

Z e s z y t y B R E - C A S E

- 1 Absorpcja kredytów i pomocy zagranicznej w Polsce w latach 1989-1992
- 2 Absorpcja zagranicznych kredytów inwestycyjnych w Polsce z perspektywy pożyczkodawców i pożyczkobiorców
- 3 Rozliczenia dewizowe z Rosją i innymi republikami b. ZSRR. Stan obecny i perspektywy
- 4 Rynkowe mechanizmy racjonalizacji użytkowania energii
- 5 Restrukturyzacja finansowa polskich przedsiębiorstw i banków
- 6 Sposoby finansowania inwestycji w telekomunikacji
- 7 Informacje o bankach. Możliwości zastosowania ratingu
- 8 Gospodarka Polski w latach 1990 – 92. Pomiar a rzeczywistość
- 9 Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i banków
- 10 Wycena ryzyka finansowego
- 11 Majątek trwały jako zabezpieczenie kredytowe
- 12 Polska droga restrukturyzacji złych kredytów
- 13 Prywatyzacja sektora bankowego w Polsce - stan obecny i perspektywy
- 14 Etyka biznesu
- 15 Perspektywy bankowości inwestycyjnej w Polsce
- 16 Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i portfeli trudnych kredytów banków komercyjnych (podsumowanie skutków ustawy o restrukturyzacji)
- 17 Fundusze inwestycyjne jako instrument kreowania rynku finansowego w Polsce
- 18 Dług publiczny
- 19 Papiery wartościowe i derywaty. Procesy sekurytyzacji
- 20 Obrót wierzytelnościami
- 21 Rynek finansowy i kapitałowy w Polsce a regulacje Unii Europejskiej
- 22 Nadzór właścicielski i nadzór bankowy
- 23 Sanacja banków
- 24 Banki zagraniczne w Polsce a konkurencja w sektorze finansowym
- 25 Finansowanie projektów ekologicznych
- 26 Instrumenty dłużne na polskim rynku
- 27 Obligacje gmin
- 28 Sposoby zabezpieczania się przed ryzykiem niewypłacalności kontrahentów
Wydanie specjalne Jak dokończyć prywatyzację banków w Polsce
- 29 Jak rozwiązać problem finansowania budownictwa mieszkaniowego
- 30 Scenariusze rozwoju sektora bankowego w Polsce
- 31 Mieszkalnictwo jako problem lokalny
- 32 Doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji przedsiębiorstw w krajach Europy Środkowej
- 33 (nie ukazał się)
- 34 Rynek inwestycji energooszczędnych
- 35 Globalizacja rynków finansowych
- 36 Kryzysy na rynkach finansowych – skutki dla gospodarki polskiej
- 37 Przygotowanie polskiego systemu bankowego do liberalizacji rynków kapitałowych
- 38 Docelowy model bankowości spółdzielczej
- 39 Czy komercyjna instytucja finansowa może skutecznie realizować politykę gospodarczą państwa?
- 40 Perspektywy gospodarki światowej i polskiej po kryzysie rosyjskim
- 41 Jaka reforma podatkowa jest potrzebna dla szybkiego wzrostu gospodarczego?
- 42 Fundusze inwestycyjne na polskim rynku – znaczenie i tendencje rozwoju
- 43 Strategia walki z korupcją – teoria i praktyka

Z e s z y t y B R E - C A S E

- 44 Kiedy koniec złotego?
- 45 Fuzje i przejęcia bankowe
- 46 Budżet 2000
- 47 Perspektywy gospodarki rosyjskiej po kryzysie i wyborach
- 48 Znaczenie kapitału zagranicznego dla polskiej gospodarki
- 49 Pierwszy rok sfery euro – doświadczenia i perspektywy
- 50 Finansowanie dużych przedsięwzięć o strategicznym znaczeniu dla polskiej gospodarki
- 51 Finansowanie budownictwa mieszkaniowego
- 52 Rozwój i restrukturyzacja sektora bankowego w Polsce – doświadczenia 11 lat
- 53 Dlaczego Niemcy boją się rozszerzenia strefy euro?
- 54 Doświadczenia i perspektywy rozwoju sektora finansowego w Europie Środkowo-Wschodniej
- 55 Portugalskie doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji banków
- 56 Czy warto liczyć inflację bazową?
- 57 Nowy system emerytalny w Polsce – wpływ na krótko- i długoterminowe perspektywy gospodarki i rynków finansowych
- 58 Wpływ światowej recesji na polską gospodarkę
- 59 Strategia bezpośrednich celów inflacyjnych w Ameryce Łacińskiej
- 59/a Reformy gospodarcze w Ameryce Łacińskiej
- 60 (nie ukazał się)
- 61 Stan sektora bankowego w gospodarkach wschodzących – znaczenie prywatyzacji
- 62 Rola inwestycji zagranicznych w gospodarce
- 63 Rola sektora nieruchomości w wydajnej realokacji zasobów przestrzennych
- 64 Przyszłość warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych
- 65 Stan finansów publicznych w Polsce – konieczność reformy
- 66 Polska w Unii Europejskiej. Jaki wzrost gospodarczy?
- 67 Wpływ sytuacji gospodarczej Niemiec na polską gospodarkę
- 68 Konkurencyjność reform podatkowych – Polska na tle innych krajów
- 69 Konsekwencje przystąpienia Chin do WTO dla krajów sąsiednich
- 70 Koszty spowolnienia prywatyzacji w Polsce
- 71 Polski sektor bankowy po wejściu Polski do Unii Europejskiej
- 72 Reforma procesu stanowienia prawa
- 73 Elastyczny rynek pracy w Polsce. Jak sprostać temu wyzwaniu?
- 74 Problem inwestycji zagranicznych w funduszu emerytalnym
- 75 Funkcjonowanie Unii Gospodarczej i Walutowej
- 76 Konkurencyjność sektora bankowego po wejściu Polski do Unii Europejskiej
- 77 Zmiany w systemie polityki monetarnej na drodze do euro
- 78 Elastyczność krajowego sektora bankowego w finansowaniu MSP
- 79 Czy sektor bankowy w Polsce jest innowacyjny?
- 80 Integracja europejskiego rynku finansowego – Zmiana roli banków krajowych
- 81 Absorpcja funduszy strukturalnych
- 82 Sekurytyzacja aktywów bankowych
- 83 Jakie reformy są potrzebne Polsce?
- 84 Obligacje komunalne w Polsce
- 85 Perspektywy wejścia Polski do strefy euro
- 86 Ryzyko inwestycyjne Polski