


# **PRZEWODNIK PODSTAWOWE INFORMACJE O OCENACH RATINGOWYCH**

Czym są oceny ratingowe i jaka jest ich rola?



---

**PODSTAWOWE  
INFORMACJE  
O OCENACH  
RATINGOWYCH**

- 1 | **O PRZEWODNIKU**
- 2 | **CZYM SĄ OCENY RATINGOWE**
- 4 | **DLACZEGO OCENY RATINGOWE SĄ  
PRZYDATNE**
- 5 | **KTO KORZYSTA Z OCEN RATINGOWYCH**
- 7 | **AGENCJE RATINGOWE**
- 10 | **PODSTAWOWE INFORMACJE O SKALI  
RATINGOWEJ**
- 11 | **OCENA EMITENTÓW I EMISJI**
- 14 | **NADZÓR**
- 15 | **DLACZEGO OCENY RATINGOWE  
ULEGAJĄ ZMIANIE**
- 17 | **SPOSOBY KOMUNIKOWANIA OCEN  
RATINGOWYCH**

---

## O PRZEWODNIKU

W niniejszym przewodniku wyjaśniono, czym są oceny ratingowe i jaka jest ich rola.

### W niniejszym przewodniku:

1. Objąsniiono, czym są, a czym nie są oceny ratingowe, kto je wykorzystuje i w jakim zakresie mogą być przydatne dla rynków kapitałowych.
2. Przedstawiono ogólne informacje na temat różnych modeli i metod oceny stosowanych przez różne agencje ratingowe.
3. Opisano sposób, w jaki Standard & Poor's Ratings Services wystawia oceny ratingowe emitentom oraz konkretnym emisjom papierów dłużnych, monitoruje i aktualizuje oceny oraz analizuje ich zmiany.

Oceny ratingowe to jedne z narzędzi, z których inwestorzy mogą korzystać przy podejmowaniu różnorodnych decyzji inwestycyjnych, takich jak decyzje dotyczące zakupu obligacji. Oceny ratingowe pomagają wspierać rozwój i sprawne funkcjonowanie rynków kapitałowych; kapitał umożliwia podmiotom prywatnym rozpoczęcie i rozwój działalności, miastom i państwom budowę autostrad i szpitali, a producentom – budowę fabryk i tworzenie miejsc pracy. Oceny ratingowe stanowią wyraz niezależnych opinii na temat zdolności kredytowej tych podmiotów, powstają w oparciu o wspólną terminologię i mogą pomóc inwestorom podejmować bardziej świadome decyzje inwestycyjne.

Agencja Standard & Poor's jest wiodącym dostawcą niezależnych ocen ratingowych i analiz, oferującym połączenie globalnej perspektywy i znajomości lokalnych realiów. Dokonujemy regularnej aktualizacji i udoskonalamy nasze procesy w celu dostosowania się do zmian na rynku, co pozwala nam sporządzać wnikliwe opinie, które pomagają uczestnikom rynku podejmować bardziej świadome decyzje inwestycyjne.

**Więcej informacji o ocenach ratingowych można znaleźć na stronie [www.UnderstandingRatings.com](http://www.UnderstandingRatings.com)**

---

## **CZYM SĄ OCENY RATINGOWE**

Oceny ratingowe to opinie na temat ryzyka kredytowego. Oceny ratingowe Standard & Poor's wyrażają opinie agencji o możliwościach i zamiarach emitenta, takiego jak przedsiębiorstwo, państwo lub jednostka samorządu terytorialnego, dotyczących terminowej spłaty wszystkich zobowiązań finansowych.

Oceny ratingowe mogą także informować o ryzyku kredytowym danej emisji papierów dłużnych, takich jak obligacje korporacyjne lub komunalne, a także o względnym prawdopodobieństwie niewypłacalności.

Oceny ratingowe są opracowywane przez agencje ratingowe, specjalizujące się w ocenie ryzyka kredytowego. Wśród międzynarodowych agencji ratingowych, takich jak Standard & Poor's Ratings Services, funkcjonują regionalne i niszowe agencje ratingowe, które zwykle specjalizują się w danym regionie lub w danej branży.

W ramach przyznawania ocen ratingowych każda agencja stosuje własną metodologię pomiaru zdolności kredytowej oraz własną skalę ratingową. Oceny ratingowe są zazwyczaj wyrażane przy użyciu ciągów liter od „AAA” do „D”, które służą do przekazywania opinii agencji na temat poziomu względnego ryzyka kredytowego.

### **Oceny ratingowe mają charakter perspektywiczny**

W ramach analizy ratingowej agencja Standard & Poor's wykorzystuje informacje bieżące i historyczne oraz ocenia potencjalne skutki przyszłych zdarzeń. Dla przykładu, dokonując oceny emitenta instrumentów dłużnych, agencja może uwzględnić przewidywane wzrosty i spadki w cyklu koniunkturalnym, które mogą mieć wpływ na zdolność kredytową tego podmiotu. Choć perspektywiczne opinie agencji ratingowych mogą być przydatne dla inwestorów i uczestników rynku, którzy podejmują decyzje dotyczące inwestycji długo- lub krótkoterminowych oraz decyzje biznesowe, oceny ratingowe nie gwarantują zwrotu z danej inwestycji ani jej pomyślnej realizacji.

### **Oceny ratingowe nie wskazują na opłacalność inwestycji**

Choć inwestorzy mogą korzystać z ocen ratingowych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, oceny ratingowe Standard & Poor's nie stanowią rekomendacji dotyczących opłacalności inwestycji. Innymi słowy, oceny ratingowe nie stanowią zalecenia kupna, sprzedaży lub trzymania instrumentów finansowych ani też nie określają wartości aktywów. Nie służą one również do

---

stwierdzania zasadności danej inwestycji. Dotyczą one jednego aspektu decyzji inwestycyjnych — oceny ryzyka kredytowego — a w niektórych przypadkach mogą również informować o szacunkowej wartości wiarytelności możliwych do odzyskania w przypadku wystąpienia upadłości.

Dokonując oceny inwestycji, obok ryzyka kredytowego, inwestorzy powinni brać pod uwagę aktualny skład swoich portfeli, strategię inwestycyjną i horyzont czasowy, odporność na ryzyko i szacunkową względną wartość papieru wartościowego w porównaniu do innych dostępnych papierów wartościowych. W drodze analogii, chociaż reputacja dotycząca niezawodności może stanowić ważny czynnik przy zakupie samochodu, to zazwyczaj nie stanowi ona jedynego kryterium, na którym kierowcy opierają swoje decyzje zakupowe.

### **Oceny ratingowe nie stanowią bezwzględnego wskaźnika wystąpienia niewypłacalności**

Ze względu na przyszłe wydarzenia i okoliczności, których nie można przewidzieć, przyznawanie ocen ratingowych nie jest nauką ścisłą. Z tego względu oceny ratingowe Standard & Poor's nie stanowią gwarancji zdolności kredytowej ani dokładnego prawdopodobieństwa wystąpienia niewypłacalności w odniesieniu do danego emitenta lub emisji papierów dłużnych.

Oceny ratingowe wyrażają natomiast względne opinie o zdolności kredytowej emitenta lub ryzyku kredytowym związanym z danym zadłużeniem w zakresie od najniższego do najwyższego.

Przykładowo, obligacje korporacyjne, które otrzymały ocenę „AA”, są postrzegane przez agencję ratingową jako związane z niższym ryzykiem kredytowym niż te z oceną „BBB”. Jednak ocena „AA” nie gwarantuje braku ryzyka wystąpienia niewypłacalności, a wskazuje jedynie, że w opinii agencji wystąpienie tego ryzyka jest mniej prawdopodobne niż w przypadku obligacji z oceną „BBB”.

---

### **KWESTIA OPINII**

Nasze opinie ratingowe powstają w oparciu o analizy przeprowadzane przez doświadczonych analityków, którzy dokonują oceny i interpretacji informacji uzyskanych od emitentów oraz z innych dostępnych źródeł w celu sformułowania przemyślanego stanowiska.

W przeciwieństwie do innych rodzajów opinii, takich jak opinie lekarskie czy prawne, oceny ratingowe nie mają charakteru prognozy ani zalecenia. Mają one przede wszystkim na celu dostarczenie inwestorom i uczestnikom rynku informacji na temat względnego ryzyka kredytowego określonych emitentów i emisji papierów dłużnych ocenianych przez agencję.

Oceny ratingowe Standard & Poor's są bezpłatne i dostępne dla odbiorców na całym świecie. Można je znaleźć na stronie **[www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)**

---

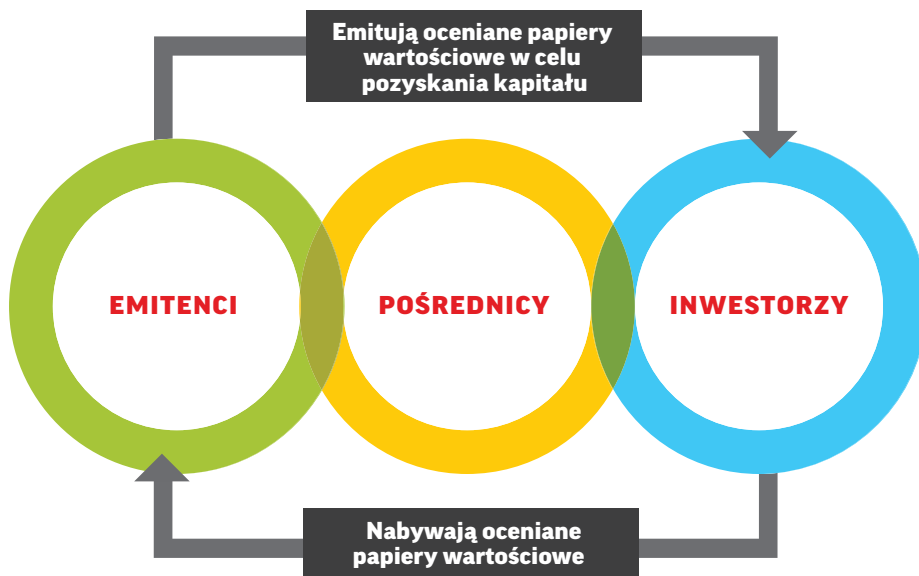
## **DLACZEGO OCENY RATINGOWE SĄ PRZYDATNE**

Oceny ratingowe mogą odgrywać ważną rolę w umożliwieniu podmiotom gospodarczym, instytucjom administracji rządowej i samorządowej pozyskiwania środków na rynkach kapitałowych. Zamiast zaciągać kredyt w banku, podmioty te mogą pozyskiwać środki bezpośrednio od inwestorów w drodze emisji obligacji lub weksli własnych. Inwestorzy nabywają dłużne papiery wartościowe, takie jak obligacje komunalne, oczekując odsetek i zwrotu kapitału w terminie wymagalności albo w ramach płatności okresowych.

Oceny ratingowe mogą ułatwić proces emisji i zakupu obligacji oraz innych instrumentów dłużnych, jako że stanowią one skuteczną, powszechnie uznaną i sprawdzoną miarę względnego ryzyka kredytowego. Oceny ratingowe są przyznawane emitentom i dłużnym papierom wartościowym oraz kredytom bankowym. Inwestorzy i inni uczestnicy rynku mogą korzystać z tych ocen jako narzędzi służących do wstępnej diagnozy mającej na celu dostosowanie względnego poziomu ryzyka kredytowego emitenta lub papieru dłużnego do własnej wrażliwości na ryzyko lub do wytycznych dotyczących ryzyka kredytowego przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych i biznesowych.

Dla przykładu, rozważając zakup obligacji komunalnych, inwestor może zweryfikować, czy przypisana im ocena ratingowa jest zgodna z poziomem ryzyka kredytowego, jakie jest on gotowy podjąć. Jednocześnie oceny ratingowe mogą być przydatne w procesie pozyskiwania środków finansowych na rozbudowę lub badania i rozwój, a także we wspieraniu jednostek samorządu terytorialnego w finansowaniu projektów publicznych.

### **Pozyskiwanie kapitału przy pomocy ocenianych papierów wartościowych**



---

## KTO KORZYSTA Z OCEN RATINGOWYCH

---

### 1. Inwestorzy

Inwestorzy najczęściej korzystają z ocen ratingowych w celu dokonania oceny ryzyka kredytowego oraz porównania różnych emitentów i emisji papierów dłużnych w ramach podejmowanych decyzji inwestycyjnych i zarządzania swoimi portfelami. Inwestorzy prywatni mogą korzystać z ocen ratingowych m.in. w celu dokonania oceny zakupu obligacji komunalnych i korporacyjnych z punktu widzenia odporności na ryzyko.

Inwestorzy instytucjonalni, w tym fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, banki, firmy ubezpieczeniowe, często wykorzystują oceny ratingowe w celu uzupełnienia własnej analizy kredytowej dotyczącej konkretnych emisji papierów dłużnych.

Ponadto inwestorzy instytucjonalni mogą korzystać z ocen ratingowych do ustalania progów ryzyka kredytowego i wytycznych inwestycyjnych.

Ocena ratingowa może pełnić rolę wskaźnika ryzyka kredytowego, przy czym inwestorzy powinni brać pod uwagę wiele innych czynników, w tym własne analizy.

---

### 2. Pośrednicy

Bankierzy inwestycyjni pomagają usprawnić przepływ kapitału od inwestorów do emitentów. Mogą oni korzystać z ocen ratingowych w celu porównania względnego ryzyka kredytowego różnych emisji papierów dłużnych, jak również ustalenia początkowej ceny dla poszczególnych emisji papierów dłużnych i określenia stopy oprocentowania tych papierów.

Bankierzy inwestycyjni mogą zapoznać się z kryteriami stosowanymi przez agencję ratingową w celu określenia stosowanego przez nią podejścia do oceny różnych emisji papierów dłużnych lub różnych poziomów zadłużenia.

Bankierzy inwestycyjni mogą również pełnić funkcję organizatorów emisji papierów dłużnych. W tym charakterze mogą oni tworzyć spółki celowe, które tworzą pakiety aktywów, takich jak detaliczne kredyty hipoteczne i pożyczki studenckie, tworząc papiery wartościowe lub strukturyzowane instrumenty finansowe, które następnie przedstawiają inwestorom.

---

### 3. Emitenci

Emitenci, w tym spółki, instytucje finansowe, instytucje administracji rządowej i samorządowej, korzystają z ocen ratingowych w celu uzyskania niezależnych opinii na temat swojej zdolności kredytowej i ryzyka kredytowego związanego z emisją ich papierów dłużnych.

Emitenci mogą również korzystać z ocen ratingowych w celu komunikowania względnego ryzyka kredytowego związanego z emisją papierów dłużnych, rozszerzając tym samym grono inwestorów. Ponadto oceny ratingowe mogą pomóc im przewidzieć stopę procentową możliwą do zaoferowania w odniesieniu do nowych emisji papierów dłużnych.

Co do zasady, im bardziej wiarygodny emitent lub emisja, tym niższe oprocentowanie emitent oferuje inwestorom. Zastosowanie ma również zasada odwrotna: emitent o niższej zdolności kredytowej oferuje wyższe oprocentowanie, aby zrównoważyć większe ryzyko kredytowe podejmowane przez inwestorów.

---

### 4. Podmioty gospodarcze i instytucje finansowe

Podmioty gospodarcze i instytucje finansowe, w szczególności te zaangażowane w transakcje obciążone ryzykiem kredytowym, mogą korzystać z ocen ratingowych w celu dokonania oceny potencjalnego ryzyka braku spłaty zobowiązań finansowych przez drugą stronę umowy.

Na przykład przy podejmowaniu decyzji co do udzielenia pożyczki pieniężnej konkretnemu podmiotowi lub przy wyborze podmiotu, który zagwarantuje spłatę emisji papierów dłużnych w przypadku niewykonania zobowiązań, rating kredytowy takiego podmiotu będzie stanowić obiektywne potwierdzenie jego wiarygodności finansowej.

Opinia agencji ratingowej na temat ryzyka partnera biznesowego może zatem ułatwić podmiotom przeprowadzenie analizy ich własnego ryzyka kredytowego wynikającego ze zobowiązań ich partnerów.



---

## AGENCJE RATINGOWE

Niektóre agencje ratingowe, w tym wiodące światowe agencje, takie jak Standard & Poor's, to podmioty specjalizujące się w analizie ryzyka kredytowego emitentów i określonych emisji papierów dłużnych. Formułują i rozpowszechniają one oceny ratingowe, które są następnie wykorzystywane przez inwestorów i innych uczestników rynku, którzy z kolei mogą uwzględnić ryzyko kredytowe w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych i biznesowych. Ze względu na fakt, że agencje ratingowe nie są bezpośrednio zaangażowane w transakcje na rynku kapitałowym, są one poniekąd postrzegane zarówno przez inwestorów jak i przez emitentów, jako bezstronni, niezależni dostawcy opinii na temat ryzyka kredytowego.

### Metody ratingowe

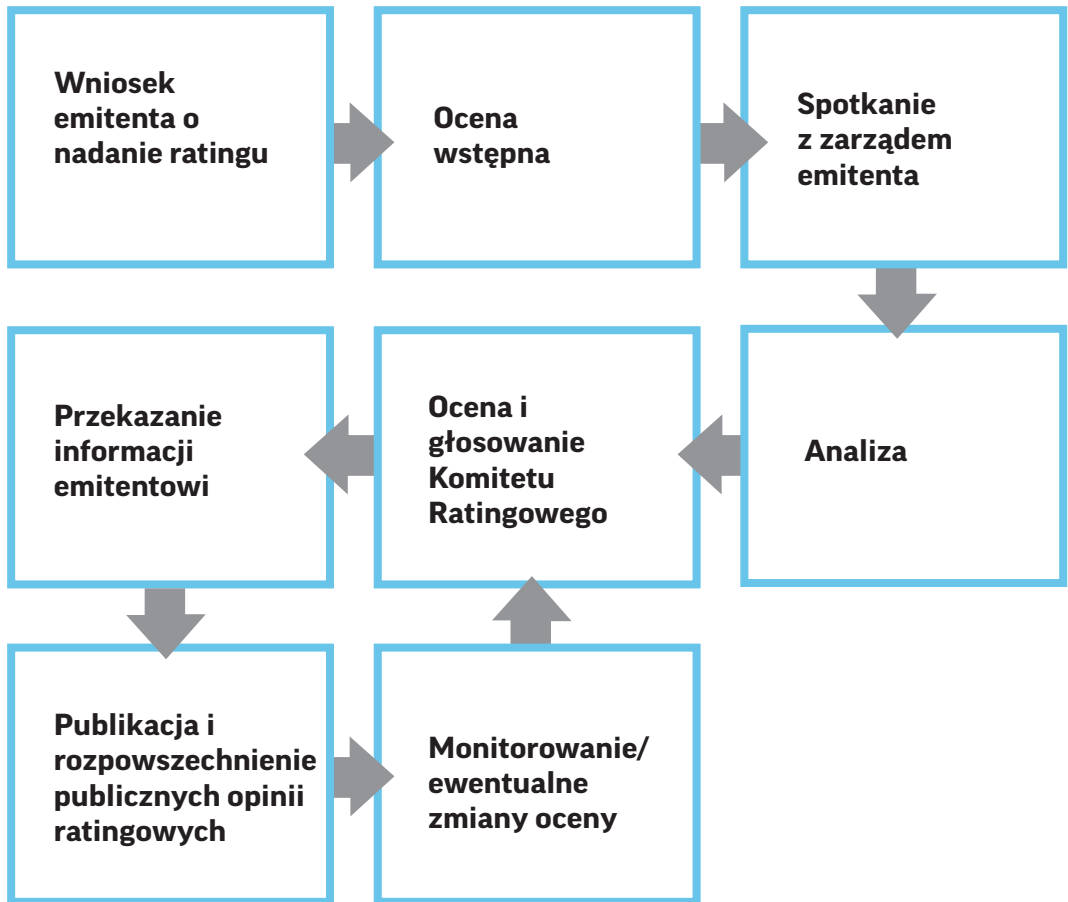
Formułując opinie na temat ryzyka kredytowego, agencje ratingowe zazwyczaj opierają się na modelach analitycznych lub matematycznych, lub na obu tych modelach.

**Podejście modelowe.** Niewielka liczba agencji ratingowych skupia się niemal wyłącznie na danych ilościowych, które ujmują w ramach modelu matematycznego. Na przykład agencja stosująca to podejście na potrzeby dokonania oceny zdolności kredytowej banku lub innej instytucji finansowej może ocenić sytuację majątkową, sytuację finansową i rentowność tego podmiotu głównie w oparciu o dane pochodzące z jego sprawozdań finansowych i wymaganych dokumentów prawnych.

**Podejście analityczne.** Formułując ocenę ratingową podmiotu gospodarczego lub jednostek samorządu terytorialnego, agencje stosujące podejście analityczne zlecają przeprowadzenie oceny zdolności kredytowej podmiotu analitykowi, którego często wspomaga zespół specjalistów. Analitycy zwykle uzyskują informacje z opublikowanych raportów, jak również z rozmów przeprowadzonych z zarządem emitenta. W celu dokonania oceny sytuacji finansowej, wyników operacyjnych, polityki i strategii zarządzania ryzykiem danej jednostki analitycy korzystają z wyżej wymienionych informacji i własnego osądu analitycznego.

---

## Stosowany przez nas proces oceny w oparciu o podejście analityczne



### Sposób pobierania opłat za usługi

Agencje zazwyczaj pobierają opłaty za swoje usługi albo od emitenta, który składa wniosek o nadanie ratingu, albo od subskrybentów, którzy otrzymują opublikowane oceny i związane z nimi raporty kredytowe.

**Model pobierania opłat od emitenta.** Agencje ratingowe stosujące ten model pobierają od emitentów opłatę za nadanie oceny ratingowej. W toku analizy agencje mogą uzyskiwać od emitentów informacje, które mogą nie być podawane do publicznej wiadomości, a także uwzględniać je w swoich ocenach ratingowych. Ze względu na fakt, że agencja ratingowa nie utrzymuje się jedynie z opłat pobieranych od subskrybentów, może ona udostępniać publicznie swoje aktualne oceny, nie pobierając żadnych opłat z tego tytułu.

---

**Model pobierania opłat od subskrybenta.** Agencje ratingowe, które wykorzystują ten model pobierają od inwestorów i innych uczestników rynku opłaty za dostęp do swoich ocen ratingowych. Krytycy wskazują, że – podobnie jak w modelu pobierania opłat od emitenta – model ten jest potencjalnie obciążony ryzykiem wystąpienia konfliktu interesów, ponieważ podmioty, które wnoszą opłaty za przygotowanie ratingu kredytowego, w tym przypadku inwestorzy, mogą podejmować próbę wywierania wpływu na ocenę ratingową.

Krytycy tego modelu podkreślają również, że oceny są dostępne tylko dla subskrybentów uiszczających opłaty. Są to zwykle kluczowi inwestorzy instytucjonalni, co wyklucza mniejszych inwestorów, w tym inwestorów prywatnych. Ponadto agencje ratingowe korzystające z modelu pobierania opłat od subskrybentów mogą mieć ograniczony dostęp do emitentów. Informacje uzyskiwane od zarządu są pomocne dla formułowania ocen, które z założenia mają charakter perspektywiczny.

---

## ZARZĄDZANIE POTENCJALNYMI KONFLIKTAMI INTERESÓW

Agencja Standard & Poor's podjęła szereg środków mających na celu unikanie potencjalnego konfliktu interesów w przypadku pobierania opłat od emitentów.

Do środków tych należy m.in. wyraźny rozdział obowiązków między działem obsługi klienta, a analitykami, którzy dokonują analiz kredytowych i sporządzają ratingi kredytowe. Przypomina to sposób, w jaki wydawcy gazet oddzielają pionery redakcyjne od tych odpowiedzialnych za sprzedaż i reklamę, ponieważ publikują artykuły na temat podmiotów, od których mogą dodatkowo pobierać opłaty reklamowe.

Kolejnym środkiem jest powołanie komitetu, który ogranicza ewentualny wpływ poszczególnych osób na rating kredytowy nadawany przez Standard & Poor's. Do jego obowiązków należy zapoznanie się i wyrażenie opinii na temat rekomendowanej przez analityka nowej lub zweryfikowanej oceny ratingowej, a także przedstawianie swojego stanowiska, kontrola i zapewnianie zgodności z kryteriami ratingowymi przyjętymi przez agencję. Specjaliści ds. obsługi klienta w Standard & Poor's, którzy zajmują się sprawami handlowymi, takimi jak ceny, negocjowanie umów i utrzymywanie relacji z klientami, nie są członkami komitetów ratingowych ani nie głosują na ich posiedzeniach.

W celu zarządzania potencjalnymi konfliktami interesów, agencja Standard & Poor's opracowuje również jasno określone zasady i procedury oraz zapewnia przejrzystość i łatwy dostęp do jej kryteriów ratingowych.

---

## PODSTAWOWE INFORMACJE O SKALI RATINGOWEJ

Symbole ratingowe agencji Standard & Poor's opisują zdolność kredytową danego podmiotu w prosty i skuteczny sposób.

Nasza globalna skala ratingowa stanowi punkt odniesienia dla oceny względnego ryzyka kredytowego emitentów i emisji papierów dłużnych na całym świecie.

### Ogólne podsumowanie opinii mających odzwierciedlenie w naszych ocenach ratingowych

Poziom inwestycyjny	<b>AAA</b>	Znikomy poziom ryzyka kredytowego. Wyjątkowo wysoka zdolność do obsługi zobowiązań finansowych. Ocena najwyższa.
	<b>AA</b>	Bardzo niski poziom ryzyka kredytowego. Bardzo wysoka zdolność do obsługi zobowiązań finansowych.
	<b>A</b>	Niski poziom ryzyka kredytowego. Wysoka zdolność emitenta do obsługi zobowiązań finansowych. Przeciętna odporność na wpływ niekorzystnych warunków gospodarczych.
	<b>BBB</b>	Ryzyko kredytowe na średnim poziomie. Dobra wiarygodność finansowa i wystarczająca zdolność do obsługi zobowiązań. Podwyższona podatność na niekorzystne warunki gospodarcze.
	<b>BBB-</b>	Uważany za najniższy poziom inwestycyjny przez uczestników rynku.
Poziom spekulacyjny	<b>BB+</b>	Uważany za najwyższy poziom spekulacyjny przez uczestników rynku.
	<b>BB</b>	Podwyższone ryzyko kredytowe. Relatywnie niższa wiarygodność finansowa. Wystarczająca zdolność do obsługi zobowiązań w najbliższym czasie w przeciętnych lub sprzyjających warunkach gospodarczych. Możliwy wpływ niesprzyjających warunków na działalność, sytuację majątkową i finansową.
	<b>B</b>	Wysokie ryzyko kredytowe. Zdolność do obsługi zobowiązań jedynie przy sprzyjających warunkach zewnętrznych. Wyższy poziom narażenia emitenta na niekorzystne warunki biznesowe, finansowe i gospodarcze.
	<b>CCC</b>	Faktyczne narażenie emitenta i uzależnienie od korzystnych warunków biznesowych, finansowych i gospodarczych w zakresie regulowania zobowiązań.
	<b>CC</b>	Wysoki poziom narażenia emitenta. Brak wypłacalności po stronie emitenta jeszcze nie nastąpił, lecz można tego oczekiwać.
	<b>C</b>	Wysoki poziom narażenia na niewypłacalność i niskie prawdopodobieństwo poprawy sytuacji emitenta.
	<b>D</b>	Całkowity brak zdolności do obsługi zobowiązań. Dotyczy to również sytuacji, w której złożono wniosek o ogłoszenie upadłości emitenta lub podjęto działania o podobnych skutkach.

Oceny od „AA” do „CCC” mogą być modyfikowane poprzez dodanie znaku plus (+) lub minus (-) w celu wskazania względnej pozycji w obrębie głównych kategorii ratingowych.

---

## Poziom inwestycyjny i spekulacyjny zadłużenia

Termin „poziom inwestycyjny” niegdyś odnosił się do obligacji i innych dłużnych papierów wartościowych, które organy nadzoru bankowego i uczestnicy rynku postrzegali jako inwestycje odpowiednie dla instytucji finansowych. Obecnie termin ten jest szeroko stosowany do opisywania emitentów i emisji o stosunkowo wysokim poziomie zdolności kredytowej przy jednoczesnym niskim ryzyku kredytowym. Natomiast termin „poziom nie-inwestycyjny” lub „poziom spekulacyjny” ogólnie odnosi się do papierów dłużnych, w sytuacji gdy emitent obecnie dysponuje jeszcze zdolnością do spłaty zobowiązań, ale stoi w obliczu niekorzystnych warunków, m.in. niekorzystnych warunków ekonomicznych lub finansowych, które mogą mieć wpływ na ryzyko kredytowe.

W długoterminowej skali oceny agencji Standard & Poor’s emitenci i emisje papierów dłużnych, którym przyznano ocenę „BBB-” lub wyższą, są powszechnie uważane przez regulatorów i uczestników rynku za plasujące się na „poziomie inwestycyjnym”, zaś te, którym przyznano ocenę niższą niż „BBB-” są powszechnie uważane za plasujące się na „poziomie spekulacyjnym”.

---

## OCENA EMITENTÓW I EMISJI

Agencje ratingowe przyznają oceny ratingowe emitentom, takim jak podmioty gospodarcze, instytucje administracji rządowej i samorządowej, a także konkretnym emisjom papierów dłużnych, takim jak obligacje, weksle własne i inne dłużne papiery wartościowe.

### Ocena ratingowa emitentów

W ramach oceny zdolności kredytowej emitenta agencja Standard & Poor’s ocenia zdolność i chęć emitenta do spłaty swoich zobowiązań finansowych zgodnie z warunkami określonymi w dokumentach dłużnych.

Agencja Standard & Poor’s dokonuje oceny szerokiego wachlarza aspektów finansowych i biznesowych, które mogą mieć wpływ na terminową spłatę zobowiązań przez emitenta. Szczególne czynniki ryzyka, które są poddawane analizie, zależą po części od rodzaju emitenta. Na przykład analiza kredytowa emitenta korporacyjnego zwykle uwzględnia wiele czynników finansowych i niefinansowych, w tym kluczowe wskaźniki wydajności, czynniki ekonomiczne, prawne i geopolityczne, zarządzanie i ład korporacyjny, jak i pozycję konkurencyjną. Przy dokonywaniu oceny państwa będącego emitentem analiza może koncentrować się na wynikach fiskalnych i gospodarczych, stabilności waluty i skuteczności instytucji rządowych.

---

## DEFINICJE OCEN RATINGOWYCH

Pełna lista definicji ocen ratingowych agencji Standard & Poor’s, w tym oceny ratingowe emitentów, jak również artykuł „Jak należy rozumieć definicje ocen ratingowych agencji Standard & Poor’s” (Understanding Standard & Poor’s Ratings Definitions), są dostępne na stronie [www.UnderstandingRatings.com](http://www.UnderstandingRatings.com)

W przypadku przyznawania wysokich ocen ratingowych agencja Standard & Poor's uwzględnia oczekiwane wzrosty i spadki w cyklu koniunkturalnym, w tym czynniki branżowe i ogólne czynniki ekonomiczne, przy czym długość i skutki cykli koniunkturalnych mogą być bardzo różne, w wyniku czego trudno dokładnie przewidzieć ich wpływ na zdolność kredytową. W przypadku ocen na poziomie spekulacyjnym, które są obarczone wyższym ryzykiem i bardziej podatne na zmiany, Standard & Poor's uwzględnia większą wrażliwość na niekorzystne zmiany cyklu koniunkturalnego.

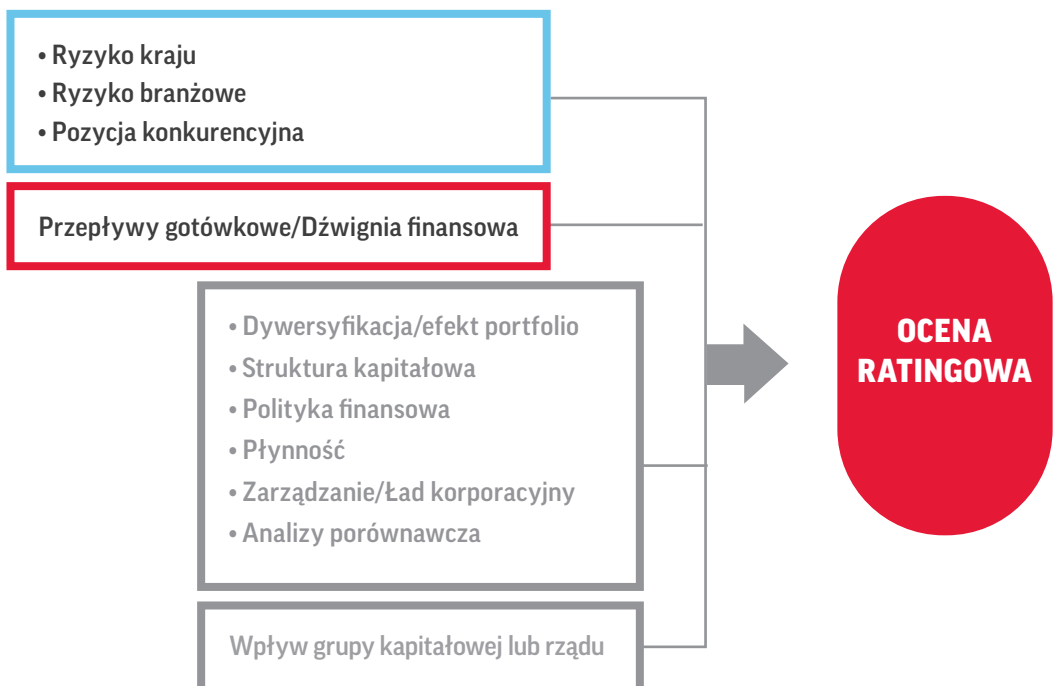
## Ocena ratingowa emisji

Dokonując oceny danej emisji papierów dłużnych, takich jak obligacje korporacyjne i komunalne, Standard & Poor's korzysta między innymi z informacji uzyskanych od emitenta oraz z innych źródeł w celu dokonania oceny ryzyka kredytowego związanego z daną emisją oraz prawdopodobieństwa wystąpienia niewypłacalności. W przypadku obligacji emitowanych przez podmioty gospodarcze lub jednostki samorządu terytorialnego, przed dokonaniem oceny ryzyka kredytowego związanego z daną emisją papierów dłużnych agencje ratingowe z reguły oceniają zdolność kredytową samego emitenta.

Na przykład analizując emisje papierów dłużnych, analitycy Standard & Poor's oceniają między innymi:

- Zasady i warunki zabezpieczenia wiarygodności oraz – w stosownych przypadkach – ich strukturę prawną.
- Względne pierwszeństwo emisji w odniesieniu do innych emisji papierów dłużnych emitenta i pierwszeństwo spłaty w przypadku niewypłacalności.
- Istnienie zewnętrznego wsparcia lub instrumentów służących zwiększeniu zdolności kredytowej, takich jak akredytywy, gwarancje, ubezpieczenie i zabezpieczenia. Tego rodzaju zabezpieczenia mogą stanowić bufor ograniczający potencjalne ryzyko kredytowe związane z daną emisją.

## Czynniki uwzględniane przez Standard & Poor's w ramach oceny ratingowej podmiotów gospodarczych



## Możliwość odzyskania wierzycelności

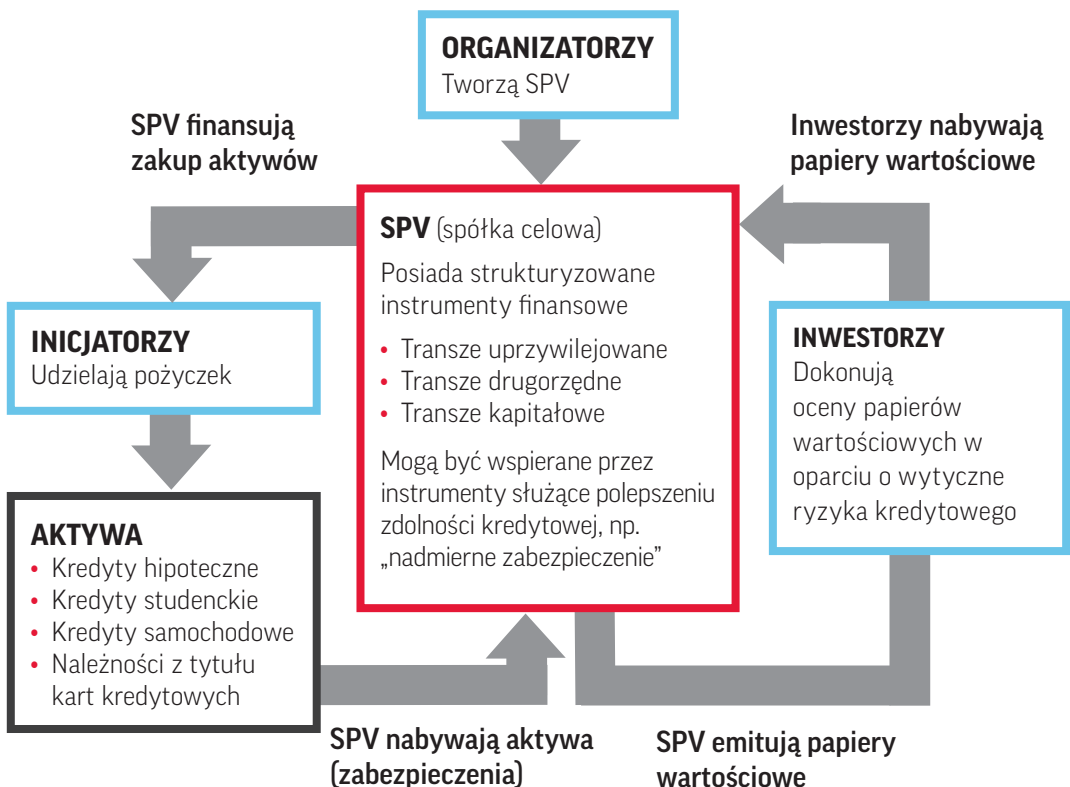
Agencje ratingowe mogą również oceniać możliwość odzyskania wierzycelności, czyli prawdopodobieństwo odzyskania przez inwestorów niespłaconej części kwoty zadłużenia w przypadku niewypłacalności. Niektóre agencje uwzględniają prawdopodobieństwo odzyskania wierzycelności jako czynnik oceny zdolności kredytowej danego emitenta, w szczególności w przypadku zadłużenia na poziomie nie-inwestycyjnym. Inne agencje m.in. Standard & Poor's dokonują, obok oceny konkretnych emisji papierów dłużnych, także oceny możliwości odzyskania wierzycelności. Agencja Standard & Poor's może również uwzględniać ocenę możliwości odzyskania wierzycelności przy aktualizacji oceny emisji papierów dłużnych w górę lub w dół w odniesieniu do oceny ratingowej przyznanej danemu emitentowi.

## Ocena ratingowa strukturyzowanych instrumentów finansowych

Strukturyzowane instrumenty finansowe stanowią szczególny rodzaj papierów dłużnych będących wynikiem transakcji zwanej sekurytyzacją. Zasadniczo sekurytyzacja polega na grupowaniu poszczególnych aktywów finansowych, takich jak kredyty hipoteczne lub samochodowe, i tworzeniu lub strukturyzowaniu oddzielnych dłużnych papierów wartościowych, które są sprzedawane inwestorom w celu sfinansowania zakupu tych aktywów.

W procesie tworzenia strukturyzowanych instrumentów finansowych, takich jak papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką na nieruchomościach lokalowych (RMBS), papiery wartościowe zabezpieczone aktywami (ABS) i zabezpieczone papiery dłużne (CDO), zazwyczaj biorą udział trzy strony: inicjator, organizator i spółka celowa (SPV), która emituje papiery wartościowe.

## Strukturyzowane instrumenty finansowe



- 
- **Inicjatorem** jest zazwyczaj bank, kredytodawca lub pośrednik finansowy, który albo udziela kredytów osobom fizycznym lub innym kredytobiorcom, albo zaciąga kredyty od innych inicjatorów.
  - **Organizator**, który może być również inicjatorem, to zwykle bank inwestycyjny lub inny podmiot świadczący usługi finansowe, sekurytyzuje kredyty bazowe stanowiące rynkowe instrumenty dłużne.
  - **Spółka celowa (SPV)**, zazwyczaj tworzona przez organizatora, finansuje zakup aktywów bazowych w drodze sprzedaży instrumentów dłużnych na rzecz inwestorów. Inwestorzy są spłacani z przepływów pieniężnych z kredytów lub innych aktywów bazowych posiadanych przez SPV.

Stratyfikacja puli nieodróżnicowanego ryzyka na wiele klas obligacji o różnych poziomach pierwszeństwa zwana jest „transzowaniem”. Inwestorzy, którzy kupują transze uprzywilejowane, które na ogół charakteryzuje najwyższa jakość zadłużenia z perspektywy kredytowej i najniższe oprocentowanie, są spłacani jako pierwsi z przepływu środków pieniężnych z aktywów bazowych. Posiadacze następnej, niższej transzy, z tytułu której zazwyczaj przysługuje wyższe oprocentowanie, są spłacani w drugiej kolejności, i tak dalej. Inwestorzy, którzy nabywają najniższą transzę, na ogół mają szansę uzyskać najwyższe oprocentowanie, ale również podejmują najwyższe ryzyko.

Sporządzając opinię na temat strukturyzowanych instrumentów finansowych agencja Standard & Poor's ocenia między innymi potencjalne zagrożenia stwarzane przez strukturę prawną instrumentu i ryzyko kredytowe związane z aktywami będącymi w posiadaniu SPV. Standard & Poor's uwzględnia również przewidywane przepływy pieniężne z tych aktywów bazowych i wszelkie instrumenty polepszenia jakości kredytów, które zapewniają ochronę przed niewypłacalnością.

## Monitorowanie jakości kredytowej

Agencje zazwyczaj śledzą zmiany, które mogą mieć wpływ na ryzyko kredytowe emitenta lub emisji papierów dłużnych, której agencja przyznała ocenę ratingową. W przypadku Standard & Poor's celem działań monitorujących jest aktualizacja oceny w drodze identyfikacji problemów, które mogą spowodować jej obniżenie lub podwyższenie.

W ramach tych działań Standard & Poor's może wziąć pod uwagę wiele czynników, takich jak zmiany w środowisku biznesowym lub zmiany na rynkach kredytowych, nowe technologie i konkurencję, które mogą obniżyć poziom zysku lub przewidywanych przychodów oraz wyników emitenta, a także zmiany w otoczeniu regulacyjnym.

Częstotliwość i zakres takiej obserwacji zwykle zależy od szczególnych aspektów ryzyka związanych z danym emitentem lub emisją, bądź całą grupą ocenianych podmiotów lub emisji papierów dłużnych. Na przykład w celu monitorowania ocen ratingowych Standard & Poor's może zaplanować okresowe spotkania z przedstawicielami podmiotu, aby umożliwić zarządowi:

- Poinformowanie analityków agencji o zmianach planów podmiotu.
- Omówienie zmian, które mogą mieć wpływ na uprzednie oczekiwania w zakresie ryzyka kredytowego.
- Określenie i dokonanie oceny innych czynników lub założeń, które mogą mieć wpływ na opinię agencji na temat zdolności kredytowej emitenta.

W wyniku tej analizy agencja może skorygować ocenę ratingową emitenta lub emisji w celu uwzględnienia wyższego lub niższego poziomu względnego ryzyka kredytowego.



---

## **DLACZEGO OCENY RATINGOWE SĄ WERYFIKOWANE**

Przyczyny weryfikacji ocen ratingowych są różne i mogą w szerokim zakresie wiązać się z ogólnymi zmianami uwarunkowań gospodarczych i środowiska biznesowego lub w węższym zakresie koncentrować się na okolicznościach mających wpływ na konkretną branżę, podmiot lub emisję papierów dłużnych.

W niektórych przypadkach zmiany koniunktury mogą wpływać na ryzyko kredytowe szerokiego grona emitentów i papierów wartościowych. Na przykład nowy konkurent lub technologia, które wykraczają ponad to, czego można było oczekiwać i co można było uwzględnić w ocenie ratingowej, mogą mieć negatywny wpływ na spodziewany poziom zysków danego podmiotu, co może przyczynić się do jednorazowego lub kilkukrotnego obniżenia oceny ratingowej. Rosnące lub kurczące się zadłużenie, istotne nakłady kapitałowe i zmiany regulacyjne mogą również powodować zmiany tych ocen.

Podczas gdy niektóre czynniki ryzyka zwykle mają wpływ na wszystkich emitentów, np. wzrost inflacji, który ma wpływ na poziom stóp procentowych i koszty kapitałowe, inne czynniki ryzyka mogą dotyczyć tylko wąskiej grupy emitentów oraz emisji papierów dłużnych. Na przykład na zdolność kredytową państwa lub gminy mogą mieć wpływ czynniki takie jak migracje ludności lub niższe dochody podatników, które powodują obniżenie wpływów podatkowych, a tym samym zdolności do spłaty zadłużenia.

---

## **SPOSÓB WYRAŻANIA ZMIAN: PERSPEKTYWY RATINGOWE I LISTA CREDITWATCH**

Jeśli agencja Standard & Poor's przewiduje, że ocena ratingowa może ulec zmianie w ciągu najbliższych 6-24 miesięcy, może opublikować zaktualizowaną perspektywę oceny ratingowej określającą, czy ewentualna zmiana może być „pozytywna”, „negatywna”, „stabilna” czy też „rozwojowa” (czyli nie ma pewności, czy ocena ratingowa zostanie podwyższona czy obniżona). Natomiast w przypadku wystąpienia zdarzeń lub okoliczności, które mogą wpłynąć na ocenę ratingową w najbliższym czasie, czyli zazwyczaj w ciągu 90 dni, Standard & Poor's może umieścić ocenę na liście CreditWatch. Zazwyczaj aktualizacja perspektywy oceny ratingowej lub ujęcie na liście CreditWatch przez Standard & Poor's jest uzupełnione o uzasadnienie potencjalnej zmiany oraz określenie jej możliwego zakresu – w górę lub w dół. Jednak aktualizacja perspektywy oceny ratingowej lub umieszczenie oceny na liście CreditWatch nie oznacza, że zmiana jest nieunikniona.

Jeśli wszystkie informacje dostępne Standard & Poor's uzasadniają zmianę oceny ratingowej, agencja może podwyższyć lub obniżyć taką ocenę natychmiast, bez umieszczenia jej na liście CreditWatch lub zmiany jej perspektywy, w celu odzwierciedlenia tych okoliczności i aktualnej opinii na temat względnego ryzyka kredytowego.

---

---

## Kiedy oceny ulegają zmianie

Oceny ratingowe mogą wywierać znaczący wpływ na to, jak rynek postrzega danego emitenta lub emisję papierów dłużnych. Na przykład obniżenie oceny przez agencję ratingową może zmienić postrzeganie przez rynek ryzyka kredytowego zabezpieczenia wiarygodności, co – w połączeniu z innymi czynnikami – może prowadzić do zmiany ceny tego zabezpieczenia.

Ceny na rynku stale podlegają wahaniom, ponieważ inwestorzy dochodzą do własnych wniosków na temat jakości kredytowej danego papieru wartościowego i wartości inwestycji. Podczas gdy zmiany ocen ratingowych mogą mieć wpływ na sposób postrzegania danej inwestycji przez inwestorów, oceny ratingowe stanowią zaledwie jeden z wielu czynników, które uczestnicy rynku powinni brać pod uwagę przy ocenie dłużnych papierów wartościowych.

## Badanie przypadków niewypłacalności a zmiany ocen

W ramach oceny trafności skuteczności ocen ratingowych Standard & Poor's prowadzi badania mające na celu śledzenie wskaźników niewypłacalności i wahań ratingów, czyli zakresu zmian oceny ratingowej w górę lub w dół w danym okresie. Agencje korzystają z tych badań w celu doskonalenia i rozwijania swoich analitycznych metod służących wystawianiu ratingów.

Analiza wahań może być również przydatna dla inwestorów i specjalistów kredytowych, ponieważ wskazuje na względną stabilność i zmienność ocen ratingowych. Na przykład inwestorzy, którzy są zobowiązani do nabywania wyłącznie wysoko ocenianych papierów wartościowych i poszukują oznak stabilności, w ramach swych badań inwestycyjnych mogą dokonać przeglądu historycznych wahań ocen ratingowych oraz częstotliwości występowania przypadków niewypłacalności.

---

## OKREŚLANIE SKUTECZNOŚCI OCEN RATINGOWYCH STANDARD & POOR'S W OPARCIU O WSKAŹNIKI NIWYPŁACALNOŚCI I WAHANIA RATINGÓW

- Prowadzone przez agencję Standard & Poor's badania nad przypadkami niewypłacalności i wahań ratingów wykazały istnienie silnej korelacji pomiędzy wyższymi ocenami ratingowymi a niższymi wskaźnikami niewypłacalności oraz pomiędzy niższymi ocenami ratingowymi i wyższymi wskaźnikami niewypłacalności.
- Badania te wykazały, że – w wyniku analizy wielu cykli koniunkturalnych – wyższe oceny ratingowe zwykle rzadziej ulegają zmianie, a oceny niższe ulegają częstszym zmianom.
- Badania wykazały również, że wśród emitentów lub emisji papierów wartościowych, w stosunku do których następuje zwłoka w spłacie zobowiązań, okres pogarszania zdolności kredytowej poprzedzający brak spłaty zobowiązań był zwykle krótszy w przypadku niższych ocen.
- Ogólna skuteczność ocen ratingowych określana w wyniku tych badań pomogła określić nasze oceny ratingowe jako przydatne wskaźniki oceny względnego ryzyka kredytowego.
- Dzięki zastosowaniu szeroko zakrojonej perspektywy, badania skuteczności są jednym z narzędzi, które Standard & Poor's wykorzystuje do doskonalenia i kalibrowania kryteriów ocen ratingowych, tak aby działały one zgodnie z założeniami.

Więcej informacji na temat skuteczności ocen ratingowych na stronie

**[www.UnderstandingRatings.com](http://www.UnderstandingRatings.com)**

---

---

## **SPOSOBY KOMUNIKOWANIA OCEN RATINGOWYCH**

Standard & Poor's udostępnia swoje oceny ratingowe, kryteria i badania na wiele różnych sposobów, m.in.:

- Komunikaty prasowe
- Strony internetowe
  - [www.spratings.com](http://www.spratings.com)
  - [www.UnderstandingRatings.com](http://www.UnderstandingRatings.com)
  - [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)
  - [www.RatingsDirect.com](http://www.RatingsDirect.com)
  - [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com)
- Biuletyny ([www.myspprofile.com](http://www.myspprofile.com))
- Biuro Obsługi Standard & Poor's  
e-mail: [research\\_request@standardandpoors.com](mailto:research_request@standardandpoors.com)
- Imprezy organizowane przez Standard & Poor's
- Bezpośredni kontakt z uczestnikami rynku
- Udział w imprezach branżowych i kredytowych

**W przypadku jakichkolwiek pytań dotyczących niniejszego przewodnika lub chęci zamówienia jego kopii, prosimy o kontakt pod adresem [research\\_request@standardandpoors.com](mailto:research_request@standardandpoors.com) lub pod numerem telefonu **+1 212 438 7280****

## Wersja 1.5

Żadnych informacji (w tym ocen ratingowych, analiz i danych dotyczących kredytów, wycen, modeli, oprogramowania lub ich innych zastosowań bądź uzyskanych wyników) lub jakichkolwiek ich elementów (Informacje) nie można w żadnej formie ani w żaden sposób modyfikować, dekompilować, powielać lub rozpowszechniać bądź przechowywać w bazie danych lub systemie wyszukiwania informacji, bez uzyskania uprzedniej pisemnej zgody Standard & Poor's Financial Services LLC lub jej podmiotów powiązanych (zwanym dalej łącznie S&P). Informacje nie mogą być wykorzystywane do niezgodnych z prawem lub niedozwolonych celów. S&P oraz wszyscy dostawcy zewnętrzni, jak również ich dyrektorzy, kierownicy, akcjonariusze, pracownicy lub agenci (łącznie Strony S&P) nie gwarantują dokładności, kompletności, terminowości ani dostępności Informacji. Strony S&P nie ponoszą odpowiedzialności za jakiegokolwiek błędy lub pominięcia (wynikające z niedbalstwa lub z innego rodzaju naruszenia), niezależnie od przyczyny, za wyniki uzyskane w związku z wykorzystaniem Informacji bądź też za bezpieczeństwo lub utrzymanie jakichkolwiek danych wprowadzanych przez użytkownika. Informacje udostępniane są „w ich aktualnym stanie”. STRONY S&P ZRZEKAJĄ SIĘ WSZELKICH GWARANCJI WYRAŻNYCH LUB DOMNIEMANYCH, W SZCZEGÓLNOŚCI GWARANCJI MOŻLIWOŚCI SPRZEDAŻY LUB PRZYDATNOŚCI DO OKREŚLONEGO CELU, BRAKU WIRUSÓW, BŁĘDÓW LUB WAD OPROGRAMOWANIA, JAK RÓWNIEŻ GWARANCJI CO DO TEGO, ŻE WYKORZYSTANIE INFORMACJI BĘDZIE PRZEBIEGAĆ BEZ ZAKŁÓCEŃ LUB ŻE INFORMACJE BĘDZIE MOŻNA WYKORZYSTYWAĆ PRZY POMOCY DOWOLNEGO OPROGRAMOWANIA LUB OKREŚLONEJ KONFIGURACJI SPRZĘTU. Strony S&P nie będą w żadnym przypadku ponosić odpowiedzialności wobec jakiegokolwiek osoby za jakiegokolwiek szkody bezpośrednie, pośrednie, przypadkowe, przykładowe, wyrównawcze, karne, specjalne lub wynikowe, koszty, wydatki, koszty obsługi prawnej lub straty (w szczególności utratę przychodów lub zysków i możliwych kosztów lub strat spowodowanych niedbalstwem) związane z wykorzystaniem Informacji, nawet jeśli taka osoba została powiadomiona o możliwości wystąpienia tego rodzaju szkód.

Analizy kredytowe i inne powiązane analizy, oceny i stwierdzenia objęte zakresem Informacji stanowią wyraz opinii aktualnych na dzień ich publikacji, a nie stwierdzenia stanu faktycznego. Opinie, analizy i decyzje potwierdzające oceny ratingowe S&P (opisane poniżej) nie stanowią rekomendacji zakupu, zatrzymania lub sprzedaży jakichkolwiek papierów wartościowych ani podejmowania jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych, a także nie stwierdzają odpowiedzialności jakiegokolwiek zabezpieczeń. S&P nie jest zobowiązana do aktualizowania Informacji po ich publikacji w jakiegokolwiek formie lub formacie. Na Informacjach nie należy opierać się w całości ani nie zastępować one umiejętności, zdolności oceny i doświadczenia użytkownika, jego kadry zarządzającej, pracowników, doradców lub klientów przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych i innych decyzji biznesowych. S&P nie działa jako powiernik ani doradca inwestycyjny, chyba że została do tego upoważniona zgodnie z prawem. Chociaż S&P pozyskuje informacje ze źródeł, jakie uznaje za wiarygodne, S&P nie przeprowadza audytu i nie gwarantuje należytej staranności ani niezależnej weryfikacji wszelkich informacji, które otrzymuje.

W zakresie, w jakim organy regulacyjne zezwalają agencji ratingowej na potwierdzenie w jednym kraju oceny ratingowej wydanej w innym kraju, dla pewnych celów regulacyjnych S&P zastrzega sobie prawo do przeniesienia, wycofania lub zawieszenia takiego potwierdzenia w dowolnym momencie i według własnego uznania. Strony S&P zrzekają się wszelkich zobowiązań wynikających z przeniesienia, wycofania lub zawieszenia potwierdzenia, jak również wszelkiej odpowiedzialności za ewentualne szkody poniesione w tym zakresie.

S&P utrzymuje rozdzielność pomiędzy określonymi obszarami działalności swoich jednostek biznesowych w celu zachowania niezależności i obiektywności swych działań. W rezultacie niektóre jednostki biznesowe S&P mogą dysponować informacjami, które nie będą dostępne dla innych jednostek biznesowych S&P. S&P dysponuje ustalonymi zasadami i procedurami w celu zachowania w tajemnicy określonych informacji poufnych uzyskanych w ramach każdego procesu analitycznego.

Z tytułu wystawiania ocen ratingowych i opracowywania analiz S&P może pobierać opłaty od emitentów lub gwarantów papierów wartościowych bądź dłużników. S&P zastrzega sobie prawo do rozpowszechniania swoich opinii i analiz. Ogólnodostępne oceny i analizy S&P udostępniane są na stronach internetowych S&P pod adresami: [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) (bezpłatnie) i [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) i [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) (subskrypcja) i mogą być rozpowszechniane za pomocą innych środków, w tym poprzez publikacje S&P i redystrybutorów zewnętrznych. Dodatkowe informacje o opłatach pobieranych za opłaty ratingowe są dostępne na stronie [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).

Copyright © 2015 Standard & Poor's Financial Services LLC. Wszelkie prawa zastrzeżone.

STANDARD & POOR'S, S&P i RATINGSDIRECT są zastrzeżonymi znakami towarowymi firmy Standard & Poor's Financial Services LLC.