

ROLUL AGENȚIILOR DE RATING PE PIAȚA FINANCIARĂ

Lect. univ. dr. Sorin Lăzărescu, Prof. univ. dr. Gabriela Anghelache

Agențiile de rating financiar

Agențiile de rating au apărut pentru prima dată în S.U.A. Prima societate ce s-a lansat în activitatea de rating a fost *The Mercantile Agency* apărută în 1841 la New York. Primul birou situat în afara Americii de Nord a fost cel deschis în 1857 în Londra. În 1859 *The Mercantile Agency* trece în proprietatea lui Robert Graham Dun schimbându-și totodată și denumirea în *R. G. Dun & Company*.

Chiar dacă notarea era destul de răspândită înaintea celui de-al doilea război mondial, ea nu privea decât Statele Unite. Autoritățile de reglementare au impus societăților financiare constituirea de provizioane pentru titlurile *speculative grade* (titluri având o notă sub BBB pe scala Standard and Poor's și Fitch sau Baa pe scala dezvoltată de Moody's).

Efectele au fost multiple:

- ✓ Pe de o parte s-a manifestat tendința instituționalizării rolului agențiilor de notare pe piață,
- ✓ Pe de altă parte piața obligatară s-a fracționat în două compartimente definite în funcție de risc.

Security and Exchange Commission a impus reguli noi de transparență pentru informațiile difuzate de întreprinderi private la datoriile lor de trezorerie.

Astfel, agențiile de rating au început notarea sistematică a creanțelor pe termen scurt. Demararea acestui tip de notare a permis agențiilor de rating triplarea numărului de entități notate la începutul anilor 80.

Dezvoltarea emisiunilor obligatare, a operațiunilor LBO¹, a titlurizării și interconectarea piețelor financiare naționale în țesutul unei piețe globale au afirmat rolul de reper al ratingului într-un mediu economic caracterizat printr-o dinamică accentuată.

Tabelul 1

Agencia de rating	NRSO	Anul obținerii
Standard and Poor's	DA	1975
Moody's	DA	1975
Fitch	DA	1975
Duff and Phelps	DA	1982
Mc Charty Crisanti and Maffei	DA	1983
IBCA Notation	DA doar pentru instituțiile financiare	1991
Thomson BankWatch	DA doar pentru instituțiile financiare	1992

În **România**, accesul la piețele financiare internaționale a deschis noi oportunități de finanțare: fie prin emisiuni de euroobligațiuni, fie prin credite sindicalizate.

Pe parcursul ultimilor ani BNR a intervenit pe piețele internaționale de capital în scopul :

- ✚ consolidării rezervelor valutare ale României,
- ✚ îndeplinirii condițiilor prevăzute în acordurile cu FMI privind un anumit nivel al rezervelor internaționale ale țării noastre.
- ✚ BNR a solicitat agențiilor de rating internaționale evaluarea riscului de credit în vederea obținerii de împrumuturi de pe piețele internaționale.

În anul 1996, Banca Națională a României a solicitat primul rating în vederea evaluării costului împrumuturilor externe ce urmau a fi angajate. Ratingul suveran evaluat în 1996 de către agenția Fitch a fost BB-

Agențiile de notare sunt organizate ca societăți prestatoare de servicii financiare cu înaltă valoare adăugată². Structura lor organizatorică este suplă și presupune un număr limitat de colaboratori repartizați peste tot în lume.

¹ *leverage buy out*

² Sorin Lăzărescu, *Le rôle du rating dans l'évaluation des risques financiers*, p. 8, Bibliothèque de l'Université d'Orléans, septembre 2002

Caracterizarea informațiilor rezultate din activitatea de rating financiar

Analiza validității informațiilor furnizate prin activitatea de rating este un demers complex. Ne vom opri asupra concluziilor studiului din 1987³, al lui Weinstein care propune o analiză statistică a efectului schimbării ratingului asupra prețului unei obligațiuni.

Perioada de studiu este de 12 ani, fiind examinate 132 de schimbări de notă, iar rezultatele au fost următoarele:

- ✚ impactul schimbărilor de notă asupra cursului obligațiunilor nu a fost semnificativ în perioada cuprinsă între 1 și 6 luni de la schimbarea calificativului.
- ✚ reacția a fost în schimb evidentă în perioada de după 6 luni scurse de la schimbarea notei, prețul obligațiunilor modificându-se.

Informațiile furnizate din procesul de notare au o serie de limite:

- ✚ urmărirea atentă a notei nu se poate realiza decât în cazul emisiunii frecvente de titluri, întrucât cu ocazia fiecărei noi emisiuni, agenția examinează situația globală a societății.
- ✚ ratingul supraevaluează în general riscul, întrucât agențiile au mult de pierdut în cazul acordării de note mari și apariției unor evenimente neprevăzute;
- ✚ un rating ridicat nu-l protejează în mod real pe investitor, întrucât acesta, în cazul unei scăderi bruște a cursului, nu are timp să-și vândă titlurile.

Indicând riscul atașat unei creanțe și realizând un *ranking*⁴ al riscurilor, ratingul se dovedește extrem de util cadrului juridic și reglementar.

Mai mult decât o simplă „etichetă”⁵, este vorba de o veritabilă sursă de informații pentru piață întrucât agențiile au acces la informații confidențiale asupra sănătății și perspectivelor financiare ale emiteților .

Corelarea rating - nevoie de informare a piețelor financiare

Prin natura sa ratingul financiar are o vocație de informare prospectivă întrucât măsoară nu numai riscul ci și gradul de recuperare al creanțelor. Investitorii care recurg la rating anticipează destul de bine modul de evoluție în timp al titlurilor din punct de vedere al randamentului dar și al pierderii economice.

Informațiile furnizate de piețele financiare sunt agregate de agențiile de rating în vederea efectuării de previziuni pe termen scurt și lung.

Notele pe termen scurt nu reflectă decât capacitatea emitentului de a face față angajamentelor pe o perioadă limitată, fără a ține seama de condițiile specifice de pe piață sau de riscul de schimb.

Agențiile de rating oferă valoare adăugată piețelor financiare prin analizele furnizate și păstrează încrederea investitorilor în acestea atribuind ratinguri corecte și în timp util. Esențial în această relație este încrederea pe care o manifestă toți actorii pieței față de caracterul pertinent al informațiilor prelucrate prin procesul de notare.

Agențiile de rating sunt un instrument de asistare a deciziei pe piață a investitorilor.

Migrația ratingurilor

Opiniile asupra calităților creditului emise de agențiile de rating au în vedere capacitatea emitentului de a-și onora obligațiile la scadențele prestabilite. În mod tipic ratingurile sunt emise odată cu titlurile. Agențiile de rating, efectuează revizuri periodice ale acestor note, dar și revizuri dictate de către piață.

Modificările de notă ce pot avea loc cu prilejul revizuirilor reflectă opinia agenției asupra deprecierei sau îmbunătățirii calității creditului.

Problema migrației notei este o problemă semnificativă pentru investitorii în titluri cu venit fix, instituții private, instituții cu atribuțiuni de reglementare și pentru managerii riscului de credit.

Instituțiile urmăresc limitarea procentului, în portofoliul total, de împrumuturi evaluate *sub investment-grade*, care trebuie să se situeze sub o anumită valoare prag, dictată de regulamentele interne proprii.

Migrația ratingurilor joacă un rol major în managementul riscului de credit. Și, nu în ultimul rând, instrumentele de management a riscului, cum este de exemplu CreditMetrics, utilizează dimensiunea migrației ratingului drept una dintre principalele variabile introduse.

Agențiile de rating urmăresc performanțele și stabilitatea în timp a notelor acordate prin intermediul așa-numitelor “matrice de tranziție” care sunt construite, pentru managerii riscului și pentru investitori.

Matricele de tranziție cunosc probabilitatea de modificare a unui rating în ambele sensuri.

³ Weinstein M. I., *The effect of a rating change announcement on bond price*, Journal of Financial Economics (1987)

⁴ ierarhizare

⁵ în documentația de specialitate este utilizat termenul de *label* cu referire directă la o anumită calitate

Moody's și Standard & Poor's urmăresc migrația în toate categoriile de rating pentru orizonturi de timp variate, de un an, cinci ani, zece ani și, în unele cazuri, chiar pe perioade mai lungi.

Matricele de tranziție furnizate de marile agenții de rating includ firmele industriale și de transport, utilitățile publice, instituții financiare și autorități suverane ce au emis titluri pe termen lung pe piață.

Matricele se calculează prin compararea ratingului de la începutul perioadei cu cel de la sfârșitul perioadei, ceea ce înseamnă că se axează pe două momente în timp. De obicei, acestea sunt prima zi și ultima zi a anului, ignorând orice schimbări pe parcurs (eventualele modificări ce se compensează).

Tabelul furnizează un model generic de matrice de tranziție. Pe linie se regăsesc notele de la începutul anului, iar pe coloană cele de la sfârșitul anului.

Valorile de pe diagonala principală reprezintă probabilitățile ca emitentul să aibă o notă identică la sfârșitul anului cu cea de la începutul anului.

Valorile ce nu se află pe diagonală reprezintă procentul de depreciere sau de apreciere de notă; astfel, la dreapta diagonalei se află procentul de depreciere, iar la stânga cel de apreciere. De exemplu, dintre toți emitenții notați Aaa la începutul anului, 85,44% au fost în continuare notați Aaa la sfârșitul acestuia, 9,92% au fost notați Aa și 0,98% au fost notați cu A.

Matricea de tranziție

Tabelul 2

Matricea de tranziție pentru un an elaborată de Moody's									
Rating final (%)									
Rating Initial	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	Faliment	Retras
Aaa	85.44	9.92	0.98	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.63
Aa	1.04	85.52	9.21	0.33	0.14	0.14	0.00	0.03	3.59
A	0.06	2.76	86.57	5.68	0.71	0.17	0.01	0.01	4.03
Baa	0.05	0.32	6.68	80.55	5.72	0.95	0.08	0.15	5.49
Ba	0.03	0.07	0.51	5.20	76.51	7.40	0.49	1.34	8.46
B	0.01	0.04	0.16	0.60	6.07	76.12	2.54	6.50	7.96
Caa-C	0.00	0.00	0.66	1.05	3.05	6.11	62.97	25.16	0.00

Sursa: Moody's Investor's Service, January 1999, *Historical Default Rates of Corporate Bond Issuers, 1920-1998*

Tabelul indică că numărul de firme notate de Standard & Poor's aproape s-a triplat de la aproximativ 1300 în 1981 la peste 4000 în 1998.

Desprindem două concluzii și anume: în primul rând apare un apel mai frecvent la resurse externe pentru finanțare, iar în al doilea rând se manifestă o atracție crescută a investitorilor pentru titluri cu venit fix.

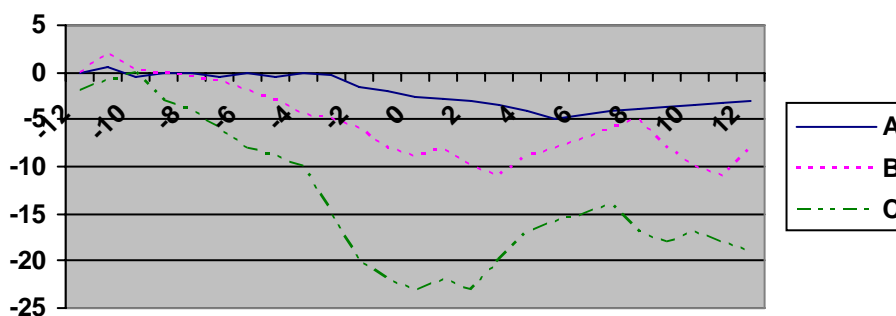
Se realizează și o diferențiere între ratingurile *investment grade* și *speculative grade* acordate în acea perioadă, fiind reliefată o creștere a titlurilor speculative în totalul emisiunilor.

Impactul modificării ratingului asupra produselor piețelor financiare

Schimbarea notei are o influență importantă asupra costului creditului deși piața anticipează adesea noua realitate, limitând efectul anunțului.

Graficele următoare arată evoluția modificării ratingului asupra calității creditului.

Impactul degradării ratingului



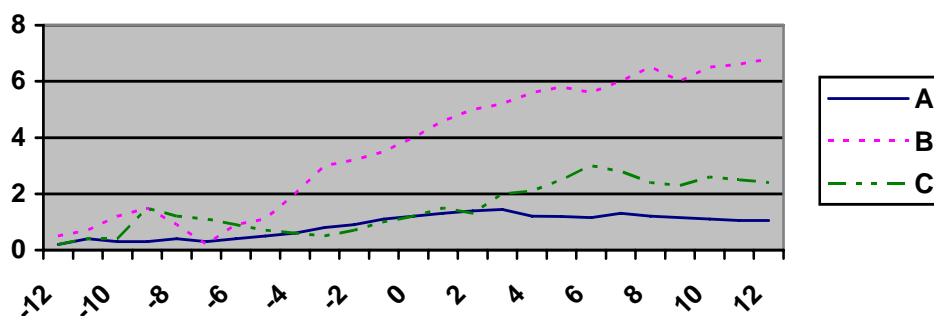
Notă: Variația randamentului în funcție de numărul de luni înainte și după anunțul intenției de schimbare a ratingului

A – notarea este *investment grade*

B – notarea trece în *speculative grade*

C – notarea rămâne *speculative grade*

Impactul ameliorării notei



Notă: Variația randamentului în funcție de numărul de luni înainte și după anunțul intenției de schimbare a ratingului

A – notarea este *investment grade*

B – notarea trece în *speculative grade*

C – notarea rămâne *speculative grade*

După cum se observă din graficele de mai sus, putem formula mai multe concluzii:

- degradarea notei are un impact mai mare decât ameliorarea sa. Investitorii își vând rapid activele “degradate”, exagerând efectele anunțului;
- ameliorarea notei nu declanșează imediat cumpărarea activului respectiv;
- impactul asupra reducerii ratingului se face simțit de o manieră semnificativă înainte de anunțul propriu-zis (circa 50% din mișcarea totală). Fenomenul este o consecință a practicii de supraveghere insuficientă din partea organismului de notare.
- activele cel mai bine notate sunt cel mai puțin afectate de schimbare, deoarece investitorul nu își modifică în mod esențial părerea despre calitatea lor. Trebuie reamintit în acest context că o obligațiune reprezintă promisiunea de încasare a unor fluxuri viitoare, iar ameliorarea calității acesteia nu face decât să confirme că fluxurile au o șansă mai mare de a fi efectiv percepute.
- degradarea ratingului implică riscul real de a nu se încasa fondurile la maturitate; datoriile cel mai slab notate sunt cele mai afectate;
- volatilitatea titlurilor *investment grade* se datorează variațiilor marjei creditului. Pentru titlurile *speculative grade* volatilitatea este corelată cu incapacitatea de plată potențială a debitorului.

BIBLIOGRAFIE SELECTIVĂ

Anghelache Gabriela, *Bursa și piața extrabursiera*, Editura Economică, 2000

Bank for International Settlements *Internal ratings, the business cycle and capital requirements: some evidence from an emerging market economy*, WP 117, septembrie 2002

Bank for International Settlements *Are credit ratings procyclical?*, WP 129, Februarie 2003

Bran Paul și Costică Ionela, *Relații financiar- monetare internaționale*, Editura Economică, București, 1999

Cohen B., Karsten von Kleist, *The international debt securities market*, BIS, WP, 2000

CreditMetrics™, *Technical document*, JP Morgan, 1997

Estrella A., *Credit ratings and complementary sources of credit quality information*, BIS WP August 2000

FitchIBCA, *Methodologie de notation des entreprises*, 2002

FitchIBCA, *Methodologie de notation des risques souverains*, 2002

Grabe J.O., *International Financial Market*, Prentice Hall, 1986

Karyotis D., *La notation financière, une nouvelle approche du risque*, Revue Banque Editeur, 1995

Lăzărescu S., *Le rôle du rating dans l'évaluation des risques financiers* – Bibliothèque de l'Université d'Orléans, Septembrie 2002

Leftwich R., *Comment noter les agences de notation ?*, Les Echos – l'art de la finance, 2001

Leroux F., *Marchés internationaux de capitaux*, ESKA, 1988

- Mathieu P., Herouville P., *Les dérivés de crédit – une nouvelle gestion du risque de crédit*, Ed. Economica, Paris 1998
- Moody's Investors Service, *La notation Moody's – mode d'emploi*, 1997
- Moody's Investors Service, *Identification des notations non sollicitées pour lesquelles l'émetteur n'a pas participé au processus de notation*, Noiembrie 1999
- Moody's Investors Service, *Bank risk credit in emerging markets*, 1999
- Nițu A., *Burse de mărfuri și valori*, Editura Tribuna Economică, București, 2002
- Plihon D., *Les banques, nouveaux enjeux, nouvelles stratégies*, La documentation française, Paris, 1999
- Saunders A., *Financial institutions management*, Mc Graw Hill, 1997
- Servigny A., Zelenko I., *Le risque de crédit – nouveaux enjeux bancaires*, Ed. Dunod, 2001
- Scannavino A., *Les marchés financiers internationaux*, Ed. Dunod, Paris, 1999
- Sharpe F. William, Alexander Gordon – *Investments, 4th edition* – Englewood Cliffs 1990
- Stancu I., *Finanțe*, Editura Economică, București, 2001
- Standard and Poor's, *Financial Institutions Criteria*, 1999
- Weinstein M. I., *The effect of a rating change announcement on bond price*, *Journal of financial economics*, 1987
- *** Legea nr. 31/1990 republicată privind societățile comerciale
- *** Legea nr. 190/1999 privind creditul ipotecar pentru investiții imobiliare