

Materiały i Studia nr 333

**Deoligopolizacja rynku agencji ratingowych oraz
inne inicjatywy na rzecz poprawy jakości ratingów
zewnętrznych w kontekście oddziaływania agencji
ratingowych na stabilność finansową**

Zbigniew Korzeb, Paweł Kulpaka, Paweł Niedziółka



Materiały i Studia nr 333

**Deoligopolizacja rynku agencji ratingowych oraz
inne inicjatywy na rzecz poprawy jakości ratingów
zewnętrznych w kontekście oddziaływania agencji
ratingowych na stabilność finansową**

Zbigniew Korzeb, Paweł Kulpaka, Paweł Niedziółka

Zbigniew Korzeb – Katedra Finansów i Rachunkowości, Wydział Zarządzania,
Politechnika Białostocka

Paweł Kulpaka – Instytut Bankowości, Kolegium Ekonomiczno-Społeczne,
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Paweł Niedziółka – Instytut Bankowości, Kolegium Ekonomiczno-Społeczne,
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Projekt został zrealizowany w ramach VII konkursu NBP na projekty badawcze oraz sfinansowany ze środków Narodowego Banku Polskiego.

Opinie wyrażone w niniejszej publikacji są opiniami autorów i nie przedstawiają stanowiska organów Narodowego Banku Polskiego.

Wydął:
Narodowy Bank Polski
Departament Edukacji i Wydawnictw
ul. Świętokrzyska 11/21
00-919 Warszawa
www.nbp.pl

ISSN 2084-6258

© Copyright Narodowy Bank Polski, 2019

Spis treści

Streszczenie	4
Wstęp	5
1. Geneza, typologia oraz model biznesowy agencji ratingowych	9
1.1. Istota ratingu	9
1.2. Powstanie, rozwój i ewolucja rynku usług ratingowych	13
1.3. Zmiana modelu biznesowego najważniejszych agencji ratingowych	24
1.4. Wybrane typologie na rynku usług ratingowych	25
1.5. Charakterystyka pozostałych agencji ratingowych (poza Wielką Trójką) mających status NRSRO w Stanach Zjednoczonych	32
2. Rynek agencji ratingowych – od oligopolu do inicjatyw na rzecz deoligopolizacji	39
2.1. Oligopol w teorii ekonomii	39
2.2. Rynek agencji ratingowych jako oligopol	43
2.3. Przyczyny oligopolu na rynku usług ratingowych	48
2.4. Inicjatywy na rzecz wzrostu konkurencji na rynku agencji ratingowych	50
2.5. Czy wzrost konkurencji na rynku agencji ratingowych przyczyni się do poprawy jakości ratingów?	54
3. Regulacje nadzorcze dotyczące agencji ratingowych ukierunkowane na poprawę jakości ocen ratingowych oraz stabilności finansowej	56
3.1. Ryzyko systemowe oraz kanały oddziaływania agencji ratingowych na ryzyko systemowe	56
3.2. Zasadność, skuteczność i egzekwowalność regulowania działalności agencji ratingowych	64
3.3. Ewolucja regulacji nadzorczych dotyczących funkcjonowania agencji ratingowych w Stanach Zjednoczonych i Unii Europejskiej	70
3.4. Rejestracja agencji ratingowych jako proces weryfikacji jakości narzędzi, metodologii oraz praktyk stosowanych w procesie nadawania ratingów	83
3.5. Problem uzależnienia regulacji nadzorczych od ocen agencji ratingowych	94
4. Alternatywne koncepcje instytucjonalne ukierunkowane na ocenę ryzyka kredytowego sektora publicznego, przedsiębiorstw oraz strukturyzowanych instrumentów finansowych	101
4.1. Wybrane projekty utworzenia państwowych agencji ratingowych jako potencjalna alternatywa dla prywatnych agencji	101
4.2. Idiosynkratyczny model agencji ratingowej	107
Zakończenie	115
Bibliografia	119

Streszczenie

Celem opracowania jest zweryfikowanie wpływu działalności agencji ratingowych na stabilność finansową oraz przegląd koncepcji ukierunkowanych na poprawę jakości ocen ratingowych. Poprawa jakości ratingów ogranicza bowiem negatywny wpływ niespodziewanych, masowych i gwałtownych zmian ocen na stabilność finansową. Po usystematyzowaniu wiedzy na temat istoty ratingu oraz rodzajów ocen kreowanych przez agencje ratingowe, przeprowadzono analizę wpływu genezy kluczowych agencji ratingowych na obecną strukturę ich rynku i stosowane modele biznesowe. Weryfikacji poddano tezę o systemowym znaczeniu najważniejszych agencji ratingowych oraz zidentyfikowano kluczowe kanały oddziaływania tych podmiotów na ryzyko systemowe. Zdiagnozowano stan regulacji nadzorczych, którymi objęte są agencje ratingowe w Stanach Zjednoczonych i w Europie oraz oceniono wdrażane reformy regulacyjne, w tym te na rzecz deoligopolizacji rynku. W konsekwencji sformułowano postulaty, których realizacja powinna przynieść poprawę jakości ratingów oraz ograniczenie wpływu decyzji agencji ratingowych na eskalację niestabilności finansowej. W monografii podjęto się także próby odpowiedzi na pytanie, czy możliwe jest upowszechnienie się alternatywnych koncepcji instytucjonalnych ukierunkowanych na ocenę ryzyka kredytowego przedsiębiorstw oraz państw we współczesnych realiach gospodarki rynkowej. Zaproponowano także nowe obszary aktywności agencji ratingowych, w głównej mierze związane z oceną instytucji zaufania publicznego oraz podmiotów korzystających z pomocy publicznej.

JEL Classification: F34, G01, G12, G14, G23,

Słowa kluczowe: rating, agencja ratingowa, oligopol, ryzyko systemowe, stabilność finansowa

Wstęp

Monografia zatytułowana „Deoligopolizacja rynku agencji ratingowych oraz inne inicjatywy na rzecz poprawy jakości ratingów zewnętrznych w kontekście oddziaływania agencji ratingowych na stabilność finansową” powstała w ramach projektu „Agencje ratingowe – w kierunku nowego paradygmatu ze zneutralizowanym wpływem na stabilność finansową”, zgłoszonego do VII Konkursu NBP na projekty badawcze i sfinansowanego ze środków Narodowego Banku Polskiego. Opracowanie przygotowali pracownicy Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie oraz Politechniki Białostockiej.

Ogólnym celem niniejszego opracowania, opierającego się na raporcie z realizacji projektu, jest ocena wpływu działalności agencji ratingowych na stabilność systemu finansowego przy jednoczesnym założeniu, że poprawa jakości ratingów oddziałuje pozytywnie na stabilność finansową. Cel ten miał zostać zrealizowany poprzez osiągnięcie celów szczegółowych, do których zaliczono:

- usystematyzowanie wiedzy na temat istoty ratingu oraz rodzajów ocen kreowanych przez agencje ratingowe,
- weryfikację hipotezy o oligopolistycznej strukturze rynku agencji ratingowych oraz negatywnych konsekwencjach intensyfikacji konkurencji w postaci jakości ocen, jeśli nie będą im towarzyszyć inicjatywy regulacyjne na rzecz poprawy dokładności ratingów i ich stabilności,
- weryfikację tezy o systemowym znaczeniu najważniejszych agencji ratingowych oraz analizę kanałów oddziaływania tych podmiotów na ryzyko systemowe,
- diagnozę stanu regulacji nadzorczych, którymi objęte są agencje ratingowe w Stanach Zjednoczonych i w Europie,
- ocenę wdrażanych reform regulacyjnych, w tym inicjatyw na rzecz deoligopolizacji rynku oraz sformułowanie postulatów, których realizacja przyniosłaby poprawę jakości ratingów oraz ograniczenie wpływu decyzji agencji ratingowych na eskalację niestabilności finansowej,
- weryfikację, czy możliwe jest upowszechnienie się alternatywnych koncepcji instytucjonalnych ukierunkowanych na ocenę ryzyka kredytowego przedsiębiorstw oraz państw we współczesnych realiach gospodarki rynkowej

oraz zaproponowanie nowych obszarów aktywności agencji ratingowych, w głównej mierze związanych z oceną instytucji zaufania publicznego oraz podmiotów korzystających z pomocy publicznej.

Badania przedstawione w niniejszej publikacji wpisują się w międzynarodową dyskusję, licznie reprezentowaną w opracowaniach w najważniejszych periodykach naukowych, dotyczącą:

- niezależności agencji ratingowych,
- oligopolizacji rynku ratingowego,
- adekwatności metodologii i procedur stosowanych przez agencje,
- optymalnego zakresu nadzoru nad agencjami ratingowymi (w kontekście tego, iż materializacja ryzyka reputacji i utraty klientów nie była dla agencji ratingowych realnym czynnikiem samoregulacji),
- jakości i aktualności przyznawanych ratingów,
- konfliktu interesów związanego z modelem biznesowym agencji ratingowych,
- wpływu agencji na powstanie i następnie eskalację globalnego kryzysu finansowego.

Monografia składa się z czterech rozdziałów. Pierwszy z nich poświęcony został prezentacji istoty ratingu, jego funkcji oraz rodzajów. Przedstawiono w nim także genezę powstania najważniejszych agencji ratingowych oraz aktualną strukturę rynku. Rozdział drugi zawiera analizę rynku agencji ratingowych jako przykładu oligopolu. Po przeglądzie wybranych modeli oligopolu, opisanych w teorii ekonomii, podjęto się próby uzasadnienia, dlaczego rynek agencji ratingowych jest oligopolem i do którego wariantu oligopolu w największym stopniu zbliżona jest charakterystyka rynku agencji ratingowych. Przedmiotem rozważań w tej części monografii jest także kwestia przyczyn powstania wyżej wymienionej struktury rynku, wśród których na plan pierwszy wysuwają się bariery wejścia, oraz zasadność wdrożenia inicjatyw ukierunkowanych na deoligopolizację rynku. Szczególną uwagę poświęcono kwestii wpływu wzrostu konkurencji na rynku agencji ratingowych na jakość ocen i skłonność do monitoringu. W trzeciej części opracowania weryfikacji poddano tezę o istotnym znaczeniu agencji ratingowych dla stabilności finansowej. W rozdziale tym przeprowadzono analizę kanałów

oddziaływania agencji ratingowych na ryzyko systemowe. Z uwagi na fakt, iż kolejne kryzysy ratingowe sygnalizowały niesatysfakcjonującą jakość ocen ratingowych, jak również po ustaleniu, iż ryzyko reputacyjne nie stanowi wystarczającego mechanizmu motywującego agencje do poprawy jakości ocen, analizie i ocenie poddano inicjatywy na rzecz zaostrzenia nadzoru nad tego typu instytucjami. Szczególną uwagę zwrócono na problem uzależnienia dotychczas funkcjonujących regulacji nadzorczych od ocen nadawanych przez agencje ratingowe oraz wpływ zakresu i trybu procedury rejestracyjnej na ostateczną jakość procesów, procedur i metodologii stosowanych przez agencje ratingowe. W ostatnim rozdziale podjęto się próby ustalenia, czy możliwe jest stworzenie alternatywnych koncepcji instytucjonalnych pozwalających na zmianę obowiązującego obecnie modelu oceny ryzyka kredytowego sektora publicznego, przedsiębiorstw i strukturyzowanych instrumentów finansowych przez agencje ratingowe przy istniejących mechanizmach funkcjonowania globalnych rynków finansowych oraz panującym systemie powiązań kapitałowych, organizacyjnych i personalnych między ich uczestnikami. Zwrócono również uwagę na potrzebę objęcia oceną ratingową instytucji zaufania publicznego, a także jednostek samorządu terytorialnego, co byłoby wyznacznikiem możliwości pozyskiwania przez samorządy środków pomocowych. Zaznaczono jednocześnie, że zasadniczą kwestią pozostaje wprowadzenie wymogu otrzymywania ratingu przez podmioty z branż, których działalność jest regulowana i podlega gwarancjom ze strony państwa lub jednostek samorządu terytorialnego (np. biura podróży). Projekt, którego efektem jest między innymi niniejsza monografia, wpisuje się w "Ramowy program badań ekonomicznych NBP na lata 2013 - 2016", obszar "Stabilność finansowa". Z uwagi na to, iż błędy w konstrukcji ratingów, ryzyko operacyjne związane z nieadekwatnym monitorowaniem emisji i podmiotów oraz konflikt interesów wynikający ze stosowania modelu "issuer paid" przyczyniły się pośrednio do powstania i eskalacji kryzysu finansowego, kwestia oddziaływania ocen ratingowych na stabilność finansową jest ważna z perspektywy banków centralnych (zaangażowanych w proces stabilizowania sfery realnej obciążanej kosztami kryzysu finansowego), organów nadzoru (z uwagi na wciąż istotne uzależnienie

m.in. wymogu kapitałowego oraz norm płynności od ratingu), inwestorów oraz rządów państw (ze względu na destabilizację finansów publicznych wywołaną obniżeniem ratingu). Wielokierunkowe oddziaływanie decyzji agencji ratingowych i wpływ na różne sfery finansów oraz instytucje determinują postulat podejścia kompleksowego, wpisującego się w makroostrożnościową filozofię zarządzania stabilnością. Istotną rolę w procesie zarządzania stabilnością finansową odgrywają banki centralne, stąd ocena wpływu działalności agencji na stabilność finansową powinna leżeć w ich sferze zainteresowania.

Rozdział 1

Geneza, typologia oraz model biznesowy agencji ratingowych

1.1. Istota ratingu

Rating można zdefiniować jako uniwersalny system ocen pozwalających na klasyfikację ryzyka inwestycyjnego w skali krajowej i międzynarodowej (Dziawgo, 2010). Rating jest opinią wydawaną przez niezależną, zewnętrzną, profesjonalną agencję na temat ryzyka kredytowego danego podmiotu lub emitowanych przez niego instrumentów finansowych, która pozwala ocenić wiarygodność finansową emitenta. Poprzez przyznawane ratingi agencje komunikują uczestnikom rynku swoje sądy i opinie, które formułowane są na podstawie profesjonalnych analiz opierających się na szerokim zakresie dostępnych informacji. Redukują problem asymetrii informacji na rynkach finansowych. Ułatwiają emitentom pozyskiwanie kapitału, a inwestorów wspomagają w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Przyznany rating uwzględnia różnorodne rodzaje ryzyka, które związane są z danym podmiotem lub emitowanymi przez niego papierami wartościowymi. Umożliwia on proste i szybkie porównywanie inwestycji pod względem poziomów ryzyka zarówno w skali krajowej, jak i międzynarodowej. Ratingi stanowią istotną pomoc przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych oraz zmniejszają prawdopodobieństwo popełniania błędów. Ich niepodważalną zaletą jest uniwersalność i prostota. Do jednego, zwięzłego, komunikatywnego i dość powszechnie zrozumiałego kodu literowego przypisane są wszystkie istotne elementy ryzyka inwestycyjnego związanego z danym podmiotem lub emitowanym instrumentem finansowym.

Rating jest prostą i porównywalną miarą określającą relatywne ryzyko niewywiązania się w terminie emitentów ze swoich zobowiązań. Relatywność ta polega na tym, że rating jest względną miarą ryzyka, rozpatrywaną w relacji do innych podmiotów lub walorów. Jego celem jest uporządkowanie podmiotów lub emitowanych przez nie instrumentów finansowych według ryzyka niewypłacalności. W rezultacie ratingi umożliwiają porównywanie wiarygodności finansowej zarówno

w skali krajowej, jak i międzynarodowej. W XXI wieku ratingi stały się pewnymi certyfikatami jakości finansowej emitentów oraz przepustkami, od których w dużym stopniu zależy możliwość ewentualnego korzystania z zasobów kapitałów dostępnych na międzynarodowym rynku finansowym (Dziawgo, 2010).

Wraz z postępującą od lat 70. XX wieku liberalizacją, deregulacją i globalizacją międzynarodowych rynków finansowych dziesiątki tysięcy zróżnicowanych podmiotów publicznych i prywatnych, funkcjonujących w różnych branżach i państwach starają się pozyskiwać kapitał emitując papiery wartościowe. Teoretycznie część inwestorów, zwłaszcza instytucjonalnych, mogłaby wciąż dokonywać ocen wiarygodności finansowej dostępnych walorów samodzielnie. Przeprowadzanie takich analiz wymagałoby posiadania odpowiedniej wiedzy i doświadczenia ekonomiczno – finansowo – prawnego oraz dysponowania i ciągłego aktualizowania ogromnego zasobu informacji. Uwzględniając jednak ilość, różnorodność, a zwłaszcza stopień skomplikowania, niektórych instrumentów finansowych wiązałyby się to z ogromną pracochłonnością i czasochłonnością. Ponadto wymagałoby to ciągłego monitorowania dynamicznie zmieniających się warunków w poszczególnych podmiotach działających w różnych branżach w poszczególnych krajach oraz nieustannego analizowania ciągle zmieniającej się sytuacji na rynkach finansowych. Dążenie w takich warunkach do samodzielnego podejmowania optymalnych decyzji inwestycyjnych wymagałoby od inwestorów posiadania wiedzy i doświadczenia, przetwarzania ogromnych ilości informacji co wiązałyby się z koniecznością dysponowania odpowiednimi zasobami wykwalifikowanej kadry. Wszystkie te elementy powodowałyby, że próby samodzielnego szacowania ryzyka kredytowego wielu dziesiątek tysięcy różnorodnych instrumentów finansowych byłyby trudne, nawet dla dużych inwestorów instytucjonalnych. Ponadto powodowałyby duże wydatki, które znacząco podnosiłyby ogólne koszty inwestowania na rynkach finansowych.

Korzystanie z zewnętrznych ratingów, sporządzanych przez niezależne i profesjonalne agencje, pozwala cały proces decyzyjny uprościć, co znacznie zmniejsza koszty inwestowania. Rating jest outsourcingiem wewnętrznych analiz pozwalającym szacować wiarygodność finansową danych podmiotów lub

emitowanych przez nie instrumentów finansowych, na podstawie których podejmowane są decyzje inwestycyjne. Zewnętrzne ratingi są również uniwersalną, tanią, szybką i aktualną miarą pozwalającą na monitorowanie ryzyka kredytowego (Dziawgo 2010). Obserwowany w ciągu ostatnich kilku dekad kierunek rozwoju międzynarodowych rynków finansowych, a zwłaszcza postępująca liberalizacja, deregulacja, globalizacja oraz wzrost stopnia skomplikowania emitowanych papierów wartościowych sprawiają, że odwrót od korzystania z zewnętrznych ratingów i powrót w większym stopniu do samodzielnie, wewnętrznie przeprowadzanych analiz wydaje się bardzo mało prawdopodobny, jeśli wręcz nie niemożliwy.

Znacząca liczba dużych firm krajowych oraz zdecydowana większość korporacji międzynarodowych posiada rating przyznany przez co najmniej jedną z globalnie rozpoznawalnych agencji. Bardzo rzadko próbuje się obecnie plasować na rynkach finansowych emisje dłużnych papierów wartościowych, które nie posiadałyby żadnej wcześniej przyznanej oceny ratingowej. Zarówno inwestorzy, jak i emitenci przyzwyczaili się do korzystania z zewnętrznych ratingów tak, że w ostatnich latach stały się one pewnym globalnym standardem. Pod względem prawnym, aż do zmian legislacyjnych systematycznie wprowadzanych po wybuchu wielkiego kryzysu finansowego w 2008 roku, rating uważany był tylko za subiektywną opinię publikowaną przez zewnętrzną, niezależną firmę, którą na zasadzie całkowitej dobrowolności mogły posługiwać się pozostałe zainteresowane podmioty. Warto zauważyć i podkreślić, że w szczególności rating wciąż nie jest (Dziawgo 2010):

- rekomendacją inwestycyjną (dotyczącą zakupu, sprzedaży lub posiadania danego instrumentu finansowego),
- częścią rynku usług doradztwa inwestycyjnego,
- oceną dotyczącą poziomu ceny danego papieru wartościowego,
- oceną dotyczącą rentowności określonego instrumentu finansowego,
- gwarancją nie poniesienia straty.

Agencje ratingowe wyraźnie zastrzegają, że sporządzane i udostępniane przez nie ratingi są jedynie wyrazem ich opinii oraz poglądów, a ich uwzględnienie

w polityce inwestycyjnej dokonuje się na ryzyko podmiotu korzystającego z ratingu. W Stanach Zjednoczonych, w kraju w którym narodził się na przełomie XIX i XX wieku rynek usług ratingowych oraz, z którego wywodzą się wszystkie trzy współczesne globalne agencje ratingowe (Moody's Investor Service, Standard & Poor's oraz Fitch Ratings), ratingi uważane były dotychczas (do czasu eskalacji kryzysu lat 2007-2008) za część rynku usług pośrednictwa informacyjnego (information intermediaries), a firmy ratingowe pod względem prawnym traktowano jako część prasy finansowej. Same agencje ratingowe uważają, że działają na podstawie pierwszej poprawki do konstytucji gwarantującej wolność słowa – w tym konkretnym przypadku w zakresie publikowania swoich opinii dotyczących wiarygodności finansowej różnych podmiotów lub emitowanych przez nie instrumentów finansowych. Zapewniało im to w praktyce brak odpowiedzialności prawnej, ponieważ nikt nie musiał posługiwać się ich opiniami, ani podejmować jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych na podstawie przyznawanych przez nie ratingów. Pod względem prawnym ratingi są zatem opiniami, przewodnikami, wskazówkami, subiektywnymi osądami firm, które je sporządzają i publikują, informacjami dla inwestorów, którzy mogą je zaakceptować i posługiwać się nimi albo nie. Pod względem prawnym były traktowane na równi z pozostałymi informacjami dostarczonymi przez prasę finansową lub agencje informacyjne.

System prawny w Stanach Zjednoczonych, w którym powstawały i rozwijały się agencje ratingowe przyznawał im w praktyce immunitet prawny, który gwarantował niezwykle uprzywilejowaną pozycję tych firm na rynku finansowym. Rozwiązanie to rozpowszechniło się i przyjęło w skali globalnej tak, że w wielu innych krajach agencje ratingowe pod względem prawnym traktowane były podobnie. Brak odpowiedzialności prawnej powodował, że dbałość o reputację była jedynym skutecznym bodźcem, który ewentualnie mógł gwarantować dobrą pracę agencji ratingowych oraz ich starania o poprawność i adekwatność przyznawanych i monitorowanych ratingów. Zdaniem wielu badaczy oligopolizacja rynku usług ratingowych ograniczająca zarówno konkurencję jak i liczbę podmiotów w branży do zaledwie trzech liczących się w skali globalnej firm znacząco wzmagала potencjalne ryzyko występowania istotnych problemów w tym obszarze (Langhor

H.M., Langhor P.T. 2008). Dopiero globalny kryzys finansowy pierwszej dekady XXI wieku, a właściwie refleksja nad jego przyczynami, przyniósł możliwość kwestionowania zasadności ocen wydawanych przez agencje ratingowe i dochodzenia swoich racji na gruncie postępowań cywilnych.

1.2. Powstanie, rozwój i ewolucja rynku usług ratingowych

Za genezę rynku usług ratingowych uznaje się dynamiczny rozwój kolei żelaznych, prasy finansowej i rynku obligacji korporacyjnych w Stanach Zjednoczonych w połowie XIX wieku. Budowa kolei na rozległym kontynencie Ameryki Północnej związana była z koniecznością sfinansowania ogromnych inwestycji. Środki te pozyskiwano w dużym stopniu w wyniku emitowania różnorodnych obligacji przez poszczególne firmy zajmujące się budową i eksploatacją powstających linii kolejowych. Na rozwijającym się rynku instrumentów dłużnych inwestorzy potrzebowali zdecydowanie większej ilości aktualnych informacji finansowych, aby móc podejmować racjonalne decyzje dotyczące lokowania swoich środków. Potrzebę tę starała się zaspokajać dynamicznie rozwijająca się prasa finansowa.

Od 1832 r. *American Railroad Journal* zaczął specjalizować się w publikowaniu informacji związanych z firmami kolejowymi. W latach 1849 – 1862 jego wydawcą i właścicielem był Henry Varnum Poor (1812 – 1905), pod którego kierownictwem tytuł ten koncentrował się na dostarczaniu czytelnikom wiadomości o kondycji finansowej przedsiębiorstw kolejowych. Rozpoczął on wraz z synem, począwszy od 1868 r., wydawanie roczników zawierających informacje finansowe firm kolejowych (*Poor's Manual of the Railroads of the United States*).

W 1841 r. w Nowym Jorku została założona pierwsza „kupiecka agencja kredytowa” (*mercantile credit agency*), która zaczęła publikować raporty pozwalające oceniać wiarygodność finansową firm handlowych. W 1859 r. została ona przejęta przez Roberta Duna, który konsekwentnie kontynuował i rozwijał tę działalność. W 1849 r. podobną agencję założył John Bradstreet. W 1857 r. rozpoczęła ona publikowanie raportów kredytowych. W 1933 r. podmioty te połączyły się tworząc firmę Dun & Bradstreet (D&B). Działające w Stanach

Zjednoczonych „kupieckie agencje kredytowe” jako pierwsze stworzyły w XIX wieku system symboli literowych, który był używany do oceny sytuacji finansowej firm handlowych. Publikowane przez agencje „raporty kredytowe” szeroko wykorzystywano do oceny wiarygodności finansowej przedsiębiorstw, co w dużym stopniu determinowało przyznawanie im kredytów kupieckich przez podmioty współpracujące z nimi.

W XIX wieku funkcję, którą obecnie pełnią agencje ratingowe, wykonywały trzy różne typy podmiotów: prasa finansowa, agencje publikujące raporty kredytowe oraz bankierzy inwestyjni, którzy specjalizowali się w obsłudze najbogatszych klientów (Langhor H.M., Langhor P.T. 2008). Ilość oraz różnorodność przyznawanych ratingów doprowadziły w początkach XX wieku do wyodrębnienia się usług ratingowych z działalności prasowej, co ostatecznie skutkowało powstaniem nowej kategorii firm, którymi są funkcjonujące do dnia dzisiejszego agencje ratingowe.

W 1900 r. dziennikarz John Moody (1868 – 1958) założył firmę John Moody & Company, która specjalizowała się w gromadzeniu i publikowaniu informacji finansowych. Po krachu giełdowym w 1907 r. przedsiębiorstwo to zbankrutowało. Niezrażony tym niepowodzeniem Moody w 1909 r. założył kolejną firmę (Moody’s Analyses Publishing Company), która oprócz gromadzenia i udostępniania danych finansowych specjalizowała się w opracowywaniu i publikowaniu analiz. Wiosną 1909 r. John Moody opublikował pierwsze ratingi obligacji emitowanych przez firmy kolejowe. W ten sposób jako pierwszy połączył trzy funkcje: informacji finansowej, ratingu oraz certyfikowania jakości instrumentów dłużnych poprzez reputację firmy przyznającej rating (Langhor H.M., Langhor P.T. 2008). Był również pierwszym, który rozpoczął pobieranie od inwestorów opłat subskrypcyjnych za dostęp do opracowywanych, publikowanych i aktualizowanych przez siebie ratingów. Można go zatem uznać za twórcę modelu biznesowego „inwestor płaci” (investor paid; subscriber paid), na którym opierało się funkcjonowanie rynku usług ratingowych do początku lat 70. XX wieku. W 1913 r. Moody’s zaczął przyznawać ratingi obligacjom emitowanym przez przedsiębiorstwa przemysłowe i usługowe. 1 czerwca 1914 r. John Moody

przekształcił swoją firmę w Moody's Investor Service, która funkcjonuje na rynku usług ratingowych do czasów współczesnych. W 1919 r. rozpoczęła ona nadawanie ratingów obligacjom skarbowym oraz municypalnym. Do 1924 r. ratingi przyznawane przez Moody's objęły prawie cały rynek obligacji w Stanach Zjednoczonych, czemu towarzyszyło bardzo duże zainteresowanie ze strony inwestorów.

Sukces i pomysł firmy Moody's został dość szybko powielony przez konkurencję. W 1916 r. przedsiębiorstwo Poor's Publishing jako drugi podmiot zaczęło przyznawać ratingi obligacjom. W 1922 r. dołączyła do nich firma Standard Statistics, którą założono w 1906 r. Specjalizowała się ona w gromadzeniu i udostępnianiu informacji finansowych przedsiębiorstw spoza sektora kolejowego. W 1924 r. ratingi obligacjom zaczęła przyznawać firma Fitch Publishing, która została założona w 1913 r. i również specjalizowała się w zbieraniu i publikowaniu danych finansowych. W ten sposób w początkach XX w. doszło do powstania znanych obecnie trzech wielkich agencji ratingowych, które stopniowo opanowały i zoligopolizowały globalny rynek usług ratingowych. Przez całe dziesięciolecia firmy te przygotowywały i sprzedawały w formie okresowych publikacji papierowych ratingi obligacji emitowanych w Stanach Zjednoczonych zainteresowanym podmiotom, którymi byli przede wszystkim inwestorzy instytucjonalni. Aż do początku lat 70. XX wieku agencje ratingowe działały w modelu, w którym zainteresowani inwestorzy płacili za możliwość korzystania z publikowanych ratingów (Lawrance 2010). Informacje o aktualnych poziomach przyznanych ratingów nie były zatem publicznie dostępne. Jedynie podmioty uiszczające opłaty subskrypcyjne mogły z nich korzystać, co nie służyło powszechnemu i równemu dostępowi do informacji oraz niwelowaniu zjawiska asymetrii informacji na rynku finansowym w Stanach Zjednoczonych.

Rynek agencji ratingowych charakteryzował się bardzo dużą liczbą fuzji i przejęć. W 1941 r. firmy Poor's Publishing i Standard Statistics połączyły się tworząc znaną do dzisiaj agencję Standard & Poor's. W 1966 r. została ona przejęta przez firmę McGraw-Hill, która jest spółką publiczną notowaną na Giełdzie Papierów Wartościowych w Nowym Jorku. Do czasów obecnych agencja

Standard & Poor's jest istotną częścią tego przedsiębiorstwa. W 1962 r. firma Dun & Bradstreet przejęła Moody's Investor Service. Jednak po prawie 40 latach w 2000 r. Moody's został sprzedany i od tego czasu funkcjonuje jako osobna spółka, której akcje są notowane na giełdzie nowojorskiej. W 1997 r. Fitch Investor Service połączył się z brytyjską firmą IBCA, która była częścią francuskiego konglomeratu finansowego Fimalac S.A., tworząc w ten sposób trzecią globalną agencję ratingową Fitch IBCA. W następnych latach firma kontynuowała zewnętrzną strategię rozwoju opierającą się na dalszych fuzjach i przejęciach, dzięki czemu umacniała swoją pozycję na globalnym rynku usług ratingowych. Obecnie właścicielem agencji Fitch Ratings jest amerykańska firma medialna (telewizja, prasa, telefonia, Internet) Hearst (80% akcji) z siedzibą w Nowym Jorku oraz francuska firma Fimalac (20% akcji) z siedzibą w Paryżu.

Wracając do połowy lat 20. XX wieku, ratingami objęty był prawie cały rynek obligacji w Stanach Zjednoczonych. Jednak okres Wielkiego Kryzysu (1929 – 1933), którego skutkiem była m. in. ogromna fala bankructw przedsiębiorstw, zredukował wiarygodność i reputację agencji ratingowych oraz znacznie zmniejszył zainteresowanie inwestorów płaceniem za oferowane ratingi. W trakcie Wielkiego Kryzysu agencje ratingowe nie przewidziały głębokiej przeceny, która miała miejsce w końcu 1929 r. na rynku obligacji oraz dość często nie były w stanie prawidłowo oceniać ryzyka związanego z inwestowaniem w instrumenty dłużne. W wielu przypadkach bankrutujące przedsiębiorstwa były jednocześnie emitentami obligacji, które posiadały ratingi na poziomie inwestycyjnym. Po negatywnych doświadczeniach z okresu Wielkiego Kryzysu rynek usług ratingowych pogrążył się w stagnacji na kilka kolejnych dekad. Do połowy lat 70. XX wieku ratingi były przyznawane i używane w znaczącym zakresie właściwie tylko w Stanach Zjednoczonych i pozostawały specyficznym amerykańskim fenomenem.

Dynamiczny rozwój rynku usług ratingowych prowadzący do globalnego wzrostu znaczenia największych agencji ratingowych (przede wszystkim Wielkiej Trójki: Moody's Investor Service, Standard & Poor's oraz Fitch Ratings) rozpoczął się w latach 70. XX wieku i pomimo licznych zawirowań, kontrowersji, krytyki oraz

zmian legislacyjnych, jest nieprzerwanie kontynuowany. Podstawowymi jego przyczynami były:

- bankructwo firmy Penn Central Railroad,
- postępujący proces finansowej dezintermediacji,
- stopniowo dokonujące się instytucjonalizowanie procesów inwestowania,
- rozwój międzynarodowych rynków obligacji,
- postępująca internacjonalizacja i globalizacja rynków finansowych,
- powstawanie coraz bardziej skomplikowanych instrumentów finansowych (szczególnie produktów strukturyzowanych),
- zmiana modelu funkcjonowania największych firm ratingowych: przejście z „inwestor – płaci” (do lat 70. XX wieku) na rozwiązanie „emitent – płaci” (współcześnie),
- powstanie i rozwój klasy średniej w krajach rozwiniętych gospodarczo,
- pojawienie się i upowszechnienie nowych technologii,
- wzrost regulacyjno – nadzorczego znaczenia ratingów.

W wyniku problemów z płynnością 21 czerwca 1970 r. zbankrutowała w Stanach Zjednoczonych firma Penn Central Railroad, która była znaczącym emitentem krótkoterminowych papierów dłużnych. Do tego czasu inwestorzy postrzegali krótkoterminowe papiery dłużne firm jako instrumenty finansowe prawie tak wiarygodne jak bony skarbowe. W konsekwencji agencje nie nadawały ratingów tego rodzaju papierom wartościowym. To spektakularne bankructwo stworzyło popyt na usługi ratingowe dla instrumentów krótkoterminowych, co znacznie poszerzyło rynek usług ratingowych, otwierając go na nowe kategorie produktów (Langhor H.M., Langhor P.T. 2008).

Rozwój rynków instrumentów dłużnych wraz z dokonującą się deregulacją, internacjonalizacją i globalizacją powoduje postępujący proces finansowej dezintermediacji. Stopniowe odchodzenie wielu firm od finansowania się kredytami bankowymi na rzecz bezpośredniego pozyskiwania środków w wyniku dokonywanych emisji obligacji lub ewentualnie krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych zwiększa zapotrzebowanie na zewnętrzne ratingi. Rozpad systemu walutowego z Bretton – Woods, stopniowe przechodzenie na system

płynnych kursów walutowych wraz z postępującą liberalizacją międzynarodowych przepływów kapitałowych dodatkowo szeroko otworzyły dostęp dla inwestorów zagranicznych do rynków finansowych w wielu krajach. Dziesiątki tysięcy podmiotów z wielu państw emitują setki tysięcy różnorodnych obligacji i innych instrumentów dłużnych, co nieuchronnie kreuje zapotrzebowanie na zewnętrzne, niezależne i obiektywne usługi ratingowe. Ponadto sytuacja ekonomiczno – finansowo – prawna różnorodnych emitentów nieustannie się zmienia, co powoduje konieczność jej ciągłego monitorowania. Większość inwestorów instytucjonalnych oraz praktycznie wszyscy inwestorzy indywidualni, nie są w stanie przeprowadzać we własnym zakresie stosownych analiz koncentrujących się w szczególności na wiarygodności finansowej podmiotów emitujących instrumenty dłużne, które obejmowałyby przynajmniej zadowalającą część rynku. Wielkość międzynarodowego rynku instrumentów dłużnych jest tak duża, że przeprowadzanie adekwatnych i kompleksowych analiz obejmujących dostateczną część rynku przy pomocy własnych zasobów kadrowych, organizacyjnych, informatycznych, na bazie dostępnych informacji jest w praktyce przy rozsądnym poziomie kosztów niewykonalna. Funkcje tę stopniowo i systematycznie przejmują agencje ratingowe. Wzrost świadomości z korzyści, które może przynosić międzynarodowa dywersyfikacja portfeli inwestycyjnych dodatkowo zwiększa zapotrzebowanie oraz chęć korzystania z usług ratingowych.

Ponadto od wielu lat zaobserwować można postępujący proces instytucjonalizacji inwestowania. Polega on na stopniowym zmniejszaniu się wielkości i znaczenia inwestycji dokonywanych bezpośrednio na rzecz wzrostu roli inwestycji dokonywanych za pośrednictwem instytucji finansowych (np.: funduszy inwestycyjnych, firm zarządzających aktywami, towarzystw ubezpieczeniowych itp.). Cechą charakterystyczną większości inwestorów instytucjonalnych jest szerokie korzystanie i poleganie na ratingach zewnętrznych (Langhor H.M., Langhor P.T. 2008).

Od lat 70. XX wieku postępuje proces tworzenia i wprowadzania na rynek coraz bardziej skomplikowanych instrumentów finansowych, w tym szczególnie produktów strukturyzowanych. Trend ten rozpoczął się w Stanach Zjednoczonych,

skąd następnie rozprzestrzenił się na inne kraje. Powstawanie tego typu instrumentów przyczyniło się do wzrostu roli i znaczenia ratingów, ponieważ inwestorzy wymagali oceny zewnętrznej dokonanej przez niezależną agencję ratingową. Standard & Poor's i Moody's Investor Service nadają ratingi instrumentom strukturyzowanym od 1975 r. (Langhor H.M., Langhor P.T. 2008). Wydarzenia w trakcie ostatniego kryzysu finansowego, który rozpoczął się na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych w 2007 r. pokazały, że często inwestorzy, nawet instytucjonalni, nie rozumieli dobrze istoty tych skomplikowanych instrumentów finansowych, ale akceptowali je w swoich portfelach inwestycyjnych przed wybuchem kryzysu, ponieważ odznaczały się one wysokimi poziomami inwestycyjnymi. Spektakularna ekspansja największych agencji ratingowych tworzących Wielką Trójkę w ciągu ostatnich dwudziestu lat, której towarzyszył znaczący wzrost przychodów ze sprzedaży oraz zysków tych firm, wynikał przede wszystkim z dynamicznego rozwoju produktów strukturyzowanych, głównie na rynku papierów wartościowych w Stanach Zjednoczonych, a następnie w Europie (Langhor H.M., Langhor P.T. 2008). Funkcjonowanie tych instrumentów finansowych bez ratingów okazywało się w praktyce niemożliwe.

Przed II wojną światową rynkami obligacji oprócz inwestorów instytucjonalnych interesowała się tylko nieliczna grupa najbogatszych inwestorów indywidualnych, stanowiących bardzo wąską elitę finansową w poszczególnych krajach. Była ona przeważnie obsługiwana przez banki inwestycyjne w ramach oferowanych usług dla najzamożniejszych klientów (private banking). Od lat 50. XX wieku sytuacja ta systematycznie zmieniała się. Wzrost dochodów doprowadził do powstania i ekspansji licznej klasy średniej, przede wszystkim w krajach rozwiniętych gospodarczo. W wyniku tych procesów znacznie zwiększyła się liczba potencjalnych inwestorów indywidualnych zainteresowanych lokowaniem swoich nadwyżek finansowych między innymi na rynkach obligacji. Spowodowało to stopniowe otwieranie się rynków instrumentów dłużnych na inwestorów indywidualnych o średnim poziomie zamożności. Klienci tego typu przeważnie nie mogli korzystać z usług bankowości prywatnej, co powodowało istotny wzrost

zapotrzebowania na ratingi zgłaszanego z ich strony. Wzrostowi popytu inwestorów indywidualnych, reprezentujących głównie część klasy średniej, na usługi ratingowe towarzyszyła w latach 70. XX wieku fundamentalna zmiana modelu funkcjonowania najważniejszych agencji ratingowych. Odejście od wcześniejszego rozwiązania, w którym zainteresowani inwestorzy musieli płacić za dostęp do ratingów i przejście na model biznesowy, w którym emitenci papierów wartościowych płacą za przyznawane im opinie, otworzyło szeroką możliwość korzystania z tego rodzaju usług przez masowego inwestora indywidualnego.

Tak dynamiczny rozwój rynku usług ratingowych nie mógłby się w praktyce dokonać bez powstania i upowszechnienia się całego szeregu nowych technologii. Należy do nich zaliczyć komputery, bazy danych, różnorodne rozwiązania informatyczne umożliwiające sprawne, szybkie i tanie zbieranie oraz wielokrotne przetwarzanie ogromnych ilości informacji, czy wreszcie powstanie, rozwój i upowszechnienie się Internetu. Dzięki tym wynalazkom możliwe stało się sprawne funkcjonowanie globalnych agencji ratingowych będących w stanie dość dobrze oceniać setki tysięcy instrumentów finansowych emitowanych przez różne podmioty z prawie wszystkich krajów świata. Poza tym dostęp do ratingów stał się łatwy, tani i szybki dla wszystkich zainteresowanych inwestorów.

W wyniku jednoczesnego działania wszystkich omówionych powyżej czynników, począwszy od lat 70. XX wieku, popyt na usługi ratingowe zaczął rosnąć. W tym czasie rozpoczęła się międzynarodowa ekspansja największych amerykańskich agencji ratingowych tworzących Wielką Trójkę. Tendencje te stopniowo przybierały na sile w latach 80. i 90. XX wieku wraz z postępującym procesem globalizacji rynków finansowych. Jeszcze na początku lat 80. XX wieku nawet największe firmy ratingowe były małymi spółkami zatrudniającymi po kilkudziesięciu specjalistów. Przykładowo w 1980 r. Standard & Poor's zatrudniał ok. 30 profesjonalistów, a w 1986 r. zaledwie ok. 40 (Mullard 2012). Pierwsze swoje zagraniczne biura firma otworzyła w 1984 r. w Londynie, a następnie w 1985 r. w Tokio. W kolejnych latach poprzez serię przejęć między innymi we Francji, Belgii, Włoszech, Luksemburgu, Kanadzie, Australii, w Indiach i w wielu innych krajach, Standard & Poor's rozwijał swoją zagraniczną obecność, konsekwentnie

budując silną pozycję na globalnym rynku usług ratingowych (Langhor H.M., Langhor P.T. 2008). Obecnie firma posiada biura w 26 krajach. W 2014 r. zatrudniała ok. 17 000 osób, w tym ok. 1400 analityków. Nadawała ok. 1 200 000 różnych ratingów w odniesieniu do aktywów o wartości ok. 47,5 bilionów USD (Standard & Poor's 2017).

Druga z wielkich globalnych agencji ratingowych, Moody's Investor Service, zainicjowała swoją zagraniczną ekspansję w podobnym okresie, otwierając pierwsze biura poza Stanami Zjednoczonymi w 1985 r. w Tokio, w 1987 r. w Londynie oraz w 1988 r. w Paryżu. Należy zauważyć, że Moody's rozpoczął działalność w swoim londyńskim biurze 3 lata po największym konkurencie. W kolejnych latach dawało to znaczną przewagę firmie Standard & Poor's na rynku usług ratingowych w Europie. Aż do 2000 r. Moody's starał się zniwelować ją poprzez przyznawanie większej liczby ratingów niezamówionych (unsolicited ratings) na rynku europejskim (Langhor H.M., Langhor P.T. 2008). Obecnie firma posiada biura w 36 krajach. W 2015 r. zatrudniała ok. 10 800 osób. Współpracowała, nadając ratingi, z ok. 120 krajami, ok. 21 000 pozostałymi emitentami publicznymi (głównie instrumenty municypalne), ok. 11 000 emitentami korporacyjnymi. Wydawała również opinie o ok. 72 000 instrumentów strukturyzowanych (Moody's 2017).

Trzecia z wielkich globalnych agencji, czyli Fitch Ratings, rozwijała się w odmienny sposób od swoich największych konkurentów. Firmy Standard & Poor's oraz Moody's Investor Service przez całe dziesięciolecie dominowały na rynku usług ratingowych w Stanach Zjednoczonych, tworząc duopol i konsekwentnie umacniając swoją pozycję w wyniku realizowanego wewnętrznego rozwoju organicznego. Ponadto, począwszy od połowy lat 80. XX wieku zaczęły dodatkowo dokonywać szeregu przejęć na rynkach zagranicznych, aby rozszerzyć geograficzny zakres swojej działalności lub przyspieszyć wchodzenie na nowe rynki. Natomiast dużo mniejsza agencja Fitch Ratings dołączyła do tej wielkiej dwójki w wyniku fuzji i przejęć realizowanych głównie na przełomie XX i XXI wieku, stając się globalnym konkurentem obu wielkich liderów (Langhor H.M., Langhor P.T. 2008).

Firma Fitch Ratings nie ujawnia obecnie nawet podstawowych informacji o poziomie zatrudnienia oraz o ilości przyznawanych ratingów (Fitch Ratings 2017).

Współcześnie agencje ratingowe, przede wszystkim tworzące Wielką Trójkę, są najważniejszymi pośrednikami, dostarczającymi informacje, na globalnym rynku finansowym. Obecnie funkcjonuje co prawda ok. 150 firm ratingowych (Lawrance 2010), jednak większość z nich (ok. 140) ma znaczenie tylko lokalne. Prowadzą działalność gospodarczą w jednym kraju lub specjalizują się w ocenie danego, zazwyczaj wąskiego, niszowego, typu instrumentu finansowego. Znaczenie tych agencji i ich wpływ na rynki finansowe jest bardzo mały. Druga grupa agencji ratingowych obejmuje ok. 5 – 10 podmiotów, pochodzących głównie ze Stanów Zjednoczonych, Japonii oraz Kanady. Są to duże międzynarodowe firmy starające się dokonywać ocen emitowanych instrumentów finansowych na wielu rynkach w różnych krajach. Jednak światowy rynek usług ratingowych od wielu lat, nieprzerwanie zdominowany jest przez agencję tworzącą Wielką Trójkę. Standard & Poor's oraz Moody's Investor Services publikują po ok. 40% wszystkich przyznawanych ratingów każda, co daje im razem ok. 80% udziałów w międzynarodowym rynku usług ratingowych. Dalsze ok. 15% przypada na agencję Fitch Ratings (Gannon 2013). Pozostałe 3% - 5% rozkłada się na resztę firm funkcjonujących w tej branży. Rynek agencji ratingowych jest jednym z najbardziej skoncentrowanych (zolidopolizowanych) rynków.

Jednocześnie jednak, niezależnie od zainteresowania inwestorów, ratingami zaczęły posługiwać się agencje rządowe w Stanach Zjednoczonych, głównie w celach regulacyjno – ostrożnościowych. W 1930 r. funkcjonujący przy Departamencie Skarbu, Urząd Kontrolera Waluty (Office of the Comptroller of the Currency) po raz pierwszy zaczął używać zewnętrznych ratingów do oceny portfeli inwestycyjnych nadzorowanych banków. W początkowym okresie obowiązywania tej regulacji banki musiały tworzyć i utrzymywać dodatkowe rezerwy na posiadane obligacje, które nie miały ratingu lub przyznany rating nie był na poziomie inwestycyjnym. Doprowadziło to w pierwszych tygodniach po wprowadzeniu w życie tych przepisów do silnych i licznych protestów, ponieważ dotyczyło ok. połowy instrumentów dłużnych obecnych na rynku finansowym w Stanach

Zjednoczonych. W 1931 r. Departament Skarbu (US Treasury Department) oficjalnie uznał zewnętrzne ratingi za odpowiednie i prawidłowe narzędzie do pomiaru jakości portfeli obligacji posiadanych przez banki. W 1936 r. zaczęły obowiązywać uchwalone rok wcześniej zastrzone przepisy, które całkowicie zabraniały bankom lokowania środków w obligacje nie posiadające statusu inwestycyjnego, który utożsamiano z zewnętrznym ratingiem na dowolnym poziomie inwestycyjnym (Lawrance 2010).

W 1975 r. Komisja Papierów Wartościowych i Giełd w Stanach Zjednoczonych (Securities and Exchange Commission) przyjęła regulacje dotyczące minimalnych wymogów kapitałowych, które obowiązywały firmy maklerskie, banki inwestycyjne oraz większość pozostałych instytucji zaangażowanych w obrót papierami wartościowymi. Ocena jakości posiadanych portfeli inwestycyjnych instrumentów dłużnych oparta została na zewnętrznych ratingach obligacji, pozwalających monitorować poziom ryzyka. Jednocześnie, aby przeciwdziałać prewencyjnie potencjalnemu niebezpieczeństwu pojawienia się nieuczciwych, nierzetelnych firm ratingowych, które mogłyby przyznawać emitowanym obligacjom zawyżone ratingi, Komisja Papierów Wartościowych i Giełd stworzyła termin NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) oraz przyjęła, że do oficjalnych celów regulacyjnych mogą być stosowane ratingi przyznane tylko przez firmy znajdujące się na liście NRSRO. Status NRSRO posiadały pierwotnie jedynie Moody's Investor Service, Standard & Poor's i Fitch Ratings. W latach 90. XX wieku Komisja rozszerzyła obowiązek korzystania z ratingów agencji znajdujących się na liście NRSRO na fundusze rynku pieniężnego oraz krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe firm (Langhor H.M., Langhor P.T. 2008). W ciągu następnych lat Komisja uznała za NRSRO zaledwie cztery kolejne agencje: Duff & Phelps w 1982 r., McCarthy, Crisanti & Maffei w 1983 r., IBCA w 1990 r., oraz Thomson BankWatch w 1991 r. Wszystkie te firmy dość szybko połączyły się z agencją Fitch Ratings tak, że ostatecznie w 2000 r. liczba podmiotów uznawanych za NRSRO ponownie spadła do trzech (Lawrance 2010).

Kolejne podmioty zostawały uznawane za NRSRO dopiero po 2003 r., tj. po bankructwie Enronu i WorldComu (przełom 2001 i 2002 r.). Były to: Dominion

Bond Rating Service w 2003 r., oraz A.M. Best w 2005 r. Szersze otwarcie możliwości rejestracji firm ratingowych na liście NRSRO nastąpiło dopiero w 2007 r. (Langhor H.M., Langhor P.T. 2008). Problematykę zasad rejestracji agencji ratingowych i przyznawania im statusu NRSRO szerzej omówiono w rozdziale dedykowanym prezentacji regulacji nadzorczych.

1.3. Zmiana modelu biznesowego najważniejszych agencji ratingowych

W latach 70. XX wieku dokonała się poważna transformacja podstawowego modelu biznesowego agencji ratingowych. Od swojego powstania w początkach XX wieku, nieprzerwanie przez kilkadziesiąt lat, wiodące firmy ratingowe, w tym w szczególności: Standard & Poor's, Moody's Investor Service oraz Fitch Ratings, uzyskiwały zdecydowaną większość swoich przychodów od inwestorów poprzez sprzedaż informacji finansowych, w tym zwłaszcza ratingów nadawanych instrumentom dłużnym (model inwestor płaci). Od początku lat 70. XX wieku agencje ratingowe zaczynają stopniowo pobierać opłaty od emitentów za przyznawanie ocen emitowanym instrumentom dłużnym, najpierw obligacjom, a później również krótkoterminowym dłużnym papierom firm. W ten sposób dokonało się odejście od modelu, gdzie inwestorzy płacili za interesujące ich ratingi i przejście na rozwiązanie, gdzie emitenci ponoszą koszty przyznawanych opinii, na podstawie których inwestorzy oceniają ich wiarygodność finansową (model „emitent płaci”). Za podstawowe przyczyny tej fundamentalnej zmiany uważa się:

- dynamiczny rozwój technologii kopiowania papieru w początkach lat 70. XX wieku. Powstanie, rozwój i upowszechnienie się kserokopiarek umożliwiło szybkie i niekontrolowane powielanie publikowanych ratingów oraz ich dystrybucję w środowisku zaprzyjaźnionych inwestorów bez konieczności ponoszenia opłat za dostęp do tych informacji przez każdego z nich. Występowanie ekonomicznego problemu „jeźdźca na gapę” stanowiło w nowym otoczeniu technologicznym poważne zagrożenie dla przychodów firm ratingowych, co skłaniało je do poszukiwania innych rozwiązań w odmiennym otoczeniu, w którym przyszło im działać począwszy od lat 70. XX wieku,

- bankructwo firmy Penn-Central Railroad (21 czerwca 1970 r.). Wydarzenie to znacznie zwiększyło skłonność emitentów do płacenia za opinie firm ratingowych na temat jakości emitowanych instrumentów dłużnych, aby przekonać zaniepokojonych inwestorów, że emitowane przez nich obligacje korporacyjne lub krótkoterminowe papiery dłużne rzeczywiście obciążone są niskim ryzykiem,
- wchodzące stopniowo w życie, systematycznie zaostrzane regulacje prawne, które przewidywały obligatoryjne używanie dla oficjalnych celów nadzorczych zewnętrznych ratingów agencji z listy NRSRO.

1.4. Wybrane typologie na rynku usług ratingowych

Wyróżniamy trzy modele biznesowe funkcjonowania agencji ratingowych:

- rozwiązanie, w którym inwestorzy (głównie instytucjonalni) płacą za dostęp do przyznawanych ratingów – model „inwestor płaci” (investor paid),
- rozwiązanie, w którym emitenci płacą za przyznawane ratingi – model „emitent płaci” (issuer paid, subscriber paid),
- rozwiązanie mieszane.

W modelu, w którym inwestorzy płacą za dostęp do przyznawanych ratingów, ocen ratingowych dokonuje się na podstawie publicznie dostępnych informacji pochodzących od samego emitenta (np. raporty roczne, okresowe, informacje bieżące, publikowane sprawozdania finansowe, prognozy, opinie audytorów itp.) oraz z jego szeroko rozumianego otoczenia gospodarczego (dane branżowe, krajowe dane makroekonomiczne, regionalne informacje ekonomiczno – społeczno – polityczne). Agencji ratingowych nie wiążą stosunki umowne z emitentami ocenianych instrumentów finansowych. Przyznawane ratingi są niezamówione przez oceniane podmioty (unsolicited rating). W modelu tym agencje ratingowe sprzedają subskrypcje umożliwiające dostęp do swoich serwisów informacyjnych zainteresowanym inwestorom, którymi są głównie podmioty instytucjonalne. Ponadto dodatkowo i odpłatnie przyznają na zlecenie swoich klientów ratingi niektórym podmiotom lub emitowanym przez nie instrumentom finansowym.

Zdaniem krytyków funkcjonowanie rynku usług ratingowych w modelu, w którym zainteresowani inwestorzy płacą za ratingi, zwiększa problem występowania asymetrii informacji na rynkach finansowych. Spowodowane jest to tym, że część inwestorów (głównie instytucjonalnych) ma dostęp do opłacanych przez siebie serwisów ratingowych, podczas gdy większość pozostałych uczestników rynku, w tym zwłaszcza inwestorzy indywidualni, dostępu do tych dodatkowych informacji są pozbawieni. Ogranicza to dostępność do przyznawanych ratingów do wąskiego grona podmiotów instytucjonalnych, co jest uznawane za jedną z podstawowych wad funkcjonowania rynku usług ratingowych w tym modelu biznesowym. Dodatkowo oparcie przyznawanych ratingów tylko na podstawie publicznie dostępnych informacji może stawiać pod znakiem zapytania sens płacenia za te oceny. W modelu tym zewnętrzne ratingi są typowym outsourcingiem w stosunku do wewnętrznie przeprowadzanych analiz wiarygodności finansowej podmiotów lub emitowanych przez nie instrumentów finansowych. Ponadto w modelu tym występuje również problem jeźdźca na gapę (free-ride) polegający na udostępnianiu ratingów przez część subskrybentów agencji pozostałym inwestorom bez konieczności wnoszenia opłat za korzystanie z tych informacji na rzecz agencji ratingowych.

Od powstania rynku usług ratingowych na przełomie XIX i XX wieku, aż do początków lat 70. XX wieku był to jedyny model biznesowy, w którym funkcjonowały agencje. Obecnie tylko nieliczne, mniejsze firmy ratingowe (np. Egan Jones Ratings (EJR)) usiłują działać w modelu, gdzie inwestorzy płacą za przyznane oceny.

W drugim modelu biznesowym funkcjonowania rynku usług ratingowych, w którym emitenci płacą za przyznawane ratingi, oceny nadawane są zarówno na podstawie publicznie dostępnych danych, jak i informacji poufnych. Powszechnie obowiązującym i praktykowanym standardem są szczegółowe kwestionariusze. Opracowywane i przygotowywane są one przez pracowników agencji ratingowych zgodnie z obowiązującą w danym okresie metodologią dokonywania ocen wiarygodności finansowej podmiotów lub emitowanych przez nie instrumentów finansowych. Kwestionariusze te są następnie udostępniane podmiotom

zainteresowanym uzyskaniem lub utrzymaniem oceny ratingowej celem ich starannego i poprawnego wypełniania. Zawarte tam informacje niekoniecznie dostępne są w tak kompleksowej formie oraz szczegółowym zakresie dla pozostałych uczestników rynków finansowych. Ponadto pracownicy agencji ratingowych odbywają cykliczne zamknięte spotkania i rozmowy z kierownictwem wyższego szczebla ocenianych firm, w czasie których zazwyczaj uzyskują dostęp do szeregu informacji poufnych. Agencje ratingowe wiążą formalne stosunki umowne z ocenianymi podmiotami będącymi emitentami różnorodnych instrumentów finansowych. Cały proces ratingowy inicjuje podmiot zainteresowany uzyskaniem oceny kontaktując się z wybraną przez siebie agencją. Negocjowanie i podpisanie umowy pomiędzy emitentem a firmą ratingową poprzedza dalszy proces oceny wiarygodności finansowej, którego efektem końcowym jest nadanie ratingu. Przyznawane ratingi w zdecydowanej większości są zamówione przez oceniane podmioty (solicited ratings). W modelu tym agencje ratingowe nieodpłatnie przekazują swoje serwisy wszystkim zainteresowanym, tak że informacje dotyczące ratingów są powszechnie dostępne, znane oraz szeroko wykorzystywane i komentowane.

W modelu mieszanym za przyznanie i utrzymanie ocen ratingowych płać zainteresowani emitenci instrumentów finansowych. Cały proces nadawania i monitorowania ratingów funkcjonuje identycznie jak w rozwiązaniu poprzednim („emitent płaci”). Ratingi nadawane są zarówno na podstawie publicznie dostępnych danych, jak i informacji poufnych. Agencje wiążą formalne stosunki umowne z ocenianymi podmiotami. Przyznawane ratingi w zdecydowanej większości są zamówione przez oceniane podmioty (solicited ratings). Jednak w modelu mieszanym agencje ratingowe uzyskują również pewne przychody ze sprzedaży dodatkowych usług zainteresowanym podmiotom, którymi są przede wszystkim inwestorzy instytucjonalni. Czerpane są one w formie opłat subskrypcyjnych. Po ich uiszczeniu uzyskuje się dostęp do pozostałej odpłatnej części serwisów informacyjnych prowadzonych przez firmy ratingowe, co jest rozwiązaniem typowym dla pierwszego z analizowanych modeli biznesowych („inwestor płaci”). Podstawowe informacje, w szczególności te dotyczące aktualnego poziomu

przyznanych ratingów, są powszechnie i nieodpłatnie udostępniane. Natomiast możliwość korzystania z innych danych ograniczono do podmiotów uiszczających opłaty subskrypcyjne. Usługi te obejmują przede wszystkim szereg dodatkowych, bardziej szczegółowych informacji, analiz, raportów, danych historycznych, czy wreszcie szczegółowych uzasadnień przyznanych ratingów. Informacje te nie są powszechnie udostępniane.

Teoretycznie, obecnie trzy największe agencje ratingowe prowadzą działalność gospodarczą zgodnie z modelem mieszanym. Za przyznawane ratingi płacą zainteresowani emitenci instrumentów finansowych. Opinie te publikowane są następnie na powszechnie dostępnych, bezpłatnych stronach internetowych i są szeroko wykorzystywane i komentowane przez uczestników rynków finansowych. Jednocześnie jednak firmy ratingowe oferują szereg dodatkowych usług, które dostępne są w odpłatnej części serwisów informacyjnych prowadzonych przez agencje, po opłaceniu stosownych opłat subskrypcyjnych. Szacuje się, że generują one jedynie od ok. 5% do 10% wszystkich przychodów. Dlatego zdaniem wielu badaczy współczesny rynek usług ratingowych, a zwłaszcza Wielka Trójka funkcjonuje w praktyce zgodnie z modelem „emitent płaci” (Xia 2014).

W modelu, w którym rynek usług ratingowych funkcjonuje zgodnie z rozwiązaniem „mieszanym” lub „emitent płaci” wyróżnić można dwa podstawowe typy ratingów:

- zamówione (solicited rating),
- niezamówione (unsolicited rating).

Zdecydowana większość ratingów jest zamówiona i opłacona. Tego typu ratingi przyznawane są na podstawie informacji publicznie dostępnych oraz części informacji poufnych, do których agencje uzyskują dostęp w trakcie trwania procedur ratingowych. Jednak oprócz nich, niektóre firmy ratingowe przyznają czasami nieodpłatnie pewną ilość ratingów niezamówionych, szczególnie dużym emisjom instrumentów dłużnych, które cieszą się znaczącym zainteresowaniem inwestorów. Ratingi niezamówione przyznawane są jedynie na podstawie analizy publicznie dostępnych informacji. Politykę taką prowadzą dwie firmy z Wielkiej Trójki:

Standard & Poor's oraz Moody's Investor Service. Agencja Fitch Ratings dotychczas nie publikowała tego rodzaju opinii.

Firmy publikujące ratingi niezamówione tłumaczą prowadzoną przez siebie politykę dążeniem do kompleksowego obejmowania swoimi opiniami całego rynku instrumentów dłużnych oraz potrzebą dostarczania pełnej informacji zainteresowanym inwestorom w trosce o bezpieczeństwo ich środków finansowych. Należy zauważyć, że część mniejszych agencji ratingowych sporządza i udostępnia wiele niezamówionych ratingów, aby w ogóle móc rozpocząć prowadzenie działalności gospodarczej w tej branży. Jest to dla nich pewien koszt wejścia na rynek usług ratingowych związany z koniecznością budowy rozpoznawalnej marki oraz swojej reputacji. Przyznawanie ratingów niezamówionych może być również tłumaczone koniecznością posiadania odpowiedniej kompleksowej bazy danych o instrumentach finansowych notowanych na danym rynku, której budowa, posiadanie, monitorowanie, aktualizowanie i analizowanie są niezbędne do oferowania usług ratingowych na akceptowalnym poziomie. W takich warunkach koszty krańcowe opublikowania dodatkowego ratingu dla określonego instrumentu finansowego, którego emitent nie jest zainteresowany uzyskaniem opinii agencji, są niewielkie. Ponadto przyznawanie przez pewien okres ratingów niezamówionych może być jedną ze strategii wchodzenia przez agencje na nowe rynki, co przez wiele lat stosowała firma Moody's Investor Service w Europie.

Ratingi niezamówione są obiektem krytyki w literaturze przedmiotu. Z wielu badań wynika, że często charakteryzują się one niższą jakością w porównaniu z ratingami opłaconymi i zamówionymi przez emitentów. Ponadto niezamówione ratingi dłużnych papierów wartościowych dużo częściej są obniżane, a rzadziej podwyższane w porównaniu z zamówionymi ratingami instrumentów dłużnych, które częściej są podwyższane, a rzadziej obniżane (Frost 2009). Zdaniem krytyków firm ratingowych jest to dowód na występowanie i materializowanie się w praktyce ryzyka konfliktu interesów oraz silnego uzależnienia firm ratingowych od przychodów czerpanych bezpośrednio od emitentów instrumentów dłużnych zamawiających ratingi (Bozovic, Urosevic, Zivkovic 2011). Ponadto podważa to jakość przyznawanych opinii oraz reputację, profesjonalizm i niezależność agencji

ratingowych. Dodatkowo skłania to emitentów instrumentów dłużnych do zamawiania ratingów, ponieważ wiedzą oni, że przeważnie ratingi zamówione i opłacone kształtować się będą na wyższym poziomie w porównaniu z ratingami niezamówionymi (Frost 2009). Przeciwnicy firm ratingowych uważają, że ma tu miejsce swego rodzaju szantaż ze strony agencji. Jeśli niechętny emitent nie zamówi i nie opłaci ratingu, agencja i tak przyzna rating niezamówiony, zazwyczaj na nieco niższym poziomie, co spowoduje wzrost kosztów pozyskiwania kapitału przez ten podmiot. W rezultacie skłania to takie „oporne” firmy do zamawiania i opłacania ratingów, ponieważ kształtują się one wtedy zazwyczaj na wyższych poziomach, dzięki czemu emitenci są w stanie taniej pozyskiwać kapitał na rynkach finansowych. Wyniki niektórych badań sugerują ponadto, że ceny instrumentów finansowych silniej reagują na zmiany ratingów niezamówionych, w porównaniu ze słabszymi reakcjami rynków na zmiany ratingów zamówionych.

Obecnie występuje wiele rodzajów ratingów, co jest przejawem strategii różnicowania produktu realizowanej głównie przez wiodące agencje ratingowe tworzące Wielką Trójkę (Dziawgo 2010). Przede wszystkim wyróżniamy:

- ratingi przyznawane poszczególnym instrumentom finansowym,
- ratingi nadawane poszczególnym podmiotom.

W literaturze przedmiotu wyróżnia się często pięć podstawowych typów podmiotów występujących o nadanie ratingu dla siebie lub emitowanych instrumentów finansowych (Langhor H.M., Langhor P.T. 2008):

- podmioty publiczne (państwa, władze lokalne, inne podmioty publiczne),
- firmy ubezpieczeniowe,
- pozostałe instytucje finansowe,
- przedsiębiorstwa niefinansowe,
- emitenci instrumentów strukturyzowanych.

Oprócz różnych rodzajów ratingów agencje publikują również ich perspektywy (rating outlook). Mogą one być:

- stabilne (stable),
- pozytywne (positive),
- negatywne (negative),

- rozwojowe (developing).

Publikowana przez agencję perspektywa ratingu wskazuje na prawdopodobny kierunek zmiany przyznanego obecnie ratingu w przyszłości (tj. zazwyczaj w średnim okresie wynoszącym od sześciu miesięcy do dwóch lat), w przypadku zmaterializowania się makroekonomiczno – biznesowych czynników, które brane były pod uwagę przez pracowników firmy ratingowej na etapie nadawania oceny. Perspektywa stabilna sugeruje wysokie prawdopodobieństwo braku zmian przyznanego ratingu. Perspektywa negatywna wskazuje na możliwość obniżenia przyznanej oceny, a perspektywa pozytywna sugeruje możliwość jej podwyższenia. W przypadku perspektywy rozwojowej agencja sygnalizuje uczestnikom rynków wysokie prawdopodobieństwo zmiany przyznanego poziomu ratingu, nie określając czy będzie ona polegać na podwyższeniu, czy obniżeniu obecnej oceny.

Oprócz publikowania perspektywy ratingu, agencje umieszczają, niektóre oceny na „listach obserwacyjnych” (Fitch Ratings określa je mianem „Rating Alert”, Moody’s Investor Service nazywa „Watchlist”, a Standard and Poor’s „CreditWatch”). Umieszczając dany rating na „liście obserwacyjnej” agencja wskazuje na wysokie prawdopodobieństwo dokonania zmiany obecnego poziomu oceny w przyszłości bez określania, czy będzie ona polegać na podwyższeniu, czy obniżeniu obecnego poziomu ratingu. Poprzez umieszczanie niektórych ratingów na „listach obserwacyjnych” agencje ostrzegają uczestników rynków o wysokim prawdopodobieństwie dokonania zmiany przyznanej oceny w sposób zdecydowanie silniejszy, niż poprzez publikowanie wcześniej analizowanych perspektyw ratingów (Langhor H.M., Langhor P.T. 2008).

Potencjalni emitenci obligacji zwracają się czasami do agencji ratingowych o przyznanie oceny instrumentom dłużnym, które planują dopiero uplasować na rynku, przed podjęciem ostatecznej decyzji o przeprowadzaniu ich emisji. Ratingi tego typu nazywane są „ocenami ukrytymi” lub „ratingami w cieniu” (shadow ratings), ponieważ nie są publikowane i dostęp do nich ma jedynie zamawiająca je instytucja. Pomagają one w podejmowaniu ostatecznych decyzji dotyczących emisji instrumentów dłużnych.

1.5. Charakterystyka pozostałych agencji ratingowych (poza Wielką Trójką) mających status NRSRO w Stanach Zjednoczonych

Obecnie na świecie funkcjonuje ok. 150 podmiotów uważających się za agencje ratingowe. Ponieważ większość z nich ma bardzo małe znaczenie, co najwyżej lokalne, a ponadto prowadzi działalność gospodarczą na rynku usług ratingowych zazwyczaj dość krótko, w tej części opracowania zdecydowano się na syntetyczną charakterystykę pozostałych 7 agencji ratingowych mających status NRSRO w Stanach Zjednoczonych (spoza Wielkiej Trójki). Pełna lista firm ratingowych znajdujących się na liście NRSRO znajduje się w Tabeli 1.1. W Tabeli 1.2 zaprezentowano liczbę przyznanych ratingów na koniec 2014 r. przez poszczególne agencje w podziale według typu ocenianego instrumentu finansowego lub jego emitenta. Tabela 1.3 zawiera podstawowe informacje o kluczowych zasobach kadrowych poszczególnych agencji ratingowych uznawanych w Stanach Zjednoczonych za NRSRO oraz analizę ilości ocen ratingowych przypadających na jednego pracownika. Wielkości te są zaskakująco duże: ponad 260 ratingów na pracownika w agencji Fitch Ratings, ponad 566 ocen na pracownika w firmie Moody's Investor Service oraz prawie 858 ratingów na pracownika w agencji Standard & Poor's. Oznacza to, że przeciętnie pracownik agencji ratingowych tworzących Wielką Trójkę nie jest nawet w stanie poświęcić jednego dnia roboczego w roku na przygotowanie i monitorowanie jednej oceny ratingowej.

Tabela 1.1. Lista agencji ratingowych na liście NRSRO na koniec czerwca 2016 r.

Nazwa agencji ratingowej	Data rejestracji	Kraj pochodzenia
A.M. Best Company	24 września 2007 / 2005	Stany Zjednoczone
Dominion Bond Rating Service (DBRS)	24 września 2007 / 2003	Kanada
Egan-Jones Ratings (EJR)	21 grudnia 2007	Stany Zjednoczone
Fitch Ratings	24 września 2007 / 1975	Stany Zjednoczone
HR Ratings de Mexico (HR Ratings)	5 listopad 2012	Meksyk
Japan Credit Rating Agency (JCR)	24 września 2007	Japonia
Kroll Bond Rating Agency* (KBRA)	11 luty 2008	Stany Zjednoczone
Moody's Investor Service	24 września 2007 / 1975	Stany Zjednoczone
Morningstar Credit Ratings**	23 czerwca 2008	Stany Zjednoczone
Standard & Poor's	24 września 2007 / 1975	Stany Zjednoczone

* - poprzednia nazwa firmy to LACE Financial Corporation.

** - poprzednia nazwa firmy to Realpoint LLC.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd: <https://www.sec.gov/ocr/reportspubs/annual-reports/2015-annual-report-on-nrsros.pdf> (dostęp w dniu 20.05.2016).

A.M. Best jest jedną z najstarszych amerykańskich agencji ratingowych. Została założona w 1899 r. Jej siedziba mieści się w Nowym Jorku. Obecnie posiada biura w Londynie (od 1997 r.), Hong Kongu (od 2000 r.), Dubaju (od 2012 r.), Meksyku (od 2014 r.) i Singapurze (od 2015 r.). Od swego powstania w końcu XIX wieku specjalizuje się w ocenie firm ubezpieczeniowych. Nie ocenia innych instytucji finansowych i podmiotów suwerennych. W ostatnich latach zaczęła nadawać ratingi emitentom korporacyjnym spoza sektora finansowego oraz nielicznym instrumentom strukturyzowanym. W końcu 2014 r. zatrudniała 82 analityków i 46 kierowników nadzorujących ich pracę. W 2002 r. zaczęła ubiegać się o uzyskanie statusu NRSRO. Starania te zakończyły się sukcesem i 3 marca 2005 r. amerykańska Komisja Papierów Wartościowych i Giełd wpisała agencję A.M. Best na listę NRSRO. Świadczy usługi ratingowe według modelu „emitent płaci” (A. M. Best Company 2017).

Tabela 1.2. Liczba przyznanych ratingów oraz zakres świadczonych usług przez największe agencje ratingowe na koniec 2014 r.

Nazwa agencji	Liczba przyznanych ratingów oraz zakres świadczonych usług					Razem
	Instytucje finansowe	Firmy ubezpieczeniowe	Korporacje nie-finansowe	Instrumenty strukturyzowane	Emitenci suwerenni	
A.M. Best	-	7 910	1 526	26	-	9 462
DBRS	10 176	147	3 732	11 497	16 650	42 202
EJR	11 956	1 025	7 013	-	-	19 994
Fitch	46 260	3 011	15 558	42 237	194 086	301 152
HR Ratings	-	-	-	-	277	277
JCR	807	57	2 206	-	399	3 469
KBRA	14 809	49	2 856	2 626	37	20 377
Moody's	52 049	3 336	41 364	71 504	673 166	841 419
Morningstar	-	-	-	5 542	-	5 542
Standard&Poor's	61 000	6 800	53 000	85 200	970 200	1 176 000
Razem	197 057	22 335	127 255	218 632	1 854 815	2 420 094

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd: <https://www.sec.gov/oct/reportspubs/annual-reports/2015-annual-report-on-nrsros.pdf>, data dostępu: 5 lipca 2016.

Agencja ratingowa Dominion Bond Rating Service została założona w 1976 r. w Kanadzie. Siedziba firmy mieści się w Toronto. Obecnie posiada biura w Nowym Jorku, Chicago i Londynie (od 2006 r.). Świadczy usługi ratingowe w Ameryce Północnej, Ameryce Południowej, Europie oraz w Australii. Specjalizuje się w ocenach instytucji finansowych, instrumentów strukturyzowanych oraz emitentów suwerennych. Jako jedyna firma spoza Wielkiej Trójki posiada ponad jednoprocenowy udział w rynku usług ratingowych – 1,7% liczby przyznanych ratingów na koniec 2014 r. Na koniec 2014 r. zatrudniała 109 analityków i 41 kierowników nadzorujących ich pracę. Po trzech latach negocjacji z amerykańską Komisją Papierów Wartościowych i Giełd w 2003 r. uzyskała status NRSRO jako pierwsza agencja spoza Wielkiej Trójki. Świadczy usługi ratingowe według modelu „emitent płaci”. Charakteryzuje się prowadzeniem zdecydowanie bardziej transparentnej i otwartej polityki informacyjnej w porównaniu z pozostałymi

agencjami ratingowymi funkcjonującymi w branży. Dominion Bond Rating Service od samego początku jest firmą rodzinną (DBRS 2017).

Tabela 1.3. Liczba zatrudnionych analityków i przełożonych analityków oraz ilość ratingów na jednego pracownika na koniec 2014r.

Nazwa agencji	Liczba zatrudnionych analityków	Liczba zatrudnionych przełożonych analityków	Ilość przyznanych ratingów na 1 pracownika
A.M. Best	82	46	73,9
DBRS	109	41	281,3
EJR	4	4	2 499,3
Fitch	829	326	260,7
HR Ratings	29	7	7,7
JCR	26	32	59,8
KBRA	82	14	212,3
Moody's	1 297	189	566,2
Morningstar	30	10	138,6
Standard&Poor's	1 157	214	857,8
Razem	3 645	883	534,5

Zródło: opracowanie własne na podstawie danych amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd: <https://www.sec.gov/ocr/reportspubs/annual-reports/2015-annual-report-on-nrsros.pdf> (dostęp w dniu 05.07.2016)

Agencja Egan Jones Ratings została założona w 1995 r. Siedziba firmy mieści się w Filadelfii. Specjalizuje się w ocenach instytucji finansowych oraz korporacji spoza sektora finansowego. Nie przyznaje ratingów instrumentom strukturyzowanym oraz podmiotom suwerennym. Po bankructwie Enron i WorldCom, odpowiednio w 2001 r. i 2002 r. zdecydowanie zwiększyła rozpoznawalność swojej marki oraz zaczęła cieszyć się dobrą reputacją między innymi dzięki krytyce polityki prowadzonej przez agencje ratingowe tworzące Wielką Trójkę. W końcu 2014 r. zatrudniała zaledwie 4 analityków i 4 kierowników nadzorujących ich pracę. Agencja Egan Jones Ratings jest bardzo małym podmiotem. Świadczy usługi ratingowe według modelu „inwestor płaci”. Subskrybentami jej produktów są głównie finansowi inwestorzy instytucjonalni. Pomimo prowadzenia działalności gospodarczej w tradycyjnym modelu biznesowym na rynku usług ratingowych Egan Jones Ratings jest przykładem

podmiotu, który zdołał utrzymać się w tej branży przez ponad dwie dekady, konkurując z o wiele większymi firmami (Egan-Jones Ratings Company 2017). W 1998 r. agencja zaczęła ubiegać się o uzyskanie statusu NRSRO. W pierwszej dekadzie XXI wieku była jednym z podmiotów domagających się i aktywnie lobbujących na rzecz reformy prawa regulującego rynek usług ratingowych w Stanach Zjednoczonych. Otwarcie i stanowczo krytykowała restrykcyjną i uznaniową politykę rejestracyjną prowadzoną przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd, skutkującą jej zdaniem sztucznym utrzymywaniem i wspieraniem oligopolu na rynku usług ratingowych. Oskarżała Komisję o prowadzenie polityki jawnie uniemożliwiającej pojawienie się konkurencji na rynku usług ratingowych. Od początku XXI wieku (bankructwo Enron i WorldCom) ostro krytykuje również agencje ratingowe tworzące Wielką Trójkę za funkcjonowanie według modelu „emitent płaci” i tolerowanie występowania rażącego jej zdaniem konfliktu interesów. Ostatecznie po nowelizacji przepisów prawnych regulujących rynek usług ratingowych w Stanach Zjednoczonych w dniu 21 grudnia 2007 r. została wpisana na listę NRSRO przez amerykańską Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (Langhor H.M., Langhor P.T. 2008). Posiada również status certyfikowanej agencji ratingowej nadany przez Europejski Organ Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA).

Agencja HR Ratings de Mexico została założona w 2007 r. Siedziba firmy mieści się w Meksyku. Obecnie posiada również biuro w Nowym Jorku. Specjalizuje się w przyznawaniu ocen emitentom suwerennym. W końcu 2014 r. zatrudniała 29 analityków i 7 kierowników nadzorujących ich pracę. 5 listopada 2012 r. uzyskała status NRSRO. W listopadzie 2014 r. została uznana agencją ratingową przez Europejski Organ Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA). Świadczy usługi ratingowe według modelu „emitent płaci” (HR Ratings de Mexico 2017).

Japan Credit Rating Agency została założona w 1985 r. w Japonii. Siedziba firmy mieści się w Tokio. 24 września 2007 r. uzyskała status NRSRO. Świadczy usługi ratingowe według modelu „emitent płaci”. Jej ratingi cieszą się dużą

popularnością oraz mają dobrą reputacją szczególnie wśród inwestorów japońskich (JCR 2017).

Firma Kroll Bond Rating Agency została założona w 2010 r. w Stanach Zjednoczonych. Jej siedziba mieści się w Nowym Jorku. Poza tym posiada biura w Filadelfii i Frederick w stanie Maryland. Specjalizuje się w ocenie instytucji finansowych (poza sektorem ubezpieczeniowym), korporacji niefinansowych oraz produktów strukturyzowanych. W końcu 2014 r. zatrudniała 82 analityków i 14 kierowników. W 2010 r. przejęła agencję LACE Financial Corporation, która od 11 lutego 2008 r. posiadała status NRSRO. Świadczy usługi ratingowe według modelu „emitent płaci” (Kroll Bond Rating Agency 2017). Firma LACE Financial Corporation została założona w 1984 r. w Stanach Zjednoczonych. Jej siedziba i jedyne biuro mieściło się w Frederick w stanie Maryland.

Agencja Morningstar Credit Ratings jest częścią firmy Morningstar notowanej na rynku NASDAQ. Podstawowym przedmiotem jej działalności jest dostarczanie informacji finansowych, przeprowadzanie badań i analiz na zlecenie klientów, zarządzanie aktywami oraz oferowanie usług doradztwa inwestycyjnego. Produkty Morningstar obecne są na rynkach finansowych Ameryki Północnej, Europy, Australii oraz Azji. W maju 2010 r. korporacja Morningstar kupiła agencję Realpoint LLC, która 23 czerwca 2008 r. uzyskała status NRSRO. W czerwcu 2011 r. zmieniła jej nazwę na Morningstar Credit Ratings. Siedzibą agencji jest obecnie Nowy Jork. Ponadto firma posiada biura w Chicago oraz w Horsham na przedmieściach Filadelfii w stanie Pensylwania. Agencja Morningstar Credit Ratings specjalizuje się w ocenach instrumentów strukturyzowanych. Nie przyznaje ratingów innym typom aktywów. W końcu 2014 r. zatrudniała 30 analityków i 10 przełożonych nadzorujących ich pracę. Świadczy usługi ratingowe według modelu „inwestor płaci”. Subskrybentami jej produktów jest przede wszystkim ok. 200 – 250 finansowych inwestorów instytucjonalnych wyspecjalizowanych w handlu instrumentami strukturyzowanymi.

Agencja Realpoint LLC została założona w 2000 r. Jej siedziba i jedyne biuro mieściło się w Horsham na przedmieściach Filadelfii w stanie Pensylwania. Świadczyła usługi ratingowe według modelu „inwestor płaci”. Specjalizowała się w

ocenie produktów strukturyzowanych. W ciągu swojego istnienia agencja ta była przedmiotem kilkukrotnych przejęć oraz jednego wewnętrznego wykupu menedżerskiego, czyli Management Buyout (Morningstar 2017).

Rozdział 2

Rynek agencji ratingowych – od oligopolu do inicjatyw na rzecz deoligopolizacji

2.1. Oligopol w teorii ekonomii

Oligopol obok konkurencji doskonałej, konkurencji monopolistycznej oraz monopolu jest jedną z czterech podstawowych rodzajów struktur rynkowych szeroko analizowanych w teorii ekonomii. Zaliczany jest do jednej z form niedoskonałej konkurencji. Rynki oligopolistyczne charakteryzują się następującymi cechami (Czarny, Nojszewska, 2000):

- podażową stronę rynku tworzy kilka przedsiębiorstw, które mają zdolność do zachowywania się strategicznego oraz są w stanie oddziaływać na sytuację rynkową. Razem firmy te determinują poziom cen na rynku (są cenotwórcami). Specyficznym rodzajem rynku oligopolistycznego jest duopol, który charakteryzuje się obecnością tylko dwóch przedsiębiorstw,
- popytową stronę rynku tworzy wielu kupujących, z których żaden nie ma dostatecznej siły, aby wpływać na sytuację rynkową. W konsekwencji kupujący są cenobiorcami,
- produkty lub usługi mogą, ale nie muszą być zróżnicowane (model czystego oligopolu z homogenicznymi produktami oraz model zróżnicowanego oligopolu ze zróżnicowanymi produktami),
- mogą, ale nie muszą istnieć techniczne lub prawne bariery wyjścia lub wejścia na rynek.

Do podstawowych modeli oligopolu analizowanych w teorii ekonomii należą (Rao, 2015):

- modele oligopolu, w których firmy działają niezależnie i reagują na zmiany wielkości produkcji u konkurentów – modele konkurencji ilościowej (model Cournota, model Stackelberga z liderem – naśladowcą),
- modele oligopolu, w których firmy działają niezależnie i reagują na zmiany cen konkurentów - modele konkurencji cenowej (model Bertranda, model Edgewortha, model złamanej krzywej popytu),

-
- modele oligopoli, w których firmy współpracują ze sobą w celu wspólnego maksymalizowania zysków (kartele, modele przywództwa cenowego).

Model Cournota został opracowany w pierwszej połowie XIX wieku (Dou, Ye 2018). Analizuje on sytuację gdy na rynku działają tylko dwie firmy tworząc duopol i występuje w trzech podstawowych wersjach: z zerowymi kosztami produkcji, z dodatnimi identycznymi kosztami produkcji oraz z niezerowymi różnymi kosztami produkcji przedsiębiorstw tworzących rynek. Istota modelu polega na tym, że każda z firm przyjmuje wielkość produkcji drugiego przedsiębiorstwa jako daną i dostosowuje do niej swoją podaż, uwzględniając rozmiary istniejącego popytu rynkowego i nie oczekując jakichkolwiek zmian dostosowawczych po stronie konkurenta. Firmy wytwarzają jednorodne produkty i równocześnie podejmują decyzje. Każdy z duopolistów jest w stanie przewidywać zachowanie swojego konkurenta, ale nie wpływa na jego decyzje. Rynkowa krzywa popytu w tym modelu ma postać funkcji liniowej. Decydując niezależnie od siebie o rozmiarach produkcji, firmy tworzące duopol determinują wielkość podaży rynkowej, która z kolei wpływa na poziom ceny kształtującej się na rynku.

Rozwinięciem i rozszerzeniem modelu Cournota jest model Stackelberga opracowany w latach trzydziestych XX wieku (Hou, Lardon, Dreissem, 2017). W modelu tym jeden z duopolistów jest w stanie przewidywać i wpływać na decyzje swojego konkurenta, dzięki czemu staje się liderem rynkowym. Druga firma zepchnięta zostaje do roli naśladowcy. Firma będąca liderem rynkowym wie, że naśladowca będzie zachowywał się zgodnie z założeniami modelu Cournota. Dzięki temu zna jego krzywą reakcji, którą wbudowuje do własnej funkcji zysku, co pozwala jej postępować jak monopolistce. W konsekwencji wielkość produkcji, zysku i udział w rynku firmy będącej liderem rynkowym rosną, kosztem przedsiębiorstwa będącego naśladowcą, którego produkcja, zysk i udział w rynku maleją. Firma będąca liderem rynkowym określa optymalną dla siebie wielkość produkcji, do której biernie dostosowuje się naśladowca. Rynkowa krzywa popytu w modelu Stackelberga również przyjmuje postać funkcji liniowej. Optymalizując rozmiary swojej produkcji i zysku firma będąca liderem oraz dostosowując się biernie do decyzji lidera przedsiębiorstwo naśladowcy wpływają na łączną wielkość

podażą rynkowej, która z kolei determinuje kształtowanie się cen na rynku. W modelu Stackelberga w porównaniu z modelem Cournota, łączna wielkość podaży rynkowej jest większa. W konsekwencji cena rynkowa jest niższa, co jest sytuacją korzystniejszą dla popytowej strony rynku. Zarówno w modelu Cournota, jak i Stackelberga firmy tworzące duopol decydują bezpośrednio przede wszystkim o rozmiarach swojej produkcji, dlatego oba modele zaliczane są do grupy modeli konkurencji ilościowej charakteryzującej sytuacje na niektórych rynkach oligopolistycznych.

W latach osiemdziesiątych XIX wieku powstał model Bertranda, w którym firmy na rynku oligopolistycznym wytwarzają homogeniczne dobra i konkurują pomiędzy sobą cenami (Kamiński, Latek 2016). W modelu tym każde przedsiębiorstwo napotyka na ten sam popyt rynkowy i dąży do maksymalizacji zysku zakładając, że konkurenci nie zmieniają cen oferowanych przez siebie produktów lub usług. Najpierw zatem firma określa poziom ceny, po której chce sprzedawać swój produkt, a potem dostosowuje do niej wielkość produkcji, jednocześnie przewidując poziom cen, który ustalą pozostałe firmy. Łączny zysk przedsiębiorstw tworzących rynek nie jest wtedy maksymalizowany, ponieważ model opiera się na założeniu, że konkurenci nie dostosowują się do zmian zachodzących na nim. Rozwinięciem koncepcji Bertranda jest model Edgewortha opracowany pod koniec XIX wieku (Erto, 2014). Wynika z niego, że firmy na rynku oligopolistycznym są w stanie osiągnąć równowagę tylko wtedy, kiedy współpracują ze sobą. W przeciwnym razie konkurencja cenowa pomiędzy działającymi podmiotami w danej branży będzie prowadzić do ciągłego wahaniasię cen, a w konsekwencji również do zmian wielkości produkcji i sprzedaży.

Pod koniec lat trzydziestych XX wieku został opublikowany model złamanej krzywej popytu, który próbuje wyjaśniać zachowanie firm na rynkach oligopolistycznych, koncentrując się na dużej stabilności cen sprzedawanych przez nie dóbr (Gayer 2017). Zgodnie z nim przedsiębiorstwa w długim okresie dążą do utrzymania stabilnych cen rynkowych nawet w sytuacjach zmian kosztów produkcji lub wahań wielkości popytu rynkowego. Firmy nie chcą obniżyć cen oferowanych przez siebie dóbr w obawie przed reakcją ze strony swoich konkurentów, czego

skutkiem mógłby być wybuch wyniszczającej wojny cenowej na rynku. Jednocześnie zgodnie z tym modelem przedsiębiorstwa na rynkach oligopolistycznych nie dążą do podnoszenia cen sprzedawanych przez siebie towarów lub usług w obawie przed utratą udziałów w rynku na rzecz konkurentów, którzy nie podwyższyliby cen. Konsekwencją takich zachowań jest stabilizacja cen na rynkach oligopolistycznych. Należy zauważyć, że model złamanej krzywej popytu nie wyjaśnia, na jakim poziomie powinny kształtować się ceny oraz w konsekwencji wielkość produkcji w stanie równowagi, która maksymalizowałaby zyski firm w oligopolu.

Trzecia grupa modeli wyjaśniających działanie firm na rynkach oligopolistycznych zakłada możliwość współdziałania przedsiębiorstw w celu wspólnego maksymalizowania zysków (Rao 2015). Zalicza się do niej różne modele karteli oraz przywództwa cenowego. Wyróżniamy dwa podstawowe rodzaje karteli: kartele, w których firmy współpracują ze sobą w celu wspólnego maksymalizowania zysków oraz kartele dążące do podziału rynku pomiędzy poszczególnych uczestników porozumienia. Najbardziej popularnymi modelami przywództwa są modele przywództwa cenowego firmy o niskich kosztach oraz przywództwa cenowego firmy dominującej na rynku. Zgodnie z nimi na rynku obecne jest przedsiębiorstwo dominujące (lider rynkowy), które zazwyczaj ma duży udział w produkcji i sprzedaży całej branży oraz w znacznym stopniu determinuje poziom cen. Reszta popytu rynkowego obsługiwana jest przez pozostałe firmy, które mogą funkcjonować w warunkach zbliżonych do modelu konkurencji doskonałej. Modele te są pewnym połączeniem modelu monopolu z modelem konkurencji doskonałej.

Praktyczna obserwacja i analiza sposobów funkcjonowania różnych rynków oligopolistycznych pozwala zauważyć, że działają one często w dość odmienny sposób. Znajduje to swoje odzwierciedlenie w bogactwie modeli ekonomicznych, które próbują wyjaśnić zachowanie się firm tworzących oligopol, sposób ustalania wielkości produkcji, cen rynkowych, konkurowania, maksymalizacji zysku oraz osiągnięcia równowagi przez rynek. Znaczna część teorii dotycząca oligopolu ma swoje początki w XIX oraz w pierwszej połowie XX wieku. Powstałe wtedy pierwotne wersje różnych modeli były następnie rozwijane i

modyfikowane przez kolejnych ekonomistów, czego rezultatem jest obecnie bardzo duża ilość różnych modeli oligopolu występujących w wielu wariantach, przy różnych założeniach, które uwzględniają poszczególne dodatkowe czynniki i zmienne.

2.2. Rynek agencji ratingowych jako oligopol

Według stanu na koniec 2016 roku Standard & Poor's, Moody's i Fitch Ratings odpowiadają łącznie za 96,4% wszystkich nadanych ratingów (SEC 2017, s. 8). Według ESMA suma tych udziałów wyniosła 93,2% (ESMA 2017b, s. 6). Dominujący udział wyżej wymienionych agencji: na rynku ratingowym powoduje, iż wysoki stopień koncentracji jest powszechnie uważany za przejaw oligopolu (Staikouras 2012; Coffee 2011; Langhor i Langhor 2012, s. 384-406). Na oligopolistyczny charakter rynku agencji ratingowych zwracają uwagę między innymi: Scheinert (2016), Becker i Milbourn (2008) oraz Ryan (2012).

Jednym z wielu przykładów, potwierdzającym, że rynek agencji ratingowych jest oligopolem może być wykaz agencji ratingowych, które nadały swoje oceny pięćdziesięciu największym pod względem wielkości aktywów bankom europejskim (według stanu na 31.03.2016 r.).

Tabela 2.1. Wykaz agencji ratingowych oceniających największe banki europejskie

Lp.	nazwa banku	kraj	Standard&Poor's	Moody's	Fitch	DBRS	R&I	Scope	GBB Rating
1	HSBC Holdings	Wielka Brytania	+	+	+				
2	BNP Paribas	Francja	+	+	+	+			
3	Credit Agricole Group	Francja	+	+	+	+			
4	Deutsche Bank	Niemcy	+	+	+	+			
5	Barclays PLC	Wielka Brytania	+	+	+		+		
6	Banco Santander	Hiszpania	+	+	+	+		+	+
7	Societe Generale	Francja	+	+	+	+	+		
8	Groupe BPCE	Francja	+	+	+		+		
9	Royal Bank of Scotland Group	Wielka Brytania	+	+	+				
10	Lloyds Banking Group	Wielka Brytania	+	+	+	+			
11	UBS AG	Szwajcaria	+	+	+			+	
12	UniCredit S.p.A.	Włochy	+	+	+				
13	ING Group	Holandia	+	+	+				
14	Credit Suisse Group	Szwajcaria	+	+	+				
15	BBVA	Hiszpania	+	+	+	+		+	
16	Credit Mutuel	Francja	+	+	+				
17	Intesa Sanpaolo	Włochy	+	+	+	+			
18	Rabobank Group	Holandia	+	+	+	+			
19	Nordea Bank	Skandynawia	+	+	+	+			
20	Standard Chartered plc	Wielka Brytania	+	+	+				
21	Commerzbank AG	Niemcy	+	+	+				
22	KfW Group	Niemcy	+	+				+	
23	Danske Bank	Dania	+	+	+				
24	DZ Bank AG	Niemcy	+	+	+				
25	Cassa di Risparmio di Padova e Rovigo	Włochy	+	+	+				
26	ABN AMRO Group NV	Holandia	+	+	+	+			
27	Caixa Bank	Hiszpania	+	+	+	+			
28	Sberbank	Rosja		+	+				
29	Nationwide Building Society	Wielka Brytania	+	+	+				
30	Svenska Handelsbanken	Szwecja	+	+	+				
31	DNB Group	Norwegia	+	+		+			
32	Skandinaviska Enskilda Banken	Szwecja	+	+	+				
33	KBC Group NV	Belgia	+	+	+				

34	Landesbank Baden-Wurtemberg	Niemcy		+	+				
35	Swedbank	Szwecja	+	+	+				
36	Dexia	Belgia	+	+	+				+
37	La Banque Postale	Francja	+		+				
38	Bayerische Landesbank	Niemcy		+	+				
39	Bankia	Hiszpania	+		+	+		+	
40	Banco Sabadell	Hiszpania	+	+		+			
41	Erste Group Bank AG	Austria	+	+	+				
42	Raiffeisen Schweiz	Szwajcaria		+					
43	Nykredit	Dania	+		+				
44	NORD/LB	Niemcy		+	+				
45	Belfius Bank	Belgia	+	+	+				
46	Landesbank Hessen-Thuringen	Niemcy		+	+				
47	VTB	Rosja	+	+					
48	Banca Monte dei Paschi di Siena	Włochy		+	+	+			
49	Banco Popular Espanol	Hiszpania	+	+	+	+			
50	BNG Bank	Holandia	+	+	+				
Razem			43	47	45	17	3	5	2

Zródło: opracowanie własne

Szczegółowa analiza struktury akcjonariatu tych agencji uzmysławia jednak, iż występujące powiązania kapitałowe i organizacyjne są znacznie bardziej skomplikowane niż wynika to z samej teorii niedoskonałej konkurencji. P. Samuelson i W. Nordhaus (2000, s. 802) podkreślają, iż w przypadku konkurencji pomiędzy niewielką liczbą sprzedawców decydujące znaczenie odgrywa stopień, w jakim:

- przedsiębiorstwa charakteryzują się malejącymi kosztami przeciętnymi lub też w jakim stopniu prawo uniemożliwia konkurencję,
- przedsiębiorstwom udaje się wchodzić w znowę w celu utrzymywania wielkości produkcji na niskim poziomie, cen zaś na wysokim.

Autorzy ci wyjaśniają także, że jeżeli oligopolisci wchodzi w pełne porozumienie (znowę), czy też biorą pod uwagę istniejącą współzależność, ostateczna cena i sprzedawana ilość produktu mogą się okazać bliskie wyznaczanym przez monopolistę. Dosyć symptomatyczna w tym kontekście wydaje się wypowiedź W. Buffeta, prezesa holdingu Berkshire Hathaway Inc., który jest

największym akcjonariuszem agencji Moody's. Podczas przesłuchań przed Komisją do Spraw Badania Przyczyn Kryzysu Finansowego (FCIC 2017), Buffet uzasadnił swoją decyzję o nabyciu akcji agencji jej zdolnością do podnoszenia cen w sektorze. W. Buffet zauważył, iż możliwość podnoszenia cen produktów lub usług bez ryzyka utraty klientów na rzecz konkurenta jest najważniejszym czynnikiem decydującym o powodzeniu działalności gospodarczej. Dodał także, iż w niektórych przypadkach nie bierze nawet pod uwagę tego, kto zarządza spółką, ponieważ wspaniały biznes nie potrzebuje dobrych zarządzających (Buffett 2011).

Mimo, iż w literaturze przedmiotu wielokrotnie wspomina się o oligopolistycznym charakterze rynku agencji ratingowych, odwołując się do teorii ekonomii w zakresie, w którym charakteryzuje ona rynek oligopolistyczny, warto explicite wymienić i skomentować argumenty przemawiające za tezą, iż faktycznie rynek agencji ratingowych jest oligopolem. Oprócz niewielkiej liczby uczestników rynku, którzy odpowiadają za znaczący udział w nim (silna koncentracja), wskazać można następujące cechy oligopolu:

- główni gracze rynku są w stanie oddziaływać na sytuację rynkową, determinując poziom cen (są cenotwórcami) – świadczą o tym następujące dane:

Tabela 2.2. Łączne przychody oraz średnie przychody wiodących agencji ratingowych z tytułu działalności ratingowej

Przychody ze sprzedaży (mln USD)	2016	2015	2014	2013	2012
S&P	2 535	2 428	2 455	2 274	2 035
Moody's	2 340	2 304	2 248	2 059	1 958
Fitch Ratings	838	756	616	568	502
Liczba ratingów	2016	2015	2014	2013	2012
S&P	1 118 185	1 146 932	1 176 200	1 124 700	1 143 300
Moody's	781 044	802 482	841 419	901 900	923 363
Fitch Ratings	303 525	303 501	301 152	326 257	350 370
Przychody ze sprzedaży/liczba ratingów	2016	2015	2014	2013	2012
S&P	2 267	2 117	2 087	2 022	1 780
Moody's	2 996	2 871	2 671	2 283	2 121
Fitch Ratings	2 761	2 492	2 044	1 740	1 434

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych zawartych w raportach rocznych agencji ratingowych

Przedstawione w Tabeli 2.2. dane potwierdzają, iż pomimo fluktuującej liczby weryfikowanych w latach 2012 – 2016 ratingów i tego, że przychody z tytułu tego rodzaju działalności w przypadku każdej z największych agencji ratingowych okazały się w 2016 roku niższe niż w 2012 roku, średni przychód z tytułu pojedynczej oceny ratingowej systematycznie wzrastał. Świadczy to o sile agencji w zakresie ustalania cen.

- strona popytowa rynku (przynajmniej w odniesieniu do dominującej grupy ocen, którymi są ratingi „single name”) jest silnie rozproszona,
- oferowane produkty są homogeniczne – wszystkie wiodące agencje ratingowe nadają ratingi każdego rodzaju dla podmiotów zarejestrowanych na wszystkich w sensie geograficznym rynkach (Candelon, Gautier, Petit 2014, s. 4-5),
- rynek agencji ratingowych odznacza się wysokimi barierami wejścia (Competition and Credit Rating Agencies 2010, s. 6),

Chcąc odpowiedzieć na pytanie, do którego modelu oligopolu w największym stopniu podobny jest rynek agencji ratingowych, wskazać należy zmodyfikowany model Stackelberga. Modyfikacja polega na tym, iż wprawdzie można zidentyfikować lidera oraz naśladowców, ale w odniesieniu do konkretnych przypadków dana agencja raz pełni rolę lidera, innym razem jest naśladowcą. Agencja Standard&Poor’s uznawana jest za instytucję o najwyższym poziomie kapitału reputacyjnego spośród wszystkich trzech wiodących agencji ratingowych. Wynika to z tego, iż Standard&Poor’s w największej liczbie przypadków jako pierwsza podejmuje decyzję o zmianie ratingu kraju. Nie oznacza to jednak, że w każdym przypadku liderem jest Standard&Poor’s, jak również nie potwierdzają się obiegowe opinie, że zawsze ostatnią agencją korygującą ocenę jest Fitch Ratings. Badanie bazujące na zmianach ocen ratingowych 35 krajów dowodzi, że w ok. 1/3 przypadków nie zaobserwowano zachowań stadnych (efektu naśladownictwa, określanego w literaturze przedmiotu jako „piggybacking”). Liderem w największej liczbie przypadków okazał się Standard&Poor’s, następnie Fitch Ratings, a na końcu Moody’s (najmniej przypadków, gdy Moody’s był pierwszą agencją ratingową zmieniającą ocenę). Zatem w odniesieniu do ok. 2/3 zdarzeń zidentyfikowano zachowania stadne, lecz nie miały one charakteru homogenicznego, tj. podążania za

tym samym liderem (Matousek, Stewart 2015, s. 2-3 oraz 27). W przypadku krajów agencje ratingowe, podejmując decyzję o ratingu, biorą pod uwagę oceny nadane przez konkurencyjne instytucje. Prawdopodobieństwo zmiany ratingu jest funkcją różnicy pomiędzy aktualnym ratingiem nadanym przez daną agencję ratingową a ratingami innych agencji. Agencje uważają, że zbliżenie się ich ratingu do ocen innych podmiotów pozwala na osiągnięcie większej precyzji oceny i jednocześnie na redukcję kosztów działań monitoringowych (Gomes 2015, s. 1 oraz Al-Sakka, Gwilym 2010b, s. 79-97). O efekcie naśladownictwa może świadczyć również to, że jeśli dana ocena (rating kraju lub korporacyjny) jest bliska default, agencja ratingowa jest bardziej skłonna do redukcji (podwyższenia), jeśli wcześniej uczyniły to inne agencje ratingowe (Gomes 2015, s. 4-5, Al-Sakka, Gwilym 2010a, s. 2614-2626 oraz Guttler, Wahrenburg 2007, s. 751-767). Konsekwencją opisaną powyżej modyfikacji modelu Stackelberga (heterogeniczności zachowań stadnych) jest to, że udziały w rynku są stabilne (Candelon, Gautier, Petit 2014, s. 6). Model Stackelberga wskazuje na konsekwencję zachowań lidera i naśladowcy między innymi w postaci spadku cen. W przypadku rynku agencji ratingowych efekt ten przybrał jednak nie identyczną, ale podobną postać – jest nim inflacja i pogorszenie się jakości ratingów. Spadek cen został zastąpiony spadkiem jakości ocen. Należy bowiem dodać, że pomimo oligopolu agencje ratingowe konkurują między sobą (nie są w zмовie), lecz skutkiem tej konkurencji wcale nie musi być wysoka jakość ratingu, gdyż jeśli sytuacja rynkowa ulegnie pogorszeniu, ratingi nadane przez wszystkie agencje będą nieadekwatne, stąd nikt nie straci udziału w rynku. Z kolei zaoferowanie niższej oceny w stosunku do propozycji konkurencji spowoduje utratę klienta, zgodnie z zasadą rating shopping (Competition and Credit Rating Agencies 2010, s. 6).

2.3. Przyczyny oligopolu na rynku usług ratingowych

Podstawową przyczyną występowania i trwałego utrzymywania się oligopolu na rynku agencji ratingowych są bariery wejścia. Za ich podstawowe źródła uważa się:

- występowanie bardzo dużych korzyści skali,

- obecność efektu doświadczenia i uczenia się,
- przekonanie inwestorów do dobrej reputacji globalnych agencji ratingowych, czyli tzw. Wielkiej Trójki (Moody's Investor Service, Standard & Poor's i Fitch Ratings) oraz powszechna międzynarodowa rozpoznawalność ich marek,
- polityka regulacyjno – nadzorcza prowadzona w wielu krajach, a zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych.

Usługi ratingowe zawsze charakteryzowały się występowaniem dużych korzyści skali. Wraz ze zwiększaniem się ilości nadawanych i monitorowanych ratingów proporcjonalnie rosną przychody ze sprzedaży oferowanych usług, pochodzące od początku lat 70. XX wieku głównie od emitentów papierów wartościowych. Natomiast koszty funkcjonowania agencji ratingowej zwiększają się zdecydowanie wolniej. Ta sama lub niewiele większa liczba pracowników, przy pomocy pełniej i efektywniej wykorzystywanego instrumentarium analitycznego, który tworzą m. in.: posiadane bazy danych, rozwiązania informatyczne oraz opracowane i udoskonalane modele finansowe, może obsługiwać zwiększający się popyt emitentów. Ponadto w branży tej ewidentnie występują również dynamiczne korzyści skali, wynikające z efektu postępującej specjalizacji oraz uczenia się zarówno zatrudnionych pracowników, jak i całej organizacji. Procesom tym towarzyszy akumulacja wiedzy oraz wszelkiego rodzaju informacji ekonomiczno – finansowo – politycznych, które nieustannie zasilają tworzone i administrowane bazy danych. Od wielu lat obserwowane jest przywiązywanie bardzo dużej uwagi oraz niezachwiana wiara w wiarygodność i reputację trzech globalnych firm ratingowych posiadających rozpoznawalne międzynarodowo marki, zarówno ze strony inwestorów instytucjonalnych, jak i indywidualnych. Ratingi nowych, przeważnie niewielkich agencji o nierozpoznawalnej marce, chcących wejść na ten rynek, nie są zazwyczaj uważane za wiarygodne. W konsekwencji nie są uwzględniane przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. W rezultacie większość emitentów nie jest zainteresowana korzystaniem z odpłatnych usług oferowanych przez tego rodzaju firmy. Powszechna świadomość występowania tego mechanizmu dość skutecznie ogranicza dostęp do rynku usług ratingowych nowym konkurentom. Do barier wejścia na rynek agencji ratingowych zaliczyć można również czas na

zdobycie informacji o ocenianych podmiotach (zbudowanie odpowiednich baz danych), pozyskanie i wyszkolenie analityków, stworzenie oraz przetestowanie metodologii oraz zdobycie zaufania i pokonanie problemu oszczędności kosztów transakcyjnych wynikających z dotychczasowej zwykle wieloletniej praktyki współpracy z jedną agencją ratingową. Komisja Europejska ocenia nakłady na powołanie do życia nowej agencji ratingowej na 300-500 mln EUR w ciągu 5 lat. (Candelon, Gautier, Petit 2014, s. 4-5). Występowanie naturalnych barier wejścia na rynek usług ratingowych zostało wzmocnione poprzez tworzenie regulacji prawnych ograniczających wykorzystywanie ratingów do celów regulacyjno – nadzorczych tylko do firm uznawanych i rejestrowanych na oficjalnych listach. Sztandarowym tego przykładem jest przedstawione wcześniej wprowadzenie w 1975 r. kategorii NRSRO. Przez kilkadziesiąt kolejnych lat nie sformułowano jednoznacznych kryteriów, które decydowałyby o wpisywaniu zainteresowanych podmiotów na listę NRSRO, jak również nie stworzono formalnej procedury aplikacyjnej. Zamiast tego konsekwentnie odmawiano kolejnym zainteresowanym agencjom ratingowym wpisania na listę NRSRO, nie uzasadniając nawet swoich decyzji (Gannon 2013). Ta kontrowersyjna polityka regulatora w Stanach Zjednoczonych sankcjonowała i pogłębiała międzynarodowy problem oligopolistycznej struktury globalnego rynku agencji ratingowych.

2.4. Inicjatywy na rzecz wzrostu konkurencji na rynku agencji ratingowych

Deoligopolizacja rynku jest jednym z najczęściej poruszanych tematów związanych z funkcjonowaniem agencji ratingowych (Wittenberg 2015, Langohr i Langohr 2012, Petit 2011). Dotychczasowe inicjatywy na rzecz ograniczenia dominacji trzech największych amerykańskich agencji są skoncentrowane przede wszystkim na podjęciu działań zachęcających do korzystania z usług mniejszych agencji ratingowych. Zgodnie z art. 8d Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 462/2013 z dnia 21 maja 2013 r. zmieniającego rozporządzenie (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych (CRA III): „Jeżeli emitent lub powiązana z nim strona trzecia zamierza zaangażować co najmniej dwie agencje ratingowe do oceny tej samej emisji lub podmiotu, emitent lub powiązana z nim

strona trzecia rozważa zaangażowanie co najmniej jednej agencji kredytowej, której całkowity udział w rynku wynosi nie więcej niż 10 %, która w ocenie emitenta lub powiązanej z nim strony trzeciej jest zdolna do oceny danej emisji lub jednostki, pod warunkiem że istnieje agencja ratingowa mogąca ocenić daną emisję lub jednostkę. Jeżeli emitent lub powiązana z nim strona trzecia nie zaangażuje co najmniej jednej agencji ratingowej, która nie ma więcej niż 10 % całkowitego udziału w rynku, fakt ten należy zarejestrować”.

Wprowadzenie większej konkurencji było także przesłanką The Credit Rating Agency Reform Act do nadania SEC kompetencji do rejestrowania nie tylko instytucji NRSRO, ale również tzw. Statistical Rating Organization (SRO). Taki status mogła otrzymać agencja, która musiała wykazać się trzyletnim doświadczeniem w zakresie oceny podmiotów gospodarczych oraz spełniać określone standardy zdefiniowane przez SEC, które były bardziej liberalne w porównaniu z wymogami odnoszącymi się do NRSRO. Również wprowadzenie w 2016 r. przez Komisję Europejską rozporządzenia wykonawcze powinny pozwolić europejskim bankom oraz zakładom ubezpieczeń angażować mniejsze agencje ratingowe na potrzeby systemów ramowych dla kapitału regulacyjnego (Komisja Europejska 2016a, Komisja Europejska 2016b, Komisja Europejska 2016c). White (2016) podkreśla, iż osłabienie barier wejścia mogłoby przyczynić się nie tylko do łatwiejszego dostępu do tego typu usług, ale także do ich większej innowacyjności (stworzenia nowych pomysłów, nowych technologii, nowej metodyki, a może nawet nowych modeli biznesowych).

Innym zaproponowanym sposobem jest skrócenie okresu, w którym agencja ratingowa może w sposób ciągły sporządzać ratingi kredytowe tego samego emitenta lub jego instrumentów dłużnych. Zgodnie z art. 6b „Agencja ratingowa, która zawarła umowę o wystawianie ratingów kredytowych dotyczących resekurytyzacji, nie wystawia ratingów dotyczących nowych resekurytyzacji, których aktywa bazowe pochodzą od tej samej jednostki inicjującej przez okres dłuższy niż cztery lata” (CRA III 2013). Wprawdzie głównym celem zastosowania takiego rozwiązania jest próba wyeliminowania motywacji do wystawiania

korzystnych ratingów kredytowych w odniesieniu do tego samego emitenta, to jednak istnieje szansa, iż ułatwi ono również wejście na rynek nowym podmiotom.

Następną inicjatywą służącą przełamaniu oligopolu jest stworzenie unijnej europejskiej agencji ratingowej, która mogłaby się stać przeciwwagą dominacji trzech amerykańskich agencji. Po raz pierwszy idea ta została zaproponowana przez komisarza ds. rynku wewnętrznego UE Michela Barniera w 2010 r. Jednym z głównych argumentów powstania takiej agencji był przytaczany przypadek, w którym wydanie ocen odmiennych od amerykańskich przez europejską agencję, mogłoby skłonić inwestorów do staranniejszego przeanalizowania konkretnych ratingów. Stworzenie europejskiej agencji napotyka jednak przeszkody wynikające z konieczności uzgodnienia zasad finansowania jej założenia i funkcjonowania oraz zapewnienia niezależności jej ocen. Specjalna komisja, powstała w celu przeanalizowania stosowności opracowania europejskiej oceny wiarygodności kredytowej, doszła wręcz do wniosku, iż wprowadzenie takiej europejskiej oceny wiarygodności kredytowej przyniosłoby znikomą wartość dodaną w porównaniu do istniejących już informacji pochodzących z różnych źródeł w systemie nadzoru makroekonomicznego i budżetowego. W związku z tym nie należy więc oczekiwać od nowej agencji poprawy jakości informacji dla inwestorów instytucjonalnych, ponieważ dysponują już oni dostępem do wystarczającej ilości danych za pośrednictwem kanałów publicznych i prywatnych. Co więcej, inwestorzy działający na globalnym rynku obligacji skarbowych polegają raczej na informacjach przekazywanych przez instytucje międzynarodowe, takie jak Międzynarodowy Fundusz Walutowy czy Bank Światowy (Komisja Europejska, 2015a). Istotną wadą takiego rozwiązania byłby także konflikt interesów wynikający z konieczności oceny gospodarek poszczególnych krajów członkowskich, które byłyby jednocześnie założycielami agencji. Obawy takie nasiliły się po nakazie chińskich urzędów regulacji wydanym we wrześniu 2018 r. zakazującym agencji Dagong Global nadawania nowych ratingów kredytowych instytucjom niefinansowym w Chinach przez rok, a także dokonywania w tym czasie zmian w swoich władzach. Regulatorzy zarzucili agencji, mającej aspirację przełamania oligopolu amerykańskich agencji ratingowych, nadawanie korzystnych ratingów

spółkom, które zawierały z nią wcześniej lukratywne umowy dotyczące usług doradczych, ignorowanie ryzyka, składanie fałszywych oświadczeń, słabe zarządzanie wewnętrzną oraz braki w danych dotyczących modeli, według których nadawano ratingi.

Jeszcze inną propozycją jest stworzenie małych, prywatnych agencji ratingowych, których działanie oparte było na zasadzie non-profit (Möllers i Niedorf 2014, Ryan 2012). Niepowodzenie projektu stworzonego przez partnera firmy Roland Berger Strategy Consultants – największej europejskiej firmy zajmującej się doradztwem strategicznym – Markusa Kralla, uzmysławia jednak skalę problemu oraz istniejące bariery wejścia. Plan Bergera przewidywał ustanowienie agencji w formie fundacji, w której łącznie trzydziestu inwestorów (głównie banki niemieckie i francuskie) wyłożyłoby po 10 mln EUR. Plany utworzenia niezależnej europejskiej agencji kredytowej upadły po tym, jak trzyletnie starania o pozyskanie funduszy nie znalazły wystarczającego zainteresowania ze strony instytucji finansowych. Na inny aspekt takiego rozwiązania zwracają uwagę De Vincentiis i Pia (2017). Ich zdaniem, pomimo zarzutów dotyczących jakości ratingów wydawanych przez najważniejsze agencje, reakcja rynków jest większa w momencie wydania przez nich ocen ratingowych, niż ma to miejsce w przypadku mniejszych agencji.

Oponenci tworzenia kolejnej agencji ratingowej argumentują, iż znacznie lepszym rozwiązaniem byłby odpowiedni stosunek instytucji nadzorczych oraz samych banków i towarzystw ubezpieczeniowych do wystawianych ratingów (Komisja Europejska, 2015b). Uzasadniają oni, iż jeżeli zgodnie ze stanowiskiem samych agencji ratingi kredytowe są jedynie opiniami sporządzanymi w oparciu o przyjęte kryteria i metodologie, które są systematycznie monitorowane i aktualizowane oraz mają jedynie charakter prognostyczny i nie powinny być interpretowane jako wyraz statystycznego prawdopodobieństwa niewypłacalności ocenianego emitenta lub jego instrumentów finansowych, to nie należy na ich podstawie dokonywać radykalnych posunięć. Tym bardziej, iż praktycznie wszystkie instytucje finansowe posiadają własne zespoły analityczne oceniające sytuację ekonomiczno-finansową, zarówno poszczególnych krajów, jak i konkretnych emitentów. Dostyc często przytaczana jest decyzja Europejskiego

Banku Centralnego, który w odpowiedzi na obniżkę ratingu Portugalii, zniósł tymczasowo obowiązek posiadania wymaganego ratingu w celu ustanawiania zastawu na obligacjach tego kraju w przypadku udzielania pożyczek portugalskim bankom.

Obecna pozycja rynkowa trzech największych agencji ratingowych oraz osiągnięta przez nie dynamika przychodów i zysków powodują, że bardzo trudno jest dokonać deoligopolizacji rynku agencji ratingowych. Wydaje się jednak zasadne podejmowanie dalszych prób w celu przełamania dominacji rynkowej, które powinny przyczynić się do większej transparentności, możliwości porównania alternatywnych ocen oraz zmniejszenia ponoszonych kosztów przez emitentów.

2.5. Czy wzrost konkurencji na rynku agencji ratingowych przyczyni się do poprawy jakości ratingów?

Rynek agencji ratingowych jest oligopolem tyle nietypowym, że efektem konkurencji pomiędzy funkcjonującymi na nim podmiotami nie jest spadek cen, ale pogarszanie się jakości przyznawanych ocen. Samo w sobie obniżenie cen ratingów nigdy zresztą nie było celem instytucji regulujących i nadzorujących rynek. Tym celem nadrzędnym była i jest poprawa jakości ratingów, jak również (dzięki intensyfikacji konkurencji) dostarczenie uczestnikom rynku dodatkowej informacji. Działania na rzecz wzrostu konkurencji, jeśli nie towarzyszą im inicjatywy ukierunkowane na poprawę jakości ratingów, przynieść mogą efekty odwrotne od oczekiwanych. Świadczyć o tym mogą wyniki badań odnoszących się do okresu, gdy dotychczasowy duopol reprezentowany przez agencje Standard&Poor's oraz Moody's na początku XXI wieku przeistoczył się w rynek oligopolistyczny z udziałem trzech kluczowych graczy. Dołączenie przez Fitch Ratings (poprzez wzrost organiczny oraz przejęcia mniejszych podmiotów, w tym IBCA Ltd, Duff&Phelps Credit Rating oraz Thomson Bankwatch) do pary dotychczas konkurujących ze sobą agencji Standard&Poor's oraz Moody's zintensyfikowało konkurencję. Nie spowodowało to jednak spadku cen, lecz raczej pogorszenie jakości ratingów, w tym podniesienie ich średniej wysokości oraz redukcję

zawartości informacyjnej towarzyszącej ocenie. Negatywny związek między poziomem konkurencji oraz jakością ocen został pozytywnie zweryfikowany za pomocą metod ekonometrycznych, które potwierdziły siłę relacji. Jednocześnie wykluczono potencjalny wpływ innych czynników (Becker, Milbourn 2008, s. 30-31). Powyższą tezę potwierdził również R. Mc Daniel, jeden z zarządzających agencją Moody's w okresie bezpośrednio poprzedzającym kryzys (Ryan 2012, s. 9). Dołączenie Fitch Ratings do grona największych agencji ratingowych doprowadziło do spadku korelacji pomiędzy ratingiem i implikowaną marżą kredytową oraz obniżyła się zdolność predykcyjna ratingów. Niższa jakość ratingów może być wynikiem mechanizmu reputacyjnego. Agencje ratingowe angażują się w większym stopniu w monitoring, jeśli spodziewają się w przyszłości wyższej stopy zwrotu, wynikającej z wyższej reputacji. Wraz ze wzrostem konkurencji ten zwrot jest niższy, redukując bodźce do wystawiania dobrej jakości ratingów (Becker, Milbourn 2011, s. 493-514). Z kolei na gruncie teoretycznym Gomes wykazał, że w przypadku istnienia jednej agencji ratingowej, występuje czysty trade-off między jakością oceny i kosztami monitoringu. Jeżeli na rynku występują dwie agencje ratingowe, optymalne jest dla obu podmiotów ograniczenie skali kosztownego monitoringu i uwzględnienie wśród determinant oceny ratingowej, ratingu nadanego przez inną agencję. Ponadto im więcej agencji ratingowych ocenia dany kraj, tym mniejszy jest zakres monitoringu (Gomes 2015, s. 4-5). Powyższa konkluzja jest także zbieżna z wnioskami wyciągniętymi przez Bozovica, Urosevica i Zivkovic (2011), którzy dodatkowo zauważyli, że wzrost konkurencji skutkuje intensyfikacją zjawiska rating shopping. Większa konkurencja to mniejsza motywacja do wnikliwego monitoringu i niższa wartość informacyjna ratingu (Fischer 2015, s. 40).

Rozdział 3

Regulacje nadzorcze dotyczące agencji ratingowych ukierunkowane na poprawę jakości ocen ratingowych oraz stabilności finansowej

3.1. Ryzyko systemowe oraz kanały oddziaływania agencji ratingowych na ryzyko systemowe

Ryzyko systemowe to ryzyko załamania lub poważnych zaburzeń na rynkach finansowych (Hansen 2013, s. 4). Ryzyko to choć powstaje w systemie finansowym poprzez liczne i współzależne kanały, wywołujące niekiedy sprzężenia zwrotne, oddziałuje negatywnie na sferę realną gospodarki. Ryzyko systemowe objawia się na wiele sposobów (od paniki bankowej poprzez efekt zarażenia aż po odpływ kapitału spekulacyjnego lub bankructwa podmiotów o istotnej skali), a jego źródłem może być zarówno ryzyko płynności (rynku oraz finansowania), jak i rynkowe lub kredytowe. Czynniki sprzyjającymi wzrostowi ryzyka systemowego, które najczęściej narasta w sposób dyskretny, są: pokusa nadużycia, asymetria informacji oraz niska transparentność rynków. Z kolei do skutków materializacji opisywanego rodzaju ryzyka zaliczyć należy: zakłócenia w obszarze świadczenia podstawowych usług przez pośredników finansowych, zaburzenia skuteczności transmisji sygnałów banku centralnego, spadek płynności na rynkach finansowych, sekwencję przypadków utraty płynności lub wypłacalności (Jajuga, Karaś, Kuziak, Szczepaniak 2017, s. 18-24).

Wpływ agencji ratingowych na poziom ryzyka systemowego należy rozpatrywać w kilku kontekstach. Po pierwsze w anglosaskim modelu systemu finansowego, charakteryzującym się zmiennymi powiązaniem kapitałowymi oraz znaczącym poziomem dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych, samodzielne analizy spółek i emitowanych przez nie papierów wartościowych, spowodowałyby istotny wzrost kosztów i zaburzyłyby ekonomikę wielu instytucji kredytowych i finansowych. Instytucją, która stanowi swego rodzaju outsourcing analizy, jest rating. Można nawet zaryzykować tezę, że bez ratingu, model biznesowy inwestorów i pośredników w anglosaskich systemach finansowych, nie ma racji bytu i nie jest możliwa eliminacja ratingu w dającej się przewidzieć perspektywie.

Po drugie rynek agencji ratingowych jest silnie zoligopolizowany, co powoduje, że decyzje najważniejszych agencji ratingowych, zwłaszcza te dotyczące zmian metodologii lub wynikające z okresowych przeglądów, a mające charakter masowy, mogą kreować wzrost zmienności na rynkach finansowych, a nawet panikę. Wprawdzie kluczowe agencje ratingowe deklarują niezależność, jednak często czynnikiem aktywującym dodatkową weryfikację ratingu i najczęściej jego korektę, jest zmiana ratingu dokonana przez konkurencyjną agencję ratingową. Zasada to dotyczy przede wszystkim zmian ratingu z poziomu inwestycyjnego do spekulacyjnego. Ta zbieżność decyzji agencji ratingowych wzmacnia efekt wpływu oceny na poziom zmienności stóp zwrotu. Systemowe znaczenie ma również zasada country ceiling, która sprawia, że redukcja ratingu kraju pociąga za sobą redukcje ocen podmiotów zarejestrowanych w tym kraju.

Obniżenie ratingu (zwłaszcza gwałtowne) wywołuje szereg negatywnych konsekwencji. Emitent długu powinien liczyć się w tej sytuacji ze wzrostem kosztów finansowych, potencjalnym ograniczeniem dostępu do finansowania lub nawet ryzykiem rolowania długu (np. w statutach niektórych funduszy inwestycyjnych znajdują się zapisy zakazujące inwestowania w instrumenty o ratingach spekulacyjnych). Inwestor poniesie stratę wynikającą ze spadku cen papierów wartościowych. Jeśli walory te były zabezpieczeniem zaciągniętych przez niego zobowiązań, redukcja ich wartości skutkuje naruszeniem wymaganych wskaźników pokrycia ekspozycji zabezpieczeniami. Konsekwencją wspomnianego złamania kowenantu będzie z kolei konieczność ograniczenia dostępnej kwoty finansowania lub uzupełnienie pakietu zabezpieczeń o dodatkowe papiery wartościowe. W skrajnym przypadku, gdy po redukcji ratingu papiery wartościowe stracą status akceptowalnego zabezpieczenia, konieczna może okazać się całkowita zmiana pakietu, a to konsekwentnie może doprowadzić do jeszcze głębszego załamania się ceny instrumentu dłużnego, którego rating został obniżony (lub dodatkowo ceny akcji, jeśli agencja oceniała nie konkretną emisję papierów dłużnych, ale emitenta). W przypadku banków i zakładów ubezpieczeń, których wymagany poziom funduszy własnych jest funkcją jakości portfela, obniżenie ratingu kredytobiorcy lub emitenta papierów wartościowych, które dana instytucja

finansowa (kredytowa) posiada w swoich aktywach, determinuje wzrost wymogu kapitałowego, co z kolei skutkuje pogorszeniem się stopy zwrotu z kapitału. Decyzje agencji ratingowych wpływają także na politykę funduszy inwestycyjnych, zwłaszcza tych, które zobligowane są do konstrukcji silnie zdywersyfikowanych portfeli (złożonych z wielu rodzajów aktywów, których ocena i następnie monitoring bez outsourcingu nie były ekonomicznie uzasadnione). Pewne klasy aktywów (np. papiery wartościowe pochodzące z rynków rozwijających się o ratingach spekulacyjnych) na mocy zapisów statutowych nie są dopuszczalne, stąd redukcja ratingu przesuująca dany rodzaj instrumentu do strefy wyjętej poza spektrum akceptowalnych walorów, determinuje tzw. fire sale (Sy 2009, s. 31-32). Rating pełni także kluczową rolę w procesie strukturyzacji programów sekurytyzacyjnych. Co później stało się przedmiotem krytyki, na początku pierwszej dekady XXI agencje ratingowe aktywnie uczestniczyły w kształtowaniu parametrów programów sekurytyzacyjnych, pełniąc de facto funkcję doradczą. Agencje ratingowe ustalały bowiem warunki, których spełnienie, miało być gwarancją uzyskania określonej oceny ratingowej. Zatem rating był określany a priori, co kreuje dodatkowe ryzyko o znaczeniu systemowym (ze względu na skalę emisji papierów dłużnych w ramach programów sekurytyzacyjnych), gdyż takie zdefiniowanie sekwencji działań (najpierw ocena, potem emisja) oznacza, że emisje są zbliżone do siebie charakterystyką i tym samym narażone na te same czynniki ryzyka (w tym ryzyko zmiany metodologii). Ponadto racjonalność i ekonomika podpowiadają, iż wymogi postawione przez agencję ratingową w celu uzyskania określonej oceny, spełnione będą w stopniu minimalnym (np. w zakresie nadzabezpieczenia, udziału emisji typu subordinated, itp.). Coval, Jurek i Stafford (2008, s. 8) określili owo zaangażowanie agencji ratingowych w strukturyzację emisji obligacji jako „manufacturing AAA-rated securities”. Agencje ratingowe stają się zatem bardziej swego rodzaju regulatorami rynku, decydującymi o dopuszczeniu papierów dłużnych do obrotu niż cenzorami poziomu ryzyka kredytowego generowanego przez poszczególne emisje, spółki oraz kraje (Lowenstein 2008). W kontekście programów sekurytyzacyjnych należy również wspomnieć o tzw. step-in risk, czyli ryzyku konieczności wsparcia podmiotów,

które nie podlegają konsolidacji z inicjatorem sekurytyzacji i inicjator ten w żaden inny sposób (np. poprzez poręczenie) nie jest zobligowany do udzielenia takiego wsparcia, ale czyni to z powodu obawy przed eskalacją ryzyka reputacyjnego (BIS 2017, s. 4). Istotne obniżenie ratingu papierów emitowanych w ramach programów sekurytyzacyjnych i często wbudowana w te instrumenty opcja put determinowana redukcją ratingu poniżej określonego poziomu, dają obligatariuszom podstawę do żądania wykupu papierów dłużnych przez SPV. Z uwagi na brak podstaw prawnych przyspieszenia spłat wierzytelności, stanowiących źródło obsługi papierów dłużnych wyemitowanych przez spółkę celową, żądanie przedterminowego wykupu oznacza ryzyko utraty płynności przez SPV. Inicjator (podmiot, który sprzedawał wierzytelności do SPV) nie ma formalnego zobowiązania do wsparcia SPV, ale angażuje się w wykup papierów dłużnych, aby nie utracić reputacji, niezbędnej do przeprowadzenia kolejnych podobnych transakcji. Jeśli tego nie uczyni, naraża się na utratę zaufania ze strony swoich kontrahentów na rynku międzybankowych, obligatariuszy oraz akcjonariuszy.

O ryzyku systemowym, wynikającym z decyzji agencji ratingowych, przesądza również konstrukcja regulacji nadzorczych. Można nawet stwierdzić, iż to polityka nadzorcza w niektórych krajach przyczyniła się do rozwoju agencji ratingowych i wzrostu popytu na usługi świadczone przez te podmioty. Przykładem są Stany Zjednoczone, gdzie już w latach 30-tych XX wieku, w odpowiedzi na Wielki Kryzys, wprowadzono ograniczenia inwestycyjne dla podmiotów objętych nadzorem SEC. Instytucjom tym (w tym zwłaszcza funduszom inwestycyjnym) ograniczono możliwość inwestowania w papiery dłużne, które nie posiadały oceny ratingowej. Zakres odwołań do ocen ratingowych nasilił się w Stanach Zjednoczonych w latach 70-tych XX wieku. Podobnie stało się również w Unii Europejskiej. Wspomniane odniesienia dotyczą następujących obszarów (Katz, Salinas 2009, s. 2-3 oraz Mika 2010, s. 251):

- adekwatność kapitałowa banków,
- spektrum aktywów, w które mogą inwestować fundusze inwestycyjne oraz dopuszczalny poziom koncentracji portfeli,

-
- ocena ryzyka kredytowego papierów dłużnych emitowanych w ramach programów sekurytyzacyjnych lub emisji listów zastawnych,
 - zakres informacji, które powinny być ujawniane przez podmioty poddane ocenie ratingowej,
 - kalkulacja wskaźników płynności krótkoterminowej oraz długoterminowej instytucji kredytowych,
 - zakres działań podejmowanych przez nadzór na etapie dopuszczenia emisji do publicznego obrotu.

Można nawet zaryzykować stwierdzenie, że poprzez liczne odniesienia do ocen ratingowych, występujące w regulacjach nadzorczych, instytucje nadzorcze posłużyły się swego rodzaju outsourcingiem, przenosząc określone obszary badania emitenta papierów dłużnych lub emisji na agencje ratingowe. Skutkiem takiego działania jest wrażliwość instytucji kredytowych oraz finansowych na zmiany ratingów, zwłaszcza wtedy, gdy zmienność ocen ratingowych wykazuje cechy procykliczności. Jeśli bowiem poprawa ratingów następuje w okresie silnego wzrostu gospodarczego, instytucje kredytowe będą dynamicznie rozwijać akcję kredytową, co z kolei wynika z trojakiemu rodzaju przyczyn: (i) niskie obciążenie kapitałowe nowych ekspozycji kredytowych (ze względu na wysokie ratingi), (ii) wysoki popyt na kredyt, (iii) relatywnie liberalne zasady oceny zdolności kredytowej wynikające z aktualnych uwarunkowań gospodarczych (niskie stopy procentowe, poprawiające się wyniki finansowe kredytobiorców, rosnący popyt, itd.). Z kolei pogorszenie koniunktury gospodarczej wywołuje obniżenie ocen ratingowych, pogorszenie jakości portfeli kredytowych oddziałujące na poziom funduszy własnych oraz przyjmowanie bardziej pesymistycznych niż w okresie boomu założeń odnośnie do przyszłych uwarunkowań gospodarczych. W takim środowisku akcja kredytowa ulega wyhamowaniu.

Podobne wnioski można wysnuć odnosząc się do innych regulacji nadzorczych i wpływu pogorszenia się ocen ratingowych na aktywność instytucji, których te regulacje dotyczą:

- płynność – spadek ratingu aktywów włączanych dotychczas do portfela HQLA powoduje ich wykluczenie, potencjalną wyprzedaż i wzrost popytu na papiery

dłużne o satysfakcjonującym ratingu (najczęściej proces ten oznacza wzrost popytu na papiery skarbowe),

- aktywa dopuszczalne jako zabezpieczenie finansowania w banku centralnym – spadek ich ratingów skutkuje wyprzedają oraz potencjalnym ograniczeniem dostępu do finansowania w banku centralnym,
- depozyt zabezpieczający na rynku instrumentów pochodnych – spadek ratingów papierów wartościowych, wniesionych jako zabezpieczenie na rynku instrumentów pochodnych, determinuje konieczność ich zamiany na inne, akceptowalne aktywa, potencjalną wyprzedaż lub ograniczenie ekspozycji na rynku,
- klauzule w umowach kredytowych uzależniające dostępność finansowania i jego cenę od poziomu ratingu,
- spektrum dopuszczalnych inwestycji z punktu widzenia podmiotów asset management – skutkiem redukcji ratingu jest wyprzedaż aktywów, determinująca spadek ich cen.

Warto jednocześnie zaznaczyć, że usunięcie z obowiązujących regulacji nadzorczych odniesień do ocen nadawanych przez agencje ratingowe nie jest możliwe w krótkim okresie. Wynika to przede wszystkim z modeli biznesowych wielu typów pośredników na rynkach finansowych, gdzie selekcja aktywów odbywa się w oparciu o uproszczone procedury, często bazujące na outsourcingu. Marginalizacja ocen nadawanych przez agencje ratingowe skutkowałyby zapewne kreacją uproszczonych algorytmów decyzyjnych, zapewne jeszcze mniej doskonałych niż procedury stosowane przez agencje ratingowe (Spatt 2013).

Podsumowując rozważania o ryzyku systemowym kreowanym przez agencje ratingowe, należy zwrócić uwagę na różnice pomiędzy ratingami nadawanymi pojedynczym podmiotom lub papierom dłużnym typu „single name” oraz ocenami przypisanymi do instrumentów strukturyzowanych. W pierwszym przypadku zazwyczaj wnioski z analizy przeprowadzanej przez agencję ratingową są relatywnie łatwo weryfikowalne przez innych analityków. Z kolei określenie ryzyka związanego z instrumentami strukturyzowanymi wymaga przyjęcia określonych założeń, które już nie są ujawniane, stąd proces ma w większym stopniu charakter

subiektywny i nie jest weryfikowalny. Agencje ratingowe przenoszą natomiast swój kapitał reputacyjny z rynku „single name” na rynek instrumentów strukturyzowanych, kreując jednocześnie pokusę nadużycia. Wreszcie rating podmiotów innych niż państwa jest w swych założeniach informacją o poziomie ryzyka kredytowego, ale już nie o wysokości ryzyka systemowego wbudowanego w daną emisję lub związanego z konkretnym ocenianym podmiotem. Dopiero dekompozycja marży kredytowej pozwala na przypisanie określonej części rentowności ryzyku systemowemu. Powyższą tezę wspierają wyniki badań przeprowadzonych przez G. Iannota i G. Pennacchi (2014), z których wynika, że wartość dla akcjonariuszy instytucji inwestujących w papiery dłużne o danym ratingu jest tym wyższa, im wyższe jest ryzyko systemowe generowane przez te instrumenty. Ryzyko systemowe nie jest bowiem odzwierciedlone w ratingu, ale wyłącznie w rentowności. Powyższy wniosek jest dość oczywisty i sprowadza się do stwierdzenia, że ryzyko systemowe, skoro nie ujęte w ratingu, to nie wpływa na poziom kapitału regulacyjnego, a dodatkowa stopa zwrotu z niego wynikająca oddziałuje pozytywnie na ROE. Bodziec w postaci poszukiwania przez instytucje kredytowe i finansowe instrumentów o wysokim ryzyku systemowym, aby maksymalizować ROE, z jednej strony dowodzi istnienia pokusy nadużycia wpisanej w decyzje zarządzających, z drugiej strony stanowi argument przeciw wiązaniu wysokości kapitału regulacyjnego (który ma amortyzować każdy rodzaj ryzyka) z ocenami ratingowymi. W tym też kontekście wydaje się zasadny postulat alokacji dodatkowego kapitału regulacyjnego na ryzyko systemowe, wynikające ze struktury portfela instytucji kredytowej lub finansowej. Jednocześnie można wskazać zależność o przeciwnym kierunku oddziaływania (zakładając, że ryzyko systemowe nie wpływa na poziom ratingu), tj. zmiany ratingu oddziałują na poziom ryzyka systemowego. W ten sposób potwierdza się rola agencji ratingowych jako swego rodzaju instytucji kreujących ryzyko systemowe (Rösch 2012, s. 2). Inaczej wygląda sytuacja w przypadku ratingów państw. Ryzyko systemowe jest tu silnie powiązane z ryzykiem kredytowym. Można zatem zaryzykować tezę, że ryzyko niestabilności finansowej państwa (skorelowane ze stanem finansów publicznych oraz sytuacją polityczną) jest jedną z głównych determinant ryzyka kredytowego,

decydującego o zdolności do obsługi zobowiązań. Wzrost ryzyka systemowego powoduje obniżenie ratingu, a ono potęguje ryzyko systemowe (Karkowska 2012, s. 38).

W tym miejscu warto wspomnieć o jeszcze jednej różnicy pomiędzy instrumentami typu „single name” i instrumentami strukturyzowanymi. Ryzyko inwestycji na rynku kapitałowym składa się z dwóch komponentów: niedywersyfikowalnego ryzyka systematycznego oraz podlegającego redukcji w wyniku dywersyfikacji portfela ryzyka specyficznego. Dekompozycja ryzyka inwestycji w przypadku instrumentów typu „single name” oraz instrumentów strukturyzowanych jest odmienna. Obligacje strukturyzowane niosą ze sobą bowiem prawie wyłącznie ryzyko systematyczne, zaś instrumenty „single name” generują przede wszystkim ryzyko specyficzne. Skale ratingowe dla obu typów inwestycji są identyczne i nie pozwalają na rozróżnienie profili ryzyka – jest ono jednak dostrzegalne na poziomie rentowności (Coval i Jurek 2008, s. 2- 8).

Decyzje agencji ratingowych są skutkiem przeglądów (planowanych lub ad hoc) określonych emitentów lub też takiemu przeglądowi podlegają określone grupy emitentów. Do czasu wdrożenia publikowanego z wyprzedzeniem kalendarza przeglądów ratingów, weryfikacji w określonych terminach podlegały szersze grupy państw, najczęściej dobranych według danego klucza (np. państwa strefy euro). Obecnie w z góry podanej dacie agencja ujawnia swoją opinię w odniesieniu do 3-4 państw, najczęściej niepowiązanych ze sobą gospodarczo w istotnym stopniu. Nawet korekta ratingu jednego państwa, dzięki zasadzie country ceiling, pociąga za sobą kolejne zmiany. Takie redukcje sprawiają, że kapitał regulacyjny istotnie zwiększa się i instytucje kredytowe stają przed dylematem w postaci wyprzedaży aktywów lub ograniczenia akcji kredytowej, jeśli faktyczny poziom funduszy własnych jedynie nieznacznie przewyższał poziom kapitału regulacyjnego. Problemy instytucji kredytowych i finansowych, którym towarzyszą obniżki ratingów, w relatywnie krótkim okresie angażują sieć bezpieczeństwa finansowego, a następnie skutkują decyzjami o wsparciu zagrożonych podmiotów środkami publicznymi. W taki sposób powstaje swego rodzaju błędne koło: pogorszenie ratingu państwa przekłada się na negatywną weryfikację ratingów podmiotów

prywatnych, spośród których niektóre wymagają wsparcia ze strony państwa, a to może wywoływać kolejne pogorszenie ratingu. Wziąwszy pod uwagę opisany powyżej mechanizm transmisyjny, tym większe jest znaczenie jakości ratingów.

Skoro całkowite odrzucenie ocen nadawanych przez agencje ratingowe nie jest możliwe, należy rozważyć podjęcie działań w następujących obszarach:

- uwzględnienie roli agencji ratingowych w kreacji ryzyka systemowego w polityce Europejskiej Rady Ryzyka Systemowego (Koleśnik 2010, s. 27-53),
- stworzenie algorytmu postępowania w odniesieniu do instytucji ważnych systemowo narażonych na zmiany ratingów: od ustalenia kryteriów identyfikacji instytucji i rynków istotnych systemowo, na które wpływają zmiany ratingów, poprzez rozpoznanie charakteru powiązań pomiędzy podmiotami narażonymi na skutki redukcji ratingów i analizę konsekwencji masowego obniżenia ocen, aż po przeprowadzenie stress testów,
- intensyfikacja nadzoru nad agencjami ratingowymi, w tym zmiana jego modelu z „comply or explain” na „register and be supervised”. W tym przypadku należy jednak wziąć pod uwagę ryzyko wynikające z unifikacji metodologii (pod wpływem wytycznych regulatora) stosowanych przez agencje ratingowe, co może de facto oznaczać jeszcze silniejszy (amplifikowany) wpływ decyzji agencji ratingowych na ryzyko systemowe, szczególnie wtedy, gdy poziom lub zmiana oceny będzie nieadekwatna do faktycznego ryzyka. Drugim zagrożeniem jest wzrost zaufania do agencji ratingowych ze względu na swego rodzaju autoryzację ich działalności wydaną przez organ nadzorczy, co z kolei może prowadzić do ograniczenia stosowania alternatywnych metod pomiaru ryzyka (Sangiorgi, Spatt 2017, s. 3).

3.2. Zasadność, skuteczność i egzekwowalność regulowania działalności agencji ratingowych

Poglądy na temat zasadności regulowania działalności agencji ratingowych ewoluowały. W latach 30. XX wieku, pod wpływem Wielkiego Kryzysu i skutków, które przyniósł zwłaszcza dla drobnych, niedoświadczonych inwestorów, dominowało stanowisko, iż należy wspierać działalność agencji ratingowych, by jak największa część rynku papierów dłużnych posiadała ocenę ratingową (w domyśle

profesjonalną i obiektywną ocenę ryzyka kredytowego). Jednocześnie SEC zobligował banki, zakłady ubezpieczeń, fundusze inwestycyjne i emerytalne oraz innych inwestorów na rynku kapitałowym do monitorowania ratingów nadanych przez największe agencje ratingowe i uwzględniania ich poziomu oraz zmian w polityce inwestycyjnej (Altman, Öncü, Richardson, Schmeits oraz White 2010, s. 446). Właściwie do połowy lat 90. XX wieku, głównie ze względu na dobrze ocenianą jakość ratingów, nie pojawiały się istotne inicjatywy na rzecz wzmocnienia nadzoru nad agencjami ratingowymi i tym samym nie było również miejsca na prezentację argumentów przeciw intensyfikacji kontroli ich działalności.

Kryzysy finansowe w Stanach Zjednoczonych z udziałem agencji ratingowych mają dłuższą historię niż kryzys subprime – ich genezę należy wiązać z początkiem ostatniej dekady XX wieku (upadek Orange County) oraz masowymi obniżkami ocen ratingowych po kryzysie azjatyckim w latach 1997 – 1998. Tych pierwszych sygnałów, wskazujących na niską jakość ratingów oraz konieczność modyfikacji metodologii właściwie po każdej fali bankructw, nie wzięto pod uwagę, wprowadzając w Stanach Zjednoczonych ustawę radykalnie zmieniającą porządek prawny usankcjonowany przez Glass – Steagall Act z 1933 roku, czyli Financial Services Modernization Act (US Congress 1999). Można nawet zaryzykować tezę, iż przyjęcie Gramm- Leach-Bliley Act było działaniem przeciwnie skutecznym, co w pewnym sensie potwierdził P. Krugman, nazywając P. Gramma „człowiekiem, który poprowadził nas do Wielkiego Kryzysu” (Shakir 2008). Pierwsze regulacje, ukierunkowane na poprawę jakości i zapewnienie aktualności danych, będących podstawą decyzji inwestycyjnych, pojawiły się w Stanach Zjednoczonych w 2002 roku, w następstwie upadłości dotychczas wysoko ocenianych przez agencje ratingowe spółek Enron oraz WorldCom. Potem konsekwencją każdego z kryzysów ratingowych była rewizja obowiązującego prawa, która wydawała się precyzyjnie adresować problemy ujawnione podczas kryzysu i sugerować ich rozwiązania. Np. po kryzysie azjatyckim położono nacisk na:

- poziom zależności od zadłużenia krótkoterminowego,
- strukturę bilansów płatniczych państw,
- jakość i stabilność krajowego systemu bankowego,

- kondycję sektora przedsiębiorstw.

Jak pokazuje jednak przykład regulacji obowiązujących w Stanach Zjednoczonych (zwłaszcza ustawy Sarbanes-Oxley Act z 2002 roku (US Congress 2002), kształtującej praktyki biznesowe oraz ład korporacyjny i będącej swego rodzaju reakcją na kryzys wywołany niespodziewanym dla rynków finansowych bankructwem Enron i WorldCom), samo ich wprowadzenie nie przyniosło na tyle istotnej poprawy standardów działalności agencji ratingowych, aby w dość krótkim czasie nie było możliwe powstanie kolejnego kryzysu, za co częściową odpowiedzialnością obarcza się właśnie agencje ratingowe. Dobrym przykładem jest gwałtowne (o 4 klasy, do poziomu spekulacyjnego CC) obniżenie ratingu włoskiego koncernu Parmalat, które miało miejsce w grudniu 2003 roku, czyli już po wdrożeniu Sarbanes-Oxley Act (Sylvers 2003). Kontrole SEC, nawet jeśli wykazywały rażące nieprawidłowości, nie kończyły się znaczącymi z punktu widzenia skali działalności agencji ratingowych, karami pieniężnymi, przypadkami zawieszenia agencji w prawach podmiotu nadającego ratingi, zaleceniami odnośnie do konieczności przebudowy modelu biznesowego, czy też zobowiązaniem dostosowania w określonym czasie zasobów do skali działalności (lub odwrotnie). Dokumenty ujawnione w lipcu 2014 roku dowodzą nawet, że SEC uzgadniał z bankami zakres oskarżeń i kar w związku z oferowaniem CDO bez podania adekwatnej informacji o ryzyku tych instrumentów. Również masowa redukcja ratingów w 2010 roku, zainicjowana przez Standard&Poor's, świadcząca o uprzedniej inflacji tych ocen, nie spotkała się ze stanowczą reakcją SEC, gdy instytucja ta (po wejściu w życie Dodd-Frank Act) miała już do tego stosowne narzędzia (Dayen 2014).

Intencja obiektywnego spojrzenia na problem zasadności uregulowania działalności agencji ratingowych i oceny ich skuteczności, obok wskazania korzyści z tego tytułu, wymaga zaprezentowania w niniejszej części opracowania także niepożądanych konsekwencji. Oprócz problemu egzekwowalności obowiązującego prawa i adekwatności sankcji do skali jego naruszeń, ważną kwestią pozostaje wprowadzanie rozwiązań, które z jednej strony są dość łatwe do ominięcia, z drugiej zaś strony, w wyniku owego ominięcia, mogą powodować obiektywnie niepożądane

konsekwencje. Przykładem takiej praktyki jest nałożenie w Stanach Zjednoczonych dodatkowych obowiązków informacyjnych na banki plasujące obligacje w ofercie publicznej, aby w ten sposób ograniczyć zależność decyzji inwestorów od ratingu. Wspomniane dodatkowe zobowiązania banków do dostarczenia danych umożliwiających indywidualną ocenę ryzyka związanego z papierami dłużnymi nie dotyczą rynku niepublicznego (prywatnego), czego skutkiem może okazać się wzrost udziału rynku prywatnego, ze swej natury mniej płynnego i mniej transparentnego oraz ograniczenie oferty dla inwestorów o słabszym przygotowaniu merytorycznym.

Do negatywnych skutków intensyfikacji nadzoru nad agencjami ratingowymi zaliczyć też można dodatkowe koszty po stronie agencji ratingowych związane z nadzorem, w tym koszty raportowania, koszty związane z wprowadzeniem standardów oczekiwanych przez organy nadzorcze oraz koszty rozszerzenia funkcji określonych jednostek, np. audyt wewnętrzny, compliance (Altman, Öncü, Richardson, Schmeits oraz White 2010, s. 459). Koszty te zapewne zostaną docelowo przeniesione na emitentów lub inwestorów, natomiast ich poniesienie nastąpi na tyle wcześnie, że mogą stać się one istotną barierą wejścia dla nowych agencji ratingowych.

Innym argumentem za nieskutecznością wprowadzanych w Stanach Zjednoczonych oraz Unii Europejskiej reform jest wciąż bardzo wysoka koncentracja rynku (mimo upływu ponad 10 lat od wdrożenia regulacji ukierunkowanych między innymi na stworzenie warunków dla powstania konkurencji dla wiodących agencji ratingowych). Umożliwienie konkurowania mniejszych agencji ratingowych z liderami rynku w praktyce identyfikować należy z liberalizacją kryteriów uznania agencji ratingowej za NRSRO. Wcześniej powszechny był pogląd, iż warunki kwalifikacji ustalono w taki sposób, aby mogły je spełnić jedynie największe podmioty, co stwarzało podejrzenie, iż wyżej wymienione podmioty zaangażowane są w proces definiowania kryteriów. Wprowadzenie w 1975 roku kategorii NRSRO i sprecyzowanie wymagań wobec tego typu instytucji w znaczący sposób ograniczyło rozwój konkurencji, oligopolizując rynek, gdyż wymogi stawiane NRSRO były de facto od dawna

spełniane przez największe agencje ratingowe. NRSRO stały się instytucjami preferowanymi z regulacyjnego punktu widzenia i jednocześnie kryteria kwalifikacyjne ustalono w na tyle restrykcyjny sposób, że stały się one istotną barierą wejścia na rynek dla mniejszych podmiotów. Można zatem stwierdzić, że do czasu wybuchu kryzysu związanego ze przypadkami Enron oraz WorldCom amerykański nadzór finansowy właściwie nie podejmował działań na rzecz zaostrzenia kontroli nad agencjami ratingowymi, mimo, że koronny argument za odstąpieniem od wzmocnienia kontroli, nałożenia zobowiązań informacyjnych oraz wprowadzenia ram lub pożądaných kierunków zmian modelu biznesowego, czyli ograniczanie konkurencji, wpływające negatywnie na innowacyjność oraz jakość oferty, nie ma zastosowania w tym przypadku. Rynek stawał się bowiem coraz bardziej skoncentrowany, a przewagę konkurencyjną agencje zdobywały poprzez liberalizację zasad oceny, skutkującą inflacją ratingów (a nie poprzez oferowanie nowych, innowacyjnych produktów, czy poprawę jakości ratingów rozumianą jako większą zbieżność oceny z prawdopodobieństwem bankructwa). Pewnym odzwierciedleniem liberalizacji zasad działalności agencji ratingowych i przesunięcia ciężaru źródeł rentowności w kierunku wpływów z oceny instrumentów strukturyzowanych (o większym potencjale trudnego do zweryfikowania za pomocą alternatywnych metod niedoszacowania ryzyka kredytowego) może być wzrost marż na działalności operacyjnej. Było to szczególnie widoczne w przypadku agencji Moody's, posiadającej w trakcie kryzysu subprime status spółki publicznej. Od wejścia na giełdę do czasu kryzysu ceny akcji Moody's wzrosły 6-krotnie, a zysk 9-krotnie, głównie za sprawą włączenia do spektrum oferowanych usług oceny papierów strukturyzowanych, których dochodowość była ok. 2,5 – krotnie wyższa od rentowności typowych obligacji korporacyjnych, czyli 11 p.b. versus 4,25 p.b. od wartości emisji (Lowenstein 2008 oraz Smith 2008). Jednocześnie systematycznie rósł udział przychodów z tytułu oceny instrumentów strukturyzowanych. Przykładowo w 2006 roku 32% przychodów agencji Moody's pochodziło z oceny klasycznych (single name) papierów dłużnych, zaś aż 44% z tytułu oceny papierów strukturyzowanych (Coval, Jurek, Stafford 2008, s. 8).

Problem inflacji ratingów miałby ograniczony zasięg, gdyby ratingi były wykorzystywane wyłącznie przez oceniane podmioty na wewnętrzne potrzeby i na rynku nie funkcjonowałby efekt gapowicza (free rider effect). Problem efektu gapowicza, jeśli stosowany jest model „issuer paid”, w odniesieniu do ocen ratingowych polega nie tyle na tym, że inwestorzy, podejmując decyzje, korzystają z ratingów, nie płacąc za nie, ale raczej z tego, że rating jest często ich jedyną informacją o poziomie ponoszonego ryzyka kredytowego (nie przeprowadzają równoległe własnych analiz). Z kolei odejście od modelu „issuer paid” (gdyby na przykład wszyscy inwestorzy, po podpisaniu NDA i zapłacie prowizji, otrzymywaliby informację o ratingu), również nie wyeliminuje problemu efektu gapowicza, gdyż wtedy główny beneficjent ratingu, czyli oceniany podmiot, nie płaciłby za tę ocenę (Richardson, White 2009).

Wzmoczenie nadzoru nad metodologiami stosowanymi przez agencje ratingowe i nałożenie obowiązku ujawniania głównych ich założeń to niewątpliwie krok w dobrym kierunku, aczkolwiek konsekwencją takich działań może okazać się ujednoczenie metodologii i tym samym ratingów, co zubaża zakres informacji, w oparciu o które podejmowane są decyzje inwestycyjne. Dodatkowo zbyt ingerowanie przez nadzorcę w metodologie stosowane przez agencje ratingowe może być później wykorzystywane przez te podmioty jako argument w sporach sądowych z instytucjami pozywającymi je za nierzetelność oceny i tym samym stanowić próbę przeniesienia odpowiedzialności na regulatora (Altman, Öncü, Richardson, Schmeits oraz White 2010, s. 458).

Podobnie krytycznie należy ocenić koncepcję „mikrozarządzania” procesami nadawania i monitorowania ratingów forsowaną przez regulatorów, którzy chcieliby ustalić pewne ramy w tym zakresie, wcześniej obligując agencje do upublicznienia głównych zasad metodologii oraz praktyk związanych z procesem. Lepszym rozwiązaniem wydaje się być opieranie ratingów wyłącznie o dane ilościowe (w tym PD i LGD), które mają jednoznaczną interpretację. Szczególnie potrzebna wydaje się implementacja takiego podejścia w odniesieniu do ratingów krajów, gdzie duży udział w ocenie mają informacje jakościowe. W przeciwnym razie trudno będzie ocenić rzetelność ratingów. Jeśli w wyniku monitoringu

okazałoby się, że ryzyko zostało niedoszacowane, wówczas na pewien czas ratingi nadane przez tę agencję nie mogłyby być wykorzystywane w celach regulacyjnych (tzw. sit-out period). W tym okresie agencja ratingowa miałaby istotną motywację do korekty metodologii w kierunku precyzyjnego odzwierciedlenia ryzyka przez rating (Calomiris 2009, s. 6 i 13).

Pewnym problemem może być to, gdy inwestorzy uznają, że agencja ratingowa, która została zarejestrowana, jest w pełni wiarygodna (co de facto potwierdziły organy nadzoru) i można bezkrytycznie posługiwać się nadanymi przez nią ratingami. Potwierdzeniem realności takiego scenariusza jest to, że agencje ratingowe pozytywnie oceniły koncepcję rejestrowania (licencjonowania), ufając, że przyczyni się to wzrostu zaufania do ratingów, poszerzając tym samym spektrum użytkowników ratingów (Parker, Bake 2009, s. 403).

3.3. Ewolucja regulacji nadzorczych dotyczących funkcjonowania agencji ratingowych w Stanach Zjednoczonych i Unii Europejskiej

Swego rodzaju fundamentem dla regulacji opisujących ramy funkcjonowania agencji ratingowych w Stanach Zjednoczonych oraz w Unii Europejskiej jest tzw. IOSCO Code z 2004 roku („Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies”), przygotowany na forum International Organization of Securities Commission, czyli IOSCO (IOSCO 2004). Dokument ten został poprzedzony swego rodzaju wytycznymi dla organów nadzorczych oraz agencji ratingowych, sformułowanymi w „IOSCO Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies” (IOSCO 2003), stanowiąc swego rodzaju wskazówki odnośnie do sposobu wdrożenia wskazanych wcześniej wytycznych. Spełnienie (fakultatywne) standardu IOSCO świadczyć miało o wysokiej jakości procesów, praktyk stosowanych przez agencje ratingowe oraz o przejrzystości prowadzonej przez nie działalności. „Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies” powstał bezpośrednio po pierwszym kryzysie ratingowym. Dokument zawierał szereg zasad z obszaru corporate governance oraz ukierunkowanych na poprawę przejrzystości działalności agencji i adresował takie kwestie jak: jakość procesu nadawania ratingów, monitoring ratingów, polityka

zarządzania konfliktami interesów, etyka działalności agencji ratingowych oraz jej pracowników, niezależność agencji ratingowych, a także wykorzystanie informacji poufnych. W 2007 roku wszystkie wiodące agencje ratingowe deklarowały, iż spełniają standardy IOSCO (Parker, Bake 2009, s. 401).

Krótko przed kryzysem subprime weszła w życie ustawa reformująca działalność agencji ratingowych w Stanach Zjednoczonych. Ustawa ta (US Congress 2006), podpisana w dniu 29 września 2006 roku przez prezydenta G.W. Busha, zmieniła prawo obowiązujące od 1934 roku (US Congress 1934), obligując agencje ratingowe do poddania się kontroli ze strony SEC, poprzedzonej procesem rejestracji. Nowe prawo ukierunkowane zostało na zmianę dość nieprzejrzystych zasad przyznawania statusu NRSRO (Termin Nationally Recognized Statistical and Rating Organization (NRSRO) został wprowadzony wraz z regulacjami w sprawie wymogów kapitałowych dla banków i firm inwestycyjnych w 1975 roku) w kierunku stworzenia wystandaryzowanej procedury rejestracyjnej. Było też odpowiedzią na coraz liczniejsze opinie odnośnie do konieczności przekazywania przez agencje ratingowe szczegółowych informacji na temat prowadzonej działalności oraz objęcia agencji ratingowych nadzorem. Celem The Credit Rating Agency Reform Act była poprawa jakości ocen ratingowych, poszerzenie zakresu ochrony inwestorów na rynku kapitałowym, jak również zwiększenie przejrzystości działalności agencji ratingowych oraz narzucenie obowiązku wdrożenia mechanizmów zarządzania konfliktami interesów i deoligopolizacja rynku. Postawiono wówczas sobie zadanie uniezależnienia uczestników rynku (emitentów oraz inwestorów) od ocen przyznawanych przez trzy główne agencje ratingowe. Ustawa z 2006 roku nadała SEC kompetencje w zakresie audytowania agencji ratingowych, w tym weryfikacji stosowanych metodologii przyznawania i monitorowania ratingów. The Credit Rating Agency Reform Act stał się swego rodzaju reakcją na nieuczciwe praktyki niektórych agencji ratingowych (np. przygotowywanie ocen ratingowych bez wyraźnej zgody ze strony emitenta oraz próby obciążania go kosztami „niechcianej” oceny), zaniechania (np. brak odpowiednio wczesnej i adekwatnej do sytuacji reakcji na pogorszenie się kondycji ekonomicznie ocenianych podmiotów (np. Enron, Worldcom), czy niespójność ocen,

w tym np. obniżenie ratingu instrumentów strukturyzowanych przy utrzymaniu oceny instrumentów bazowych (Leone 2006).

Nieadekwatność ocen ratingowych w stosunku do faktycznego poziomu ryzyka kredytowego przy jednoczesnym oparciu wielu strategii inwestycyjnych o bieżący rating, a decyzji inwestycyjnych o jego zmiany, zostały uznane za jedną z przyczyn kryzysu subprime. Aby ograniczyć w przyszłości skutki błędnych decyzji agencji ratingowych, w okresie bezpośrednio następującym po upadku banku Lehman Brothers (którą to datę uznaje się za symboliczny początek globalnego kryzysu finansowego), podjęto w Stanach Zjednoczonych szereg inicjatyw legislacyjnych ukierunkowanych na intensyfikację nadzoru nad tymi instytucjami. Za najważniejszą z nich uważa się Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. Ustawę określa się też jako „Dodd- Frank Act” od nazwisk kongresmenów Barneya Franka oraz Chrisa Dodda szczególnie zaangażowanych we wprowadzenie w życie reformy systemu finansowego, obejmującej rozwiązania ograniczające ryzyko ponownej aktywacji mechanizmów, które przyczyniły się do powstania kryzysu subprime (US Congress 2010). Podtytuł C w Tytule IX tej ustawy dedykowano agencjom ratingowym, a właściwie zmianom w zasadach regulowania tego typu aktywności gospodarczej, podkreślając jednocześnie znaczenie decyzji podejmowanych przez agencje dla efektywnego funkcjonowania gospodarki amerykańskiej w kontekście swego rodzaju przepustki dla plasowania papierów dłużnych na rynku publicznym, jaką jest ocena ratingowa, jak również zaufania inwestorów (dywersyfikujących swoje portfele inwestycyjne) do ratingów. Należy jednocześnie wspomnieć, że w systemach anglosaskich inwestorzy nie dążą do uzyskiwania kontroli nad podmiotami, których akcje lub obligacje kupują. Ich celem jest dywersyfikacja portfela, de facto niemożliwa bez uproszczenia analizy kredytowej lub jej outsourcingu, którego przejawem jest rating. Uznaje się przy tym, że podstawą wszelkich działań regulacyjnych powinna być identyfikacja:

- czynników ryzyka generowanych przez określone typy instytucji, produkty finansowe lub aktualnie obowiązującą (i dopuszczalną) praktykę rynkową,
- potencjalnych konfliktów interesów, ze swej natury sprzecznych z zasadą ochrony uczestników obrotu gospodarczego oraz kreujących ryzyko nadużyć.

Biorąc pod uwagę wskazane powyżej kwestie, a przede wszystkim doceniając znaczenie agencji ratingowych dla stabilności globalnego systemu finansowego, ustawą Dodd-Frank powołano do życia wyspecjalizowaną komórkę dedykowaną nadzorowi nad agencjami ratingowymi, a właściwie wyłącznie zarejestrowanymi agencjami, posiadającymi status NRSRO (Nationally Recognized Statistical and Rating Organization). Jednostkę tę, o nazwie Office of Credit Ratings („OCR”), umiejscowiono w SEC. Głównym zadaniem OCR uczyniono ochronę interesów użytkowników ratingów, co dokonuje się przede wszystkim poprzez nałożenie na OCR odpowiedzialności za egzekwowanie wskazanych w prawie informacji oraz dokumentów od agencji ratingowych, ich weryfikację i ocenę, formułowanie wytycznych dla nadzorowanych podmiotów oraz ewentualne rekomendowanie sankcji. Jednocześnie zobowiązano OCR do corocznego audytu nadzorowanych instytucji. Jego rezultaty mają zostać odzwierciedlane w powszechnie dostępnych raportach, uzupełnianych o stanowisko agencji ratingowej odnośnie do zidentyfikowanych przypadków niezgodności prowadzonej przez agencję ratingową działalności z obowiązującymi regulacjami oraz zaleceń sformułowanych przez OCR.

Równocześnie (nie czekając na wyniki działań nadzorczych OCR) postanowiono zintensyfikować kontrolę procesów funkcjonujących w agencjach ratingowych. W szczególności (Sekcje 932-939 H (Subtitle C: Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies; US Congress 2010):

- zobowiązano agencje ratingowe do wdrożenia systemu kontroli wewnętrznej, która swym zasięgiem powinna objąć zwłaszcza procedury przyznawania oraz metodologię wyznaczania ocen ratingowych. Raporty z kontroli wewnętrznej mają być corocznie przekazywane OCR,
- zwrócono uwagę na konieczność odseparowania pionów sprzedaży oraz marketingu od jednostek decydujących o poziomie ratingu, aby ograniczyć presję na wystawianie nieadekwatnie wysokich ocen lub wstrzymywanie się z obniżeniem ratingu. W praktyce oznaczać to ma minimalizację wpływu przedstawicieli strony sprzedażowej agencji ratingowych na oceny ratingowe,

-
- zobligowano NRSRO do przeglądu procedur i innych regulacji wewnętrznych odnoszących się do przypadków błędów popełnionych przez agencje ratingowe lub niezgodności z prawem – w tym kontekście weryfikacji podlegać ma tryb komunikowania wspomnianych zdarzeń oraz podejmowania działań naprawczych. Innym obszarem, który ma podlegać wnikliwej analizie, będzie identyfikacja potencjalnych konfliktów interesów wynikających z niedostosowania zadań określonych pracowników do profilu ich systemu motywacyjnego,
 - wprowadzono zasadę, aby wynagrodzenie pracowników działów compliance nie było zależne od wyników osiągniętych przez agencję ratingową, której działalność de facto kontrolują,
 - postanowiono włączyć agencje ratingowe w krąg instytucji zobowiązanych do informowania odpowiednich władz o przypadkach łamania prawa przez emitentów papierów wartościowych,
 - wskazano na potrzebę weryfikacji informacji przekazywanych przez emitenta celem nadania ratingu, w tym konfrontowania ich z danymi pozyskiwanymi z innych źródeł,
 - uznano za konieczne zmianę struktury organów odpowiedzialnych za przyznawanie ratingów, w tym włączenie do tego grona przynajmniej dwóch niezależnych osób.

Ustawa Dodd-Frank nadaje również SEC kompetencje w zakresie zawieszenia statusu NRSRO lub nawet jego wycofania dla agencji ratingowej, która nie spełnia zdefiniowanych standardów. Wspomniane powyżej restrykcje mogą odnosić się do całego zakresu aktywności agencji, ale również alternatywnie wyłącznie do wybranych obszarów (np. wystawianie ocen ratingowych dla określonej klasy aktywów).

Ustawa Dodd-Frank zaleca kontrolę każdego NRSRO przez OCR przynajmniej raz w roku, czego efektem powinien być udostępniony wszystkim uczestnikom rynku raport. Jest to również krok w kierunku poprawy przejrzystości działalności agencji ratingowych, w tym niezwłocznego ujawniania informacji o nadaniu lub weryfikacji ratingu oraz o najważniejszych zasadach wyznaczania

ratingów ujętych w odpowiednich metodologiach, a także o danych źródłowych wykorzystanych do oceny.

Ważnym przesłaniem Ustawy Dodd – Frank, a właściwie jej podrozdziału dedykowanego działalności agencji ratingowych, jest wezwanie do odseparowania procesów nadawania ratingów od innych rodzajów działalności, dotychczas prowadzonych przez agencje ratingowe. W szczególności odnosi się to do usług konsultingowych, co w przypadku braku „chińskich murów” pomiędzy doradztwem i oceną ryzyka kredytowego w formie ratingu, kreowałoby oczywisty konflikt interesów. Zadaniem SEC, w tym OCR, ma być przygotowywanie wytycznych, których wypełnienie ograniczy ryzyko wspomnianego konfliktu.

Jednym z owoców Ustawy Dodd – Frank, a właściwie Sekcji 939F, jest raport przygotowany przez SEC na potrzeby Kongresu Stanów Zjednoczonych, a dedykowany działalności agencji ratingowych, w tym w szczególności ocenom nadawanym emisjom papierów strukturyzowanych.

Do 2009 roku działalność agencji ratingowych właściwie nie podlegała ścisłym regulacjom nadzorczym. Należy jednak wspomnieć, że już po kryzysie związanym z bankructwami Enron i Parmalat pojawiały się w Europie inicjatywy na rzecz stopniowego wprowadzania regulacji, opisujących działalność agencji ratingowych. Właśnie w 2004 roku Parlament Europejski zobligował Komisję Europejską do sporządzenia analizy ukierunkowanej na odpowiedź na pytanie o potrzebę uregulowania działalności agencji ratingowych. Komisja z kolei zasięgała opinii CEBS w tej sprawie, jak również zwróciła się o stanowisko do Komisarza ds. Handlu Wewnętrznego Ch. McCreevy’ego. Ch. McCreevy sformułował wniosek, iż funkcjonujące wówczas dyrektywy UE dedykowane pośrednictwu finansowemu oraz tzw. IOSCO Code, wsparte intensyfikacją działań samoregulacyjnych, stanowią wystarczający pakiet zasad, których przestrzeganie powinno nie dopuścić do powstania w przyszłości analogicznego kryzysu jak w przypadku Parmalat (Parker, Bake 2009, s. 401). Do wspomnianych dyrektyw zaliczono:

- Dyrektywę w sprawie manipulacji i nadużyć rynkowych (tzw. Market Abuse Directive (MAD)) w kontekście uznania za manipulację działań agencji

ratingowej lub zaniechań w przypadku, gdy agencja ta ma świadomość, iż nadana przez nią ocena jest niewłaściwa (Parlament Europejski i Rada 2003),

- Dyrektywę w sprawie adekwatności kapitałowej firm inwestycyjnych i instytucji kredytowych (tzw. Capital Requirement Directive (CRD)) w kontekście wypełniania przez agencje ratingowe określonych wymogów, aby nadawane ratingi mogły być wykorzystywane w celach regulacyjnych (Parlament Europejski i Rada 2006b),
- Dyrektywę dotyczącą podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe w kontekście wykorzystania ratingów zewnętrznych w procesie zarządzania ryzykiem (Parlament Europejski i Rada 2006a).

W lutym 2009 roku Komisja Larosiere’a (powołana do życia w listopadzie 2008 roku na wniosek Przewodniczącego Komisji Europejskiej M. Barroso) przygotowała raport na temat przyczyn globalnego kryzysu finansowego oraz niezbędnych zmian regulacyjnych, których wdrożenie powinno w przyszłości ograniczyć ryzyko podobnych zdarzeń. Diagnoza zawierała odniesienia do działalności agencji ratingowych (Utzig 2010):

- uznano, że agencje ratingowe zawyżały ratingi,
- stwierdzono, że wady metodologii wyznaczania prawdopodobieństwa upadłości (marginalizacja problemu korelacji między zdarzeniami niewypłacalności, nieuwzględnienie danych historycznych dotyczących spłacalności kredytów subprime, itd.), zastosowanych w procesie przyznawania ratingów instrumentom strukturyzowanym, opartym o kredyty subprime, przyczyniły się do eskalacji kryzysu.

Podobne wnioski wyciągnął brytyjski organ nadzorczy w marcu 2009 roku na podstawie raportu Turnera (FSA 2009).

Wziąwszy pod uwagę wnioski płynące z diagnozy przyczyn globalnego kryzysu finansowego oraz roli, którą odegrały agencje ratingowe, w kwietniu 2009 roku został przyjęty przez Parlament Europejski i Radę dokument pt. „European Regulation on Credit Rating Agencies” (Komisja Europejska 2009), którego treść uzgodniono wcześniej z przedstawicielami państw G-20. W nowej regulacji zawarto następujące wytyczne:

- ratingi wykorzystywane w celach regulacyjnych mogą być nadawane wyłącznie przez zarejestrowane agencje ratingowe (w związku z powyższym wprowadzono wymóg rejestracyjny – wnioski aplikacyjne miały być kierowane do CESR, czyli Committee of European Securities Regulators),
- bieżący nadzór nad agencjami miał być sprawowany przez CESR,
- uproszczona procedura rejestracyjna miała obowiązywać w odniesieniu do agencji ratingowych, które zyskały aprobatę krajowego organu nadzorczego, zlokalizowanego poza UE, o ile wymogi rejestracyjne w tym kraju nie są mniej restrykcyjne niż w Unii Europejskiej,
- zwrócono uwagę, że ratingi są wyłącznie opiniami i w związku z tym na gruncie prawa brytyjskiego istnieją bardzo ograniczone możliwości występowania na drogę sądową przeciw agencjom ratingowym,
- podkreślono, że rating nie może być jedynym kryterium decyzji inwestycyjnej, jak również wskazano, że należy odejść od polityki zezwalania na inwestowanie w określone aktywa tylko dlatego, że posiadają one określony rating – szczególnie ważne okazuje się to w stosunku do podmiotów podlegających UCITS (Parlament Europejski i Rada 2009a),
- agencje ratingowe nie mogą świadczyć usług doradczych,
- agencje ratingowe zostały zobligowane do ujawniania podstawowych założeń stosowanych przez siebie metodologii wyznaczania ratingów,
- agencje ratingowe nie mogą nadawać ratingów bez wystarczającego zasobu informacyjnego (w takiej sytuacji rating nie może być nadany),
- ratingi złożonych (skomplikowanych, strukturyzowanych) instrumentów powinny być specjalnie oznaczane (W stosunku do koncepcji specjalnego oznaczania ratingów nadawanych papierom strukturyzowanym sformułowano liczne zastrzeżenia. Jednym z argumentów jest to, że jeśli bowiem taki rating bazuje na danych gorszej jakości, to albo nie powinien być nadany, albo ocena powinna być niższa. Ponadto dodatkowa informacja (oznaczenie) zasadniczo nie wpływa na sposób i zakres uwzględnienia papierów dłużnych w kalkulacji wymogu kapitałowego),

-
- jakość ratingów ma podlegać okresowej weryfikacji, a agencje zobowiązano do corocznego publikowania raportów dotyczących przejrzystości prowadzonej działalności,
 - analitycy pracujący w danej agencji ratingowej będą mieć ograniczone możliwości zatrudnienia w podmiotach, których emisję oceniali – wyżej wymienione zalecenie nie ma jednak zastosowania w przypadku oceny produktów strukturyzowanych,
 - wprowadzono wymóg zatrudnienia w zarządzie agencji ratingowej osób niezależnych, tzn. takich, których dochody nie będą funkcją wyników osiągniętych przez agencję.

Opisane powyżej standardy w dużej mierze odzwierciedlały wytyczne sformułowane wcześniej przez IOSCO. Agencje ratingowe (np. DBRS oraz Standard&Poor's) pozytywnie zareagowały na nową regulację, podkreślając w komunikatach prasowych, iż od dłuższego czasu spełniają wytyczone standardy, gdyż zaadoptowały zasady określone w IOSCO Code oraz jako NRSRO podlegają nadzorowi ze strony SEC (Parker, Bake 2009, s. 403).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 z 16 września 2009 r. w sprawie agencji ratingowych (Parlament Europejski Rada 2009b) w istotnym stopniu powtarzało i porządkowało zasady nadzoru nad agencjami ratingowymi opisane w „European Regulation on Credit Rating Agencies”. Wyjątki obejmowały między innymi: złagodzone stanowisko w sprawie świadczenia przez agencje ratingowe usług doradczych, kwestię oznaczania ratingów instrumentów strukturyzowanych (zrezygnowano z zobowiązania agencji ratingowych do takiego działania) oraz odstępianie od bezwzględnego zakazu nadawania ocen ratingowych bez pełnej informacji. Dokument ten zobowiązał krajowe organy do nadzoru nad działalnością agencji ratingowych, co nastąpiło ostatecznie z początkiem 2010 roku. Wspomniane Rozporządzenie to konsekwencja wniosków dotyczących wpływu agencji ratingowych na powstanie i eskalację globalnego kryzysu finansowego i jednocześnie pierwszy dokument przyjęty przez Parlament Europejski, w którym bezpośrednio wskazano na potrzebę uregulowania działalności agencji ratingowych. Wcześniejsze akty prawne wprowadziły agencje ratingowych i ratingów, ale

były ukierunkowane w głównej mierze przedmiotowo (problemowo), a nie podmiotowo, np. zarządzanie informacją poufną, problematyka manipulowania rynkiem (Parlament Europejski i Rada 2003) lub adekwatność kapitałowa firm inwestycyjnych i instytucji kredytowych (Parlament Europejski i Rada 2006b). Rozporządzenie uregulowało następujące obszary związane z działalnością agencji ratingowych:

- jakość ratingów oraz powiązana z nią ocena metodologii stosowanych przez agencje ratingowe (w tym jakość przyjętych założeń oraz częstotliwość walidacji modeli),
- rejestracja agencji ratingowych i nadzór nad nimi,
- niezależność, uczciwość oraz rzetelność agencji ratingowych,
- standardy pracy analityków zatrudnionych przez agencje ratingowe (w kontekście okresów karencji w zatrudnieniu, systemów motywacyjnych oraz współpracy z ocenianymi podmiotami),
- zakres informacji ujawnianych przez agencje ratingowe (metodologie, dane źródłowe, jakość i aktualność danych),
- zarządzanie konfliktami interesów,
- obligatoryjność (okresowych) przeglądów ratingów,
- odrębność oznaczeń ratingów zamówionych i niezamówionych,
- zależność decyzji inwestycyjnych od ratingów.

W Rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 z 16 września 2009 r. w sprawie agencji ratingowych zdefiniowano także wymogi dotyczące wykorzystania do celów regulacyjnych ratingów nadanych w państwach trzecich. Są to między innymi: odpowiednia jakość ratingu (w sensie danych, będących podstawą jego nadania), zasoby agencji do monitorowania tego ratingu oraz jakość regulacji nadzorczych dotyczących funkcjonowania agencji ratingowych i ratingów w państwie trzecim.

W 2010 roku w drodze Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady nr 1095/2010 powołano do życia Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, czyli ESMA (Parlament Europejski i Rada 2010). Urząd powstał z dniem 01.01.2011r., aby w połowie roku przejąć obowiązki krajowych organów

nadzorczych na mocy Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady nr 513/2011 (Parlament Europejski i Rada 2011). Od lipca 2011r. ESMA stał się urzędem posiadającym wyłączne uprawnienia nadzorcze nad agencjami ratingowymi zarejestrowanymi w Unii Europejskiej. Zakres zadań ESMA przedstawiono w Tabeli 3.1:

Tabela 3.1. Zadania ESMA

Rejestracja i wykrywanie działalności podmiotów niezarejestrowanych	Ramy nadzorcze		Ujawnianie informacji
	Ocena ryzyka i planowanie	Nadzór	
<ul style="list-style-type: none"> • wszystkie agencje ratingowe mające siedzibę w UE muszą złożyć wniosek o rejestrację w ESMA • agencje ratingowe mające siedzibę poza UE, których ratingi kredytowe wykorzystuje się w UE, powinny uzyskać certyfikat ESMA • 2 etapy rejestracji: (i) sprawdzenie kompletności wniosku, (ii) sprawdzenie zgodności z przepisami • ESMA opracowuje standardy techniczne dla procesu rejestracji • ESMA sprawdza, czy w UE nie ma niezarejestrowanych/niecertyfikowanych agencji ratingowych 	<ul style="list-style-type: none"> • ESMA przeprowadza badania i analizy rynkowe, które umożliwiają określenie tendencji i zagrożeń w sektorze agencji ratingowych • ESMA przeprowadza ocenę ryzyka • Opracowywanie kart wyników oceny ryzyka dla każdej agencji ratingowej oraz ogólnej tablicy wskaźników ryzyka • Sporządzenie programu prac 	<ul style="list-style-type: none"> • ESMA odpowiada za bieżący nadzór nad agencjami ratingowymi • ESMA monitoruje okresową sprawozdawczość agencji ratingowych • Monitorowanie zgłaszanych przez agencje ratingowe zmian w stosunku do pierwotnych warunków podanych przy rejestracji • ESMA może prowadzić indywidualne, tematyczne lub doraźne dochodzenia w przypadku stwierdzenia ryzyka braku zgodności z przepisami • Prowadzenie działań następczych po przeprowadzonych dochodzeniach i przeglądach tematycznych 	<ul style="list-style-type: none"> • ESMA weryfikuje, czy agencje ratingowe ujawniają swoje metody sporządzania oraz podstawowe założenia ratingów • ESMA zarządza bazą CEREP • ESMA zarządza wewnętrzną bazą SOCRAT, do której agencje ratingowe zgłaszają co miesiąc wszystkie działania w zakresie ratingów

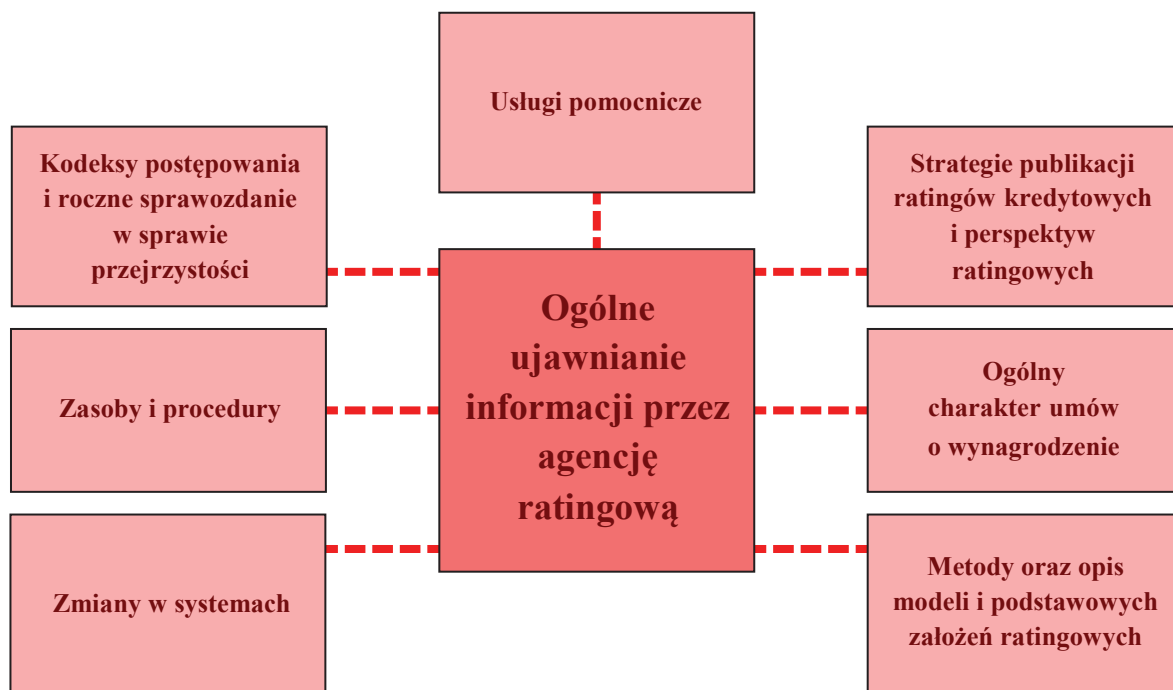
Źródło: Nadzór UE nad agencjami ratingowymi – dobrze ugruntowany, ale jeszcze nie w pełni skuteczny, Sprawozdanie specjalne, Europejski Trybunał Rozrachunkowy, 2015, http://www.eca.europa.eu/Lists/ECADocuments/SR15_22/SR_ESMA_PL.pdf, s. 10 (dostęp w dniu 04.04.2017).

Z kolei w dniu 21 maja 2013 roku wprowadzono Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 462/2013 zmieniające Rozporządzenie (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych, nazywane „CRA III” albo „CRA Regulation III” (Parlament Europejski i Rada 2013). CRA III poświęcono następującym problemom (w dużej mierze problematyka była zbieżna z poruszaną we wcześniejszych aktach prawnych dotyczących funkcjonowania agencji ratingowych w Unii Europejskiej):

- konflikty interesów wywołane stosowaniem modelu biznesowego „issuer paid” oraz możliwości ich ograniczania,
- jakość ratingów instrumentów strukturyzowanych oraz jej determinanty,
- dywersyfikacja informacji (analiz), będących podstawą decyzji inwestycyjnych (problem nadmiernego polegania na ratingach),
- powiązania osobowe, organizacyjne i kapitałowe pomiędzy agencjami ratingowymi,
- jakość danych wykorzystywanych do procedurze przyznania oraz okresowej weryfikacji ratingu,
- zakres (przedmiotowy oraz podmiotowy) upublicznianych informacji o ocenach ratingowych, metodologii i danych źródłowych oraz możliwości odniesienia się ocenianych podmiotów do proponowanych ratingów przed ich opublikowaniem,
- odpowiedzialność agencji ratingowych za jakość ratingu oraz przeprowadzonej analizy.

Szczególne miejsce w CRA III znajdują wymogi dotyczące transparentności działalności prowadzonej przez agencje ratingowe. Wymogi te dotyczą informacji ogólnych (podawanych na stronach internetowych agencji ratingowych jednorazowo, ewentualnie aktualizowanych) oraz okresowego raportowania. Ujawnianie ogólne polega na przekazaniu do publicznej wiadomości określonych informacji, zaś okresowe wiąże się z procesem nadzorczym kierowanym przez ESMA. Zakres informacji ogólnych przedstawiono na Schemacie 3.1:

Schemat 3.1. Wymogi odnośnie do ujawniania ogólnej informacji przez agencje ratingowe



Źródło: Nadzór UE nad agencjami ratingowymi – dobrze ugruntowany, ale jeszcze nie w pełni skuteczny, Sprawozdanie specjalne, Europejski Trybunał Rozrachunkowy, 2015, http://www.eca.europa.eu/Lists/ECADocuments/SR15_22/SR_ESMA_PL.pdf (dostęp w dniu 04.04.2017), s. 37

W ślad za Rozporządzeniem nr 1060/2009 oraz CRA III wprowadzono dokument umożliwiający interpretację i stosowanie w praktyce tych regulacji (ESMA 2013). Doprecyzowano w nim między innymi istotę ratingu kredytowego, rozróżniono ratingi prywatne i publiczne oraz przedstawiono również interpretację ratingów nadawanych przez oddziały agencji ratingowych. Z kolei w 2014 roku uszczegółowione zostały wymogi dotyczące ujawniania informacji przez agencje ratingowe (tzw. RTS), również po to, aby na podstawie ujawnionych informacji inwestorzy byli w stanie dokonać samodzielnej oceny ryzyka (ESMA 2014a oraz ESMA 2014b).

Istotną kwestią, związaną z wprowadzeniem nadzoru nad agencjami ratingowymi, są zasady poboru opłat z tego tytułu. Jeszcze przed przekazaniem

ESMA wspomnianych kompetencji grupa robocza o nazwie Task Force On Transition of CRE Supervision to ESMA zaproponowała odpowiedni algorytm, w którym głównymi stymulantami okazały się poziom ryzyka systemowego generowanego przez agencję ratingową oraz wynikający z niego wymagany poziom intensywności kontroli podmiotów (Niedziółka 2015, s. 130).

3.4. Rejestracja agencji ratingowych jako proces weryfikacji jakości narzędzi, metodologii oraz praktyk stosowanych w procesie nadawania ratingów

Rozwiązaniem, które w swych założeniach ma poprawić jakość ratingów, jest wdrożenie procesu rejestracji lub certyfikacji agencji ratingowych, aby w ten sposób wyróżnić podmioty o najwyższych standardach, których oceny mogą być uwzględniane dla celów regulacyjnych. W tym miejscu warto wspomnieć, że procedura związana z umożliwieniem wykorzystywania ratingów nadawanych przez agencję ratingową zarejestrowaną w państwie trzecim dla celów regulacyjnych – jednym z warunków certyfikacji w Unii Europejskiej (zamiast rejestracji) jest to, aby ramy prawne i nadzorcze w tym państwie były co najmniej równie restrykcyjne jak w Unii Europejskiej. W praktyce oznacza to, że rejestracji podlegają europejskie agencje ratingowe, zaś certyfikacji podmioty pozaeuropejskie (Cichy 2015, s. 93). W Stanach Zjednoczonych certyfikacją agencji nazywa się również coroczny proces ukierunkowany na weryfikację, czy spełnia ona nadal wymogi stawiane NRSRO. Okresowa weryfikacja procesów, procedur oraz metodologii stosowanych przez agencje ratingowe ma z kolei stać się gwarancją, że ratingi przez nie nadawane dobrze odzwierciedlają poziom ryzyka kredytowego - jeśli ocena okaże się niesatysfakcjonująca, na agencje mogą zostać nałożone sankcje, włącznie z zawieszeniem uprzednio wydanej zgody na wykorzystanie ratingów w celach regulacyjnych. W tej części opracowania analizie poddano proces rejestracyjny agencji ratingowych w Stanach Zjednoczonych oraz w Unii Europejskiej, wskazując jego pozytywne oraz negatywne skutki z punktu widzenia stabilności finansowej (determinowanej między innymi przez jakość ocen ratingowych) oraz struktury rynku (kreacji bodźców na rzecz jego deoligopolizacji i tym samym zmniejszenia ryzyka systemowego generowanego przez pojedyncze podmioty).

Podstawowym pojęciem opisującym rynek agencji ratingowych w Stanach Zjednoczonych jest NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization). Weszło ono do powszechnego użytku w 1975 roku, gdy na mocy decyzji SEC sporządzono listę instytucji, których oceny nadawane innym podmiotom (emisjom papierów wartościowych) mogą być wykorzystywane w celach regulacyjnych (np. w ramach procesu wyznaczania wymogów kapitałowych). Posiadanie ratingu na odpowiednio wysokim poziomie włączało dany rodzaj aktywów do puli preferowanych przez organy nadzorcze (jako przedmiot inwestycji o niskim ryzyku), a emitentom dawało prawo przygotowania prospektu emisyjnego w okrojonym zakresie. Liczba NRSRO zmieniała się w czasie z dwóch zasadniczych powodów: fuzje agencji ratingowych oraz uzyskiwanie statusu NRSRO przez nowe podmioty. Zgodnie z informacją podaną na stronie internetowej SEC, według stanu na 08.11.2016r., dziesięć podmiotów posiadało status NRSRO. Należy jednocześnie wspomnieć, że na początku XXI wieku jedynie trzy największe agencje ratingowe czerpały korzyści ze statusu NRSRO (co w 2006 roku stało się przesłanką zmiany regulacji dotyczących działalności agencji ratingowych i nadzoru nad tymi podmiotami i tym samym stworzenia warunków dla systematycznego wydłużania listy agencji o statusie NRSRO). Proces przyznawania kwalifikacji NRSRO do czasu wejścia w życie reformy przyjętej w 2006 roku nie był sformalizowany. Podstawą uznania agencji ratingowej za instytucję, której oceny mogą być wykorzystywane w celach regulacyjnych był tzw. „No Action Letter” (zapewnienie, że jeśli ratingi nadawane przez określoną agencję ratingową będą stosowane w celach regulacyjnych przez podmiot kierujący zapytaniem do SEC, Komisja nie podejmie działań przeciw podmiotowi, który zamierza skorzystać z ocen ratingowych). SEC wydawał wyżej wymieniony dokument po weryfikacji wiarygodności i zakresu stosowania ocen ratingowych, dokonywanej na podstawie zapytania uczestnika rynku, który zamierzał wykorzystać ratingi nadawane przez daną agencję do celów regulacyjnych. Ocena agencji dokonywana przez SEC obejmowała następujące elementy: (i) struktura organizacyjna oraz podział kompetencji pomiędzy poszczególnymi komórkami, (ii) kondycja finansowa, (iii) merytoryczne przygotowanie oraz zasoby kadrowe agencji ratingowej, (iv)

niezależność agencji od ocenianych podmiotów, (v) jakość stosowanej przez agencję metodologii, (vi) jakość procesu zarządzania informacją niejawną. Należy jednocześnie dodać, że dokumenty „No Action Letter” podlegały upublicznieniu, stąd uznanie ratingów danej agencji za powszechnie stosowane i wiarygodne (a tym samym agencji za NRSRO) nie wymagało powtarzania procesu przez kolejną instytucję zamierzającą uwzględnić ratingi agencji o statusie NRSRO do celów regulacyjnych.

Jednym z priorytetów The Credit Rating Agency Reform Act była deoligopolizacja rynku. Otwarcie rynku dla nowych podmiotów dokonało się poprzez nadanie SEC kompetencji do rejestrowania nie tylko NRSRO, ale również tzw. Statistical Rating Organization („SRO”). Aby uzyskać status SRO, agencja musiała wykazać się 3-letnim doświadczeniem w zakresie oceny podmiotów gospodarczych oraz spełniać określone standardy zdefiniowane przez SEC. Wymogi określone dla SRO były jednak zdecydowanie bardziej liberalne niż dla NRSRO, co miało na celu, jak już wcześniej wspomniano, intensyfikację konkurencji na rynku agencji ratingowych poprzez zwiększenie liczby jednostek uprawnionych do nadawania ratingów (według stanu na rok 2006, gdy wdrażano ustawę liberalizującą rynek agencji ratingowych, w Stanach Zjednoczonych funkcjonowało 130 agencji ratingowych, z których jedynie 5 posiadało status NRSRO) oraz stopniowe zwiększanie liczby NRSRO o uprawnieniach do nadawania ratingów wykorzystywanych w celach regulacyjnych.

Reformy wdrożone w 2006 roku (The Credit Rating Agency Reform Act) oraz w 2010 roku (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) zmieniły kształt obowiązującej od 1934 roku ustawy Securities Exchange Act. To właśnie nowelizacjami tego ostatniego aktu zdefiniowano proces ubiegania się agencji ratingowej o status NRSRO (Sec 15E, US Congress 1934). Instytucja składająca wniosek do SEC o przyznanie jej statusu NRSRO powinna przedłożyć następujące informacje:

- wyniki krótko-, średnio- oraz długoterminowego monitoringu nadanych ocen (na ile przyznane ratingi odzwierciedlały ryzyko kredytowe ocenianych papierów wartościowych lub emitentów),

-
- procedury oraz metodologie stosowane w procesie nadawania i okresowej weryfikacji ratingów,
 - procedury zarządzania informacją niejawną,
 - struktura organizacyjna agencji,
 - opis zidentyfikowanych konfliktów interesów oraz metod zarządzania nimi,
 - lista 20 największych emitentów, którym nadano rating oraz 20 największych klientów korzystających z informacji generowanych przez agencję (estymacja na podstawie udziału w przychodach ze sprzedaży agencji).

Jeśli przed wejściem w życie regulacji z 2006 roku aplikująca instytucja dysponowała „No-Action Letter”, na etapie oceny dokonywanej przez SEC w ramach procesu rejestracji (i następnie certyfikacji) agencja ratingowa może posługiwać się statusem NRSRO (do czasu podjęcia ostatecznej decyzji przez SEC). Przedstawione powyżej wymogi informacyjne są zasadniczo wystarczające do przyznania lub nie danej agencji statusu NRSRO, aczkolwiek pod uwagę brane są również wnioski z oceny ekonomiczno – finansowej agencji oraz jej potencjał organizacyjno – merytoryczny w zakresie nadawania oraz monitorowania przyznanych ocen z zachowaniem zasady uczciwości, rzetelności i pełnej zgodności z przedłożoną SEC metodologią. Po rejestracji, w trybie corocznej weryfikacji, ma miejsce proces certyfikacji, polegający na potwierdzaniu przez agencję ratingową, że wszystkie przedłożone celem uzyskania rejestracji dokumenty są aktualne, ewentualnie dokonywana jest aktualizacja dokumentacji. Agencja ratingowa powinna dopełnić tego obowiązku w ciągu pierwszych 90 dni każdego roku kalendarzowego. Za wyjątkiem informacji o klientach agencji ratingowych wszelkie dokumenty przedłożone SEC w procesie rejestracji oraz informacja o decyzji SEC są upubliczniane (zasadniczo powinny być umiejscowione na stronie internetowej agencji ratingowej). W przypadku stwierdzenia nieprawidłowości w zakresie działalności określonej agencji ratingowej przewidziane są następujące sankcje:

- wstrzymanie procesu rejestracyjnego (jeśli jest w toku),
- zawieszenie działalności agencji (po rejestracji) na okres do 12 miesięcy,

- zakaz (okresowy lub do odwołania) wydawania ratingów dla określonej klasy aktywów lub kilku klas, jeśli weryfikacja wykaże niską jakość takich ocen lub błędy merytoryczne stosowanej do ich wyznaczania metodologii,
- wykreślenie agencji ratingowej z listy NRSRO,
- żądanie zaprzestania określonych praktyk lub zobligowanie agencji ratingowej do ich ujawnienia opinii publicznej (dotyczy to zwłaszcza konfliktów interesów),
- nakaz intensyfikacji kontroli wewnętrznej w wybranych obszarach,
- sankcje pieniężne.

Koncepcja wymogu rejestracyjnego dla agencji ratingowych w Unii Europejskiej pojawiła się we wspomnianym już Rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 z 16 września 2009 r. w sprawie agencji ratingowych. Początkowo wskazano krajowe organy nadzorcze jako instytucje określające kryteria rejestracyjne i przeprowadzające procedurę. W 2010 roku weszło w życie Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 1095/2010, na mocy której powstał Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA). Na podstawie Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady nr 513/2011 od 1 lipca 2011 roku przekazano ESMA kompetencje w zakresie rejestrowania agencji ratingowych i nadzoru nad nimi, tym samym ujednolicając procedurę rejestracyjną. Spośród 23 agencji zarejestrowanych w UE na koniec 2015 roku, 17 zarejestrowały właściwe organy krajowe. Przejęcie odpowiedzialności za rejestrację przez ESMA znacznie skróciło okres od złożenia wniosku do rejestracji, z 373 do 227 dni kalendarzowych (Europejski Trybunał Rozrachunkowy 2015). Agencja ratingowa, która pomyślnie przeszła przez proces rejestracyjny (dostarczyła wymagane dokumenty oraz udowodniła poprawność stosowanych metodologii, wykazała dysponowanie odpowiednimi zasobami, a także potwierdziła wysoką jakość procedur, w tym procedur zarządzania konfliktami interesów), zyskuje status ECAI (External Credit Assessment Institution). Jedynie agencje o statusie ECAI mogą nadawać ratingi uwzględniane dla celów regulacyjnych. Agencja ratingowa zarejestrowana w danych państwie członkowskim ma prawo do nadawania ratingów w całej Wspólnocie Europejskiej, co wynika z przyjęcia jednolitej procedury rejestracyjnej (Niedziółka 2015, s. 128). Podobnie jak ma to miejsce w Stanach

Zjednoczonych, w Rozporządzeniu nr 513/2011 wymieniono sankcje, które mogłyby nałożyć na agencje ratingowe ESMA, jeśli nie spełniałyby one wymogów stawianych przez urząd. Zaliczono do nich:

- kary pieniężne,
- zobowiązanie agencji ratingowej do usunięcia naruszenia,
- zawieszenie wykorzystania ratingów nadawanych przez daną agencję do celów regulacyjnych,
- nałożenie na agencję tymczasowego zakazu wystawiania ratingów (lub określonego typu ratingów),
- pozbawienie agencji ratingowej statusu ECAI.

Standardy techniczne dotyczące zakresu danych niezbędnych do przeprowadzenia procedury rejestracyjnej oraz informacji, które okresowo mają być dostarczane przez agencje ratingowe celem umożliwienia przeprowadzenia weryfikacji zgodności stosowanych metodologii i praktyk ze standardami właściwymi dla ECAI, zawierają cztery rozporządzenia Komisji Europejskiej, przyjęte w połowie 2012 roku (Komisja Europejska 2012a, Komisja Europejska 2012b, Komisja Europejska 2012c oraz Komisja Europejska 2012d). W szczególności agencje ratingowe zobligowane są do przekazywania w okresach miesięcznych (mniejsze agencje ratingowe odpowiednio co 2 miesiące) następujących informacji: nadane ratingi (z wykorzystaniem wspólnych dla ocenianego podmiotu/emisji identyfikatorów, ujmowanych w sprawozdaniach wszystkich agencji ratingowych), perspektywy ratingów, wyniki historyczne (w tym przypadku preferowane są największe agencje ratingowe, które nie muszą przedkładać danych historycznych za okres 10 lat lub od początku swojej działalności, którykolwiek z nich jest krótszy), zdarzenia niewykonania zobowiązań, czyli tzw. EoD (przez oceniane podmioty) oraz przypadki wycofania ratingu. Termin złożenia pierwszego sprawozdania do ESMA określono na 01.01.2016r.

Dane przesyłane przez agencje ratingowe do centralnego repozytorium, czyli CEREP (ESMA 2011) są dostępne również dla inwestorów (agencje ratingowe są zobligowane do ujawniania danych przekazywanych do CEREP). CEREP zawiera informacje o nadanych ratingach, w tym ratingach niezamówionych, ale

agencje ratingowe nie podają danych bazowych (ratingu początkowego), co umożliwiłoby weryfikację zdolności predykcyjnych modeli stosowanych przez agencje ratingowe. CEREP ma być docelowo włączony do europejskiej platformy internetowej (funkcjonującej od 01.12.2016 r.) zarządzanej przez ESMA (ESMA 2016), umożliwiającej bezpłatny i powszechny dostęp do ratingów oraz sprzyjającej poprawie rozpoznawalności mniejszych agencji ratingowych (na tej platformie nie będzie jednak ratingów zamówionych i opłaconych przez inwestorów). Odrębne regulacje kształtują wymogi sprawozdawcze agencji ratingowych w stosunku do ESMA, jednakże aby uniknąć powielania danych, ESMA ma obowiązek sięgać w pierwszej kolejności do danych zawartych na europejskiej platformie internetowej (Komisja Europejska 2015). Na podstawie danych zgromadzonych w CEREP ESMA co pół roku przygotowuje i publikuje statystyki w podziale na klasy aktywów, z uwzględnieniem współczynników niewykonania zobowiązań oraz macierzy migracji ocen. Pewnym mankamentem, utrudniającym analizę danych, jest brak monitorowania przez agencje ratingowe podmiotów/emisji, dla których rating został wycofany (CEREP podaje jedynie przyczyny wycofania ratingu). Należy jednocześnie zauważyć, że CEREP jest rozwiązaniem, dla którego nie ma póki co analogii w amerykańskim systemie regulacyjnym (Europejski Trybunał Rozrachunkowy 2015, s. 36-40).

Przyczyn niskiej jakości ratingów można szukać również w niedoskonałościach stosowanych metodologii nadawania i weryfikacji ratingów. Wskazane powyżej ułomności ujawniają się szczególnie na etapie opisanej wcześniej procedury rejestracyjnej, w ramach okresowych przeglądów oraz w czasie napięć na rynkach finansowych, gdy okazuje się, iż określony czynnik ryzyka nie został ujęty w modelu ratingowym. Pośredni wpływ metodologii stosowanych przez agencje ratingowe na stabilność finansową wynika z trzech przesłanek:

- wadliwa metodologia nie jest przedmiotem weryfikacji i zmiany, czego skutkiem są liczne przypadki niewypłacalności podmiotów (emisji) o ocenach świadczących o niskim poziomie PD,

-
- metodologie nadawania ratingów z inicjatywy agencji ratingowych lub pod wpływem wytycznych organów nadzorczych ulegają zmianie, co prowadzi do masowej zmiany ratingów (najczęściej korekty w dół),
 - agencje ratingowe nie posiadają procedury weryfikacji wcześniej nadanych ocen lub zastosowana w ramach weryfikacji metodologia nie zawiera analizy wszystkich istotnych czynników oddziałujących na rating (często dzieje się tak w obawie przed zbyt znaczącą korektą ratingu). Mimo, że wielokrotnie w odniesieniu do ratingów emisji strukturyzowanych ujawniały się sygnały wczesnego ostrzegania, agencje nie skorygowały wcześniej nadanych ocen ze względu na:
 - lobbying (emitentów, inwestorów) oraz bierną postawę organów nadzorczych,
 - przekonanie, że innowacje (papiery strukturyzowane oraz ich oceny) przyniosą korzyści netto (regulator swymi działaniami nie chce ograniczać innowacyjności rynku i tym samym jego konkurencyjności).

Do czasu kryzysu subprime stosowane przez agencje ratingowe metodologie nie były ujawniane, co z jednej strony można tłumaczyć brakiem takiej potrzeby (w przypadku instrumentów single name inwestorzy mogli w relatywnie prosty sposób zweryfikować PD „zaszyte w rating” z PD wynikającym z ich indywidualnej analizy, o ile oczywiście chcieliby i mogliby w ramach posiadanych zasobów taką analizę przeprowadzić), z drugiej zaś stanowiskiem samych agencji zainteresowanych nieujawnianiem swojego know how. Po kryzysie, gdy obarczono agencje ratingowe odpowiedzialnością za jego powstanie i uznano je za instytucje ważne systemowo, coraz częściej pojawiał się postulat otwarcia „czarnej skrzynki” zawierającej opis metodologii stosowanych przez agencje. Działanie takie miało służyć między innymi wykazaniu ograniczoności stosowanych modeli oraz temu, iż nie ma czegoś takiego jak „dobre praktyki” modelowania ryzyka kredytowego portfela (procedury nie są podobne i powtarzalne). Jednocześnie udowodnienie ograniczoności modeli oceny ryzyka kredytowego stosowanych przez agencje ratingowe stawiało sobie za cel zachęcenie inwestorów i innych użytkowników

ratingów do stosowania innych (uzupełniających) narzędzi pomiaru ryzyka w procesie decyzyjnym (Sy 2009, s. 27).

Oczekiwania odnośnie do ujawnienia przynajmniej głównych założeń stosowanych metodologii, w celu weryfikacji ich jakości, dotyczą w głównej mierze ratingów instrumentów strukturyzowanych, w przypadku których analizy nie odznaczają się wysokim stopniem precyzji. Powodem takiego stanu jest przede wszystkim szerokie pole dla subiektywnie ustalanych założeń oraz uwzględnianie dość szerokiego przedziału wartości dla poszczególnych parametrów. Bardzo interesujące wnioski w tym kontekście wynikają z badań przeprowadzonych przez ekonometryków UNCTAD w oparciu o próbę ratingów dla 51 krajów rozwijających się w okresie od 2005 do 2015 roku. Zaobserwowano bardzo silną korelację między wysokością ratingu i ocenami o dużej dozie subiektywizmu (takie kryteria jak: „wolność fiskalna”, „wolność finansowa”, „wolność prowadzenia działalności gospodarczej” oraz „wolność rynku pracy”), podczas gdy związek z powszechnie wykorzystywanymi stricte ilościowymi miernikami zdolności do obsługi długu był relatywnie słaby (UNCTAD 2015). Jak pokazują liczne przykłady, analitycy agencji ratingowych zazwyczaj nie koncentrowali się na jakości aktywów referencyjnych dla instrumentów strukturyzowanych, opierając się głównie na danych statystycznych wynikających z analizy informacji historycznych. Raport SEC opublikowany w 2008 roku wskazywał jednocześnie, że agencje ratingowe, ustalając rating dla instrumentów strukturyzowanych, właściwie nie interesowały się jakością aktywów referencyjnych. Badanie *ex post* próby 45 aktywów referencyjnych przez jedną z agencji ratingowych wykazało, że ewidentne przejawy naruszenia umów kredytowych (składanie oświadczeń niezgodnych ze stanem faktycznym) lub nawet wyłudzenia w prawie każdym przypadku, nie wpłynęły na ostateczną ocenę emisji papierów strukturyzowanych bazujących na tych kredytach. Należy jednocześnie dodać, że agencja ta już w maju 2008 roku podjęła działania na rzecz intensyfikacji monitoringu jakości aktywów referencyjnych oraz wdrożyła procedury ukierunkowane na szerszą i dokładniejszą weryfikację portfela pożyczek, w oparciu o które wyemitowano papiery strukturyzowane (SEC 2008, s. 18 oraz Bolton, Freixas, Shapiro 2009, s. 2).

Wymóg transparentności stawiany metodologiom i procedurom stosowanym przez agencje ratingowe służy weryfikacji, czy wspomniane narzędzia i praktyki odznaczają się takimi pożądanymi cechami jak:

- spójność,
- egalitaryzm podmiotów/emisji wobec stawianych wymogów,
- powszechność stosowania (zwłaszcza wtedy, gdy dochodzi do ich zmian),
- jakość wewnętrznego procesu legislacyjnego (tzn. w jakim stopniu zmiany wewnętrznych procedur i metodologii wymagają zgody organów zarządzających agencji ratingowej).

Zmiany metodologii mają bardzo istotny wpływ na wysokość ocen ratingowych i tym samym na poziom ryzyka systemowego – np. pod wpływem wydarzeń na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych w 2008 roku, jedna z agencji ratingowych podniosła PD oraz współczynnik korelacji pomiędzy poszczególnymi segmentami rynku kredytowego (w ujęciu globalnym), czego skutkiem okazało się obniżenie w 2009 roku ratingu w odniesieniu do transz CLO o wartości ok. 46 mld USD, łącznie 2000 transz, z czego w przypadku większości z nich była to redukcja o 4 lub więcej klas (Sy 2009, s. 24). Powyższa zmiana w istotnym stopniu wpłynęła na możliwość rolowania wspomnianych emisji (tym samym negatywnie oddziałując na płynność inicjatorów i gwarantów programów sekurytyzacyjnych) oraz na wyniki (i finalnie fundusze własne) inwestorów.

Postulat ujawniania metodologii stosowanych przez agencje ratingowe (lub przynajmniej ich założeń) w celu wykazania ograniczoności modeli oraz ich potencjalnych niedoskonałości, jak również upublicznienia zmian metodologii wraz z uzasadnieniem to nie jedyne inicjatywy ukierunkowane na poprawę jakości ocen ratingowych. Podobnie jak ma to miejsce w przypadku nadzoru nad działalnością agencji ratingowych w Europie, prawodawstwo amerykańskie pozwala na pośrednie ingerowanie przez organy nadzorcze w stosowane przez agencje ratingowe procedury i metodologie wyznaczania ratingów. Odbywa się to poprzez formułowanie wytycznych kierowanych do całego sektora agencji ratingowych lub poprzez indywidualne zalecenia poaudytowe. Aby proces ten wystandaryzować 30 maja 2012 roku ukazały się standardy techniczne (RTS), zgodnie z którymi informacje o metodologiach oraz ich zmianach miały znaleźć się w centralnym

repozytorium, do którego dostęp otrzymaliby użytkownicy ratingów. Z kolei jedną z konsekwencji CRA III jest wymóg przedstawienia na stronie internetowej agencji ratingowej zmian do metodologii z co najmniej 30-dniowym wyprzedzeniem w stosunku do planowanego wdrożenia.

Kwestia konieczności ujawniania metodologii stosowanych przez agencje ratingowe pojawia się również w regulacjach europejskich. Przykładowo w Rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 z dnia 16 września 2009 roku w sprawie agencji ratingowych z uwagi na intencję ochrony stabilności finansowej rynków finansowych i inwestorów zobowiązuje się agencje ratingowe do ujawniania informacji na temat metod, modeli i podstawowych założeń stosowanych metodologii w na tyle przystępny i szczegółowy sposób, aby możliwa była ocena ich wiarygodności.

Zatem agencje powinny upubliczniać główne założenia przyjęte w stosowanych procedurach, ale również zakres danych ujmowanych w ocenie, stopień uwzględniania raportów zewnętrznych (np. raporty servicera w przypadku programów sekurytyzacyjnych), jak również przypadki zmiany procedur oraz metodologii, każdorazowo wyjaśniając ich przyczyny, zwłaszcza gdy wynikają one ze zidentyfikowanych błędów. Wymóg transparentności i rzetelności sprowadza się również do obowiązku poinformowania uczestników rynku o ograniczeniach wynikających ze stosowania ratingów (możliwość oparcia się na nieaktualnych, zniekształconych lub nawet niepotwierdzonych danych), wszelkich uproszczeń w procesie analitycznym oraz tych czynników ryzyka, które nie zostały uwzględnione w ocenie agencji, a także zakresie wykorzystania informacji zweryfikowanych (na zlecenie agencji lub bez takiej instrukcji) przez podmioty trzecie (raporty due diligence).

Pewną nowością w obszarze ujawnianych przez agencje informacji (niezwykle cenną z punktu widzenia użytkowników ratingów) są dane na temat historycznej oraz oczekiwanej zmienności ratingów, jak również symulacje zmian ocen ratingowych w zależności od przyjętego negatywnego scenariusza. Ponadto agencja ratingowa powinna wskazać listę czynników wpływających na ocenę ratingową. Wprawdzie agencje ratingowe przez długi czas konsekwentnie wzbraniały się przed przypisywaniem PD do nadawanych ocen, tym niemniej

jednak do regulacji wprowadzono obowiązek przedkładania interpretacji ratingu, w tym PD dla danej oceny. Jednocześnie na agencje ratingowe został nałożony obowiązek informowania uczestników rynku o wrażliwości nadawanych ocen na zmiany najważniejszych założeń rynkowych.

Rozwiązaniem, które sprzyja poprawie jakości metodologii wyznaczania ratingów oraz umożliwia weryfikację poprawności jej zastosowania, jest obowiązek przesłania przez agencję ratingową propozycji ratingu lub perspektywy ratingowej do ocenianego podmiotu (w trakcie godzin pracy tego podmiotu) co najmniej na 24 godziny przed opublikowaniem oceny. W tym czasie zainteresowany podmiot może wnieść zastrzeżenia do przyjętych założeń oraz przeprowadzonych obliczeń (ESMA 2017a, s. 15).

3.5. Problem uzależnienia regulacji nadzorczych od ocen agencji ratingowych

Istotnym problemem jest znacząca zależność rynków finansowych od ocen ratingowych, co sprawia, iż w krótkim horyzoncie czasowym nie jest możliwa zmiana polityki regulacyjnej oraz modeli biznesowych wielu inwestorów instytucjonalnych. Nadmierne poleganie na ratingach nie jest wyłącznie kwestią potencjalnie nieadekwatnej oceny ryzyka kredytowego przez agencję ratingową. To również problem związany z postrzeganiem ratingu jako syntetycznej miary ryzyka, agregującej wszystkie jego komponenty. Już w 2008 roku IOSCO zwróciła uwagę, że organy nadzoru nad rynkiem kapitałowym powinni zrewidować swoje stanowisko, iż niskie oczekiwane PD danej emisji (i tym samym wysoki rating) tożsame są z oczekiwaniem niskiej zmienności oraz wysokiej płynności rynku. Oceniając dany papier dłużny należy przeprowadzić dodatkową analizę płynności oraz zmienności (Parker, Bake 2009, s. 403). Regulatorzy rynku do połowy pierwszej dekady XXI wieku identyfikowali płynne aktywa o niskim ryzyku kredytowym wyłącznie z papierami wartościowymi o ratingu inwestycyjnym, nadanym przez uznaną agencję ratingową. Rating zewnętrzny stał się w ten sposób istotnym elementem polityki regulacyjnej i to od ratingu zależy w dużej mierze poziom kapitału regulacyjnego. Ponadto w wielu przypadkach prawo wprost określa minimalny poziom ratingu papierów dłużnych, w które mogą inwestować określone

podmioty. Przykładowo zgodnie z Regulą 2a-7 ustawy Investment Company Act z 1940 roku (US Congress 1940) fundusze rynku pieniężnego mogą inwestować w krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw o wysokiej jakości. Swego rodzaju benchmarkiem dla powyższej kwalifikacji jest w tym przypadku rating nadany przez NRSRO, choć wprost regulacja nie nakłada obowiązku inwestowania wyłącznie w papiery dłużne z nadanym ratingiem. Powyższe świadczy o znaczących trudnościach w plasowaniu tego typu obligacji bez uzyskania oceny ratingowej, zwłaszcza, że niezależnie od zapisów ustawy, większość amerykańskich funduszy rynku pieniężnego w wewnętrznych regulacjach opiera kryteria inwestycyjne o ratingi (SEC 2003). Sytuacja ta nie zmieniła się znacząco również po kryzysach, które nazwane zostały „kryzysami ratingowymi”, w tym bankructwo Orange County w 1994 roku, masowe obniżki ratingów w trakcie kryzysu azjatyckiego w 1998 roku oraz bankructwa Enron i Parmalat, odpowiednio w 2001 i 2003 roku (Sy 2009, s. 29 - 30). Określeniem „kryzys ratingowy” można też opisać przypadki przedwczesnego i niekiedy opartego o błędne kalkulacje obniżania ratingów państw, np. Włochy, Stany Zjednoczone oraz Francja (Pym 2012). Także w programie TALF z listopada 2008 roku (będącym bezpośrednią reakcją na kryzys subprime, do którego przyczyniły się pośrednio agencje ratingowe) amerykański rząd odwołuje się do ocen nadawanych przez agencje ratingowe, tj. przedmiotem zakupu mogą być wyłącznie papiery dłużne o określonym, minimalnym poziomie ratingu, tj. AAA (Sy 2009, s. 10), a Bazylejski Komitet ds. Nadzoru Bankowego w ramach pakietu regulacyjnego, który ma uczynić system finansowy stabilnym (Bazylea III), konstruuje wskaźniki płynności krótkoterminowej (LCR) oraz długoterminowej (NSFR), wykorzystując w tym celu (zwłaszcza na etapie definiowania HQLA) oceny nadane przez agencje ratingowe. Powyżej opisane działania świadczą o swego rodzaju niespójności: z jednej strony w następstwie kryzysu wdrażane są regulacje ukierunkowane na zwiększenie płynności portfeli aktywów instytucji kredytowych i finansowych („pisane językiem agencji ratingowych”), z drugiej strony coraz większy nacisk kładziony jest na ograniczenie zależności regulatorów oraz inwestorów od ocen nadanych przez agencje ratingowe. Pewnym wytłumaczeniem tej niespójności może być intencja i potrzeba realizacji następujących działań:

-
- niezwłoczne wzmocnienie funduszy własnych oraz płynności instytucji kredytowych i finansowych z wykorzystaniem aktualnie dostępnych narzędzi weryfikacji jakości aktywów (ratingi),
 - równoległe działania na rzecz poprawy jakości ratingów oraz stopniowego włączania do regulacji również innych narzędzi oceny ryzyka.

Działania na rzecz ograniczenia zależności regulacji nadzorczych od ocen agencji ratingowych w Stanach Zjednoczonych należy wiązać z wejściem w życie ustawy Sarbanes-Oxley Act w 2002 roku. W dokumencie tym wprowadzono nie wskazano jeszcze na potrzebę usunięcia z aktów prawnych bezpośrednich odniesień do ratingów nadawanych przez NRSRO, lecz zwrócono uwagę, że nie wszystkie rodzaje ratingów nadawanych przez NRSRO mogą być wykorzystane w celach regulacyjnych (Sy 2009, s. 4). Pewnym przełomem jest natomiast ustawa Dodd-Frank Act, która stawia sobie za cel między innymi wyeliminowanie z amerykańskiego ustawodawstwa stanowego i federalnego pojęć związanych bezpośrednio z produktami agencji ratingowych, takich jak na przykład „rating spekulacyjny” lub „rating inwestycyjny”, aby nadzorowane instytucje, estymując wymóg kapitałowy lub dobierając aktywa do zasobu środków płynnych, jako jedyne (lub podstawowe) kryterium nie uwzględniały ratingu. Niezbędne jest zaakcentowanie konieczności zastosowania innych, poza ratingiem, metod oceny wiarygodności kredytowej, jak również uzupełnienie informacji o aktualnym poziomie ratingu o możliwe oceny w przypadku realizacji określonych scenariuszy. Inną kwestią pozostaje dość dyskusyjne zawężenie spektrum czynników ryzyka, determinujących politykę inwestycyjną, do ryzyka kredytowego (tzw. default risk). Między innymi E. I. Altman podkreśla, iż regulator i nadzorca powinni skierować uwagę nadzorowanych podmiotów również na ryzyko płynności, rynkowe, modelu, itd. (Altman, Öncü, Richardson, Schmeits oraz White 2010, s. 455).

Problem zmniejszenia nadmiernej zależności od ratingów poruszony został również w Rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady nr 462/2013 z 21 maja 2013 r. zmieniającym Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych. Inicjatywa ta, spójna z działaniami legislacyjnymi na rynku amerykańskim, zyskała wsparcie Europejskiego Banku Centralnego. EBC już od 2012 roku okresowo prezentuje sprawozdania na temat

środków podejmowanych przez Eurosystem na rzecz ograniczenia nadmiernego polegania na ratingach kredytowych, co dzieje się równocześnie z przeglądem europejskich aktów prawnych pod kątem oceny skali problemu. W pierwszej fazie tego procesu analizie poddane mają być przepisy, w których są zawarte odwołania do ratingów jako wyłącznych determinant decyzji inwestycyjnych. Druga faza przeglądu ukierunkowana jest na znalezienie alternatywy dla ratingów jako wyznaczników wymogu kapitałowego. Ostatecznie zakończenie procesu wdrażania alternatywnych w stosunku do ratingów mierników oceny ryzyka zaplanowano na rok 2020 (Niedziółka, 2015, s. 131).

W Sprawozdaniu Komisji Europejskiej z października 2016 roku wskazano następujący postęp w zakresie redukcji zależności regulacji nadzorczych od ratingów:

Tabela 3.2. Zmiany ukierunkowane na obniżenie zależności regulacji nadzorczych w UE od ratingów zewnętrznych

Dyrektywa/Rozporządzenie	Zmiana ukierunkowana na zmniejszenie zależności od ratingu
AIFM, UCITS oraz IORP	Dyrektywą 2013/14/UE wprowadzono dodatkowe zasady dotyczące spółek zarządzających lub inwestycyjnych, obligujące te podmioty do wprowadzenia procesów zarządzania ryzykiem w celu uniknięcia sytuacji, gdy podmioty te polegają wyłącznie na ratingach kredytowych.
EMIR	Odstąpienie od wymogu skorzystania przez CCP z ocen agencji ratingowych w procesie oceny ryzyka kredytowego. W przypadku bazowania na ratingach zewnętrznych, CCP jest zobligowane do przedłożenia analizy kontrolnej lub własnej oceny.
CRR oraz CRD IV	Przegląd metody standardowej, ukierunkowany o zobowiązanie banków do uzupełnienia oceny ratingowej własnym due diligence
Solvency II	Zakłady ubezpieczeń, wykorzystując ratingi zewnętrzne w celu wyznaczenia rezerw techniczno – ubezpieczeniowych i obliczenia kapitałowego wymogu wypłacalności zobligowane są do sprawdzenia stosowności ratingu poprzez dodatkowe oceny.

Zródło: Sprawozdanie Komisji dla Parlamentu Europejskiego i Rady dotyczące rozwiązań alternatywnych dla zewnętrznych ratingów kredytowych, sytuacji na rynku ratingów kredytowych, konkurencji i zarządzania w branży ratingów kredytowych, sytuacji na rynku ratingów instrumentów finansowych będących wynikiem sekurytyzacji oraz możliwości utworzenia europejskiej agencji ratingowej, Komisja Europejska, COM (2016), 664 final, Bruksela, 19.10.2016, s. 4-7.

Wydaje się, że istotnym krokiem w kierunku uniezależnienia metodologii estymacji wymogu kapitałowego od wysokości ratingów aktywów wchodzących w skład portfela, byłoby wprowadzenie wskaźnika dźwigni finansowej, kalkulowanego bez uwzględnienia wag. Koncepcja ta stanowi składową pakietu Bazylea III (wskaźnik dźwigni definiowany jest jako iloraz Kapitału Tier I oraz Ekspozycji kredytowej (bilansowej i pozabilansowej), lecz dopiero określenie dźwigni na relatywnie wysokim poziomie (i zbliżonym do aktualnie stosowanych wskaźników adekwatności kapitałowej, zawierających korektę wartości aktywów i pozycji pozabilansowych w zależności od ratingu) mogłoby doprowadzić do obniżenia znaczenia ratingów w ocenie ryzyka i estymacji kapitału regulacyjnego (UNCTAD 2015).

Zmiana filozofii działania regulatorów rynku jest zjawiskiem pożądanym, ale niewystarczającym z punktu widzenia wpływu agencji ratingowych na ryzyko systemowe. W dużo szerszym i głębszym zakresie niezbędne jest przekonanie inwestorów, aby ci nie podejmowali swoich decyzji wyłącznie w oparciu o ratingi, ale uzupełnili spektrum narzędzi oceny ryzyka o inne analizy (w tym analizy innych niż ryzyko kredytowe czynników ryzyka). Proces ten wymaga jednak dużo więcej czasu niż w przypadku organów nadzoru, zwłaszcza, że ratingi pełnią istotną rolę jako determinanty warunków kontraktowych, również na rynku prywatnym (Sy 2009, s. 24).

Ograniczenie zależności od ocen nadawanych przez agencje ratingowe odbywać może się dwutorowo. Z jednej strony będzie to przegląd regulacji prawnych oraz dokumentów wydanych przez organy nadzorcze pod kątem możliwości zastąpienia bezpośrednich odwołań do ratingów nadanych przez agencje ratingowe innymi sformułowaniami opisującymi pożądaną przez regulatora poziom ryzyka kredytowego lub poprzez nałożenie obowiązku sporządzenia analizy uzupełniającej. Ewentualnie możliwe jest też wykorzystanie (dodatkowo) innych wielkości opisujących syntetycznie ryzyko kredytowe. Zalicza się do nich między innymi:

Tabela 3.3. Alternatywy dla ratingu zewnętrznego

Alternatywne rozwiązanie	Potencjalne ograniczenia wykorzystania
Pomiar rynkowy (cena obligacji, marża, spread CDS)	Potencjalnie wysoka zmienność i podatność na manipulacje rynkowe
Wewnętrzne narzędzia oceny ryzyka kredytowego	Wysokie koszty implementacji oraz potencjalnie mniejsza porównywalność
Pomiary oparte na danych rachunkowych (wskaźnikowe)	Nie nadają się do oceny długu państwowego oraz instrumentów strukturyzowanych. Trudność w dostępie do danych spółek, które nie są notowane na giełdzie.
Klasyfikacja ryzyka krajów OECD	Ograniczone spektrum czynników ryzyka (głównie ryzyko polityczne i czynniki ryzyka z nim powiązane)
Ocena scoringowa dokonywana przez banki centralne (Centralne Rejestry Kredytowe oraz Centralne Bazy Danych Sprawozdań Finansowych)	Ograniczone pod względem geograficznym oraz klas aktywów (głównie papiery dłużne przedsiębiorstw) bazy danych. Również spektrum podmiotów uprawnionych do ww. informacji nie jest pełne.

Zródło: Sprawozdanie Komisji dla Parlamentu Europejskiego i Rady dotyczące rozwiązań alternatywnych dla zewnętrznych ratingów kredytowych, sytuacji na rynku ratingów kredytowych, konkurencji i zarządzania w branży ratingów kredytowych, sytuacji na rynku ratingów instrumentów finansowych będących wynikiem sekurytyzacji oraz możliwości utworzenia europejskiej agencji ratingowej, Komisja Europejska, COM (2016), 664 final, Bruksela, 19.10.2016, s. 7-9.

Z drugiej strony warto zwrócić uwagę na postulaty odnośnie do poszerzenia spektrum informacji, które inwestorzy powinni uwzględniać w swoich decyzjach. Zarządzanie ryzykiem bowiem to nie tylko pomiar poziomu maksymalnej straty, ale również analiza, kiedy ryzyko może się zmaterializować oraz na ile pomiar *ex ante* odpowiada wynikom *ex post*. Z tego między innymi powodu ważne jest, aby regulator zobowiązał agencje ratingowe do podawania (na wzór VaR) dodatkowych informacji na temat precyzji oszacowanych *ex ante* wyników (poziom istotności). Jednocześnie warto wdrożyć zasadę, że jeśli zasób informacji jest niewystarczający albo niepewność co do przyjętych założeń wysoka, takim instrumentom nie powinien być nadany rating. Finalnie ocena danej emisji zawierałaby następujące dane: rating (lub informacja o braku możliwości nadania wraz z uzasadnieniem),

informacja o precyzji podanego wyniku, ocena ryzyka płynności oraz ocena ryzyka rynkowego lub ewentualnie dodatkowo dane dotyczące instrumentów referencyjnych (w oparciu o które skonstruowano emisję papierów strukturyzowanych). Jest to o tyle istotne, że ceny rynkowe aktywów referencyjnych (oczywiście biorąc pod uwagę tzw. „normalną” zmienność) szybciej odzwierciedlają zmiany poziomu ryzyka kredytowego niż rating, zwłaszcza w przypadku emisji instrumentów strukturyzowanych (Altman, Öncü, Richardson, Schmeits oraz White 2010, s. 463). W tym kontekście warto dodać, że zgodne z oczekiwaniami poszerzenie spektrum informacji o emisji o wspomniane wcześniej dane niewątpliwie ułatwiłoby podejmowanie decyzji inwestorom, natomiast należy wspomnieć, że agencje ratingowe deklarują, iż specjalizują się wyłącznie w ocenie ryzyka kredytowego. Ewentualne wystandaryzowanie i narzucenie obowiązku prezentowania danych o ryzyku płynności lub rynkowym de facto spowodowałoby podział odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne pomiędzy agencje ratingową i organ nadzorczy, obligujący ją do podawania innych, poza ryzykiem kredytowym, informacji o papierze dłużnym. Ponadto typowe narzędzia pomiaru ryzyka płynności oraz ryzyka rynkowego odnoszą się do normalnej sytuacji rynkowej, nie przynosząc wiedzy na temat konsekwencji zaistnienia scenariusza ekstremalnego. Wreszcie nałożenie dodatkowych obowiązków na agencje ratingowe, zapewne nie przysłużyłoby się deoligopolizacji rynku. Być może szansą na rozproszenie rynku agencji ratingowych jest promowanie innego typu ocen, w tym na przykład bardziej zmiennych, ale szybko reagujących na zmiany poziomu ryzyka ratingów (tzw. point-in-time) w przeciwieństwie do ratingów nadawanych przez główne agencje ratingowe, które to oceny z założenia są stabilne, tzw. through-the-cycle (Altman, Öncü, Richardson, Schmeits oraz White 2010, s. 464) lub ocen syntetyzujących różne rodzaje ryzyka (np. ryzyko kredytowe, płynności i rynkowe).

Rozdział 4

Alternatywne koncepcje instytucjonalne ukierunkowane na ocenę ryzyka kredytowego sektora publicznego, przedsiębiorstw oraz strukturyzowanych instrumentów finansowych

4.1. Wybrane projekty utworzenia państwowych agencji ratingowych jako potencjalna alternatywa dla prywatnych agencji

Zaufanie do ratingów zostało silnie nadwyrężone poprzez szereg kontrowersyjnych decyzji agencji ratingowych, w tym przede wszystkim:

- nieprzewidzenie kryzysu azjatyckiego (1997-1998), meksykańskiego (1994-1995) i rosyjskiego (1998),
- zbyt późna reakcja Standard & Poor's, Moody's i Fitch Ratings na problemy ekonomiczno-finansowe spółki Enron – redukcja ratingu nastąpiła dopiero na dwa miesiące przed złożeniem wniosku o upadłość tego koncernu energetycznego,
- aprobowanie przez Standard & Poor's, Moody's i Fitch Ratings wysokich ocen strukturyzowanych instrumentów finansowych (pomimo systematycznego pogarszania się jakości instrumentów referencyjnych), co przyczyniło się do powstania i eskalacji globalnego kryzysu finansowego w latach 2007-2009,
- znaczące obniżenie oceny ratingowej banku inwestycyjnego Bear Stearns przez agencję Standard & Poor's dopiero niedługo przed ogłoszeniem decyzji J.P. Morgan o przejęciu upadającego banku,
- utrzymywanie przez wszystkie trzy wiodące agencje wysokich ocen ratingowych długu banku Lehman Brothers na kilka dni przed zgłoszeniem przez ten bank wniosku o rozpoczęcie postępowania upadłościowego, co ostatecznie miało miejsce w dniu 15 września 2008 roku,
- zbyt długi okres utrzymywania wysokich ratingów Tajlandii, Argentyny, Grecji, Portugalii, Irlandii oraz Islandii w sytuacji znacznych problemów budżetowych tych krajów,

-
- obniżenie ratingu Brazylii w momencie, gdy sytuacja gospodarcza w tym kraju zaczęła się poprawiać.

W kontekście zarysowanego powyżej problemu objawiającego się w niesatysfakcjonującej jakości ocen ratingowych oraz dyskusyjnej „linii obrony” przyjętej przez agencje ratingowe, jako cel przyjęto ustalenie, czy możliwe jest stworzenie alternatywnych koncepcji instytucjonalnych pozwalających na zmianę obowiązującego obecnie modelu oceny ryzyka kredytowego sektora publicznego, przedsiębiorstw i strukturyzowanych instrumentów finansowych przez agencje ratingowe przy zachowaniu istniejących mechanizmów funkcjonowania globalnych rynków finansowych oraz panującym systemie powiązań kapitałowych, organizacyjnych i personalnych między ich uczestnikami.

Istotnym utrudnieniem analizy są bardzo skomplikowane powiązania kapitałowe, organizacyjne i personalne występujące pomiędzy akcjonariuszami agencji ratingowych, funduszy inwestycyjnych, banków inwestycyjnych i samych instytucji nadzorczych. Trudno sobie jednocześnie wyobrazić sytuację, w której agencja ratingowa wystawia negatywne oceny spółkom należącym do jednego z głównych jej akcjonariuszy lub podmiotowi należącemu do tej samej grupy ekonomicznej. Symptomatyczny jest również fakt, iż w obecnych czasach, w których transparentność funkcjonowania spółek oraz poszanowanie praw akcjonariuszy mniejszościowych są przedstawiane jako jedne z najważniejszych mechanizmów nadzoru korporacyjnego, znaczna część największych inwestorów instytucjonalnych nie publikuje składu swojego akcjonariatu (Duff i Einig 2015).

Głównym inicjatorem zmian, mających na celu przełamanie dominującej pozycji amerykańskich agencji ratingowych poprzez wprowadzenie nowej instytucji oceniającej w sposób syntetyczny ryzyko kredytowe, jest Unia Europejska. Do najczęściej postulowanych propozycji należą:

- stworzenie w pełni niezależnej, niepublicznej Europejskiej Fundacji Ratingów Kredytowych (*European Credit Rating Foundation - ECRaF*),
- ustanowienie sieci europejskich agencji ratingowych na szczeblu krajowym i regionalnym, które powinny ze sobą współpracować i wejść w struktury partnerskie,

- zorganizowanie agencji ratingowej pod auspicjami Europejskiego Banku Centralnego oraz narodowych banków centralnych,
- uruchomienie prywatnej agencji ratingowej, której udziałowcami byłoby dwadzieścia pięć największych banków, prowadzących swoją działalność na terytorium unijnym.

Na chwilę obecną inicjatywy te są raczej zbiorem pomysłów niż konkretnymi projektami, które w dającej się przewidzieć perspektywie mogą zostać wdrożone w praktyce. Wszelkie tego typu koncepcje natrafiają bowiem na fundamentalne problemy wynikające z rozbieżności interesów państw członkowskich w aspektach dotyczących finansowania tych instytucji (zwłaszcza w fazie organizacji), kryteriów wyboru władz oraz sposobów podejmowania ostatecznych decyzji.

Innym rozwiązaniem instytucjonalnym jest stworzenie narodowych, silnych i wiarygodnych agencji ratingowych. Jedną z najważniejszych agencji tego typu jest chińska Dagong Global Credit Rating Co., Ltd. Została ona utworzona w 1994 roku jako wspólne przedsięwzięcie chińskiego banku centralnego People's Bank of China i State Economic and Trade Commission, która w okresie późniejszym została włączona do chińskiego Ministerstwa Handlu (agencja nie podaje aktualnych akcjonariuszy). Agencja ta, mająca wsparcie władz państwowych, zaczyna odgrywać coraz większą rolę. Zasadniczym przełomem było opublikowanie w 2010 roku ratingów pięćdziesięciu krajów świata, odpowiadających za 90% światowego PKB. Przyjęta metodyka, nadająca priorytetowe znaczenie realnej zdolności państwa do obsługi jego zadłużenia oraz możliwości zwrotu zaciągniętych kredytów i pożyczek, sprawiła, że Stany Zjednoczone i część krajów Unii Europejskiej otrzymały relatywnie niższe oceny w porównaniu z ratingami trzech amerykańskich agencji. Wprawdzie Dagongowi zarzucono stronniczość i upolitycznienie ratingów, to jednak nie zmienia to faktu, iż jej oceny odgrywają coraz większe znaczenie na rynku azjatyckim oraz stanowią ważny argument negocjacyjny w przypadku obsługi zadłużenia (Chiny należą obecnie do największych kredytodawców na rynkach światowych).

Państwem, które zdecydowało się na stworzenie agencji ratingowej przy udziale banku centralnego, jest Rosja. Geneva Analytical Credit Rating Agency – ACRA związana jest z brakiem akceptacji przez władze rosyjskie znacznej redukcji ratingu Rosji przez agencję Standard & Poor’s w lipcu 2015 roku. ACRA została założona 20 listopada 2015 roku jako spółka należąca do dwudziestu siedmiu udziałowców.

Tabela 4.1. Wykaz udziałowców Analytical Credit Rating Agency (ACRA)

Lp.	Nazwa udziałowca	Kraj	Kapitał [mln RUB]	Udział
1	Sistema JSFC	Rosja	111,112	3,70%
2	Alfa-Bank	Rosja	111,112	3,70%
3	Bank VTB	Rosja	111,112	3,70%
4	Bank Saint-Petersburg	Rosja	111,112	3,70%
5	Gazprombank	Rosja	111,112	3,70%
6	Renova Group	Rosja	111,112	3,70%
7	ONEXIM Group	Rosja	111,112	3,70%
8	Kommersant	Rosja	111,112	3,70%
9	Lider	Rosja	111,112	3,70%
10	Moscow Exchange MICEX-RTS	Rosja	111,112	3,70%
11	Credit Bank of Moscow	Rosja	111,112	3,70%
12	Non-State Pension Fund “BLAGOSOSTOYANIE”	Rosja	111,112	3,70%
13	Otkritie Holding	Rosja	111,112	3,70%
14	Promsvyazbank PJSC	Rosja	111,112	3,70%
15	Industrial Investors Group	Rosja/Wlk. Brytania	111,112	3,70%
16	Rosbank	Rosja	111,112	3,70%
17	Rosgosstrakh (RGS Group)	Rosja	111,112	3,70%
18	Russian Agricultural Bank	Rosja	111,112	3,70%
19	Ruver (O1 Group)	Rosja	111,112	3,70%
20	SAFMAR PENSIONS	Rosja	111,112	3,70%
21	Sberbank	Rosja	111,112	3,70%
22	Severstal	Rosja	111,112	3,70%
23	Sovcombank	Rosja	111,112	3,70%
24	TMK	Rosja	111,112	3,70%
25	FGC UES	Rosja	111,112	3,70%
26	Raiffeisen Bank	Austria	111,112	3,70%
27	UniCredit	Włochy	111,112	3,70%
Razem			3 000,02	

Źródło: opracowanie własne

Decyzje agencji mają być zatwierdzane przez Bank Rosji, który już ogłosił zaprzestanie korzystania z usług trzech największych amerykańskich agencji ratingowych.

Na chwilę obecną bardzo trudno jest oceniać, na ile działające agencje narodowe (chińska i rosyjska) spełniają postulat silnych i wiarygodnych agencji ratingowych, które mogłyby przełamać istniejący oligopol. Ostatecznym weryfikatorem ocen kredytowych będzie rynek, który skonfrontuje wystawiane oceny z rzeczywistą kondycją ekonomiczno-finansową instytucji sektora publicznego, przedsiębiorstw i strukturyzowanych instrumentów finansowych. Nie ulega jednak wątpliwości, iż podstawowym czynnikiem determinującym wiarygodność tych agencji będzie niezależność ich funkcjonowania.

Podobne inicjatywy tworzenia agencji ratingowych były przeprowadzane w innych krajach rozwijających się.

Tabela 4.2. Przykłady agencji ratingowych w wybranych krajach rozwijających się

kraj	nazwa	rok powstania	powiązania
Indie	Credit Rating Information Services of India Limited (CRISIL)	1987	Standard&Poor's-2005
	Small and Medium Enterprises Rating Agency of India Limited (SMERA)	2005	
	Credit Analysis & Research Limited (CARE)	1993	
	Onida Individual Credit Rating Agency of India (ONICRA)	1993	
	ICRA Limited	1991	Moody's
Izrael	Midroog Ltd.	2003	Moody's
	Standard&Poor's Maalot	1991	Standard&Poor's-1998
Korea Południowa	Korea Ratings	1983	Fitch - 2007
	Korea Investors Service, Inc.	1985	Moody's
	NICE Group	1986	
	Seoul Credit Rating Inc.	1992	
Malezja	Malaysian Rating Corporation Berhad	1996	
	RAM Rating Services Berhad	1990	Fitch
Turcja	Turkrating (Istanbul International Rating Services)	2006	
	Kobirate A.Ş -Kobirate International Credit Rating and Corporate Governance Service Inc.	2008	
	Saha A.Ş. - Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş	2005	
	Turkish Credit Rating A.Ş. - TCR Kurumsal Yonetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.S.	2007	

Źródło: opracowanie własne

W Polsce pierwszą próbą utworzenia agencji ratingowej było powołanie 8 listopada 1996 roku (wpis do rejestru handlowego 27.11.1996 r.), z inicjatywy Związku Banków Polskich i USAID, Środkowoeuropejskiego Centrum Analiz i Ratingu (Central European Rating Agency – CERA). Jej akcjonariuszami stało się 17 dużych instytucji finansowych. Agencja rozpoczęła swoją działalność w styczniu 1997 roku (pierwszy rating został nadany w październiku 1997 roku). W grudniu 1998 roku jej głównym akcjonariuszem została agencja Thomson Financial BankWatch, obejmując 43% udziałów, która to z kolei została przejęta w 2000 roku przez Fitch Ratings Inc. Agencja Fitch Ratings stała się strategicznym akcjonariuszem Centrum, zmieniając 15 lutego 2002 roku w KRS jego nazwę na Fitch Polska SA. 21 marca 2007 roku Dom Maklerski Penetrator SA zbył swoje

akcje na rzecz Fitch Ratings Ltd. Tym samym Fitch Ratings Ltd. stał się jedynym akcjonariuszem Fitch Polska SA. Ponadto w Polsce funkcjonują dwie agencje, które podlegają bezpośredniemu nadzorowi Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA):

- Eurorating sp. z o.o. – powstała 17 lipca 2012 roku (data wpisu do rejestru 07.09.2012 r.) w wyniku przekształcenia spółki M. Bajda Agencja ratingowa Eurorating spółka komandytowa oraz
- INC Rating sp. z o.o. - powstała 03 listopada 2014 roku (data wpisu do rejestru 22.12.2014 r.).

Kolejną próbę stworzenia agencji ratingowej (Instytutu Analiz i Ratingu) podjęła się także Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. Instytut został powołany 20.06.2014 r. Głównym jego celem jest podniesienie bezpieczeństwa krajowego rynku nieskarbowych papierów dłużnych, zwłaszcza w segmencie przedsiębiorstw małych i średnich. Zgodnie z założeniami utworzenie niezależnej instytucji powinno przyczynić do uwiarygodnienia polskiego rynku kapitałowego, a w szczególności podmiot ten powinien monitorować ryzyko kredytowe na rynku obligacji (GPW 2016). Zgodnie z informacją z listopada 2017 r. Instytut Analiz i Ratingu ma uzyskać wsparcie ze strony Polskiego Funduszu Rozwoju oraz Biura Informacji Kredytowej, dzięki czemu instytucja, po złożeniu wniosku i akceptacji go przez ESMA, będzie mogła nadawać ratingi (Business Insider Polska, 2017). Oferta polskiej agencji ratingowej ma być skierowana do krajowych małych i średnich spółek, dla których oceny zagranicznych agencji są relatywnie drogie lub oceny nie są wystawiane. Jednym z celów tworzonej agencji jest zatem ułatwienie oceny inwestorom, przede wszystkim tym mniej profesjonalnym, ryzyka inwestycji w obligacje komercyjne.

4.2. Idiosynkratyczny model agencji ratingowej

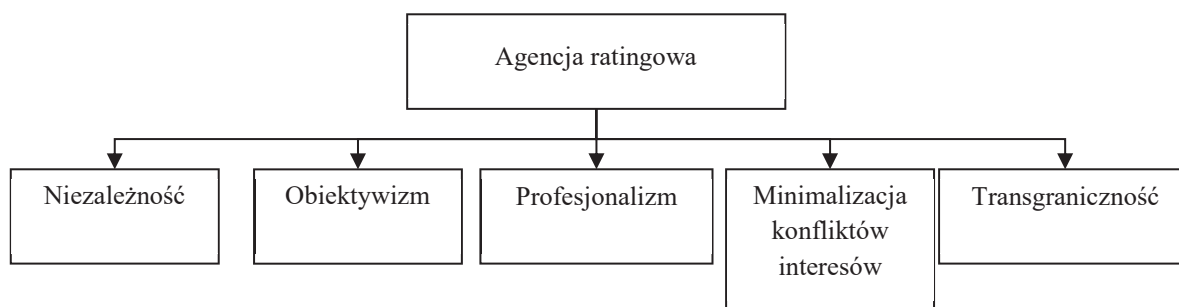
Dotychczasowe próby przełamania dominacji amerykańskich agencji ratingowych jednoznacznie pokazują jak wysokie są bariery wejścia na rynek usług ratingowych ze względu na wymogi kapitałowe, organizacyjne, jak i regulacyjne. Nie zmienia to jednak faktu, iż koncepcja stworzenia krajowej agencji ratingowej jest nie tylko zasadna, ale wręcz pożądana. Należałoby się jednak zastanowić nad

rozszerzeniem tworzonej koncepcji, opartej na ratingu małych i średnich firm, o dodatkowe elementy, takie jak:

- wykonywanie ocen w branżach, których działalność jest regulowana i podlega gwarancjom ze strony państwa lub jednostek samorządu terytorialnego (np. biur podróży),
- rozważenie wprowadzenia ratingów dla sektorów, w których konsumenci mogą uzyskiwać pomoc państwową (np. deweloperzy – programy wsparcia dla nabywców mieszkań, usługi medyczne – finansowanie części usług przez NFZ, etc.).

Niestety nie jest możliwe stworzenie takiej agencji bez wprowadzenia nowych regulacji. Niewątpliwie proces dostosowywania się do nowych wymogów generuje dodatkowe koszty dla firm objętych tego typu wymogami. Należy zwrócić jednak uwagę, iż oceny ryzyka kredytowego mogą przyczynić się do ograniczenia praktyk naruszających zbiorowe interesy konsumentów w najbardziej wrażliwych sektorach, a tym samym zredukować niekorzystne ich skutki dla klientów. Ponadto agencja dokonałaby klasyfikacji beneficjentów środków pomocowych, redukując liczbę przypadków nieuzasadnionej pomocy, a także kierując wsparcie do tych jednostek, które zorientowane są na rozwój, innowacje, pobudzanie aktywności ekonomicznej oraz stymulowanie efektów mnożnikowych i wzrostowych dla preferowanych sektorów gospodarki. Jedną z najistotniejszych kwestii związanych z alternatywną koncepcją instytucjonalną ukierunkowaną na ocenę ryzyka kredytowego sektora publicznego, przedsiębiorstw oraz ustrukturyzowanych instrumentów finansowych jest określenie docelowego modelu takiej agencji ratingowej oraz niezbędnych warunków, jakie powinny determinować jej funkcjonowanie (Schemat 4.1).

Schemat 4.1. Docelowy model agencji ratingowej



Źródło: opracowanie własne

Podstawowym warunkiem funkcjonowania agencji ratingowej jest jej niezależność od ingerencji rynkowych, politycznych i biznesowych, bez względu na ustaloną strukturę organizacyjną, sposób wyłaniania osób zarządzających i decydentów ratingowych oraz przyjęty model działalności. Niezależność powinna przejawiać się przede wszystkim w braku bezpośrednich i pośrednich powiązań personalnych, organizacyjnych i kapitałowych z ocenianymi podmiotami.

Kolejnym wymogiem jest obiektywizm wystawianych ocen ryzyka kredytowego. Pomimo deklaracji aktualnie istniejących agencji ratingowych, ich oceny bardzo często różnią się między sobą (Tabela 4.3)

Tabela 4.3. Zestawienie długoterminowych ratingów kredytowych w walucie obcej wybranych krajów w najważniejszych agencjach ratingowych (wg stanu na 07.08.2016 r.)

Wyszczególnienie	Standard&Poor's	Moody's	Fitch	Dagong	DBRS	R&I
Stany Zjednoczone	AA+	Aaa	AAA	A-	AAA	AAA
Chiny	AA-	Aa3	A+	AA+	A	A+
Rosja	BB+	Ba1	BBB-	A	---	---
Japonia	A+	A1	A	A-	A	AA+
Kanada	AAA	Aa3	AAA	AA+	AAA	---
Niemcy	AAA	Aaa	AAA	AA+	AAA	AAA
Hiszpania	BBB+	Baa2	BBB+	BBB+	A	BBB
Włochy	BBB-	Baa2	BBB+	BBB-	A	A
Portugalia	BB+	Ba1	BB+	BB	BBB	BB+
Grecja	B-	Caa3	CCC	CC	CCC	CC
Polska	BBB+	A2	A-	A	A	A-

Źródło: opracowanie własne

Duże rozbieżności w ocenach ratingowych (zwłaszcza Stanów Zjednoczonych i Rosji) trudno tłumaczyć jedynie inną metodyką przeprowadzanej oceny. Należy zwrócić uwagę, iż istnieje duża zależność między lokalizacją siedziby agencji a przyznanym ratingiem kredytowym dla macierzystego kraju agencji. Jeszcze trudniej zachować jest obiektywizm w przypadku ocenianych podmiotów (lub wyemitowanych przez nie papierów dłużnych), będących jednocześnie akcjonariuszami agencji ratingowych. Dlatego tak istotne znaczenie dla agencji ratingowej ma docelowa struktura akcjonariatu oraz znalezienie niezbędnych funduszy na uruchomienie całego projektu i pierwsze lata jego funkcjonowania.

Najbardziej kontrowersyjnym warunkiem prowadzenia działalności przez agencje ratingowe jest profesjonalizm osób decydujących o ratingach. Podstawową implikacją hipotezy rynku efektywnego jest teoremat, iż żadna grupa inwestorów nie jest w stanie, stosując konsekwentnie swoją strategię inwestowania, uzyskiwać wyższych stóp zwrotu od przeciętnych rentowności. B.G. Malkiel (2005) opiera na tym wymogu swoją definicję efektywności rynku. P.L. Bernstein (1998 s. 30), cytując A. Cowlesa III, stwierdza, iż „udzielanie płatnych porad rynkowych jest paradoksem. Ktoś, kto rzeczywiście posiadałby taką wiedzę, nie dzieliłby się nią z nikim. Po co miałyby to robić? Przecież w ciągu pięciu lat mógłby stać się najbogatszym człowiekiem na świecie. Po co miałyby o tym mówić?”. R.A. Brealey i

S.C. Myers (1999, s. 452) odnoszą tę zasadę także do naukowców, konstatując, iż “w rezultacie swych prac wielu badaczy stało się sławnych, ale żaden z nich nie został bogaty”. Dyskursy dotyczące inwestowania na rynku finansowym odnoszą się także do agencji ratingowych, których oceny bezpośrednio przekładają się na decyzje inwestorów. Należy zwrócić uwagę, iż również w tym przypadku reakcja inwestorów jest najsilniejsza na wydawane oceny przez trzy największe agencje amerykańskie (Shin i Moore 2008; Li i in., 2006; Covitz i Harrison 2003). Zachowanie rynku zdecydowanie zmieniło się jednak po spektakularnym upadku banku Lehman Brothers. Utrzymywanie nieadekwatnych ratingów przez największe agencje stanowiło znaczącą dywergencję w porównaniu z oceną kredytową CCC, wydaną dla wspomnianego banku inwestycyjnego przez agencję Egan-Jones Rating Co., sugerującą wysokie ryzyko niewypłacalności. Wprawdzie ocena ta została zignorowana przez rynek w tamtym okresie, to jednak zmieniła stosunek inwestorów do ratingów nadawanych przez mniej znane agencje (de Vincentiis i Pia, 2016). Po raz kolejny okazało się, że ważniejszą kwestią od renomy korporacji i ich udziału w rynku są wiedza, umiejętności i doświadczenie osób sporządzających ratingi oraz ich właściwa ocena aktualnej sytuacji rynkowej.

Zaproponowany system finansowania przez beneficjentów pomocy publicznej w znaczny sposób ogranicza konflikt interesów dotyczący modelu „emitent płaci”. Jeżeli warunkiem skorzystania ze środków publicznych byłby wymóg posiadania ratingu, wymusiłoby to na wnioskodawcach i jednostkach korzystających z różnych form pomocowych uzyskanie oceny ryzyka kredytowego. Ograniczyłoby to również w znaczny sposób liczbę wymaganych dokumentów, ponieważ wnioski pomocowe zawierają praktycznie wszystkie dane niezbędne do sporządzenia ratingu.

Przyznawanie ocen ratingowych uporządkowałoby także sytuację w branżach, które korzystają z systemów wsparcia swoich klientów. Ukierunkowanie pomocy poprzez wyeliminowanie podmiotów o najsłabszej kondycji ekonomiczno-finansowej, przyczyniłoby się do zwiększenia skuteczności instrumentów interwencjonizmu państwa, głównie poprzez harmonizację programów i warunków korzystania z pomocy, a także synchronizację rozwiązań ekonomicznych i

społecznych, zwiększających stopień efektywności wydawanych pieniędzy przez budżet państwa (wielokierunkowe działanie). Należy przy tym jednak uważać, aby pomoc ta nie przerodziła się w nadmierny protekcjonizm (zwłaszcza wobec wybranych uczestników rynku), ponieważ długookresowe skutki rządowych programów wspierania różnych sektorów gospodarki mogą okazać się negatywne dla innych grup społeczeństwa. Strumień kredytów preferencyjnych powinien być rozsądną interwencją państwa na wolnym rynku. Jego rolą jest aktywizacja ekonomiczna obszarów i beneficjentów najbardziej potrzebujących pomocy. Włączenie ratingów oceny ryzyka kredytowego do systemu wsparcia kredytów zaciąganych przez klientów wybranych branż gospodarki powinno także zmniejszyć ryzyko zaistnienia sytuacji, w których rządowe środki są przekazywane na wsparcie jednostek zagrożonych upadłością lub zarządzanych przez nieuczciwe osoby.

Podstawowym problemem jest również stworzenie realnego popytu na usługi świadczone przez agencje ratingowe i wystawiane przez nie ratingi. Wydaje się bowiem, iż obecne uwarunkowania oraz sposób wykorzystania ratingów są daleko niewystarczające, aby utrzymać funkcjonowanie tego typu agencji bez specjalnych zachęt lub wymogów regulacyjnych dla potencjalnych klientów. Nowa instytucja nie może być celem samym w sobie, ale powinna spełniać oczekiwania rynku.

Kolejnym warunkiem funkcjonowania agencji ratingowej jest transgraniczność jej funkcjonowania. Aktualnie żadna instytucja nadzorcza instytucji finansowych w Polsce nie bada kondycji ekonomiczno-finansowej zagranicznych akcjonariuszy polskich spółek. Tymczasem ocena taka wymaga ponadnarodowego spojrzenia na procesy zachodzące w sektorach finansowych. Jedynym pragmatycznym rozwiązaniem wydaje się zacieśnienie współpracy między agencjami ratingowymi, aktywnymi na rynkach zagranicznych w celu skorzystania z istniejących zasobów i niezbędnej wiedzy, co mogłoby umożliwić im prowadzenie szerzej zakrojonych działań, jak i konkutowanie z agencjami ratingowymi na szczeblu transgranicznym. Ze względu na brak jednakowych standardów nadzorczych i rachunkowych, ocena międzynarodowego holdingu finansowego

nastęcza wiele problemów. Analiza kondycji zagranicznego akcjonariusza przez pryzmat osiągniętych przez niego wyników jest bowiem daleko niewystarczająca.

Stworzenie alternatywnych koncepcji instytucjonalnych pozwalających na zmianę obowiązującego obecnie modelu oceny ryzyka kredytowego sektora publicznego, przedsiębiorstw i strukturyzowanych instrumentów finansowych przez agencje ratingowe przy zachowaniu istniejących mechanizmów funkcjonowania globalnych rynków finansowych oraz panującym systemie powiązań kapitałowych, organizacyjnych i personalnych między ich uczestnikami, jest bardzo trudne. Do najważniejszych wniosków, wynikających z przeprowadzonej analizy, można zaliczyć:

- w chwili obecnej nie jest możliwe zniwelowanie dominującej roli trzech najważniejszych amerykańskich agencji: Standard & Poor's, Moody's, i Fitch Ratings na rynku ratingów kredytowych (zwłaszcza na rynkach anglosaskich),
- dotychczasowe próby stworzenia unijnych agencji ratingowych są na etapie koncepcji teoretycznych, których wejście w życie uzależnione jest od szeregu czynników regulacyjnych, kapitałowych i organizacyjnych oraz popytowych,
- wydaje się, iż stworzenie idiosynkratycznej agencji ratingowej mogłoby przynieść wymierne korzyści dla emitentów, inwestorów, instytucji finansowych, kredytowych oraz konsumentów na rynku krajowym,
- jeżeli powołanie agencji ratingowej miałyby stanowić przeciwwagę dla istniejącego oligopolu, to wydaje się zasadne rozważenie stworzenia takiej struktury akcjonariatu, która w przyszłości utrudni przejęcie funkcjonującej instytucji przez jedną z trzech najważniejszych amerykańskich agencji, jak miało to miejsce w przeszłości w Polsce,
- podstawowym problemem jest również stworzenie realnego popytu na usługi świadczone przez agencje ratingowe i wystawiane przez nie ratingi. Wydaje się bowiem, iż obecne uwarunkowania oraz sposób wykorzystania ratingów są daleko niewystarczające, aby utrzymać funkcjonowanie tego typu agencji bez specjalnych zachęt lub wymogów regulacyjnych dla potencjalnych klientów,

-
- rozważenia wymaga wprowadzenie wymogu otrzymywania ratingu przez podmioty z branż, których działalność jest regulowana i podlega gwarancjom ze strony państwa lub jednostek samorządu terytorialnego (np. biura podróży),
 - zwiększenie efektywności instrumentów interwencjonizmu państwowego, a tym samym wzrost poziomu racjonalności wydatków publicznych można uzyskać poprzez wprowadzenie ratingów dla sektorów, w których konsumenci korzystają z pomocy państwowej (np. deweloperzy – programy wsparcia dla nabywców mieszkań, usługi medyczne – finansowanie części usług przez NFZ, etc.),
 - połączenie wymogu uzyskiwania ratingów kredytowych z zasadami przyznawania pomocy publicznej powinno przyczynić się do ograniczenia praktyk naruszających zbiorowe interesy konsumentów w najbardziej wrażliwych sektorach, a tym samym zredukować niekorzystne ich skutki dla klientów,
 - dokonana klasyfikacja beneficjentów środków pomocowych przez agencję ratingową, zmniejszyłaby liczbę przypadków nieuzasadnionej pomocy, a także ukierunkowała pomoc na te jednostki, które zorientowane są na rozwój, innowacje, pobudzanie aktywności ekonomicznej oraz stymulowanie efektów mnożnikowych i wzrostowych dla preferowanych sektorów gospodarki.

Zakończenie

Geneza powstania wiodących agencji ratingowych sięga XIX wieku, a rynek agencji ratingowych przybrał formę struktury rynkowej, nazywaną oligopolem już w pierwszej połowie wieku XX. Najważniejszymi przyczynami wysokiej koncentracji stały się w tym przypadku znaczące bariery wejścia, niska rozpoznawalność tzw. małych agencji ratingowych (i tym samym zainteresowanie ich ofertą), polityka nadzorcza i licencyjna prowadzona w Stanach Zjednoczonych oraz liczne fuzje i przejęcia. Mimo, iż globalny kryzys finansowy lat 2007 – 2009 nie był pierwszym, przed którym agencje nie skorygowały swoich dość optymistycznych ocen (tłumacząc się między innymi intencją zastosowania podejścia *through the cycle*), w okresie postkryzysowym w relatywnie niewielkim stopniu ograniczono ich wpływ na rynki finansowe. Dotyczy to w szczególności rynków anglosaskich, na których dążący do wysokiej dywersyfikacji portfeli inwestorzy instytucjonalni, nie są w stanie zastąpić ocen ratingowych wynikami własnych analiz. Oddziaływanie agencji ratingowych na rynki finansowe jest wciąż niezwykle istotne, gdyż redukcje ratingów (lub nawet zmiany ich perspektywy), mające w wielu przypadkach charakter masowy, mogą determinować wymuszoną wyprzedaż aktywów, oddziałując w ten sposób na spadek ich cen, jak również kreując problemy związane z pozyskaniem finansowania i jego ceną. Największe agencje ratingowe już od lat siedemdziesiątych XX wieku stosują model biznesowy, polegający na tym, iż emitent płaci za ocenę ratingową. To potencjalne źródło konfliktu interesów (potwierdzone między innymi wynikami badań wskazujących na częstsze przypadki obniżania ratingów niezamówionych niż zamówionych) wespół ze wspomnianym wpływem trzech wiodących agencji ratingowych na decyzje inwestorów i koniunkturę rynkową, czynią agencje ratingowe instytucjami o ważnym znaczeniu dla stabilności systemu finansowego.

Nie ulega wątpliwości, iż zmiany ratingów oraz ich perspektyw mają wpływ na stabilność finansową, charakteryzując się procyklicznością, zaś agencje ratingowe wciąż mogą być traktowane jako podmioty udzielające licencji regulacyjnej. Powyższe wynika z konstrukcji wielu regulacji nadzorczych o charakterze ilościowym, odwołujących się wprost do określonych poziomów

ratingów oraz wytycznych banków centralnych odnośnie do cech papierów wartościowych przyjmowanych jako zabezpieczenie. Mimo licznych inicjatyw na rzecz obniżenia zależności decyzji inwestycyjnych od ocen ratingowych, wynikających ze słusznej krytyki jakości decyzji agencji ratingowych w okresie poprzedzającym kryzys, w ramach Bazylei III odnaleźć można nowe odniesienia do ratingów zewnętrznych. Dotyczy to na przykład ilościowych norm płynności LCR i NSFR.

Samoregulacja, w przypadku której wystarczającym argumentem za poprawą jakości procesów oraz oferowanych produktów dla instytucji kreującej informację, wykorzystywaną następnie w procesie decyzyjnym, powinno być ryzyko reputacyjne, nie zdaje zatem egzaminu. Dlatego, w celu redukcji ryzyka systemowego, zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Unii Europejskiej, zdecydowano się na objęcie agencji ratingowych odpowiedzialnością cywilną. Powstała również potrzeba zdefiniowania ram regulacyjnych dla agencji ratingowych oraz intensyfikacji nadzoru nad nimi. Powyższe inicjatywy wpisują się w swego rodzaju filozofię organów nadzorczych, która realistycznie zakłada, iż skutki eliminacji ratingu z punktu widzenia stabilności finansowej byłyby zdecydowanie mniej korzystne niż objęcie szczegółowym nadzorem działalności agencji ratingowych, wprowadzenie systemu sankcji oraz przejrzystych procedur rejestracyjnych. Ponadto, rezygnacja z ratingów zburzyłaby modele biznesowe inwestorów instytucjonalnych na rynkach anglosaskich, prowadząc do wysoce prawdopodobnego pogorszenia się ich standingów. Korzyści z tytułu istnienia agencji ratingowych wykazać można zarówno na gruncie teoretycznym, jak i praktycznym. Obecność agencji ratingowej pełniącej rolę pośrednika informacyjnego pozwala na bardziej efektywną alokację kapitału na rynku długu niż w przypadku jej braku. Wynika to z faktu, że koszty ogółem jakie muszą ponieść poszczególni emitenci dla sygnalizacji potencjalnym inwestorom adekwatnej jakości projektów mogą być za wysokie, aby w efekcie emitenci byłiby skłonni zrealizować projekty poprzez rynek długu przy założonej granicznej stopie zwrotu. Ponadto na rynku długu występują silne przesłanki wskazujące na możliwość pełnienia przez agencje ratingowe funkcji monitoringu ryzyka i możliwości zwolnienia z tej funkcji

poszczególnych inwestorów. Aby jednak takie przesłanki mogły się urzeczywistnić, w działalności agencje ratingowe powinna występować odpowiednio wysoka ekspozycja na ryzyko utraty reputacji lub zwiększenie możliwości bezpośredniego oddziaływania interesariuszy na działalność agencji ratingowych. W konsekwencji, między innymi jako skutek decyzji o pozostawieniu ratingu na liście czynników determinujących poziom wymogów kapitałowych, determinant kształtujących strukturę portfeli inwestycyjnych, czy poziom wsparcia ze strony banku centralnego, agencje ratingowe pozostaną instytucjami ważnymi z punktu widzenia systemowego.

Co więcej, niezbędne wydaje się wprowadzenie wymogu otrzymywania ratingu przez podmioty z branż, których działalność jest regulowana, podlega gwarancjom państwa lub jednostek samorządu terytorialnego oraz takich, które korzystają z pomocy publicznej. Wykreowany w ten sposób popyt (wraz z zachętami regulacyjnymi) stworzyć może podstawy dla funkcjonowania nowych agencji ratingowych, które w przyszłości mogłyby stanowić realną alternatywę dla Wielkiej Trójki. Sukces tego rodzaju instytucji uwarunkowany jest spełnieniem takich warunków jak: niezależność, obiektywizm, transgraniczność, profesjonalizm oraz mniejszy zakres konfliktów interesów niż w przypadku aktualnie działających wiodących agencji.

Intencją Autorów monografii było uporządkowanie wiedzy na temat wpływu agencji ratingowych na stabilność finansową. Przeprowadzone analizy pozwalają na wskazanie pewnych luk badawczych dotyczących przedmiotowego zagadnienia. W szczególności pogłębienia wymagają badania nad zasadnością stworzenia międzynarodowej agencji ratingowej, związku między procesem uniezależniania regulacji nadzorczych od ocen ratingowych oraz motywacją agencji ratingowych do kreowania ocen spełniających wymogi stawiane ratingom wykorzystywanym w celach regulacyjnych oraz efektywności mechanizmów ograniczających konflikty interesów wbudowane w działalność agencji ratingowych.

Jeżeli agencje ratingowe mają spełniać wyznaczone im funkcje, to ze względu na specyficzny charakter swojej działalności oraz ich znaczenie na rynkach finansowych i kapitałowych, to nie mogą one same dostarczać argumentów

zaprzeczających temu statusowi i podważających ich reputację. Zaufanie, jakim emitenci i inwestorzy obdarzają agencje ratingowe, powinno przekładać się na przekonanie, iż instytucje te w ramach swojej działalności będą wykazywać się najwyższym poziomem profesjonalizmu, wiarygodności i bezstronności.

Bibliografia

1. A.M Best Company (2017): www.ambest.com
2. Adelson M. (2006): Rating Shopping – Now the Consequences, Nomura Fixed Income Research, www.markadelson.com/pubs/Rating_Shopping.pdf
3. Al-Sakka R., Gwilym O. ap, Tuyey N. V. (2014): The sovereign – bank rating channel and rating agencies' downgrades during the European crisis, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 49, part. B
4. Al-Sakka, R., Gwilym O. ap (2010a): Leads and lags in sovereign credit ratings, *Journal of Banking & Finance*, 34(11)
5. Al-Sakka, R., Gwilym O. ap. (2010b): Split sovereign ratings and rating migrations in emerging economies, *Emerging Markets Review*, 11(2)
6. Altman E. I., Sabri Öncü T., Richardson M., Schmeits A., White L. (2010): Regulation of Rating Agencies [w]: Acharya V.V., Cooley T.F., Richardson M.R., Walter I., *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, Wiley, New York University Stern School of Business, November
7. Amato J. D., Furfine C. H. (2003): Are credit ratings procyclical?, BIS Working Papers No 129, BIS, February, <https://www.bis.org/publ/work129.pdf>
8. Amir R. (2014): Endogenous timing in a mixed duopoly, *International Journal of Game Theory*, Vol 43
9. Bannier C.E., Hirsch C.W. (2010): The economic function of credit rating agencies – What does the watch list tell us?, *International Journal of Banking and Finance*, Vol. 34
10. Bappaditya M. (2004): Moral Hazard with Rating Agency: An Incentive Contracting Approach, *Annals of Economics and Finance*, vol. 5, issue 2
11. Bar-Isaac H., Shapiro J. (2013): Ratings quality over the business cycle, *Journal of Financial Economics* 108
12. Bartholomew P. (2013): Credit rating agencies and the sovereign debt crisis: performing the policies of creditworthiness through risk and uncertainty, *Review of International Political Economy*, Vol. 20, no. 4
13. Baum C. F., Karapava M., Schafer D., Stephan A. (2014): Credit rating agency downgrades and the Eurozone sovereign debt crisis, NBP Working Paper no. 177, Economic Institute NBP, Warszawa
14. Becker B., Milbourn T. (2008): How did increased competition affect credit ratings? Working Paper 09-051, Harvard Business School, <https://hbswk.hbs.edu/item/reputation-and-competition-evidence-from-the-credit-rating-industry>
15. Berg T., Koziol P. (2017): An Analysis of the Consistency of Banks Internal Ratings, *Journal of Banking and Finance*, 78.
16. Bernstein J. (1996): *Cykle geldowe*, WIG Press, Warszawa, 1996

-
17. Bernstein P. L. (1998): *Intelektualna historia Wall Street*, WIG-Press, Warszawa
 18. Bhatia, A. V. (2002): *Sovereign Credit Ratings Methodology: An Evaluation*, IMF Working Papers 02/170, International Monetary Fund
 19. BIS (2017): *Guidelines. Identification and management of step-in risk*, October, <file:///C:/Users/X001309/AppData/Local/Microsoft/Windows/INetCache/IE/H3JB0AFU/d423.pdf>
 20. Bolton P., Freixas X., Shapiro J. (2009): *The Credit Ratings Game*, NBER Working Papers Series, Working Paper 14712, February, <https://pdfs.semanticscholar.org/e10e/e4550a94010dadc2549e03d8255cd4c1b2bf.pdf>
 21. Bozovic M., Urosevic B., Zivkovic B. (2011): *Credit Rating Agencies and Moral Hazard*, *Panoeconomicus*, No 2
 22. Brealey R.A., Myers S.C. (1999): *Podstawy finansów przedsiębiorstw, tom I*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa
 23. Buffett, W. (2011): <http://www.bloomberg.com/news/articles/2011-02-18/buffett-says-pricing-power-more-important-than-good-management>
 24. Business Insider Polska (2017): *Polska agencja ratingowa w końcu wchodzi do gry*, <https://businessinsider.com.pl/finanse/inwestowanie/polska-agencja-ratingowa-zacznie-oceniac-obligacje/y9dc1hf>
 25. Byoun S. (2014): *Information content of unsolicited credit ratings and incentives of rating agencies: A theory*, *International Review of Economics and Finance*, Vol. 33
 26. Byoun S., Fulkerson J.A., Han S.H., Shin Y.S. (2014): *Are unsolicited ratings biased? Evidence from long-run stock performance*. *Journal of Banking and Finance* 2014, No. 42
 27. CAINZ (2016): *Credit Rating Agencies – Are They to judge?*, <http://cainz.org/2016/04/20/credit-rating-agencies-are-they-to-judge/>
 28. Candelon B., Gautier, A., Petit N. (2014): *Market Power in the Credit Rating Industry: State of Play and Proposal for Reforms*, *CPI Antitrust Chronicle*, January 2014 (2), <https://ssrn.com/abstract=2392989>
 29. Ching W. (2015): *Defining Reputational Risk*, *Risk Management Monitor*, <http://www.riskmanagementmonitor.com/defining-reputational-risk/>, 8 September
 30. Cichy J. (2015): *Agencje ratingowe w unijnych regulacjach prawnych. Dylematy zasadności ich wprowadzania*. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska*, Vol. XLVII, 3, Sectio H, Lublin
 31. Coffee J.C. (2011): *Ratings Reform: The Good, the Bad and the Ugly*, *Harvard Business Law Review*, 1(1)
 32. *Competition and Credit Rating Agencies* (2010), <https://www.oecd.org/competition/sectors/46825342.pdf>, DAF/COMP(2010)29
 33. Coval J., Jurek J., Stafford E. (2008): *Re-Examining the Role of Rating Agencies: Lessons from Structured Finance*, http://www.people.hbs.edu/estafford/papers/cjs_ratings.pdf, January

34. Covitz D.M., Harrison P. (2003): Testing Conflicts of Interest at Bond Rating Agencies with Market Anticipation: that Reputation Incentive Dominate, Board of Governors of the Federal Reserve System, No 2003-68, December
35. Credit Rating Agency Reform Act (2006): Public Law No 109-291, 120 Stat. 1327.
36. Czarny E., (2006): Mikroekonomia, PWE, Warszawa
37. Czarny E., Nojszewska E., (2000): Mikroekonomia, PWE, Warszawa
38. Darbellay, A. (2013): Regulating Credit Rating Agency, Edward Elgar Publishing, Cheltenham.
39. DBRS (2017): www.dbrs.com
40. de Vincentiis P., Pia P. (2016): Does the Market Trust Credit Rating Agencies after the Subprime Crisis? A Comparison between Major and Minor Agencies, Entrepreneurship, Business and Economics - Vol. 2, Eurasian Studies in Business and Economics, 3(2), March
41. De Vincentiis, P., Pia, P. (2017): Small Is Beautiful? A Comparison of Major and Minor Credit Rating Agencies Credibility, International Journal of Business Administration, 8(1).
42. Diamond D. W. (1984): Financial Intermediation and Delegated Monitoring, Review of Economic Studies Vol. 51, No. 3 (Jul., 1984), <http://isites.harvard.edu/fs/docs/icb.topic1002789.files/Week%207%20-%20October%2013/Diamond-Financial%20intermediation%20and%20delegated%20monitoring.pdf>
43. Doh-Shin J., Lovo S. (2012): Reputation as an Entry Barrier in the Credit Rating Industry, February 2012, http://idei.fr/sites/default/files/medias/doc/wp/2012/jeon_lovo.pdf
44. Dou J.L., Ye B. (2018): A note on Cournot Competition in Differentiated Oligopolies, Journal of Theoretical Economies, Vol. 18
45. Duff A., Einig S. (2015): Debt Issuer: Credit Rating Agency Relations and the Trinity of Solicitude: An Empirical Study of the Role of Commitment, Journal of Business Ethics, 129(3), July
46. Dziawgo D. (2010): Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym, PWE, Warszawa
47. Egan-Jones Ratings Company (2017): www.egan-jones.com
48. Erto F. (2014): The theory of endogenous market structures, Journal of Economic Surveys, Vol. 28, issue 5
49. ESMA (2011): <https://cerep.esma.europa.eu>
50. ESMA (2013): Wytyczne i zalecenia dotyczące zakresu rozporządzenia w sprawie agencji ratingowych, ESMA/2013/720, 17 czerwca
51. ESMA (2014a): ESMA consults on new CRA transparency requirements, Press Release, ESMA/2014/165, 11 February

-
52. ESMA (2014b): ESMA publishes draft RTS on CRA transparency requirements, Press Release, ESMA/2014/689, 24 June
 53. ESMA (2015): Competition and choice in the credit rating industry. Market share calculation required by Article 8d of Regulation 1060/2009 on Credit Rating Agencies as amended, 18 December 2015, ESMA/2015/1879
 54. ESMA (2016): ESMA to provide free credit ratings information to public, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1620_esma_to_provide_free_credit_ratings_information_to_public.pdf
 55. ESMA (2017a): Questions and Answers Implementation of the Regulation (EU) No 462/2013 on Credit Rating Agencies, ESMA33-5-87, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-5-87_questions_and_answers_on_the_implementation_of_the_regulation_eu_no_462_2013_on_credit_rating_agencies.pdf, March
 56. ESMA (2017b): Report on CRA Market Share Calculation, 20 December 2017| ESMA33-5-209,
 57. Europejski Trybunał Rozrachunkowy (2015): Nadzór UE nad agencjami ratingowymi – dobrze ugruntowany, ale jeszcze nie w pełni skuteczny, Sprawozdanie specjalne, Europejski Trybunał Rozrachunkowy, http://www.eca.europa.eu/Lists/ECADocuments/SR15_22/SR_ESMA_PL.pdf
 58. Farrell J.J., Harris C., Rowen Z. (2014): Current issues concerning credit rating agencies, *Journal of Taxation and Regulation of Financial Institutions*, Vol. 27, no. 6
 59. FCIC (2017): Financial Crisis Inquiry Commission, <https://fcic.law.stanford.edu/report>
 60. Fischer T. (2015): Market structure and rating strategies in credit rating markets – A dynamic model with matching of heterogeneous bond issuers and rating agencies, *Journal of Banking & Finance* 58
 61. Fitch Ratings (2017): www.fitchratings.com
 62. Flannery, M.J., Houston, J.F., Partnoy, F. (2010): Credit Default Swap Spreads as Viable Substitutes for Credit Ratings, *University of Pennsylvania Law Review*, 158(7).
 63. Frost C.A. (2009): Credit rating agencies in capital markets: a review of research evidence on selected criticisms of the agencies, *Journal of Accounting*, Vol. 15
 64. Gannon J.T. (2013): Let's help the credit rating agencies get it right: a simple way to alleviate a flawed industry model, *Annual Review of Banking and Financial Law*, Vol. 27
 65. Gayer A., (2017): Endogenous duopolies, *Economics Letters*, Vol. 159
 66. Gerotto F. (2016): When Competition is Bad: The Case of the Credit Rating Industry,
 67. Gomes P. (2015): Do credit rating agencies piggyback? Evidence from sovereign debt ratings, August 18, www.eco.uc3m.es/~pgomes/Papers/Piggybacking_280913.pdf

68. GPW(2016):
www.gpw.pl/wydarzenia/?ph_tresc_glowna_start=show&ph_tresc_glowna_cmn_id=53410
69. GTNEWS (2015): Have ratings agencies restored their reputation?, 11 December,
<https://www.gtnews.com/articles/have-ratings-agencies-restored-their-reputation/>
70. Guttler A., Wahrenburg M. (2007): The adjustment of credit ratings in advance of defaults,
Journal of Banking and Finance, Vol. 31
71. Han S.H., Pagano M.S., Shin Y.S. (2010): Rating Agency Reputation, The Global Financial
Crisis, and the Cost of Debt, 22nd September,
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1680084
72. Hansen, L.P. (2013): Challenges in Identifying and Measuring Systemic Risk, University of
Chicago, NBER, BFI Working Paper Series, 2012-012.
73. Hill P., Brooks R., Faff R. (2010): Variations in sovereign credit quality assessments across
rating agencies, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 34
74. Hirth S. (2014): Credit rating dynamics and competition, *Journal of Banking and Finance*,
Vol. 49
75. Holmstrom, B. (2008): Discussion of the Panic of 2007 by Gary Gorton, 14 October,
<http://isites.harvard.edu/fs/docs/icb.topic1002789.files/Week%2014%20-%20November%2029%20and%20December%201/Holmstrom-Discussion%20of%20the%20panic%20of%202007.pdf>
76. Hou D.S., Lardon A., Driessen T. S. H. (2017): Stackelberg Oligopoly TU-Games:
Characterization and Nonemptiness of the Core, *International Game Theory Review*, Vol. 19
77. HR Ratings de Mexico (2017): www.hrratings.com
78. <https://themarketmogul.com/when-competition-is-bad-the-case-of-the-credit-rating-industry/>
79. <https://www.oecd.org/competition/sectors/46825342.pdf>, DAF/COMP(2010)29
80. Hubler J., Louargant C. (2014): Do rating agencies' decisions impact stock risk? Evidence
from European markets., *European Journal of Finance*, Vol. 20, no. 11
81. Iannotta G., Nocera G., Resti A. (2013): Do investors care about credit ratings? An analysis
through the cycle., *Journal of Financial Stability*, Vol. 9
82. Iannotta G., Pennacchi G. (2014): Ratings-Based Regulation and Systematic Risk
Incentives,
<https://pdfs.semanticscholar.org/7e3e/2f1911d78d4034d845f8351ca030bb8493f3.pdf>
83. IOSCO (2003): IOSCO Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating
Agencies", A statement of the Technical Committee of the International Organization of
Securities Commissions, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf>, 25
September
84. IOSCO (2004): Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, The Technical
Committee of the International Organization of Securities Commissions, December,
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>

-
85. Jajuga K., Karaś M., Kuziak K., Szczepaniak W. (2017): Ryzyko systemu finansowego. Metody oceny i ich weryfikacja w wybranych krajach, Materiały i Studia nr 329, Narodowy Bank Polski, Warszawa
 86. JCR (2017): www.jcr.co.jp
 87. Jollineau S. J., Tanllu L. J., Winn A. (2014): Evaluating proposed remedies for credit rating agencies failures, *Accounting Review*, Vol. 89, no. 4
 88. Jovanovic B., Prat J. (2016): Reputation cycles, https://bfi.uchicago.edu/sites/default/files/research/cycles_reputation_19_bj_0.pdf
 89. Kamiński B., Latek M. (2016): On asymmetric Bertrand duopoly with price uncertainty, *International Journal of Economic Theory*, Vol. 12
 90. Karkowska R. (2012): Koszty ekonomiczne ryzyka systemowego na rynku finansowym, *Problemy Zarządzania* vol. 10, nr 4 (39), t. 1, s. 33 – 53
 91. Kashyap A. K., Kovrijnykh N. (2013): Who should pay for credit ratings and how? NBER Working Paper Series 18923, March, <http://www.nber.org/papers/w18923>
 92. Katz J., Salinas J. (2009): Credit Rating Agencies. No Easy Regulatory Solutions, “Crisis response. Public policy for the private sector”, The World Bank, No 53041, October
 93. Kiff J., Nowak S., Schumacher L. (2012): Are Rating Agencies Powerful? An Investigation into the Impact and Accuracy of Sovereign Ratings, IMF Working Paper WP/12/23
 94. Koleśnik J. (2010): Kształt nadzoru bankowego i regulacji nadzorczych w Unii Europejskiej i w Polsce, [w:] *Instrumenty i regulacje bankowe w czasie kryzysu*, red. J. Nowakowski, Difin, Warszawa
 95. Koleśnik J. (2013): Wpływ agencji ratingowych na bezpieczeństwo systemu bankowego, „Zarządzanie i Finanse”, nr 2, część 1, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk
 96. Komisja Europejska (2009): Approval of new Regulation will raise standards for the issuance of credit ratings used in the Community, Brussels, http://europa.eu/rapid/press-release_IP-09-629_en.htm, 23 April
 97. Komisja Europejska (2012a): Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2015/2 z dnia 30 września 2014r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących prezentacji informacji, które agencje ratingowe udostępniają Europejskiemu Urzędowi Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, Dz. U. L. 2/24 z 06.01.2015 r.
 98. Komisja Europejska (2012b): Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 446/2012 z 21 marca 2012 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących treści i formatu okresowych sprawozdań zawierających dane ratingowe, składanych przez agencje ratingowe do Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, Dz. U. L. 140 z 30.05.2012 r.

99. Komisja Europejska (2012c): Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 447/2012 z 21 marca 2012 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych poprzez ustanowienie regulacyjnych standardów technicznych dotyczących oceny zgodności metodyk sporządzania ratingów kredytowych, Dz. U. L. 140 z 30.05.2012 r.
100. Komisja Europejska (2012d): Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 448/2012 z 21 marca 2012 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących prezentacji informacji, które agencje ratingowe udostępniają w centralnym repozytorium utworzonym przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, Dz. U. L. 140 z 30.05.2012 r.
101. Komisja Europejska (2015a): Sprawozdanie Komisji dla Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie stosowności opracowania europejskiej oceny wiarygodności kredytowej państw, Bruksela, 23 października 2015 r., COM(2015) 515.
102. Komisja Europejska (2015b): Study on the Feasibility of Alternatives to Credit Ratings, Final Report, Bruksela.
103. Komisja Europejska (2016a): Rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2016/1799 z 7 października 2016 r. ustanawiające wykonawcze standardy techniczne dotyczące przyporządkowania ocen kredytowych wystawianych przez zewnętrzne instytucje oceny jakości kredytowej dla ryzyka kredytowego zgodnie z art. 136 ust. 1 oraz art. 136 ust. 3 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013, Dz.U. UE L 275/3 z 12.10.2016 r.
104. Komisja Europejska (2016b): Rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2016/1800 z dnia 11 października 2016 r. ustanawiające wykonawcze standardy techniczne dotyczące przyporządkowania ocen kredytowych wystawianych przez zewnętrzne instytucje oceny wiarygodności kredytowej do obiektywnej skali stopni jakości kredytowej zgodnie z dyrektywą Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE, Dz.U. UE L 275/19 z 12.10.2016 r.
105. Komisja Europejska (2016c): Rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2016/1801 z dnia 11 października 2016 r. w sprawie ustanowienia wykonawczych standardów technicznych dotyczących przyporządkowania ocen kredytowych wystawianych przez zewnętrzne instytucje oceny wiarygodności kredytowej w odniesieniu do sekurytyzacji zgodnie z rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013, Dz.U. UE L 275/27 z 12.10.2016 r.
106. Komisja Europejska (2016d): Sprawozdanie Komisji dla Parlamentu Europejskiego i Rady dotyczące rozwiązań alternatywnych dla zewnętrznych ratingów kredytowych, sytuacji na rynku ratingów kredytowych, konkurencji i zarządzania w branży ratingów kredytowych, sytuacji na rynku ratingów instrumentów finansowych będących wynikiem sekurytyzacji oraz możliwości utworzenia europejskiej agencji ratingowej, Bruksela, 19.10.2016 r., COM(2016) 664.

-
107. Komisja Europejska (2016e): Study on the State of the Credit Rating Market. Final Report, Markt/2014/257/F4/ST/OP, January, https://ec.europa.eu/info/publications/study-state-credit-rating-market_en
108. Kraft P. (2010): The Role of Rating Agencies and Conflicts of Interest: Evidence from Rating Agency Adjustments, University of Chicago, working paper
109. Kraft P. (2015): Do rating agencies cater? Evidence from rating – based contracts., *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 59, no. 2-3
110. Kroll Bond Rating Agency (2017): www.krollbondratings.com
111. Langhor H.M., Langhor P.T. (2008): The rating agencies and their credit ratings: what they are, how they work and why they are relevant, Wiley, New York
112. Langhor H.M., Langhor P.T. (2012): Credit Rating Analysis, in the Rating Agencies and their Credit Ratings: What They Are, How They Work, and Why They Are Relevant, John Wiley & Sons, Hoboken
113. Lawrence J. W. (2010): Markets. The Credit Rating Agencies., *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 24, no. 2
114. Leipold A. (2014): Private ratings, public regulations. Credit rating agencies and Global Financial Governance, *Politische Vierteljahresschrift*, Vol. 55, no. 4
115. Lekeas P., Stamatopoulos G. (2014): Cooperative oligopoly games with boundedly rational firms, *Annals of Operations Research*, Vol. 223
116. Li J., Shin Y.S., Moore W.T. (2006): Reactions of Japanese Markets to Changes in Credit Ratings by Global and Local Agencies, *Journal of Banking and Finance*, 30(3), March
117. Lowenstein R. (2008): Triple-A-Failure, *New York Times Magazine*, <http://www.nytimes.com/2008/04/27/magazine/27Credit-t.html>, 27 April
118. Lugo S., Croce A., Faff R. (2015): Herding behavior and rating convergence among credit rating agencies: evidence from the subprime crisis, *Review of Finance*, Vol. 19
119. Malik K. (2014): Is competition the right answer? A case of credit rating agencies, *The Public Sphere*, publicspherejournal.com/wp-content/.../06/4-Malik-Competit.pdf
120. Malkiel B.G. (2005): Reflections of the Efficient Market: 30 Years Later, *The Financial Review*, 40(1), February
121. Manso G. (2013): Feedback effect of credit ratings, *Journal of Financial Economics*, Vol. 109
122. Mariathasan, M., Merrouche, O. (2014): The Manipulation of Basel Risk-Weights, *Journal of Financial Intermediation*, 23(3).
123. Mathis J., McAndrews J., Rochet J-C (2009): Rating the Raters. Are Reputation Concerns Powerful Enough to Discipline Rating Agencies? 56 (5), *Journal of Monetary Economics*, Elsevier
124. Mathis J., McAndrews J.J., Rochet J.Ch. (2009): Rating the raters: Are reputation concerns powerful enough to discipline rating agencies?, *Journal of Monetary Economics*, No 5 (56), July

125. Matousek R., Stewart Ch. (2015): Is there a lead-lag relationship for country ratings, University of Kent, Working Paper No. 310 July
126. Mika A. (2010): Agencje ratingowe a kryzys subprime, *International Journal of Management and Economics* 27, Kolegium Gospodarki Światowej, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Lipiec, s. 249-265
127. Milidonis A. (2013): Compensation incentives of credit rating agencies and predictability of changes in bond and financial strength ratings, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 36
128. Möllers, M.J., Niedorf, C. (2014): Regulation and Liability of Credit Rating Agencies – A More Efficient European Law? *European Company and Financial Law Review*, 11(3).
129. Moody's (2017): Policy for Sovereign Ratings, Moody's Investors Service, https://www.moodys.com/uploadpage/Mco%20Documents/Policy_for_Sovereign_Ratings.pdf
130. Moody's Investors Service (2017): www.moodys.com
131. Morningstar Credit Ratings (2017): <http://ratingagency.morningstar.com>
132. Mullard M. (2012): The credit rating agencies and their contribution to the financial crisis, *The Political Quarterly*, Vol. 83, no. 1
133. Nava F. (2015): Efficiency in decentralized oligopolistic markets, *Journal of Economic Theory*, Vol. 157
134. Niedziółka P. (2013): Agencje ratingowe – instytucje wczesnego ostrzegania przed kryzysem czy podmioty destabilizujące rynki finansowe?, „Zarządzanie i Finanse” nr 2 cz.1, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa
135. Niedziółka P. (2017): Konflikty interesów wpisane w działalność agencji ratingowych oraz koncepcje ukierunkowane na ich pokonywanie, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania” nr 158, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
136. Oligopoly in a credit rating systemic market (2015): <https://www.marketline.com/blog/oligopoly-in-a-credit-rating-systemic-market/>
137. Ovodenko A., (2016): Governing Oligopolies: Global Regimes and Market Structure, *Global Environmental Politics*, Vol. 16
138. Parlament Europejski i Rada (2011): Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 513/2011 z dnia 11 maja 2011 r. dotyczące zmiany rozporządzenia (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych, Dz.U. L. 145 z 31.05.2011 r.
139. Parlament Europejski i Rada (2013): Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 462/2013 z dnia 24 maja 2013r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych, Dz. U. L. 146 z 31.05.2013 r.
140. Partnoy F. (2009): Historical Perspectives on the Financial Crisis: Ivar Kreuger, the Credit-Rating Agencies, and Two Theories about the Function, and Dysfunction, of Markets, Volume 26, Issue 2 *Yale Journal on Regulation*, Article 10, <http://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1293&context=yjreg>

-
141. Partnoy, F. (2009): Overdependence on Credit Ratings Was a Primary Cause of the Crisis, SSRN Electronic Journal, DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1427167>.
142. Petit N., Neyrick N. (2011): Credit Rating Agencies and Competition Law, CPI Antitrust Chronicle, August
143. Petit, N. (2011): Credit Rating Agencies, the Sovereign Debt Crisis and Competition Law, European Competition Journal, 7(3).
144. Plosser, M.C., Santos, J.A. (2018): Banks' Incentives and Inconsistent Risk Models, The Review of Financial Studies, 31(6).
145. Ponce J. (2012): The quality of credit ratings: A two-sided market perspective, Economic Systems, Vol. 36
146. Pym H. (2012): Do credit rating agencies threaten our financial stability?, 28 February, <http://www.bbc.com/news/business-17142170>
147. Rahim M.M. (2010): Credit rating agencies' roles have to be reassessed, Law and Financial Markets Review, Vol. 18
148. Rao T. V. S. R. (2015): Strategic Behaviour of Firms in Differentiated Oligopoly, International Journal of Applied Behavioral Economics, Vol. 4
149. Rhee R.J. (2014): Incentivizing credit rating agencies under the issuer pay model through a mandatory compensation competition, Banking and Financial Services Policy Report, Vol. 33, no. 4
150. Rhee R.J. (2015): Why Credit Rating Agencies Exist?, Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena SpA, 44(2)
151. Rodriguez, I.M., Dandapani, K., Lawrence, E.R. (2018): Measuring Sovereign Risk: Are CDS Spreads Better than Sovereign Credit Ratings? Financial Management.
152. Rösch D. (2012): Systemic Risk and Credit Ratings, 10 April, <https://research.mbs.ac.uk/accounting-finance/Portals/0/docs/Systematic%20Risk%20and%20Credit%20Ratings.pdf>
153. Ryan, J. (2012): The Negative Impact of Credit Rating Agencies and Proposals for Better Regulation, Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP) Working Paper, 1. Research Division EU Integration, German Institute for International and Security Affairs, Berlin.
154. Samuelson P.A., Nordhaus W.D. (2000): *Ekonomia 1*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa
155. Sangiorgi F., Spatt Ch. (2017): The Economics of Credit Rating Agencies, Foundations and Trends® in Finance, Vol. 12, No. 1, pp 1-116.
156. Scheinert Ch. (2016): The case for a European public credit rating agency, European Parliament Think Tank, [http://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=EPRS_BRI\(2016\)589865](http://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=EPRS_BRI(2016)589865)
157. Schroeder S. (2013): A template for a public credit rating agency, Journal of Economic Issues, Vol. XLVII, no. 2

158. SEC (2003): Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets, As required by Section 702(b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002, <https://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>, January
159. SEC (2008): Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies By the Staff of the Office of Compliance Inspections and Examinations Division of Trading and Markets and Office of Economic Analysis, <https://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf>, July
160. SEC (2015a): Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, US Securities and Exchange Commission, Washington, December, <https://www.sec.gov/ocr>
161. SEC (2015b): Summary Report of Commission Staff's Examinations of Each Nationally Recognized Statistical Rating Organization, US Securities and Exchange Commission, Washington, December, <https://www.sec.gov/ocr>
162. SEC (2017): Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, US Securities and Exchange Commission, Washington, December, <https://www.sec.gov/ocr>
163. Segal J. (2018): How to Break Up a Credit Ratings Oligopoly, <https://www.institutionalinvestor.com/article/b1b74shdr1pzjy/How-to-Break-Up-a-Credit-Ratings-Oligopoly>
164. Shin Y.S., Moore W.T. (2008): Effects of National Recognition on the Influence of Credit Rating Agencies: the Case of Dominion Bond Rating Service, *Financial Decisions*, 20
165. Spatt Ch. (2013): Credit Rating Agencies and Systemic Financial Risk, <http://www.ei.com/credit-rating-agencies-and-systemic-financial-risk-by-chester-spatt/>
166. Staikouras P.K. (2012): A Theoretical and Empirical Review of the EU Regulation on Credit Rating Agencies: In Search of Truth, Not Scapegoats, *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 21(2), May
167. Standard & Poor's (2017): www.spratings.com
168. Stopler A. (2009): Regulation of credit rating agencies, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 33
169. Sy A. N. R. (2009): The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets, IMF, WP/09/129, June
170. Tao A.Y., Wang X.H., Yang B.Z. (2018): Duopoly models with a joint capacity constraint, *Journal of Economics*, Vol. 125
171. Tichy G. (2011): Credit Ratings Agencies: Part of the Solution or Part of the Problem, *Intereconomics*, No. 46(5)
172. Trampusch, C. (2014): Why Preferences and Institutions Change: A Systematic Process Analysis of Credit Rating in Germany, *European Journal of Political Research*, 53(2).
173. Trouillet J. (2015): Credit rating agencies, shock and public expectations, https://basepub.dauphine.fr/bitstream/handle/123456789/15245/Article_CRA_Julien_Trouillet.pdf;sequence=1, February

-
174. UNCTAD (2015): Credit rating agencies: Junk status, United Nations Conference on Trade and Development, Policy Brief No 39, November, http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/presspb2015d13_en.pdf
175. Wako T., Ohta H., (2015): Bowley Duopoly Under Vertical Relations, *Pacific Economic Review*, Vol. 20
176. Weiss Hanley K., S. Nikolova (2014): The removal of credit ratings from capital regulation: implications for systemic risk, July, http://www.greta.it/credit/credit2014/PAPERS/Talks/Thursday/11_Hanley_Nikolova.pdf
177. Wen Z. (2014): Mixed pricing in oligopoly with limited monopoly, *Economics Letters*, Vol. 125
178. White, L.J. (2016): Credit Rating Agencies: An Analysis through the Lenses of Industrial Organization, Finance and Regulation, *Pacific Economic Review*, 21(2).
179. Wittenberg, T. (2015): Regulatory Evolution of the EU Credit Agency Framework, *European Business Organization Law Review*, 16(4).
180. Xia H. (2014): Can investor-paid credit rating agencies improve the information quality of issuer-paid rating agencies?, *Journal of Financial Economics*, Vol. 111
181. Yu W., Yu Y. (2018): The stability of Bayesian Nash equilibrium of dynamic Cournot duopoly model with asymmetric information, *Communication in Nonlinear Science and Numerical Simulation*, Vol. 63

www.nbp.pl

