

Paweł Niedziółka

Kolegium Ekonomiczno-Społeczne
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Konflikty interesów wpisane w działalność agencji ratingowych oraz koncepcje ukierunkowane na ich pokonywanie

Streszczenie

Celem niniejszego artykułu jest identyfikacja konfliktów interesów wpisanych w działalność agencji ratingowych oraz ocena, na ile wpływają one na jakość ocen wydawanych przez te instytucje. Jednocześnie weryfikacji poddano hipotezę o możliwości znalezienia rozwiązań, mieszczących się w spektrum wdrożonych rozważanych lub dyskutowanych w literaturze przedmiotu regulacji nadzorczych, które te konflikty załagodzą. Analiza przeprowadzona w badaniu uwzględnia również potencjalne negatywne efekty zewnętrzne (ang. *negative externality costs*) wynikające z zastosowania w praktyce działań redukujących konflikty interesów.

Słowa kluczowe: konflikt interesów, agencja ratingowa

Kody klasyfikacji JEL: F34, G01, G12, G14, G23

1. Wprowadzenie

Agencje ratingowe obarczane są współodpowiedzialnością za powstanie globalnego kryzysu finansowego, za którego symboliczną datę rozpoczęcia uważa się objęcie banku Lehman Brothers procedurą ochrony przed wierzycielami (tzw. Chapter 11), czyli 15 września 2008 r. Weryfikację jakości ocen nadawanych przez agencje ratingowe należy uznać za jedno z najważniejszych działań proaktywnych wobec wciąż wysokiego stopnia uzależnienia rynków finansowych oraz regulatorów rynków finansowych od ratingów. Jednocześnie stwierdzić można, że rosnącej niepewności na rynkach finansowych towarzyszy wzrost znaczenia zewnętrznych ocen w stosunku do okresu przedkryzysowego, gdy opinie agencji były do siebie bardzo zbliżone, odzwierciedlając optymistyczną opinię agencji ratingowych na temat przyszłej koniunktury na rynkach finansowych¹.

Celem niniejszego artykułu jest identyfikacja konfliktów interesów wpisanych w działalność agencji ratingowych oraz ocena, na ile wpływają one na jakość wydawanych przez te instytucje ocen. Jednocześnie weryfikacji poddano hipotezę o możliwości znalezienia rozwiązań, mieszczących się w spektrum wdrożonych, rozważanych lub dyskutowanych w literaturze przedmiotu regulacji nadzorczych, które te konflikty załagodzą. Analiza przeprowadzona w badaniu uwzględnia również potencjalne negatywne efekty zewnętrzne (ang. *negative externality costs*) wynikające z zastosowania w praktyce działań redukujących konflikty interesów.

2. Rola agencji ratingowych na rynkach finansowych – przegląd literatury przedmiotu

Literatura przedmiotu dedykowana działalności agencji ratingowych w znaczącym zakresie koncentruje się wokół genezy powstania modeli biznesowych najważniejszych uczestników tego rynku oraz wokół procesu oligopolizacji rynku². Innym istotnym przedmiotem badań jest procykliczność ocen ratingowych oraz

¹ Por. P. Niedziółka, *Agencje ratingowe – instytucje wczesnego ostrzegania przed kryzysem czy podmioty destabilizujące rynki finansowe?*, „Zarządzanie i Finanse” 2013, nr 2, cz. 1, s. 395–405.

² Por. np. H.M. Langhor, P.T. Langhor, *The Rating Agencies and Their Credit Ratings: What They Are, How They Work and Why They Are Relevant*, Wiley, New York 2008, s. 384–411.

wpływ agencji ratingowych na zmienność cyklu koniunkturalnego³ oraz potrzeba objęcia nadzorem tego typu instytucji⁴. Wreszcie do szeroko poruszanych problemów w piśmiennictwie ekonomicznym zalicza się wpływ zmian ratingów na spready obligacji czy zmienność rynków akcji⁵.

Agencje ratingowe uznano za instytucje, które w znaczącym stopniu przyczyniły się do powstania globalnego kryzysu finansowego. Ze względu na skalę ich działalności, znaczenie ratingów w procesach tworzenia regulacji nadzorczych, oligopolistyczną strukturę rynku oraz realny wpływ na powstanie i eskalację kryzysu subprime, agencje ratingowe uważane są za podmioty istotne systemowo, wymagające nadzoru⁶. Wśród powodów masowego zawyżania ocen ratingowych, zwłaszcza w okresie fazy wzrostu cyklu koniunkturalnego, wymienia się konflikty interesów wbudowane w działalność agencji ratingowych. J. Ryan rozwiązań tego problemu nie dostrzega w zmianie modelu biznesowego z „issuer pays” na „investor pays”, ale raczej akcentuje konieczność uniezależnienia decyzji agencji ratingowych zarówno od inwestorów, jak i emitentów⁷. Z kolei E. Nastegard zwraca uwagę na różnorodność konfliktów interesu wpisanych w działalność agencji ratingowych oraz potrzebę ich klasyfikacji na te, które powinny być zakazane oraz dozwolone, o ile agencja ujawnia je i posiada skuteczne procedury zarządzania nimi⁸. L. Bai wskazuje na dwa poziomy powstawania konfliktów interesu: analityka oceniającego dany podmiot oraz agencji ratingowej, przy czym regulacje wprowadzane w Stanach Zjednoczonych na początku drugiej dekady XXI w. (w tym Dodd-Frank Act) nie w pełni adresują problem zarządzania konfliktami interesów na poziomie instytucji⁹. Analiza

³ S. Hirth, *Credit Rating Dynamics and Competition*, „Journal of Banking and Finance” 2014, vol. 49, s. 100–112.

⁴ E.I. Altman, T. Sabri Öncü, M. Richardson, A. Schmeits, L. White, *Regulation of Rating Agencies*, w: *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, red. V.V. Acharya, T.F. Cooley, M.R. Richardson, I. Walter, Wiley, New York University Stern School of Business, New York 2010, s. 456–460.

⁵ Por. np. I.D. Dichev, J.D. Piotroski, *The Long-Run Stock Returns Following Bond Ratings Changes*, „The Journal of Finance” 2001, vol. 56, no. 1, s. 173–203; E. Choy, S. Gray, V. Raganathan, *Effect of Credit Rating Changes on Australian Stock Returns*, „Accounting & Finance” 2006, 46, s. 755–769.

⁶ Por. M. Mullard, *The Credit Rating Agencies and Their Contribution to the Financial Crisis*, „The Political Quarterly” 2012, vol. 83, no. 1, s. 77–95.

⁷ J. Ryan, *Negative Impact of Credit Rating Agencies and Proposals for Better Regulation*, Working Paper FG1 2012, nr 01, SWP Berlin, s. 8, 10.

⁸ E. Nastegard, *The Regulation of Conflicts of Interest in the Credit Rating Industry*, Nordic & European Company Law Working Paper 2017, no. 16–18, s. 3.

⁹ L. Bai, *On Regulating Conflicts of Interest on the Credit Rating Industry*, Legislation and public policy, New York University Journal of Legislation and Public Policy 2010, vol. 13, s. 259.

przedstawiona w niniejszym artykule wpisuje się w nurt badań nad konfliktami interesu wpisanymi w działalność agencji ratingowych, obejmując jednocześnie propozycję metod zarządzania nimi.

3. Konflikty interesów wpisane w działalność agencji ratingowych

Do głównych obszarów, kreujących konflikty interesów w działalności agencji ratingowych, zaliczyć należy:

- zaangażowanie analityków oceniających spółkę (emisję papierów dłużnych) w procesy marketingowe i sprzedażowe,
- uzależnianie ocen ratingowych od skorzystania (lub nie) z innych usług agencji ratingowej,
- powiązania agencji ratingowej lub osób przez nią zatrudnionych z instytucjami gwarantującymi emisje ocenianych papierów wartościowych oraz ocenianymi podmiotami,
- system wynagradzania agencji ratingowej w modelu „issuer pays”.

O konfliktach interesów i naciskach na analityków, aby *de facto* reprezentowali sprzedażowy punkt widzenia, informował amerykańską Komisję ds. Wyjaśnienia Przyczyn Kryzysu Finansowego M. Froeba, jeden z kierujących agencją Moody's, odpowiedzialny za rynek instrumentów pochodnych. W swoich zeznaniach wymienił następujące praktyki, skutkujące finalnie obniżeniem jakości ocen ratingowych¹⁰:

- od 2000 r. kadra kierownicza agencji otrzymywała opcje na akcje Moody's i/lub część wynagrodzenia bezpośrednio w akcjach, co wymuszało presję na wzrost ich wartości poprzez powiększanie udziału w rynku, kosztem pogorszenia jakości ocen¹¹,

¹⁰ Testimony of Mark Froeba PF2 Securities Evaluations, Inc. before The Financial Crisis Inquiry Commission, New York, June 2, 2010, <https://fcic.law.stanford.edu/hearings/testimony/credibility-of-credit-ratings-the-investment-decisions>, s. 3–4.

¹¹ Próba odebrania przez Fitch części udziału w rynku agencjom Moody's oraz S&P okazała się studium przypadku dla analizy wpływu wzrostu konkurencji na jakość ocen ratingowych. Intencja zwiększenia udziału w rynku przez Fitch w okresie bezpośrednio poprzedzającym eskalację kryzysu przyniosła skutek w postaci liberalizacji (dokonanej przez wszystkie agencje ratingowe) zasad oceny emisji i inflacji ocen oraz redukcji zakresu informacji towarzyszącej ratingowi. Jednocześnie obniżyła się korelacja między ratingami i stopami zwrotu oraz zdolność predykcyjna ratingów – por. B. Becker, T. Milbourn, *How Did Increased Competition Affect Credit Ratings?*, Working Paper 09–051, Harvard Business School, Boston 2010, s. 2, http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/09-051_13e0275c-

- wywieranie presji (zagrożenie utratą pracy, degradacją, brakiem premii itp.) na analityków, aby ci wydawali rekomendacje zgodne z oczekiwaniami organizatorów emisji papierów dłużnych (banków inwestycyjnych),
- zacieśnienie współpracy z bankami inwestycyjnymi (organizatorami emisji ocenianych podmiotów) oraz wzajemne uzgodnienia, skutkujące zmianami ratingów oraz metodologii, a także przesuwaniem dyskusyjnych przypadków do jednostek o bardziej liberalnym podejściu,
- wymuszanie od kierujących zespołami analitycznymi uzasadnień, dlaczego agencja nie podjęła się nadania ratingu (lub nie wygrała konkurencji z innymi podmiotami), który ostatecznie został przyznany przez inną agencję ratingową.

Biorąc pod uwagę niekorzystny wpływ włączania analityków w praktyki sprzedażowe, uzależniania ich wynagrodzenia od wyników biznesowych (a nie od jakości pracy) oraz wywierania presji na rekomendacje zgodne z oczekiwaniami klientów, SEC zobowiązał agencje ratingowe do takiego dostosowania swoich struktur organizacyjnych, aby odseparować proces sprzedażowy od procesu nadawania ratingu. Intencją takiego rozwiązania wydaje się być kwestia konieczności zbudowania systemu motywacji dla analityków oceniających emisje/spółki na podstawie innych kryteriów niż dochód osiągany przez agencję z tytułu przyznawania ratingów przy jednoczesnym zachowaniu bodźców do pozyskiwania nowych klientów i maksymalizacji dochodu. Z tych powodów niezbędne jest odseparowanie pionu sprzedaży od pionu analitycznego. Pewne wyjątki dopuszczane są wyłącznie w odniesieniu do mniejszych agencji ratingowych, aby koszty reorganizacji nie osłabiły ich pozycji konkurencyjnej i nie pogłębiły oligopolizacji rynku.

Ważnym obszarem regulacji działalności agencji ratingowych jest wskazanie nadużyć występujących w praktyce działalności niektórych agencji ratingowych oraz zobowiązanie agencji ratingowych do monitorowania procesów w nich zachodzących pod kątem identyfikacji nieuczciwych praktyk, wśród których wymienia się:

- uzależnienie nadania ratingu lub jego weryfikacji od skorzystania z innych produktów lub usług oferowanych przez agencję ratingową (chodzi zwłaszcza o wstępne opinie, dające pogląd na temat prawdopodobnej ostatecznej oceny ratingowej lub usługi doradcze)¹²,

-a3a4-48bd-a86a-2324d5d70b57.pdf, dostęp 3.03.2017; P. Bolton, X. Freixas, J. Shapiro, *The Credit Ratings Game*, NBER Working Papers Series, Working Paper 14712, February 2009, s. 6; <https://pdfs.semanticscholar.org/e10e/e4550a94010dacd2549e03d8255cd4c1b2bf.pdf>, dostęp 19.02.2017.

¹² Powszechną praktyką w okresie poprzedzającym kryzys było przekazywanie przez agencję ratingową ocen indykatywnych. Jeśli instytucja ubiegająca się o rating nie była usatysfakcjonowana

- obniżenie ratingu, zagrożenie obniżeniem ratingu lub odmowa nadania ratingu dla wybranej transzy papierów strukturyzowanych, jeśli agencja nie ocenia innych transz,
- opcję odstąpienia od standardowych procedur, jeśli oceniany podmiot zdecyduje się na skorzystanie z dodatkowych produktów agencji ratingowej.

Należy jednocześnie zauważyć, że wymienione powyżej przykłady, stanowiące w rzeczywistości *involuntary cross-selling*¹³ odnoszą się nie tylko do bezpośrednich relacji pomiędzy agencją ratingową a ocenianym podmiotem, lecz także związków pomiędzy instytucjami wchodzącymi w skład ich grup kapitałowych. Powyżej wskazane praktyki zostały zakazane nowelizacjami Securities Exchange Act z 1934 r.¹⁴.

SEC wskazuje również na potencjalny konflikt interesu wynikający z zatrudniania w agencji ratingowej osób, które wcześniej pracowały w ocenianych podmiotach. Informacje o wszelkich przypadkach osób, które w ciągu ostatnich 5 lat znalazły zatrudnienie w ocenianych podmiotach lub instytucjach gwarantujących emisję ocenianych walorów powinny być przekazywane SEC, o ile w ciągu 12 miesięcy przed takim zatrudnieniem przyznano rating i osoba ta pełniła w agencji ratingowej istotną funkcję, zwłaszcza w ramach procesu nadawania ratingu podmiotowi, w którym znalazła zatrudnienie.

Konflikt interesów powstaje również w przypadku, gdy agencja ratingowa posiada akcje ocenianego podmiotu. Kwestie te zostały uregulowane w ramach CRA III¹⁵, w którym to rozporządzeniu zawarto następujące ograniczenia ilościowe oraz wymóg ujawniania informacji o powiązaniach kapitałowych¹⁶:

ww. oceną, mogła udać się do innej agencji ratingowej, negocjować z agencją podającą ocenę wstępną lub odstąpić od ratingu – por. wypowiedź D. Levy (Senior Managing Director, Moody's) w H. Pym, *Do Credit Rating Agencies Threaten our Financial Stability?*, 28 February 2012, <http://www.bbc.com/news/business-17142170>, dostęp 18.04.2017.

¹³ Pojęcie *involuntary cross-selling* wywodzi się z bankowości detalicznej, gdy bank warunkuje przyznanie kredytu od skorzystania przez klienta z dodatkowych usług (karta kredytowa, ubezpieczenie, zakup jednostek funduszy inwestycyjnych), zwykle na niekorzystnych (nierynkowych) warunkach – por. C. Borio, W.C. Hunter, G. Kaufman, K. Tsatsaronis, *Market Discipline Across Countries and Industries*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London 2004, s. 179.

¹⁴ Securities Exchange Act of 1934, Pub. L. 73–291, 48. Stat. 881. Title I Sec. 15E as added Pub. L. 109–291, Sec. 4(a), Sept. 29 2006, 120 Stat. 1329; amended Pub. L. 111–203, Title IX Secs. 932(a), 933(a), 935, July 21, 2010, 124 Stat. 1872, 1883, 1884.

¹⁵ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 462/2013 z dnia 24 maja 2013 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych, Dz.U. L 146 z 31.05.2013 r.

¹⁶ *New Rules on Credit Rating Agencies (CRAs) Enter into Force – Frequently Asked Questions*, http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-571_en.htm, dostęp 19.10.2017.

- zakaz posiadania przez agencję ratingową więcej niż 10% akcji lub udziałów w ocenianym podmiocie lub analogicznie zakaz wystawiania ratingu podmiotowi, w którym agencja posiada więcej niż 10% głosów¹⁷,
- zobowiązanie do upublicznienia informacji o przekroczeniu 5-procentowego progu (w kapitale lub głosach na WZA) w odniesieniu do akcji ocenianego podmiotu.

Konfliktem interesów obarczona jest również sytuacja, w której agencja ratingowa oceniałaby swojego akcjonariusza – takie działanie jest dopuszczalne, natomiast spełnienie wymogów niezależności możliwe tylko wtedy, gdy akcjonariusz dysponuje odpowiednio małym pakietem akcji agencji ratingowej.

Rozwiązaniem ukierunkowanym na zwiększenie niezależności agencji ratingowych i ich pracowników jest rotacja agencji ratingowych oceniających dany podmiot oraz portfeli analityków ratingowych. W przypadku ratingów zamówionych CRA III wprowadziła zasadę, że na rzecz danego podmiotu określona agencja ratingowa nie może świadczyć usług przez okres dłuższy niż 3 lata lub nie dłużej niż przez rok, jeśli ocena dotyczy więcej niż 10 kolejnych emisji instrumentów dłużnych danego emitenta. Powyższa zasada dotyczy ratingów zamówionych (ang. *solicited ratings*). Jeśli co najmniej dwie agencje ratingowe oceniają daną emisję/podmiot, zasada obligatoryjnej rotacji odnosi się tylko do jednej agencji ratingowej, tym niemniej maksymalny okres ciągłej współpracy z daną agencją ratingową nie może być w tym przypadku dłuższy niż 6 lat. Odrębną kwestię stanowi obligatoryjna rotacja analityków odpowiedzialnych za ocenę danego podmiotu. Główny analityk nie powinien uczestniczyć w sporządzaniu oceny ratingowej przez okres dłuższy niż 4 lata. Konfliktem interesów obarczone jest również świadczenie usług konsultingowych na rzecz ocenianych podmiotów. Obok opisanego wcześniej wymogu postawienia „chińskich murów” pomiędzy działami agencji ratingowych odpowiedzialnymi za doradztwo i nadanie ratingu, rozporządzenie CRA III wprowadziło zakaz świadczenia usług doradczych dla udziałowców agencji ratingowych, posiadających co najmniej 5% kapitału lub praw głosu¹⁸.

Jednym z najważniejszych konfliktów interesów wpisanych w model biznesowy działalności agencji ratingowych jest zasada „issuer pays”. Reguła „issuer pays” w latach 70. XX w. zastąpiła model „subscriber pays”¹⁹. Należy jednocześnie

¹⁷ Por. J. Cichy, *Agencje ratingowe w unijnych regulacjach prawnych. Dylematy zasadności ich wprowadzenia*, *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska*, vol. XLVII, 3, Sectio H, Lublin 2013, s. 91–98.

¹⁸ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX:52011PC0747>, dostęp 21.03.2017.

¹⁹ Por. Credit Rating Controversy, <http://www.cfr.org/financial-crises/credit-rating-controversy/p22328>, dostęp 30.11.2017. Zmiana modelu finansowania agencji ratingowych związana była

wspomnieć, że aktualnie powszechnie dostrzegalny konflikt interesów wbudowany w model „issuer pays” przez pierwsze ok. 30 lat swego funkcjonowania nie był oczywisty z następujących powodów:

- agencje ratingowe oceniały dość proste w swej konstrukcji instrumenty dłużne (ang. *plain vanilla instruments*) i zawyżenie oceny byłoby dość szybko dostrzeżone przez uczestników rynków (za pomocą własnych modeli oceny ryzyka mogliby oni w obiektywny sposób sprawdzić oszacowanie dokonane przez agencje ratingową), co finalnie oznaczałoby erozję reputacji agencji ratingowej, która jest dla niej największym kapitałem,
- rynek organizatorów emisji był dosyć rozdrobniony, więc koszty utraty reputacji znacznie przewyższały koszty utraty klienta.

Sytuacja znacząco zmieniła się wraz z rozwojem sekurytyzacji oraz emisji papierów strukturyzowanych (rynek organizatorów silnie skoncentrowany, wysokie stawki za nadawane oceny, duża doza subiektywizmu w zakresie przyjętych do wyceny założeń). Zważywszy na powyższe istotnie wzrosło ryzyko zawyżania przez agencję ratingową oceny ze względu na obawę przed utratą klienta (emitenta) przy jednoczesnej redukcji ryzyka utraty reputacji. W modelu „issuer pays” agencje ratingowe mają tendencję do nadawania ratingów wyższych niż wynikałoby z przyjęcia konserwatywnych założeń odnośnie do współczynników korelacji między zdarzeniami *default* ekspozycji referencyjnych w celu zbudowania długookresowych relacji biznesowych, emitenci zaś faworyzują takie relacje ze względu na efekt *lock-in*, zgodnie z którym zmiana agencji ratingowej może kreować obawy inwestorów w odniesieniu do standingu finansowego emitenta²⁰.

Mimo jednak słów krytyki pod adresem wspomnianej reguły oraz zaostreżenia polityki regulacyjno-nadzorczej w odniesieniu do agencji ratingowych, „issuer

z tzw. kryzysem *commercial papers* w Stanach Zjednoczonych, wywołanym bankructwem spółki Penn Central Transportation. Podmioty, których krótkoterminowe finansowanie bazowało w głównej mierze na rynku *commercial papers*, chcąc zachęcić inwestorów do nabywania emitowanych przez siebie papierów dłużnych, same zamawiały ratingi, płacąc za nie. Agencje ratingowe (tzw. Wielka Trójka) wykorzystywały to zapotrzebowanie, które zbiegło się w czasie z wprowadzeniem statusu NRSRO i włączeniem ocen nadanych przez NRSRO do regulacji nadzorczych, by zmienić swój model biznesowy na „issuer pays” – por. *Credit Rating Agency Review Board: The Challenges and Implications of Implementing the Franken-Wicker Amendment to Dodd-Frank*, „The Journal of Business, Entrepreneurship & Law” 2015, vol. 8, iss. 1, s. 89. Jednocześnie należy stwierdzić, że formuła „investor pays” znacznie zwiększyłaby koszty nadzoru nad agencjami ratingowymi – szerzej na ten temat w: P. Bolton, X. Freixas, J. Shapiro, *The Credit...*, op.cit., s. 3–4,

²⁰ Szerzej na ten temat w: P. Niedziółka, *Europejski nadzór nad agencjami ratingowymi*, w: *Europejska Unia Bankowa*, red. M. Zaleska, Difin, Warszawa 2015, s. 125–150.

pays” wciąż obowiązuje. Wskazywać to może na duży wpływ lobby agencji ratingowych na kształt prawa opisującego ich działalność. Ograniczenie konfliktu interesów wynikającego ze stosowania zasady „issuer pays” mogłoby nastąpić w wyniku powołania do życia instytucji publicznej odpowiedzialnej między innymi za:

- ustalanie taryf za poszczególne czynności związane z nadaniem i następnie monitorowaniem ratingu (przy uwzględnieniu pracochłonności, stopnia skomplikowania oraz częstotliwości analizy);
- pobieranie prowizji od ocenianych podmiotów zgodnie z ww. zasadami;
- przydzielanie (losowo) wniosków o rating do agencji posiadających status NRSRO, biorąc jednakże pod uwagę ich skalę (w kontekście możliwości nadania ratingu w z góry określonym czasie, zważywszy na posiadane zasoby analityczne) oraz ewentualną specjalizację; na kolejnym etapie, na podstawie oceny jakości nadawanych ratingów i na przykład kategoryzacji agencji (w zależności od adekwatności ocen), przydział mógłby brać pod uwagę ww. kryterium.

Owa instytucja, koordynująca proces nadawania ratingów, byłaby finansowana przez agencje ratingowe, proporcjonalnie do ich udziału w rynku. Zaproponowane rozwiązanie ma wiele atutów, w tym między innymi w postaci eliminacji zarówno konfliktu interesów – problem występujący w modelu „issuer pays” – jak i efektu gapowicza – problem występujący w modelu „investor (subscriber) pays”. Jednocześnie pamiętać należy o zagrożeniach w postaci generowania wyższych kosztów w stosunku do wariantu bez udziału instytucji pośredniczącej (w tym przypadku stanowiącej jednostkę organizacyjną organu nadzoru)²¹ oraz konieczności wdrożenia mechanizmów gwarantujących jej niezależność od agencji ratingowych finansujących jej działalność. Opisana powyżej koncepcja lub zbliżona do niej były proponowane w różnych gremiach, na różnych etapach prac nad uregulowaniem działalności agencji ratingowych, jednak póki co nie doczekała się realizacji. Potwierdzeniem tego może być inicjatywa amerykańskich senatorów A. Frankena oraz R. Wickera, przedstawiona w formie poprawki do Dodd-Frank Act²². Senatorowie zaproponowali wówczas, aby SEC losowo kierował wnioski o nadanie lub weryfikację ratingu do

²¹ Model „investor pays” oznacza również ryzyko konfliktu interesów, związanego z niedoszacowywaniem ryzyka. Ze względów regulacyjnych (obniżenie kosztu regulacji) inwestorom również zależy na wysokich ratingach. Zatem „investor pays” nie ograniczy inflacji ratingów – por. Ch.W. Calomiris, *Bank Regulatory Reform in the Wake of the Financial Crisis*, April 2009, http://siteresources.worldbank.org/INTFR/Resources/Charles_Calomiris.pdf, s. 6, 13.

²² Szczegółową prezentację koncepcji zawiera między innymi pismo z dnia 14.09.2011 r., skierowane przez senatorów A. Frankena i R. Wickera do Przewodniczącej SEC M.L. Schapiro – treść dokumentu znajduje się na stronie: <https://www.sec.gov/comments/4-629/4629-28.pdf>, dostęp 15.03.2017.

agencji posiadających status NRSRO, zaś w późniejszym okresie alokacja byłaby uzależniona od weryfikacji jakości nadanych wcześniej ocen²³. Instytucją odpowiedzialną za proces przypisywania wniosków do konkretnych agencji byłaby Rada Ratingu, usytuowana w ramach OCR (jednostka organizacyjna SEC). Należy jednocześnie zaznaczyć, że propozycja senatorów miała *de facto* charakter pilotażowy, gdyż jej ewentualną implementację miano ograniczyć do ratingów nadawanych produktom strukturyzowanym, nie wykluczając możliwości aplikowania przez emitenta o nadanie kolejnych ocen (pierwsza obligatoryjnie nadawana byłaby w nowym, opisanym powyżej, trybie) przez inne agencje ratingowe w ramach dotychczasowego modelu.

Poprawka Frankena-Wickera (niekiedy nazywana również Poprawką Frankena, Franken Amendment) nie znalazła jednak odzwierciedlenia w ostatecznej wersji Dodd-Frank Act²⁴. Wprawdzie Dodd-Frank Act wraz z poprawką Frankena-Wickera został przyjęty przez Senat Stanów Zjednoczonych, jednak później Kongres zaaprobował zmianę polegającą na usunięciu nowej koncepcji z ustawy. Powyższe działanie argumentowano potrzebą dokładnego zbadania istoty oraz skali konfliktu interesów, wynikającego ze stosowania modelu „issuer pays”. Od wniosków sformułowanych w tym opracowaniu uzależniono wdrożenie rozwiązania bazującego na losowym przydziale wniosków ratingowych lub podjęcie działań na rzecz bardziej „elastycznego” wariantu. Ostatecznie, po 2,5 roku, wspomniany powyżej raport został przygotowany. W tym czasie obniżyła się znacząco presja na zaostrenie regulacji dotyczących procesu nadawania ratingów, a i same agencje miały wystarczająco dużo czasu na znalezienie argumentów przeciw implementacji koncepcji Frankena-Wickera. Zamiast modelu losowego wyboru agencji ratingowej, nacisk położono na wzmocnienie roli obszaru kontroli wewnętrznej, której odpowiedzialność skoncentrowano na okresowej ewaluacji jakości metodologii wykorzystywanej do nadawania, a następnie weryfikacji ocen ratingowych. Właśnie raporty przygotowywane

²³ Podobną koncepcję zaproponowali również M. Richardson oraz L. White, precyzując, że kryteriami wyboru przez SEC (a właściwie wyodrębnioną w SEC jednostkę, spełniającą rolę centralnej platformy rozliczeniowej) agencji ratingowej, której zostanie powierzone nadanie ratingu (po etapie losowej alokacji), powinny być: doświadczenie w zakresie nadawania określonego rodzaju ratingów, historyczna jakość ocen oraz wyniki przeprowadzonych audytów – por. M. Richardson, L. White, *Fixing the Rating Agencies: Is Regulation the Answer?*, <http://voxeu.org/debates/commentaries/fixing-rating-agencies-regulation-answer>, dostęp 1.02.2017. Należy w tym miejscu zwrócić uwagę na jeszcze jedną potencjalną korzyść – jeśli Rada Ratingu będzie w swoich decyzjach kierować się jakością dotychczas nadanych ratingów, wymusi to intensyfikację konkurencji między agencjami, w wyniku której przewagę zyskają podmioty przyznające adekwatne do ryzyka oceny.

²⁴ *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010*, Pub.L. No. 111–203, 124 Stat. 1376(2010), H.R. 4173.

przez jednostki kontroli wewnętrznej mają stać się podstawą wnioskowania o związku pomiędzy modelem „issuer pays” i ewentualną „inflacją” ocen ratingowych. Istotnym czynnikiem ograniczającym ryzyko „inflacji” ratingów ma być oddzielenie pionów sprzedażowych i marketingowych w agencjach ratingowych od departamentów przeprowadzających analizy i decydentów ratingowych. Zasada ta ma być rygorystycznie przestrzegana, a ewentualne niespełnienie normy skutkować może nawet cofnięciem przez SEC zgody na nadawanie ratingów²⁵. Należy zauważyć, że Dodd-Frank Act nakłada na SEC (a właściwie na OCR) dodatkowe obowiązki nadzorcze oraz na agencje ratingowe nowe standardy raportowania, jednocześnie stymulując rynek do ujawniania szerszego zakresu danych o emitencie i emisji w celu coraz większego uniezależnienia decyzji inwestycyjnych od ocen ratingowych. Sprzyjać to ma kreacji mechanizmów rynkowych wywierających presję na poprawę jakości ratingów. W lipcu 2013 r. (po szerokich konsultacjach w gronie zainteresowanych podmiotów, tj. regulatorów, emitentów, agencji ratingowych oraz inwestorów) senatorowie A. Franken oraz R. Wicker powrócili z inicjatywą ograniczenia konfliktu interesów wpisanego w model „issuer pays”, kierując do SEC wezwanie do zmiany *status quo* i wdrożenia proponowanego przez nich modelu finansowania agencji ratingowych, który oprócz załagodzenia problemu konfliktu interesów, powinien również przynieść wzrost transparentności i konkurencyjności rynku²⁶.

Jeśli nie ma woli odejścia od formuły „issuer pays”, konflikt interesów wynikający z tego modelu finansowania agencji ratingowych można ograniczyć dzięki nałożeniu obowiązku uiszczenia prowizji jeszcze przed nadaniem ratingu. Działanie to jednak nie chroni przed zjawiskiem *rating shopping*. Ten drugi negatywny efekt można zneutralizować dzięki zobligowaniu agencji do ujawniania wszystkich ratingów (niezależnie od woli emitenta/organizatora emisji), co stoi w sprzeczności z aktualnie stosowaną praktyką, umożliwiającą podmiotowi aplikującemu o rating wycofanie się z procesu ratingowego właściwie w każdej jego fazie²⁷.

Jednym z rozwiązań ukierunkowanych na zwiększenie poziomu niezależności agencji ratingowej oraz ograniczenie konfliktów interesów wpisanych w działalność agencji ratingowych jest wprowadzony w Stanach Zjednoczonych wymóg, aby co

²⁵ D. Dayen, *Remember This Moment When the Next Financial Crisis Strikes. The SEC Could Have Fixed Our Broken Rating Agencies. It whiffed*, August 28, 2014, s. 21, <https://newrepublic.com/article/119256/rating-agency-regulations-why-secs-new-rules-wont-fix-them>

²⁶ *Sens. Franken, Wicker Push SEC to Implement Credit Ratings Industry Reform*, https://www.franken.senate.gov/?p=press_release&id=2514, dostęp 15.03.2017.

²⁷ Por. P. Bolton, X. Freixas, J. Shapiro, *The Credit...*, op.cit., s. 3–4.

najmniej połowa członków zarządu i nie mniej niż 2 osoby, odznaczały się niezależnością. Zaleca się przy tym, aby wśród niezależnych członków zarządu znaleźli się przedstawiciele instytucji, będących użytkownikami ratingów (instytucji, których decyzje inwestycyjne opierają się na ocenach ratingowych). W The Credit Rating Agency Reform Act z 2006 r.²⁸ wskazano warunki, które musi spełniać niezależny członek zarządu agencji ratingowej:

- brak powiązań kontraktowych z agencją (np. poprzez świadczenie usług doradczych) i brak poboru prowizji z tytułu jakichkolwiek usług świadczonych na rzecz agencji,
- brak uczestnictwa w procesie nadawania ratingów podmiotom, z którymi jest powiązany (jego wynagrodzenie w sposób pośredni lub bezpośredni zależy od poziomu ratingu),
- wynagrodzenie niezależnego członka zarządu powinno być niezależne od wyników biznesowych agencji,
- okres współpracy z agencją nie dłuższy niż 5 lat (w charakterze niezależnego członka zarządu).

Od powyższych zasad SEC może odstąpić w odniesieniu do małych agencji ratingowych. Podobne rozwiązania zastosowano w ramach CRA III, które zobligowało agencje ratingowe do utworzenia funkcji niezależnego dyrektora niewykonawczego, odpowiedzialnego w głównej mierze za kontrolę wewnętrzną oraz identyfikację i wprowadzenie zasad zarządzania konfliktami interesów. Jednocześnie ESMA zadeklarowała swoją gotowość do stworzenia standardów kwalifikacyjnych dla osób ubiegających się o takie stanowisko.

4. Konflikty interesów a jakość ratingów – wybrane determinanty

Podstawowym kapitałem agencji ratingowych jest zaufanie oraz reputacja. Powstaje zatem pytanie, czy materializacja ryzyka reputacyjnego nie jest wystarczającym mechanizmem dyscyplinującym agencje ratingowe. Odpowiedź na nie jest złożona. Otóż w przypadku instrumentów typu *plain vanilla*, których prawdopodobieństwo braku wykupu w terminie można stosunkowo łatwo zweryfikować,

²⁸ The Credit Rating Agency Reform Act of 2006, Pub. L. no 109–291(2006), <https://www.govtrack.us/congress/bills/109/s3850/text>, dostęp 19.10.2017.

jakość ratingów ocenić należy jako stosunkowo wysoką. Potwierdzają to liczne badania empiryczne, w tym na przykład przeprowadzone na próbie obligacji korporacyjnych w 2003 r. (po kryzysach ratingowych związanych z nieadekwatnymi ocenami WorldCom oraz Enron) badanie D.M. Covitza i P. Harisona. Wnioski płynące z niego wskazują na to, iż rynek długu potrafił przewidzieć zmiany ratingu, co świadczyć może o dużej zbieżności metodologii oceny ryzyka stosowanej przez inwestorów oraz agencje ratingowe (poglądy na temat ryzyka w tym przypadku okazały się podobne). Wykazano również, że agencje ratingowe (mimo zastosowania modelu „issuer pays” i występowania potencjalnego konfliktu interesów) nie działały na rzecz emitentów i nie wydawały tym samym zawyżonych ocen. Wnioski ze wspomnianego badania wskazują na istotne znaczenie ryzyka reputacyjnego w działalności agencji ratingowych oraz dbałość o ochronę interesów inwestorów. Należy jednocześnie zauważyć, że badanie zostało przeprowadzone na relatywnie dużej próbie, co nie wyklucza istnienia pojedynczych przypadków potwierdzających działanie skutkujące zawyżonymi ocenami²⁹.

Wniosków odnośnie do wysokiej jakości ratingów obligacji *plain vanilla*, sformułowanych w odniesieniu do papierów korporacyjnych, nie można już rozciągnąć na rynek obligacji skarbowych. Badanie przeprowadzone przez UNCTAD na podstawie oceny 51 krajów rozwijających się, w latach 2005–2015, dowodzi wysokiej korelacji ratingu z ocenami *stricte* subiektywnymi i jakościowymi, a niskiej z czynnikami ilościowymi³⁰. Już samo przyjęcie metodologii dającej pole do znacznej elastyczności, stwarza podejrzenie pozostawienia przestrzeni na subiektywne korekty ratingu, między innymi pod wpływem presji ze strony ocenianego podmiotu. Wprawdzie państwa nie płacą za ratingi, ale mogą wywierać istotny nacisk na agencje ratingowe (np. poprzez nieformalne zalecenie kontrolowanym przez siebie spółkom, aby nie korzystały z usług danej agencji ratingowej).

Dopiero diagnoza przyczyn globalnego kryzysu finansowego, za którego pierwszą fazę uważa się kryzys subprime, wskazała na niską przejrzystość, jak również jakość metodologii stosowanych przez agencje ratingowe, determinujących nadawane oceny (jak się okazało nieadekwatne do faktycznego ryzyka ponoszonego

²⁹ D.M. Covitz, P. Harison, *Testing Conflicts of Interest at Bond Ratings Agencies with Market Anticipation: Evidence that Reputation Incentives Dominate*, s. 23, <https://pdfs.semanticscholar.org/285e/99fed2ca659d7c958d7e296d32a34684c92a.pdf>, December 2003, dostęp 19.10.2017.

³⁰ *Credit Rating Agencies: Junk Status*, United Nations Conference on Trade and Development, Policy Brief no 39, November 2015, s. 2, http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/presspb2015d13_en.pdf, dostęp 18.04.2017.

przez inwestorów). Tak późne zainteresowanie instytucji odpowiedzialnych za stabilność finansową metodologiami stosowanymi przez agencje ratingowe wiązać należy z tym, że z jednej strony do czasu kryzysu subprime właściwie nie oceniano instrumentów strukturyzowanych (i tym samym istniała realna możliwość weryfikacji nadanego ratingu za pomocą alternatywnych w stosunku do stosowanych przez agencje ratingowe metod), z drugiej zaś strony nie było podstaw prawnych do żądania, aby agencje ujawniły metodologie uważane za swego rodzaju *know-how*. Reformy przeprowadzone po kryzysie subprime w Unii Europejskiej oraz Stanach Zjednoczonych, w tym zwłaszcza objęcie nadzorem agencji ratingowych i nałożenie na nie zobowiązań informacyjnych, przyniosły skutek w postaci weryfikacji jakości modeli wykorzystywanych na potrzeby nadawania ratingów. Wnioski z tego badania wskazują na ograniczoność metodologii, wynikającą z przyjęcia licznych założeń oraz (szczególnie w przypadku modeli stosowanych w odniesieniu do instrumentów strukturyzowanych) nierealność niektórych przesłanek, na których bazowały wyliczenia prawdopodobieństwa niedotrzymania warunków³¹. Do podstawowych zaniedbań w procesie oceny instrumentów strukturyzowanych zaliczyć należy:

- nieuwzględnianie jakości aktywów referencyjnych współtworzących konkretne instrumenty strukturyzowane (ich spłacalności, przypadków naruszania warunków umowy oraz generowanego ryzyka), ale bazowanie na danych statystycznych,
- przyjmowanie dość szerokiego przedziału wartości dla poszczególnych parametrów.

Przyczyn liberalizacji zasad przyznawania ratingów w segmencie instrumentów strukturyzowanych należy szukać w wysokiej koncentracji po stronie organizatorów emisji (w przypadku instrumentów *plain vanilla* zjawisko takie nie występuje i utrata pojedynczych klientów za cenę utrzymania wysokiej reputacji nie wpływa istotnie na wynik agencji ratingowych). Dowodami na znaczącą koncentrację rynku instrumentów strukturyzowanych w okresie poprzedzającym kryzys subprime są³²:

- 12 instytucji (w sensie zarówno liczby transakcji, jak i wolumenu) odpowiadało za 80% rynku subprime RMBS, zaś w przypadku subprime CDO 11 instytucji odpowiadało aż za 92% (w sensie liczby transakcji) i 80% wolumenu,

³¹ A.N.R. Sy, *The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets*, IMF, WP/09/129, June 2009, s. 18–20.

³² *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*, United States Securities Commission, July 2008; <https://www.sec.gov/news/studies/2008/cra-examination070808.pdf>, dostęp 19.10.2017.

- 12 największych organizatorów transakcji subprime RMBS i 12 największych organizatorów emisji subprime CDO to te same instytucje.

Na jakość ratingów wpływ ma także liczba agencji oceniających dany podmiot lub emisję. Badanie przeprowadzone w 2009 r. na podstawie zmian ratingów subprime i Alt-A wykazało, że począwszy od 2005 r. aż do 2008 r. systematycznie rosła liczba emisji ocenianych przez 2 agencje ratingowe, a spadała liczba ratingów nadanych przez 3 agencje i jednocześnie liczba ratingów nadanych przez jedną agencję była niska i stabilna. O ile w przypadku standardowych (*plain vanilla*) papierów dłużnych wśród emisji ocenianych przez 2 agencje ratingowe zdecydowanie dominowały przypadki, w których rating był przyznany przez S&P oraz Moody's, o tyle w odniesieniu do emisji papierów bazujących na kredytach subprime ocenianych przez 2 agencje, rozkład kombinacji (S&P – Moody's; S&P – Fitch; Moody's – Fitch) był równomierny, co świadczy o dużym zainteresowaniu agencji Fitch zdobyciem istotnego udziału w tym segmencie rynku³³. Generalnie rzecz ujmując, zwiększenie liczby agencji ratingowych oceniających daną emisję papierów dłużnych podnosi koszty, ale sprzyja obiektywizmowi³⁴. Należy jednocześnie zauważyć, że reputacja nabiera znaczenia dla agencji ratingowej wtedy, gdy dominujący udział przychodów stanowią wpływy z tytułu oceny instrumentów *plain vanilla*. Wraz ze wzrostem udziału przychodów z tytułu ratingów dla emisji papierów strukturyzowanych, jakość ratingów ulega pogorszeniu. Podsumowanie wniosków dotyczących determinant jakości ratingów zawarto w tabeli 1.

Tabela 1. Determinanty jakości ratingów

Rodzaj ratingu	Destymulanta jakości	Stymulanta jakości	Efekt netto
Korporacyjny <i>plain vanilla</i>	Konflikt interesów (emitent płaci za rating)	Łatwa weryfikowalność oceny	Satysfakcjonująca jakość
		Sankcje ze strony instytucji nadzorczej oraz odpowiedzialność cywilna	
		Ryzyko reputacyjne	
		Rozdrobnienie po stronie podmiotów ubiegających się o rating	

³³ P. Bolton, X. Freixas, J. Shapiro, *The Credit...*, op.cit., s. 3–4.

³⁴ *Summary Report...*, op.cit.

cd. tab. 1

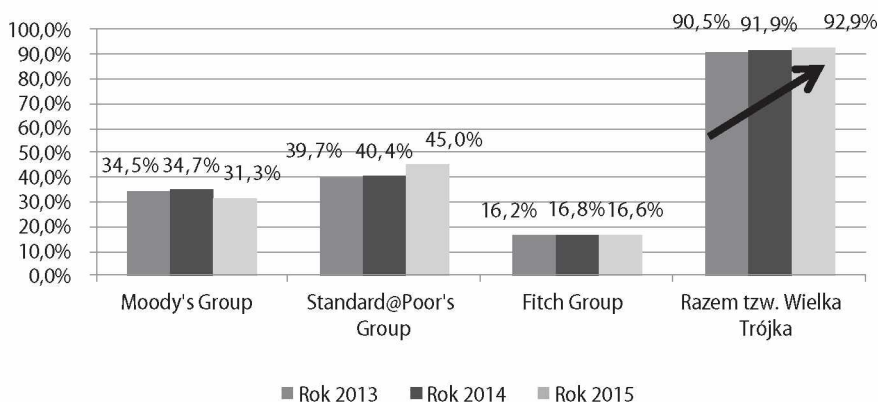
Rodzaj ratingu	Destymulanta jakości	Stymulanta jakości	Efekt netto
Korporacyjny strukturyzowany	Wysoka koncentracja po stronie instytucji aplikujących o rating (emitent płaci)	Ryzyko reputacyjne	Niesatysfakcjonująca jakość
	Ograniczony zakres weryfikacji instrumentów referencyjnych		
	Wysoka dochodowość na tle oceny instrumentów <i>plain vanilla</i>	Sankcje ze strony instytucji nadzorczej oraz odpowiedzialność cywilna	
	Subiektywizm w zakresie przyjętych założeń i trudność ich zakwestionowania		
Kraju	Duży udział czynników subiektywnych o charakterze jakościowym w modelu oceny	Sankcje ze strony instytucji nadzorczej oraz odpowiedzialność cywilna	Niesatysfakcjonująca jakość
	Konflikt interesów wynikający z obawy przed utratą klientów, w których strukturze własności dominuje Skarb Państwa	Ryzyko wezwania do korekty ratingu przez rząd (po przedstawieniu argumentów świadczących o nierzetelności oceny – ryzyko reputacyjne)	
	Ograniczony dostęp do danych (ratingi typu <i>unsolicited</i>)		

Źródło: opracowanie własne.

5. Potencjalne efekty zewnętrzne związane z wdrożeniem rozwiązań ukierunkowanych na ograniczenie konfliktów interesów

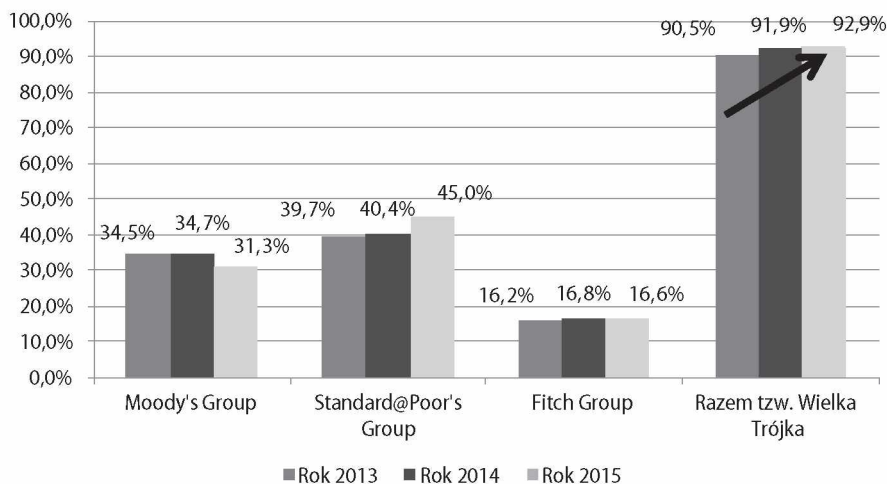
Rynek agencji ratingowych jest rynkiem zoligopolizowanym. Świadczą o tym dane zaprezentowane na rysunkach 1 i 2, odzwierciedlające sytuację na dwóch największych rynkach agencji ratingowych.

Rysunek 1. Struktura rynku agencji ratingowych w Unii Europejskiej



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów *Competition and Choice in the Credit Rating Industry*, przygotowywanych przez ESMA, <https://www.esma.europa.eu/regulation/credit-rating-agencies>

Rysunek 2. Struktura rynku agencji ratingowych w Stanach Zjednoczonych



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations as Required by Section 6 of the Credit Rating Agency Reform Act of 2006*, <https://www.sec.gov/ocr/ocr-reports-and-studies.html>

Analiza danych przedstawionych na rysunkach 1 i 2 wskazuje, że zarówno w Unii Europejskiej, jak i w Stanach Zjednoczonych udział w rynku tzw. Wielkiej Trójki systematycznie rośnie, pomimo implementacji rozwiązań ukierunkowanych na deoligopolizację rynku. Intensyfikacja nadzoru nad agencjami ratingowymi,

skutkująca koniecznością zwiększenia skali raportowania oraz wdrożenia procesów angażujących istotne zasoby ludzkie, prawdopodobnie zwiększy barierę wejścia na rynek, sprzyjając dalszej jego oligopolizacji, a ta nie wpływa pozytywnie na jakość i zróżnicowanie ocen. Z tego powodu, aby znacząco nie pogarszać pozycji konkurencyjnej agencji ratingowych, które nie należą do tzw. Wielkiej Trójki i które nie korzystają w tak dużym stopniu z efektu skali jak Wielka Trójka, zdecydowano się w UE na wprowadzenie pojęcia „mniejszej agencji ratingowej”. Dla instytucji spełniających kryteria definicji „mniejszej agencji ratingowej” przewidziano między innymi następujące derogacje i udogodnienia³⁵:

- obniżenie kosztów nadzoru,
- wydłużone okresy na spełnienie przyjętych standardów lub wyłączenie mniejszych agencji ratingowych z obowiązku przestrzegania określonych wytycznych,
- inicjatywa utworzenia sieci mniejszych agencji ratingowych, która mogłaby konkurować z tzw. Wielką Trójką,
- zachęty dla użytkowników ratingów, aby w przypadku obowiązku uzyskania dwóch ocen, skorzystali z usług przynajmniej jednej tzw. mniejszej agencji ratingowej,
- obowiązek dokumentowania przez emitentów przypadków, gdy nie skorzystali on z usług mniejszej agencji ratingowej.

Należy spodziewać się, że powyższe działania w dłuższym czasie doprowadzą do wzrostu konkurencji na rynku agencji ratingowych, który przy zachowaniu przyjętego w Stanach Zjednoczonych i Unii Europejskiej zakresu i trybu nadzoru, powinien skutkować poprawą jakości nadawanych ratingów w środowisku, charakteryzujących się ograniczonym polem dla konfliktów interesów.

6. Podsumowanie

Z uwagi na fakt, że agencje ratingowe są instytucjami o znaczeniu systemowym, a podejmowane przez nie decyzje mają charakter procykliczny, jakość nadawanych przez nie ocen ma istotny wpływ na stabilność finansową. Z kolei na jakość ratingów negatywny wpływ mają konflikty interesów wbudowane w procesy nadawania ocen.

³⁵ *Supervisory Briefing. A Common Approach to the CRA Regulation's Provisions for Encouraging the Use of Smaller CRAs*, ESMA, 6 April 2017, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-9-158_supervisory_briefing_a_common_approach_to_the_cra_regulations_provisions_for_encouraging_the_use_of_smaller_cras.pdf, dostęp 18.08.2017.

Konflikty te dotyczyć mogą instytucji oraz pracowników w niej zatrudnionych. Istnienie określonych konfliktów interesu uniemożliwia zachowanie niezależności przez agencję ratingową. Nie wszystkie konflikty interesów można wyeliminować, nawet w drodze zmiany modelu biznesowego agencji ratingowej. Ważne jest natomiast to, aby je prawidłowo identyfikować i ujawniać oraz wdrażać procedury i mechanizmy ograniczania wpływu ich występowania na jakość ocen ratingowych. W niniejszym artykule zidentyfikowano obszary rodzące wspomniane konflikty, zaprezentowano sposoby ich pokonywania, uwzględniając ewentualne koszty zewnętrzne i metody ich neutralizacji.

Bibliografia

Akty prawne

1. *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010*, Pub. L. No. 111–203, 124 Stat. 1376(2010), H.R. 4173.
2. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 462/2013 z dnia 24 maja 2013 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych, DzU L. 146 z 31.05.2013 r.
3. Securities Exchange Act of 1934, Pub. L. 73–291, 48. Stat. 881. Title I Sec. 15E as added Pub. L. 109–291, Sec. 4 (a), Sept. 29 2006, 120 Stat. 1329; amended Pub. L. 111–203, Title IX Secs. 932 (a), 933 (a), 935, July 21, 2010, 124 Stat. 1872, 1883, 1884.
4. The Credit Rating Agency Reform Act of 2006, Pub.L. No 109–291(2006), <https://www.govtrack.us/congress/bills/109/s3850/text>

Wydawnictwa zwarte

1. Altman I., Sabri Öncü T., Richardson M., Schmeits A., White L., *Regulation of Rating Agencies*, w: *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, w: V.V. Acharya, T.F. Cooley, M.R. Richardson, I. Walter, Wiley, New York University Stern School of Business, New York 2010
2. Bai L., *On Regulating Conflicts of Interest on the Credit Rating Industry, Legislation and Public Policy*, New York University Journal of Legislation and Public Policy, vol. 13, 2010.
3. Becker B., Milbourn T., *How Did Increased Competition Affect Credit Ratings?*, Working Paper 09–051, Harvard Business School, Boston 2010.
4. Bolton P., Freixas X., Shapiro J., *The Credit Ratings Game*, NBER Working Papers Series, Working Paper 14712, February 2009.

5. Borio C., Hunter W.C., Kaufman G., Tsatsaronis K., *Market Discipline Across Countries and Industries*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London 2004.
6. Calomiris Ch.W., *Bank Regulatory Reform in the Wake of the Financial Crisis*, April 2009, http://siteresources.worldbank.org/INTFR/Resources/Charles_Calomiris.pdf
7. Choy E., Gray S., Rangunathan V., *Effect of Credit Rating Changes on Australian Stock Returns*, „Accounting & Finance” 2006, 46.
8. Cichy J., *Agencje ratingowe w unijnych regulacjach prawnych. Dylematy zasadności ich wprowadzania*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, vol. XLVII, 3, Sectio H, Lublin 2013.
9. *Credit Rating Agency Review Board: The Challenges and Implications of Implementing the Franken-Wicker Amendment to Dodd-Frank*, „The Journal of Business, Entrepreneurship & Law” 2015, vol. 8, iss. 1.
10. Dichev I.D., Piotroski J.D., *The Long-Run Stock Returns Following Bond Ratings Changes*, „The Journal of Finance” 2001, vol. 56, no. 1.
11. Hirth S., *Credit Rating Dynamics and Competition*, „Journal of Banking and Finance”, 2014, vol. 49.
12. Langhor H.M., Langhor P.T., *The Rating Agencies and Their Credit Ratings: What They Are, How They Work and Why They are Relevant*, Wiley, New York 2008.
13. Mullard M., *The Credit Rating Agencies and Their Contribution to the Financial Crisis*, „The Political Quarterly” 2012, vol. 83, no. 1.
14. Nastegard E., *The Regulation of Conflicts of Interest in the Credit Rating Industry*, Nordic & European Company Law Working Paper 2017, no. 16–18.
15. Niedziółka P., *Agencje ratingowe – instytucje wczesnego ostrzegania przed kryzysem czy podmioty destabilizujące rynki finansowe?*, „Zarządzanie i Finanse” 2013, nr 2 cz. 1.
16. Niedziółka P., *Europejski nadzór nad agencjami ratingowymi*, w: *Europejska Unia Bankowa*, red. M. Zaleska, Difin, Warszawa 2015.
17. Ryan J., *Negative Impact of Credit Rating Agencies and Proposals for Better Regulation*, Working Paper FG1 2012, no. 01, SWP Berlin.
18. Sy A.N.R., *The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets*, IMF, WP/09/129, June 2009.

Materialy internetowe

1. *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations as Required by Section 6 of the Credit Rating Agency Reform Act of 2006*, raporty dostępne na stronie internetowej <https://www.sec.gov/ocr/ocr-reports-and-studies.html>

2. Becker B., Milbourn, T., *How Did Increased Competition Affect Credit Ratings?*, „Working Paper” 2010, 09–051, Harvard Business School
3. *Competition and Choice in The Credit Rating Industry*, raporty przygotowywane przez ESMA dostępne na stronie internetowej <https://www.esma.europa.eu/regulation/credit-rating-agencies>
4. Covitz D.M., Harison P., *Testing Conflicts of Interest at Bond Ratings Agencies with Market Anticipation: Evidence that Reputation Incentives Dominate*, <https://pdfs.semanticscholar.org/285e/99fed2ca659d7c958d7e296d32a34684c92a.pdf>, December 2003.
5. *Credit Rating Agencies: Junk Status*, United Nations Conference on Trade and development, Policy Brief No 39, November 2015, http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/presspb2015d13_en.pdf
6. *Credit Rating Controversy*, <http://www.cfr.org/financial-crises/credit-rating-controversy/p22328>,
7. Dayen D., *Remember this Moment When the Next Financial Crisis Strikes. The SEC Could Have Fixed our Broken Rating Agencies. It Whiffed*, August 28, 2014, <https://newrepublic.com/article/119256/rating-agency-regulations-why-secs-new-rules-wont-fix-them>
8. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX:52011PC0747>
9. <https://www.sec.gov/comments/4-629/4629-28.pdf>
10. *New Rules on credit Rating Agencies (CRAs) Enter Into Force – Frequently Asked Questions*, http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-571_en.htm
11. Pym H., *Do Credit Rating Agencies Threaten our Financial Stability?*, 28 February 2012, <http://www.bbc.com/news/business-17142170>
12. Richardson M., White L., *Fixing the Rating Agencies: Is Regulation the Answer?*, <http://voxeu.org/debates/commentaries/fixing-rating-agencies-regulation-answer>
13. *Sens. Franken, Wicker Push SEC to Implement Credit Ratings Industry Reform*, https://www.franken.senate.gov/?p=press_release&id=2514
14. *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*, United States Securities Commission, July 2008.
15. Testimony of Mark Froeba PF2 Securities Evaluations, Inc. before The Financial Crisis Inquiry Commission, New York, June 2, 2010, <https://fcic.law.stanford.edu/hearings/testimony/credibility-of-credit-ratings-the-investment-decisions>

Conflicts of Interests Fit in Rating Agency Business. Concepts Aimed at Settling Them

Summary

The article is aimed at the identification of conflicts of interests fit in rating agencies business as well as the assessment how they affect the quality of rating awarded by these institutions. At the same time, a hypothesis was verified about the possibility of finding solutions within the spectrum of implemented supervision regulations, considered or discussed in the literature, which would mitigate these conflicts. The analysis takes into account also potential negative externality costs resulting from the practical use of activities reducing the conflicts of interests effects.

Keywords: conflict of interests, rating agency
