



The World's Largest Open Access Agricultural & Applied Economics Digital Library

This document is discoverable and free to researchers across the globe due to the work of AgEcon Search.

Help ensure our sustainability.

Give to AgEcon Search

AgEcon Search

<http://ageconsearch.umn.edu>

aesearch@umn.edu

*Papers downloaded from **AgEcon Search** may be used for non-commercial purposes and personal study only. No other use, including posting to another Internet site, is permitted without permission from the copyright owner (not AgEcon Search), or as allowed under the provisions of Fair Use, U.S. Copyright Act, Title 17 U.S.C.*

No endorsement of AgEcon Search or its fundraising activities by the author(s) of the following work or their employer(s) is intended or implied.

Paweł NIEDZIÓŁKA*

Ryzyko systemowe oraz reputacyjne w działalności agencji ratingowych¹

Streszczenie: Artykuł zawiera analizę kanałów oddziaływania agencji ratingowych na ryzyko systemowe, jednocześnie stawia pytanie badawcze, czy ryzyko reputacyjne jest wystarczającym mechanizmem dyscyplinującym agencje ratingowe i motywującym je do dbałości o wysoką jakość nadawanych ocen. Badania nad ryzykiem reputacyjnym w działalności agencji ratingowych pozwoliły na wyciągnięcie wniosku, że agencje ratingowe zarządzają ryzykiem reputacyjnym. W okresie hossy postrzegają to ryzyko jako niskie i stąd ratingi są przeszacowywane. Trudno jest wówczas wykazać błędy w decyzjach dotyczących ratingów, a korzyści z wysokich ocen uzyskują zarówno emitenci, jak i inwestorzy. Dopiero w okresie bessy oceny stają się bardziej zróżnicowane i lepiej oddają poziom faktycznego ryzyka kredytowego, niekiedy go przeszacowując. W tym okresie prawdopodobieństwo niewypłacalności i tym samym konieczności skokowej redukcji oceny jest wyższe. Dowodzi to istnienia cykli reputacyjnych i podaje w wątpliwość tezę forsowaną przez agencje ratingowe, że ich ratingi są ocenami przez cały okres trwania cyklu koniunkturalnego (*through the cycle*). Ze względu na możliwość dokonania niezależnej oceny ryzyka kredytowego obligacji generujących ryzyko jednego podmiotu (papierów typu *single name*), w przypadku tych walorów ratingi najczęściej nie są przeszacowywane, natomiast reputacja agencji ratingowych zbudowana na rynku obligacji *single name* transferowana jest na rynek instrumentów strukturyzowanych, na którym ryzyko jest niedoszacowane. 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,

* Instytut Bankowości, Kolegium Ekonomiczno-Społeczne, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie; e-mail: pniedz@sgh.waw.pl

¹ Artykuł powstał na podstawie raportu z grantu pt. „Agencje ratingowe – w kierunku nowego paradygmatu ze zneutralizowanym wpływem na stabilność finansową” sfinansowanego przez Narodowy Bank Polski.

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.

Słowa kluczowe: agencja ratingowa, ryzyko reputacyjne, ryzyko systemowe

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

Artykuł nadesłany 10 października 2018 r., zaakceptowany 17 kwietnia 2019 r.

Wprowadzenie

Celem niniejszego artykułu jest identyfikacja kanałów oddziaływania decyzji podejmowanych przez agencje ratingowe na ryzyko systemowe oraz ocena znaczenia reputacji w działalności agencji ratingowych. Powstaje pytanie, czy w warunkach wpływu agencji ratingowych na ryzyko systemowe dostatecznym czynnikiem dyscyplinującym działalność agencji ratingowych jest ryzyko reputacyjne i tym samym, czy samoregulacja może być wystarczającym bodźcem dla agencji ratingowych, aby kreować niezależne i obiektywne oceny. Autor artykułu stawia tezę, że tak nie jest, gdyż agencje ratingowe nie doświadczają zależności między jakością ratingów i wynikami prowadzonej działalności, a wręcz zarządzają ryzykiem reputacyjnym w celu maksymalizacji korzyści. Z tego powodu zasadne było (pomimo opinii kwestionujących te rozwiązania) objęcie agencji ratingowych procedurą rejestracyjną, nadzorem oraz wprowadzenie odpowiedzialności agencji ratingowych za nadawane oceny.

Agencje ratingowe a ryzyko systemowe

Agencjami ratingowymi określa się podmioty specjalizujące się w badaniu możliwości spłaty przez danego pożyczkobiorcę/emitenta zaciągniętych przez niego zobowiązań [Dziawgo, 1998: 107]. Ich zadaniem jest zatem wyłącznie ocena ryzyka kredytowego oraz jego klasyfikacja, zgodnie ze stosowaną przez daną agencję skalą, właściwą dla określonego rodzaju ratingu. Mimo że agencje ratingowe nie uczestniczą jako strony w transakcjach kupna-sprzedaży aktywów na rynkach kapitałowych i nie odpowiadają bezpośrednio za utrzymanie i zarządzanie infrastrukturą rynków finansowych, ich znaczenie dla stabilności finansowej jest kluczowe. Powyższe twierdzenie wynika z kilku przesłanek. Po pierwsze, zmiana metodologii w zakresie nadania i okresowej weryfikacji ratingów prowadzi do masowej redukcji ocen (zwykle zmiany takie występują w trakcie kryzysu, gdy ujawnia się słabość dotychczas stosowanego podejścia). Po drugie, w przypadku strukturyzacji emisji w taki sposób, aby otrzymać określony *a priori* rating, każde zaostrożenie metodologii powoduje redukcję oceny, gdyż zazwyczaj wymogi związane z uzyskaniem konkretnej oceny spełnione są w stopniu minimalnym. W przypadku emisji papierów strukturyzowanych warunki transzy były dostosowywane do z góry ustalonego poziomu ratingu. Proces ten jednoznacznie określano jako

manufacturing AAA-rated securities [Coval, Jurek, Stafford, 2008: 8]. Zmienia się zatem w tym przypadku rola agencji ratingowych. Nie oceniają one emisji *ex post* (rola instytucji opiniującej), ale uczestniczą już w procesie jej strukturyzacji [Holmstrom, 2008: 1]. Agencje ratingowe tym samym, zamiast ograniczać dostęp do rynku dla ryzykownych emisji, przyjmują funkcję instytucji doradczącej, w jaki sposób uplasować emisję. Prawdę tę sformułował F. Partnoy: „agencje zachowywały się bardziej jak otwierający bramy niż ich strażnicy” („... the agencies have behaved less like gatekeepers than gate openers”, tłum. własne) [Lowenstein, 2008]. Po trzecie, systemy finansowe (zwłaszcza w państwach anglosaskich) uzależnione są od ocen ratingowych. Praktyka inwestowania, wzmocniona o ujęcie w regulacjach nadzorczych wymogów odnośnie do jakości papierów wartościowych wprost odwołujących się do ocen ratingowych, sprzyja pogłębianiu się procesu uzależniania się systemów finansowych od decyzji agencji ratingowych. Co więcej, intensyfikacja odniesień do ratingów występująca w tzw. Bazylei II doprowadziła w Europie do silniejszego uzależnienia sektora bankowego od rynku papierów wartościowych oraz wzrostu znaczenia rynku kapitałowego jako źródła finansowania przedsiębiorstw [Dziawgo, 2010: 118–119]. Należy również zauważyć, że wykluczenie z obowiązujących regulacji odwołań do ratingów w krótkim czasie nie spowoduje, że inwestorzy zrezygnują z dotychczasowego podejścia. Nawet, gdyby nie było agencji ratingowych, stosowanie przez inwestorów instytucjonalnych zbliżonych algorytmów decyzyjnych (uproszczonych syntetycznych ocen) kreowałoby ryzyko systemowe [Spatt, 2013]. Rating jest przykładowo ważnym czynnikiem w systemach oceny zabezpieczeń niektórych banków centralnych Unii Europejskiej, czego konsekwencje znajdują się w procedurach oceny aktywów stosowanych przez pozostałych uczestników rynku finansowego. Dotyczy to w szczególności banków komercyjnych kooperujących z bankiem centralnym. Po czwarte, ryzyko systemowe kreowane przez agencje ratingowe jest szczególnie wysokie na rynku instrumentów strukturyzowanych (emitowanych na podstawie portfela homogenicznych pod względem konstrukcji kredytów lub pożyczek, o zbliżonych parametrach opisujących ryzyko kredytowe), co wynika w dużej mierze z ograniczonych możliwości weryfikacji założeń za pomocą alternatywnych metod przyjętych przez agencję ratingową. Po piąte, instrumenty dłużne o tym samym ratingu mogą się charakteryzować różnym poziomem ryzyka systemowego. Świadczy to o tym, że rating sam w sobie nie stanowi wiarygodnej informacji na temat ryzyka systemowego. W lepszym stopniu ryzyko systemowe odzwierciedlone jest przez stopy rentowności. Z drugiej jednak strony zmiany ratingu powodują zmianę poziomu ryzyka systemowego [Rösch, 2012: 2]. Po szóste, należy wskazać na istotny wpływ zmian ratingów krajów dla stabilności finansowej. Wprawdzie uelastycznieniu uległa zasada, że rating korporacyjny podlega redukcji do poziomu ratingu kraju, lecz wciąż *country ceiling* (rozumiany jako odrębna w stosunku do ratingu kraju kategoria, odzwierciedlająca między innymi ryzyko konwersji oraz transferu – por. Fitch Rating [2018]), brany jest pod uwagę przy ustalaniu ratingów (np. w metodologii Moody's [2018]

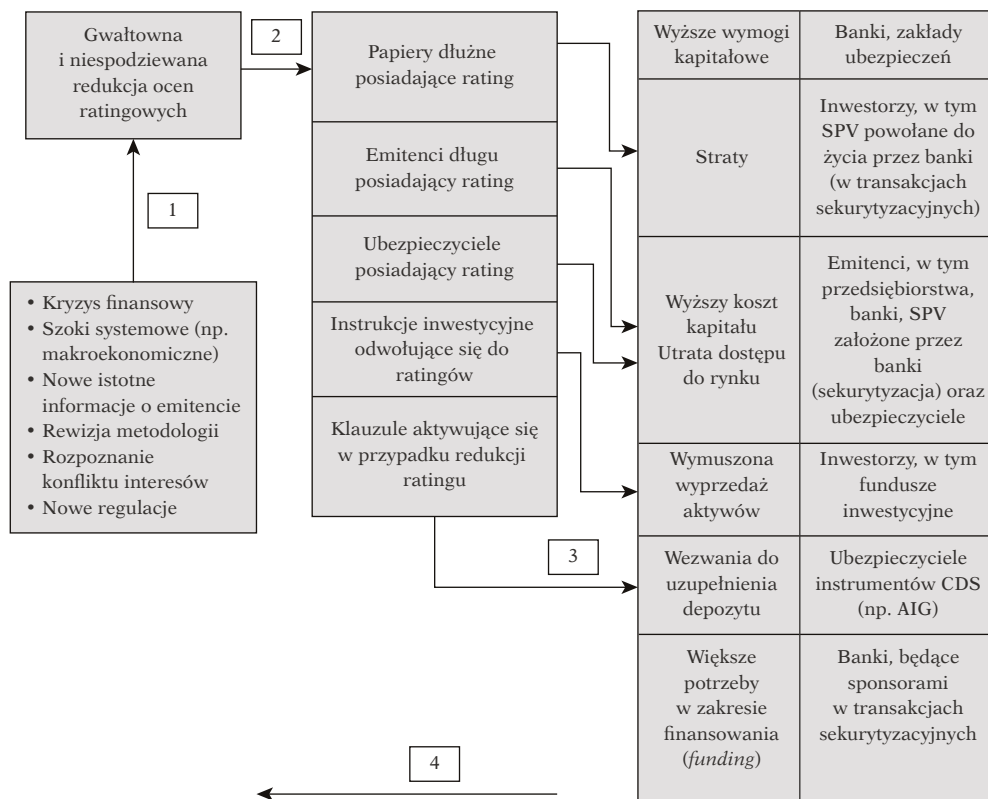
dotyczącej ratingów dla firm finansowych oraz w ogólnych zasadach ustalania ratingów przez Standard & Poor's [2019]), a w praktyce przypadki wyższego ratingu korporacyjnego niż rating kraju są sporadyczne [Almeida, Cunha, Ferreira, Restrepo, 2017: 250]. Ponadto zmiana ratingu należy do najważniejszych przesłanek zachowań stadnych inwestorów (w tym masowej wyprzedaży aktywów) destabilizujących następnie rynki finansowe. Między innymi ze względu na ten aspekt i intencję obniżenia niepewności, związanej ze zmianami ocen, regulacje obowiązujące w Unii Europejskiej dopuszczają aktualizację niezamówionych ratingów krajów jedynie w co najwyżej trzech terminach w ciągu roku (po zamknięciu giełd) i nie rzadziej niż co pół roku [Moody's Investors Service, 2017; Cichy, 2015: 94]. Wreszcie rynek agencji ratingowych jest silnie zoligopolizowany, czego skutkiem pozostaje istotny wpływ zmiany metodologii dokonanej przez pojedynczą agencję ratingową na ryzyko systemowe [Komisja Europejska, 2016b]. Wśród argumentów za tezą, że rzeczywiście rynek agencji ratingowych jest oligopolem, wymienić należy:

- niewielką liczbę uczestników, którzy łącznie posiadają znaczący udział w rynku (według stanu na koniec 2016 r. Standard & Poor's, Moody's i Fitch Ratings – ich szerszy opis przedstawia np. Dziawgo [1998: 131–135] – nadały łącznie 96,4% wszystkich funkcjonujących ratingów [SEC, 2017:80],
- główni gracze są cenotwórcami [Korzeb, Kulpaka, Niedziółka: 46],
- strona popytowa rynku jest silnie rozproszona,
- oferowane produkty są homogeniczne [Candelon, Gautier, Petit, 2014: 4–5],
- rynek agencji ratingowych odznacza się wysokimi barierami wejścia [Competition and Credit Rating Agencies, 2010: 6].

Kanały oddziaływania decyzji agencji ratingowych na koniunkturę i stabilność rynków finansowych prezentują rysunki 1 i 2.

Należy dodać, że ratingi mają charakter procykliczny, tzn. ich wzrosty obserwowane są w okresie ożywienia gospodarczego, a redukcje w okresie depresji. Decyzje agencji ratingowych wzmacniają zatem poszczególne fazy cyklu [Cichy, 2015: 91]. Procykliczność decyzji agencji ratingowych wykazano już w 2003 r. [Amato, Furfine, 2003: 18–19]. Jednocześnie masowe, gwałtowne i niespodziewane obniżki ratingów mogą stać się kluczowym czynnikiem zmiany fazy cyklu koniunkturalnego. Co więcej, zwykle agencje ratingowe wzajemnie obserwują swoje decyzje i reagują na nie, zmieniając w sposób analogiczny ratingi [Komisja Europejska, 2016a: 13]. Agencje ratingowe zwiększają ryzyko systemowe poprzez niespodziewane i gwałtowne redukcje ocen ratingowych lub perspektyw ratingu. Działania takie powodują masową i wymuszoną wyprzedaż aktywów, determinowaną m.in. intencją dostosowania portfeli do wymogów regulacyjnych, znaczne straty oraz problemy natury płynnościowej. Zjawisko to nazywane jest efektem klifu (*cliff effect*) [UNCTAD, 2015]. Proces ograniczania ryzyka systemowego generowanego przez agencje ratingowe, potencjalnie wpisany w określone ramy instytucjonalne, których emanacją jest Europejska Rada Ryzyka Systemowego [Koleśnik, 2010: 27–53] można sprowadzić do sekwencji następujących działań [Sy, 2009: 28–29):

Rysunek 1. Decyzje agencji ratingowych a ryzyko systemowe (faza depresji)

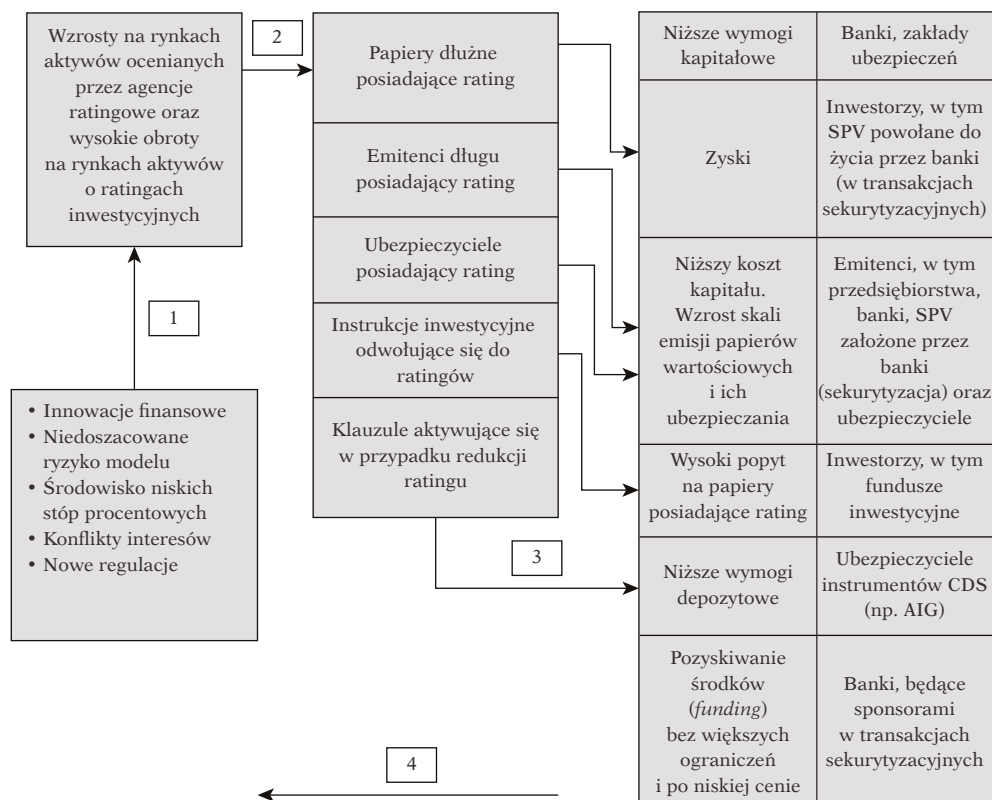


Źródło: Sy [2009: 31].

- rozpoznanie, które instytucje i rynki są szczególnie narażone na obniżki ratingów,
- ustalenie charakteru powiązań pomiędzy instytucjami narażonymi na redukcję ratingów i przesądzenie, czy podmioty te są istotne systemowo,
- ocena wpływu gwałtownej i masowej zmiany ocen ratingowych (*in minus*) dla danego segmentu rynku i gospodarki w kontekście potencjalnych strat, spadku płynności oraz utraty dostępu do rynku kredytowego,
- identyfikacja czynników wpływających na ryzyko obniżenia ratingu (w podziale na determinanty systemowe i idiosynkratyczne),
- wybór metod pomiaru ryzyka systemowego wynikającego z obniżenia ratingów. Do wspomnianej kwantyfikacji wykorzystać można stress-testy, czyli analizy skutków negatywnej zmiany określonego czynnika wpływającego na ryzyko systemowe. Wziąć należy pod uwagę scenariusze polegające na redukcji ratingów określonego rodzaju oraz takie, gdzie badany jest wpływ obniżenia wszystkich typów ratingów na wyniki określonej instytucji ważnej systemowo. Warto pamiętać, że jakość stress-testów zależy w dużej mierze od poziomu przejrzystości rynku. W szczególności doty-

czy to na przykład zakresu informacji o klauzulach zawierających odwołania do ratingów zawartych w prywatnych kontraktach kredytowych. Brak wiedzy o skali klauzul umownych, zgodnie z którymi przypadkiem naruszenia umowy jest obniżenie się ratingu, *de facto* uniemożliwia pełną analizę skutków rewizji ocen przez agencje ratingowe.

Rysunek 2. Decyzje agencji ratingowych a ryzyko systemowe (faza ożywienia)



Źródło: Sy [2009: 32].

Skoro agencje ratingowe generują ryzyko systemowe, niezbędna wydaje się intensyfikacja nadzoru nad nimi, w szczególności zmiana obowiązującej w okresie poprzedzającym kryzys subprime formuły „przestrzegaj lub wyjaśnij” (*comply or explain*) (w przypadku braku zgodności postępowania z obowiązującymi rekomendacjami nadzorczymi dany podmiot musi uzasadnić odmienność przyjętych zasad funkcjonowania) na model „zarejestruj się i bądź nadzorowany” (*register and be supervised*) (wystandaryzowany tryb nadzoru oparty na bezwzględnie obowiązujących regulacjach). Jednocześnie głównym celem regulowania działalności agencji ratingowych powinna być właśnie intencja ograniczenia ryzyka systemowego [IOSCO, 2003; IOSCO, 2004]. Prowadząc politykę nadzorczą, należy mieć świadomość różnicy pomiędzy podejściem

makroostrożnościowym i mikroostrożnościowym. Celem tego pierwszego jest zapobieganie i ograniczanie skutków boomów kredytowych, w tym boomu na rynku papierów wartościowych, braku płynności na ważnych systemowo rynkach oraz problemów płynnościowych instytucji ważnych systemowo [Sy, 2009: 27]. Z kolei podejście mikroostrożnościowe dotyczy kwestii związanych ze zdobywaniem przez dany podmiot pozycji monopolistycznej, ochroną konsumenta, dążeniami do zapewnienia symetrii informacyjnej, a także działaniem na rzecz poprawy jakości procesów oraz usług i produktów oferowanych przez nadzorowane podmioty. W przypadku agencji ratingowych, aby kontrolować potencjał kreowania i eskalacji ryzyka systemowego przez te podmioty, niezbędne jest zastosowanie kombinacji podejścia makro- i mikroostrożnościowego. Kontrola jakości ratingów oraz procesów nadawania i monitorowania ocen przez agencje ratingowe wydaje się być kluczowym działaniem proaktywnym w dobie niesłabnącego uzależnienia rynków finansowych od stosowania ratingów w polityce inwestycyjnej i regulacyjnej. Można nawet zaryzykować tezę, że wzrost niepewności na rynkach finansowych zwiększa znaczenie zewnętrznych ocen w stosunku do okresu przedkryzysowego, gdy opinie agencji były dość jednorodne i w dużym stopniu potwierdzały panujący wówczas wśród inwestorów optymizm [Niedziółka, 2013: 395–396].

Ryzyko systemowe związane z działalnością agencji ratingowych postrzegać można też w kategoriach transmisji zjawisk kryzysowych z poziomu pojedynczych podmiotów (głównie finansowych) poprzez destabilizację systemu finansowego aż po oddziaływanie na stabilność finansów publicznych. Problem bowiem polega na tym, że inflacja ratingów sprawiła, iż inwestorzy bez adekwatnego (w stosunku do rzeczywiście ponoszonego ryzyka) zaplecza kapitałowego, spełniając jednocześnie wymogi kapitałowe, angażują się w obarczone relatywnie wysokim ryzykiem inwestycje. Kapitał, służący jako źródło pokrywania strat, a szacowany na podstawie zawyżonych ocen ratingowych, nie amortyzuje tych strat, co wobec zagrożenia eskalacją kryzysu zmusza się do bezpieczeństwa finansowego do udzielenia wsparcia. Tym samym koszty błędnych decyzji agencji ratingowych ponoszone są finalnie przez podatników. Dobrym przykładem jest tu przekształcenie się kryzysu subprime w kryzys sovereign [Altman, Öncü, Richardson, Schmeits, White, 2010: 460].

Odmiernym pojęciem od ryzyka systemowego jest ryzyko systematyczne (ryzyko niedywersyfikowalne lub ryzyko rynku), które należy wiązać nie tyle z przenoszeniem się problemów płynnościowych lub związanych z wypłacalnością lub też decyzji pojedynczych podmiotów o znaczeniu systemowym na pozostałych uczestników systemu finansowego, ile raczej z oddziaływaniem czynników ogólnogospodarczych na ceny papierów wartościowych. O ile w przypadku pojedynczych walorów ryzyko całkowite w dużej mierze konstytuowane jest przez ryzyko specyficzne, o tyle instrumenty strukturyzowane opierają się na zdywersyfikowanym portfelu papierów wartościowych, niosąc ze sobą prawie wyłącznie ryzyko systematyczne. Z tych powodów nie można porównywać obligacji o ratingu AAA (których w 2007 r. było ok. 1%)

z instrumentami strukturyzowanymi o tym samym ratingu (w 2007 r. było ich ok. 60%). Dlatego też negatywnie należy ocenić zastosowanie tej samej skali ratingowej dla instrumentów o zupełnie innej dekompozycji ryzyka. Stworzyło to bowiem iluzję ich porównywalności i otworzyło możliwości inwestowania środków bez konieczności modyfikacji podstawowych kryteriów. Różnice te odzwierciedlone zostały m.in. w marżach [Coval, Jurek, 2008: 2–8].

Odpowiedzialność agencji ratingowych za nadane ratingi

Agencje ratingowe uchylają się od odpowiedzialności za współudział w wykreowaniu globalnego kryzysu finansowego, argumentując to w następujący sposób [Sy, 2009: 5]:

- ich produktem są wyłącznie opinie, a nie rekomendacje. Okazało się to szczególnie ważne w kontekście amerykańskiego prawa, które zgodnie z pierwszą poprawką do konstytucji wyklucza możliwość pozwania podmiotu wydającego opinię w związku z podjęciem określonej decyzji na podstawie tej opinii,
- rating nie wskazuje, kiedy nastąpi przypadek naruszenia,
- ratingi są nadane na cały okres cyklu (*look through the cycle*), obniżane wtedy, gdy agencja ratingowa uzna, że nastąpiła zmiana w zakresie fundamentalnej zdolności kredytowej. Należy jednocześnie uwzględnić genezę ocen ratingowych, gdyż „(...) pierwotnie ratingi kredytowe wystawiane były z myślą o długoterminowych inwestorach dłużnych papierów wartościowych, którzy byli zainteresowani przede wszystkim prawdopodobieństwem wykupu tych papierów w terminie zapadalności. Tym samym ratingi z reguły nie odzwierciedlają krótkotrwałych zmian warunków ekonomicznych ani niewielkich zmian w profilu ryzyka ocenianego podmiotu (...)” [Koleśnik, 2013: 295–307]. Obniżenie poziomu zdolności kredytowej wynikające z pogorszenia sytuacji makroekonomicznej nie jest brane pod uwagę, gdyż agencja zakłada, że wraz z poprawą otoczenia makroekonomicznego kondycja ocenianego podmiotu powróci do pierwotnego poziomu. Ratingi kredytowe są w swym założeniu bardziej stabilne niż ratingi odzwierciedlające sytuację ocenianego podmiotu w danym punkcie w czasie (*point-in-time ratings*).

Jedną z istotnych zmian wprowadzonych przez Dodd-Frank Act (2010) jest umożliwienie pozywania agencji ratingowych przez inwestorów oraz emitentów za opieszałość w reagowaniu na materializację ryzyka, stanowiącego determinantę ratingu, lub nieuwzględnienie w finalnej ocenie ważnych czynników ryzyka. Wspomniana zmiana zrównała status prawny agencji ratingowych z pozycją firm audytorskich, doradczych oraz banków inwestycyjnych, co wydaje się w pełni uzasadnione, zwłaszcza, że ocena ratingowa stanowiła w Stanach Zjednoczonych warunek *sine qua non* uplasowania jakiegokolwiek emisji na rynku publicznym. Jednocześnie jednak należy zwrócić uwagę, że bankructwa wysoko ocenianych podmiotów, mimo poprawności zastosowa-

nia metodologii, występują, a swego rodzaju ostrzeżeniem przed takim zdarzeniem jest niezerowy poziom prawdopodobieństwa niewypłacalności przypisany do każdej klasy ratingowej. Rozszerzenie możliwości występowania na drogę sądową przeciw agencjom ratingowym rodzi ryzyko masowych pozwów w przypadku obniżenia oceny lub zaniechania zmiany, co generuje istotne koszty, a to z kolei kreuje kolejną barierę (tym razem finansową) wejścia na rynek dla nowych podmiotów [Altman, Öncü, Richardson, Schmeits, White, 2010: 456].

Odpowiedzialność cywilną agencji ratingowych wobec inwestorów szczególnie akcentuje rozporządzenie CRA III (2013), podkreślając jednocześnie, że rozwiązanie takie podniesie koszty funkcjonowania agencji ze względu na konieczność dodatkowego ubezpieczenia prowadzonej działalności lub stworzenia odpowiedniego bufora finansowego na pokrycie ewentualnych roszczeń użytkowników ratingów. Agencja ratingowa odpowiada wreszcie wobec inwestorów, jeśli jej działalność była niezgodna z regulacjami wspólnotowymi i powyższe niedopełnienie standardów miało wpływ na jakość ratingów. CRA III również sygnalizuje, że to, iż inwestorzy nie powinni podejmować swoich decyzji wyłącznie na podstawie ratingu, nie oznacza zwolnienia agencji ratingowej z odpowiedzialności za nadane oceny.

Ryzyko reputacyjne a jakość ratingów

Jednym z najczęściej wymienianych i najważniejszych argumentów za tym, że w interesie agencji ratingowej jest nadawanie ratingów dobrej jakości (odzwierciedlających ryzyko kredytowe) oraz skuteczne zarządzanie konfliktami interesów, jest ryzyko reputacyjne, które zdefiniował między innymi Ching [2015]. Ryzyko reputacyjne związane z działalnością agencji ratingowych można identyfikować na trzech poziomach:

- na poziomie agencji ratingowej, czyli wiarygodność agencji ratingowej i zaufanie do niej jako najważniejsza determinanta istnienia i udziału w rynku [Dziawgo, 1998: 123],
- na poziomie portfela ocenianych instrumentów dłużnych (wiarygodność ocen nadanych instrumentom *single name* versus wiarygodność ratingów instrumentów strukturyzowanych),
- na poziomie homogenicznego portfela (wiarygodność poszczególnych ocen ratingowych).

Ryzyko reputacyjne – będące konsekwencją ryzyka operacyjnego, ale nie jego komponentem [Zygier, 2015, s. 94] – można zmierzyć, przy czym warunkiem uzyskania powszechnie dostępnej informacji na temat jego poziomu jest notowanie na rynku zorganizowanym walorów podmiotu, którego ryzyko podlega pomiarowi lub ocenianych przez agencje ratingowe spółek czy papierów dłużnych. Pomiar ryzyka reputacyjnego z wykorzystaniem reakcji cen akcji na informacje o znaczących stratach zaproponowali Perry i Fontnouvelle [2005], którzy doszli do wniosku, że ryzyko reputacyjne występuje, gdy pod wpływem

informacji o wysokiej stracie operacyjnej kapitalizacja spółki obniża się o wartość wyższą od wcześniej wymienionej straty. Zwrócili oni również uwagę na różnice pomiędzy stratami mającymi charakter zewnętrzny i wewnętrzny (znaczące fraudy) – kapitalizacja prawie dwukrotnie bardziej obniża się w przypadku pierwszego typu strat. Rezultaty badań przeprowadzonych przez Perry'ego i Fontnouvelle'a korespondują z konkluzją, że wynikające z przyczyn zewnętrznych straty operacyjne nie przynoszą negatywnych skutków reputacyjnych. Do podobnych wniosków doszedł Walter [2006], który dostrzegł pozytywną korelację między poziomem ryzyka reputacyjnego i materializacją ryzyka wynikającego z konfliktów interesów wpisanych w działalność instytucji pośrednictwa finansowego. Również L.A. Araújo i F. Vinhado F. [2016] powiązali negatywne informacje dotyczące poszczególnych banków z cenami ich akcji, zastrzegając jednocześnie, że wyniki przeprowadzonych przez nich badań są wiarygodne, o ile spełnione będą założenia o efektywności informacyjnej rynku oraz o wpływie zdarzeń reputacyjnych na wartość spółki.

Propozycja pomiaru ryzyka reputacyjnego oparta na powiązaniu zdarzeń reputacyjnych z zachowaniem się cen akcji analizowanego podmiotu nie może być jednak wdrożona w odniesieniu do agencji ratingowych, gdyż model biznesowy agencji ratingowych, oparty na skalowalności, w dużym stopniu wyklucza możliwość poniesienia wysokiej straty. Lepszym wyznacznikiem ryzyka reputacyjnego w ich przypadku byłaby relacja między zmianą przychodów ze sprzedaży a kapitalizacją, choć i wówczas przeszacowanie ratingu (ocena zawyżona w stosunku do faktycznego poziomu ryzyka kredytowego) nie musi oznaczać spadku przychodów ze sprzedaży, o ile zastosowanie ma model „emitent płaci” (*issuer paid*). Istotne znaczenie ma również struktura akcjonariatu agencji ratingowych. Niepożądanym rozwiązaniem byłaby sytuacja, w której akcjonariuszami agencji ratingowej byłiby inwestorzy posiadający w swoich portfelach oceniane przez agencje spółki, z kolei rodzącym konflikt interesów ta, w której walory emitowane przez agencję ratingową należą do ocenianych przez agencję podmiotów. Zarówno bowiem inwestorom, jak i emitentom nie zależy na tym, aby ratingi były redukowane. Dopiero wprowadzenie zakazu nabywania akcji agencji ratingowej przez emitentów i inwestorów dawałoby nadzieję na reakcję akcjonariuszy na przejawy materializacji ryzyka reputacyjnego.

Innym rozwiązaniem ukierunkowanym na pomiar ryzyka reputacyjnego mogłaby być analiza ocenianych przez agencję ratingową walorów lub spółek. Rozważyć można w tym kontekście co najmniej dwie metody pomiaru ryzyka reputacyjnego. Pierwsza z nich polegałaby na pomiarze odchylenia spreadu homogenicznych (o danym okresie do terminu wykupu, niezabezpieczonych) obligacji od spreadu przeciętnego (ewentualnie mediany) dla danego ratingu. Im większe odchylenie, tym większa rozbieżność pomiędzy oceną rynku i oceną agencji ratingowej, czyli tym niższa wiarygodność oceny ratingowej i wyższe ryzyko reputacyjne. Drugie rozwiązanie opisał Sethuraman [2018]. Miarą ryzyka reputacyjnego uczynił zróżnicowanie wymaganego przez inwe-

storów zasobu dodatkowych informacji. Inwestorzy dla mniej wiarygodnych ocen żądają więcej dodatkowych danych, zaś dla bardziej wiarygodnych odpowiednio mniej.

Pomiar ryzyka reputacyjnego może odbywać się również wyłącznie na wewnętrzne potrzeby podmiotu, którego reputacja jest przedmiotem badania. Takim rozwiązaniem jest model, dla którego zmienną niezależną będą skwantyfikowane informacje na temat danego podmiotu (zdarzenia reputacyjne), a zmienną zależną na przykład opóźniony poziom sprzedaży [Diermeier, 2008: 22]. Tego typu model pomiaru ryzyka operacyjnego, opierający się na indeksie Alva Reputation (Alva) stosowany jest między innymi przez bank Santander [Mitic, 2015: 8–15]. Procedura konstrukcji indeksu polega na sekwencji następujących czynności: (i) zebranie informacji o analizowanym podmiocie z danego dnia w prasie, mediach społecznościowych i innych źródłach masowego przekazu, (ii) odrzucenie informacji, które nie stanowią opinii o danym podmiocie (bez wpływu na reputację), (iii) podział informacji na pozytywne, negatywne i neutralne, (iv) przypisanie pojedynczym informacjom wagi, będącej funkcją czterech zmiennych [Mitic, 2018]:

- a) sentyment – skala od 1 do 10 (im lepszy, tym wyższa waga),
- b) wpływ (znaczenie w sensie liczby interesariuszy, do których informacja dociera) – skala od 1 do 10,
- c) rozgłos – skala od 1 do 10,
- d) stosowność (czy informacja dotyczy tylko i wyłącznie analizowanego podmiotu) – skala od 1 do 10.

Po wyznaczeniu wagi dla pojedynczej informacji (tzw. *score s*), dla każdej informacji określana jest waga źródła (tzw. *weight m*), w którym informacja się pojawiła (np. dla kluczowych, o zasięgu krajowym tytułów prasowych waga ulega maksymalizacji). Ostateczna waga dla pojedynczej informacji to iloczyn *score s* i *weight m*. Suma wag informacji podzielona przez sumę *weight m* daje dzienną wartość Alva Reputation Index. Analiza indeksu koncentruje się na dwóch obszarach:

- wartość indeksu (w skali od 1 do 10), przy czym benchmarkiem jest liczba 5,5 (indeks powyżej 5,5 traktowany jest jako tzw. pozytywny sentyment, poniżej jako negatywny, zaś na poziomie równym 5,5 odpowiednio jako neutralny sentyment),
- zmiana indeksu (zazwyczaj zmiana jest niższa od 0,5).

Alva Reputation Index zastosowano na przykład, analizując skutki tzw. afery spalinywej dla koncernu Volkswagen (uwzględniono w tym przypadku wyłącznie informacje pochodzące z mediów społecznościowych) (rysunek 3).

Dzienny raport reputacyjny, przygotowany z wykorzystaniem metodologii Alva, zawiera wartość scoringu dla wszystkich informacji, a także odrębnie dla informacji pozytywnych, negatywnych i neutralnych, dane o liczbie informacji na temat danego podmiotu oraz ich podział na: pozytywne, negatywne oraz neutralne. Następnym krokiem jest próba znalezienia zależności funkcyjnej między zmianą sentymentu i zmianą poziomu sprzedaży, przy czym

w modelu stosowanym przez Santander pod uwagę brany jest poziom sprzedaży z opóźnieniem do maksymalnie 6 tygodni. Określenie wspomnianej relacji opiera się na kwantyfikacji tzw. współczynnika konwersji (c), opisującego siłę wpływu zmiany sentymentu na zmianę poziomu sprzedaży [Mitic, 2015: 12]:

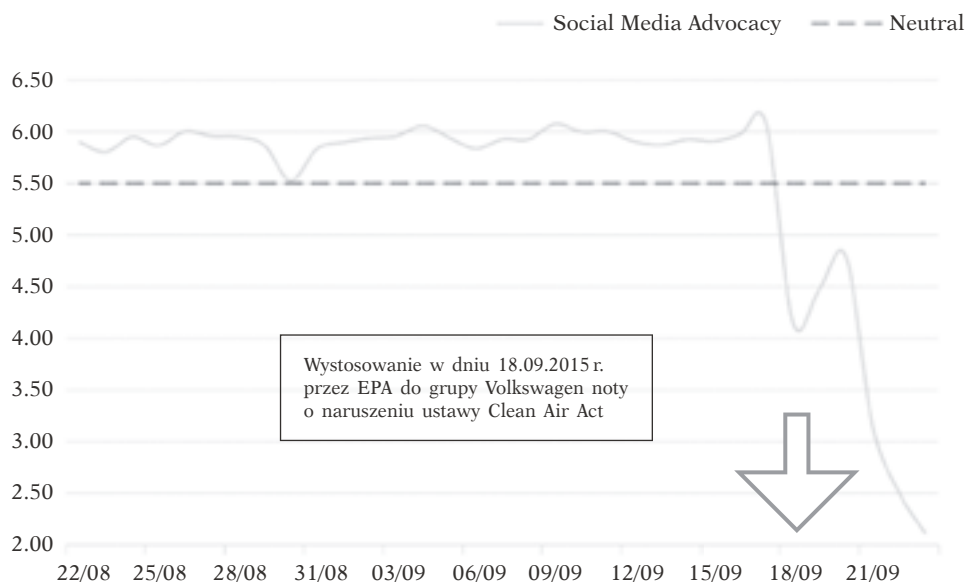
$$\Delta s \sim c \Delta ST, \quad (1)$$

gdzie:

s – sprzedaż,

ST – sentyment.

Rysunek 3. Alva Reputation Index (Social Media Advocacy) – przykład: Volkswagen



Źródło: <http://www.alva-group.com/en/reputation-damage-vw-emissions-scandal/> (18.05.2018).

Wykorzystując wyspecyfikowaną funkcję, można określić rozkład strat wynikających z ryzyka reputacyjnego, a następnie przeprowadzić analizę wrażliwości oraz analizę scenariuszową. Można też wyznaczyć przedział, którego granice określają maksymalny spadek oraz odpowiednio wzrost sprzedaży, będący skutkiem pogorszenia lub poprawy reputacji.

Agencja ratingowa systematycznie niedoszacowująca ryzyko kredytowe (nadająca zawyżone oceny) powinna liczyć się z tym, że jej oceny przestaną być brane pod uwagę przez inwestorów i w związku z tym również emitenci (organizatorzy emisji) nie będą zainteresowani płaceniem za wątpliwej jakości analizę, która nie zwiększa szans na uplasowanie emisji z przewidywaną stopą zwrotu (kosztem kapitału). Agencje ratingowe twierdzą, że ich podstawowy kapitał to zaufanie i reputacja [Trouillet, 2015: 3], a udział pojedyn-

czego emitenta w przychodach jest minimalny, co w dużym stopniu ogranicza ryzyko, że agencja ulegnie lobbingowi ze strony tego podmiotu i nadszarpnięta zostanie jej reputacja. Ponadto większość agencji ratingowych stosuje tabelę opłat i prowizji, które w bardzo niewielkim stopniu podlegają negocjacom, a jeśli już, to ich poziom pozostaje funkcją nakładu pracy, a nie oczekiwanej oceny. Doh-Shin oraz Lovo formułują w tym kontekście dość odważny wniosek. Stwierdzają bowiem, że konkurencja na rynku agencji ratingowych będzie możliwa tylko wtedy, gdy wprowadzona zostanie zasada, zgodnie z którą im niższy rating, tym wyższa prowizja dla agencji ratingowej (Doh-Shin, Lovo 2012: 4). Realizacja powyższego zalecenia nie rozwiązałaby problemu, ale spowodowałaby masową deflację ratingów.

Również pensje i bonusy analityków ratingowych nie są zależne od dochodów agencji, ale od jakości ich pracy. W odniesieniu do problemu świadczenia usług doradczych agencje stoją na stanowisku, że działalność ta jest ściśle odseparowana od obszaru ratingowego (występują tzw. *firewalls* lub „chińskie mury”) i zarządzanie ewentualnymi konfliktami interesów ma charakter skuteczny i efektywny [Sy, 2009: 6]. Kryzysy ratingowe (tzn. kryzysy wywołane błędnymi decyzjami agencji ratingowych, o których szerzej pisze np. Dziawgo [1998: 183–185; 2010: 226–235] wydają się jednak nie potwierdzać realizacji opisanego powyżej scenariusza. Powody takiego stanu są co najmniej trzy:

- szczególnie w systemach finansowych opartych na rynkach kapitałowych, charakteryzujących się znacznym rozproszeniem (dywersyfikacją) portfeli inwestorów instytucjonalnych, nie jest możliwe znalezienie w krótkim czasie alternatywy dla syntetycznej oceny ryzyka kredytowego, którą jest rating. Zmiana filozofii inwestowania poprzez oparcie decyzji inwestycyjnych na własnych analizach ryzyka w wielu przypadkach stawia pod znakiem zapytania rentowność takiego modelu biznesowego, a z pewnością wymaga głębokiej zmiany o charakterze organizacyjno-kulturowym,
- ratingi, które nie odzwierciedlają faktycznej skali ryzyka kredytowego, przynoszą korzyści zarówno emitentom (ze względu na niższy koszt pozyskiwanego kapitału i większe możliwości uplasowania emisji), jak i inwestorom instytucjonalnym, nazywanym *buy side investors*. Powodem tego jest niższy poziom zaangażowanego przez inwestora kapitału regulacyjnego [UNCTAD, 2015],
- nie we wszystkich segmentach rynku ma miejsce rozproszenie podmiotów ubiegających się o rating. Przykładem może być też segment organizatorów emisji papierów strukturyzowanych, który w przeddzień kryzysu subprime był niezwykle skoncentrowany [SEC, 2008: 32]:
 - 80% rynku subprime RMBS tworzyło 12 podmiotów (w sensie zarówno liczby transakcji, jak i wolumenu),
 - w przypadku subprime CDO 11 instytucji odpowiadało aż za 92% liczby transakcji i 80% wolumenu,
 - 12 największych organizatorów transakcji subprime RMBS i 12 największych organizatorów emisji subprime CDO to te same instytucje.

Zdaniem niektórych ekonomistów, agencje ratingowe zarządzają ryzykiem reputacyjnym. Inflacja ratingów wydarza się głównie w okresie hossy ze względu na wzrost udziału inwestorów nieprofesjonalnych (tzw. *naive investors*), podejmujących swoje decyzje właściwie wyłącznie na podstawie ratingu i niestosujących własnych weryfikacji oceny ryzyka kredytowego. Argumentem za tym, że w okresie hossy lat 2005–2007 miała miejsce inflacja ratingów jest rozkład ocen AAA nadanych w tym czasie dla ABS oraz CDO przez Standard&Poor's, analizowany z perspektywy końca czerwca 2009 r. Okazuje się, że jedynie niewiele więcej niż 10% ratingów AAA przyznanych w latach 2005–2007 utrzymało swój poziom w 2009 r. Aż ponad 80% ocen AAA nadanych w latach 2005–2007 zostało do 30 czerwca 2009 r. obniżone do poziomu spekulacyjnego. Nie tylko jednak skala redukcji jest w tym przypadku niepokojąca, ale również relatywnie krótki okres, w którym ona nastąpiła, zwłaszcza w kontekście potencjalnie relatywnie długiego horyzontu zaangażowania inwestorów w instrumenty typu ABS oraz CDO. Stąd wniosek, że w okresie wzrostu płynności rynku i wzrostu obrotów zjawisko inflacji ratingów się wzmacnia [Altman, Öncü, Richardson, Schmeits, White, 2010: 445, 449].

W tym też czasie najniżej wyceniane są potencjalne przyszłe koszty reputacyjne. Innymi słowy, w trakcie hossy ryzyko wykazania, że agencje ratingowe niedoszacowują ryzyko kredytowe, jest niskie. Bolton, Freixas i Shapiro [2009: 35] dowodzą, że w okresie boomu agencje ratingowe częściej niedoszacowują ryzyko kredytowe niż w okresie recesji. Zjawisko masowego przyznawania wysokich ocen emisjom papierów strukturyzowanych, które stymulowało bańkę spekulacyjną A. Greenspan określił „irracjonalnym entuzjazmem” [CAINZ, 2016].

Reputacja jako swego rodzaju kapitał agencji ratingowych została wykorzystana dla uwiarygodnienia emisji instrumentów strukturyzowanych. Literatura przedmiotu powołuje się nawet na swego rodzaju transfer reputacji z rynku typowych korporacyjnych instrumentów dłużnych (*single name assets*) na rynek papierów strukturyzowanych [Coval, Jurek, Stafford 2008]. Przeprowadzone już w 2009 r. badania wskazują, że kwestia reputacji staje się istotna dla agencji ratingowej, jeśli większość jej przychodów pochodzi z działalności innej niż ocena emisji złożonych (strukturyzowanych) papierów wartościowych. Wówczas nie ma zbyt wiele przestrzeni na subiektywnie przyjmowane i trudne do weryfikacji założenia odnośnie do np. korelacji między przypadkami niewypłacalności aktywów wchodzących w skład portfela. Jednocześnie, w miarę wzrostu udziału w przychodach agencji ratingowej wpływów z tytułu ratingów dla emisji papierów strukturyzowanych, jakość ratingów (rozumiana jako ich stabilność oraz faktyczna skala niewypłacalności versus przyjęte *a priori* założenia) się obniża.

Mathis, McAndrews i Rochet [2009] wykazali istnienie cykli reputacyjnych charakteryzujących działalność agencji ratingowych. Interesujące studium poświęcone cyklom reputacyjnym, determinantom inwestowania w reputację oraz zależności pomiędzy tempem rozprzestrzeniania się informacji

o uprzednio zbudowanej reputacji a częstotliwością faz cyklu koniunkturalnego zawarto także w pracy Jovanovic i Prat [2016].

W pierwszej fazie agencja buduje swoją reputację, przyznając w sposób precyzyjny (zgodnie z metodologią i konserwatywnymi założeniami) rating, by potem czerpać korzyści z inflacji ratingów, możliwej dzięki wcześniej zdobytej reputacji [Mathis, McAndrews, Rochet, 2009: 657–674]. Tezę o cykliczności poziomu ryzyka reputacyjnego i korelacji między ryzykiem reputacyjnym i cyklem giełdowym (opisanym m.in. przez Bernsteina [1996]) potwierdzają również wyniki badań Han, Pagano i Shin [2010], którzy na przykładzie obligacji japońskich spółek wykazali, że ich emitenci w okresie hossy zamawiali ratingi w największych globalnych agencjach ratingowych, otrzymując niższe oceny od uzyskiwanych w lokalnych (japońskich) agencjach. Mimo wspomnianych niższych ratingów, wskutek „efektu uwierzytelnienia” (*certification effect*), czyli poddania się ocenie przez podmiot uważany za bezstronny i wiarygodny, koszt kapitału w przypadku skorzystania z usług globalnej agencji ratingowej okazywał się niższy w stosunku do emisji ocenianej wyłącznie przez lokalne agencje. W okresie bessy związanej z eskalacją globalnego kryzysu finansowego, swego rodzaju premia reputacyjna przestała istnieć i rentowności obu rodzajów papierów dłużnych zbliżyły się do siebie [Han, Pagano, Shin, 2010: 5–7], co może dowodzić również, że znaczenie ratingu jako wyznacznika decyzji inwestycyjnej rośnie w okresie hossy, w trakcie której udział *naive investors* jest relatywnie wysoki. W tym też okresie, co wskazano wcześniej, jakość ratingów jest najniższa.

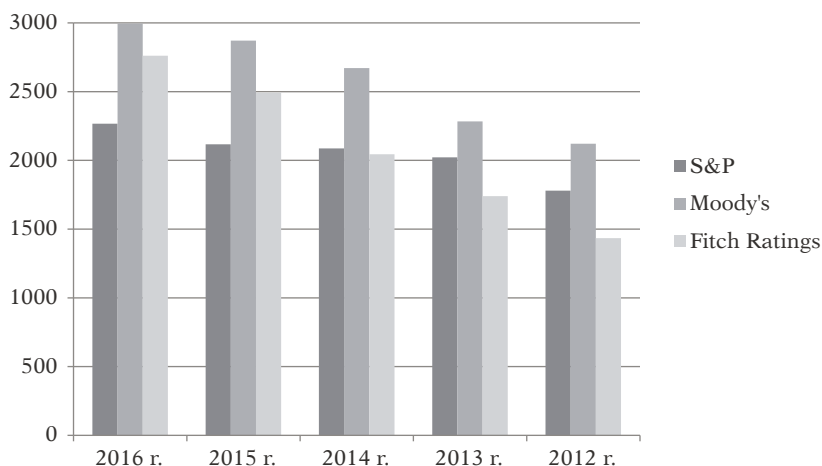
Z kolei skrajnym przykładem utraty znaczenia reputacji agencji ratingowych dla kosztu finansowania ocenianego podmiotu są dość kontrowersyjne redukcje ratingów Stanów Zjednoczonych oraz Francji, których następstwem okazał się spadek kosztu finansowania i tym samym potwierdzenie, że inne niż rating czynniki są brane pod uwagę przez inwestorów, a zaufanie do agencji ratingowych ulega gwałtownemu obniżeniu [Pym, 2012]. Świadczy to o tym, że w przypadku instrumentów *single name* zmiany ratingu (lub jego perspektywy) wpływają na decyzje inwestorów, o ile są spójne z wynikami analizy fundamentalnej. Sam autorytet agencji ratingowej nie jest czynnikiem decydującym.

Zatem reputacja nie musi być głównym imperatywem działalności agencji ratingowej i niekoniecznie wysoka jakość świadczonych usług zdecydowała o rozwoju największych agencji ratingowych. Świadczą tym choćby wyniki największych agencji ratingowych (tabela 1).

Wielu ekonomistów jest zdania, że agencje ratingowe przetrwały i zyskały istotne znaczenie w świecie finansowym, bo generują wiarygodną informację. Gdyby tak nie było, poniosłyby znaczące koszty reputacyjne i ostatecznie ich rola uległaby marginalizacji. Inni (np. Partnoy [2009]) wyrażają pogląd, że agencje jako podmioty *de facto* „dopuszczające papiery dłużne do obrotu” (*gatekeepers*) nie są traktowane jako dostarczyciele informacji, ale instytucje udzielające tzw. licencji regulacyjnej (*regulatory licence*). W praktyce

na rynkach anglosaskich jedynie bowiem papiery dłużne z ratingiem mogły znaleźć inwestorów. Również wyłącznie papiery dłużne z ratingiem mogły obniżać wymóg kapitałowy, co jest szczególnie ważne w przypadku instytucji finansowych i kredytowych, podlegających ściślemu reżimowi regulacyjnemu. Zaryzykować zatem można tezę, że agencje ratingowe nie przetrwałyby, gdyby regulacje nie były oparte na ocenach ratingowych [Partnoy, 2009; 432], a przynajmniej w systemach finansowych opartych na sektorze bankowym (kontynentalnych) popyt na ich usługi byłby znacząco ograniczony. O skali znaczenia odwołań do ocen ratingowych w regulacjach nadzorczych świadczą wyniki badań zawierające wniosek, że zakłady ubezpieczeń zmieniły swoją politykę inwestycyjną wraz z usunięciem z obowiązujących w Stanach Zjednoczonych wymogów kapitałowych algorytmów opartych na ratingach [Weiss, Nikolova, 2014: 31].

Rysunek 4. Średnie przychody (na jedną ocenę) wiodących agencji ratingowych (w tys. USD)



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

Podsumowanie

Ratingi nadawane przez agencje ratingowe, a właściwie ich zmiany i zmiany perspektyw ratingu, mają istotny wpływ na stabilność finansową (choć same nie są nośnikami informacji o ryzyku systemowym), odznaczając się procyklicznością. Agencje ratingowe mogą być traktowane jako podmioty udzielające licencji regulacyjnej. Wiąże się to m.in. z konstrukcją 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. Zmiany ratingów, mające w wielu przypadkach charakter masowy, mogą determino-

wać wymuszoną wyprzedaż aktywów, oddziałując w ten sposób na spadek ich cen, jak również kreując problemy związane z pozyskaniem finansowania i jego ceną (perspektywa podmiotów, których rating uległ zmianie). Czynnikiem mogącym obniżyć zmienność ocen ratingowych wywołaną koniecznością korekty metodologii, która okazała się nieprawidłowa, lub motywowałby agencje ratingowe do ograniczania negatywnych skutków konfliktów interesów wbudowanych w stosowane przez nie modele biznesowe, jest ryzyko reputacyjne. Badania nad ryzykiem reputacyjnym w działalności agencji ratingowych pozwoliły na wyciągnięcie następujących wniosków:

- agencje ratingowe zarządzają ryzykiem reputacyjnym w okresie hossy postrzegają to ryzyko jako niskie i stąd ratingi są przeszacowywane (trudno jest wówczas wykazać błędy w decyzjach dotyczących ratingów, a korzyści z wysokich ocen uzyskują zarówno emitenci, jak i inwestorzy), dopiero w okresie bessy oceny stają się bardziej zróżnicowane i lepiej oddają poziom faktycznego ryzyka kredytowego, niekiedy go przeszacowując (w tym okresie prawdopodobieństwo niewypłacalności i tym samym konieczności skokowej redukcji oceny jest wyższe). Dowodzi to istnienia cykli reputacyjnych i podaje w wątpliwość tezę forsowaną przez agencje ratingowe, że ich ratingi są ocenami *through the cycle*,
- możliwe jest dokonanie niezależnej oceny ryzyka kredytowego papierów typu *single name* (obligacji emitowanych przez określony podmiot, których spłacalność jest funkcją kondycji ekonomiczno-finansowej tego podmiotu) – w przypadku tych walorów ratingi najczęściej nie są przeszacowywane, natomiast reputacja agencji ratingowych zbudowana na rynku instrumentów *single name* transferowana jest na rynek instrumentów strukturyzowanych, na którym ryzyko jest niedoszacowane (m.in. ze względu na presję ze strony organizatorów emisji),
- w okresie hossy, w warunkach niskiego ryzyka reputacyjnego, dokładne odzwierciedlenie poziomu ryzyka kredytowego przez ratingi nie leży w interesie ani emitentów, ani inwestorów,
- w okresie hossy i wzrostu aktywności tzw. *naive investors* rating pełni rolę uwierzytelniającą i napędzającą popyt na papiery wartościowe.

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. Agencje ratingowe zamiast ograniczania ryzyka, zarządzają nim, co ma negatywny wpływ na stabilność finansową ze względu na wynikającą z tego mechanizmu możliwość świadomego niedoszacowania ryzyka. Dlatego w celu redukcji ryzyka systemowego, zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Unii Europejskiej, zdecydowano się na objęcie agencji ratingowych odpowiedzialnością cywilną. Pomimo wątpliwości z tym związanych (o potencjalnie również negatywnych skutkach regulacji pisali na przykład: Goodhart [2008] oraz Hemraj [2015]), m.in. ze względu na ograniczony wpływ reputacji na wyniki agencji ratingowych i możliwość zarządzania nią, a także uznając samoregulację za niewystarczającą,

zdefiniowano ramy regulacyjne dla agencji ratingowych oraz zintensyfikowano nadzór nad nimi zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Europie. Uczyniono to również dlatego, że mimo upływu około dekady od początku globalnego kryzysu finansowego reputacja agencji ratingowych pozostaje wciąż niesatysfakcjonująca w stosunku do znaczenia, które mają te podmioty dla rynku długu [Global Treasury Intelligence, 2015].

Bibliografia

- Almeida H., Cunha I., Ferreira M.A., Restrepo F. [2017], The Real Effects of Credit Ratings: The Sovereign Ceiling Channel, *Journal of Finance*, vol. 72, no. 1, February.
- 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.
- Alva [2018], <http://www.alva-group.com/en/>
- Amato J.D., Furfine C.H. [2003], Are credit ratings procyclical?, *BIS Working Papers*, no. 129, BIS.
- Araújo, L.A., Vinhado F. [2016], Reputational Risk Measurement: Brazilian Banks, <https://ssrn.com/abstract=2799248>
- Bernstein J. [1996], *Cykle giełdowe*, WIG Press, Warszawa.
- Bolton P., Freixas X., Shapiro J. [2009], The Credit Ratings Game, *NBER Working Papers Series*, Working Paper 14712.
- CAINZ [2016], *Credit Rating Agencies – Are They to judge?*, <http://cainz.org/2016/04/20/credit-rating-agencies-are-they-to-judge/>
- 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>
- Ching W. [2015], Defining Reputational Risk, *Risk Management Monitor*, <http://www.riskmanagementmonitor.com/defining-reputational-risk/>, 8 September
- Cichy J. [2015], Agencje ratingowe w unijnych regulacjach prawnych. Dylematy zasadności ich wprowadzania, *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska*, vol. 47, no. 3, Sectio H, Lublin.
- Competition and Credit Rating Agencies [2010], <https://www.oecd.org/competition/sectors/46825342.pdf>, DAF/COMP (2010) 29.
- 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
- CRA III [2013], Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 462/2013 z dnia 21 maja 2013 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych, Dz. U. L 146 z 31.05.2013 r.
- Diamond D.W. [1984], Financial Intermediation and Delegated Monitoring, *Review of Economic Studies*, vol. 51(3), <http://isites.harvard.edu/fs/docs/icb.topic1002789.files/Week%207%20-%20October%202013/Diamond-Financial%20intermediation%20and%20delegated%20monitoring.pdf>

- Diermeier D. [2008], Measuring and Managing Reputational Risk, *Society of Actuaries, Risk Management*, no.12, March.
- Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act [2010], Pub.L. No. 111–203, 124 Stat. 1376(2010), H.R. 4173.
- Doh-Shin J., Lovo S. [2012], *Reputation as an Entry Barrier in the Credit Rating Industry*, http://idei.fr/sites/default/files/medias/doc/wp/2012/jeon_lovo.pdf
- Dziawgo D. [1998], *Credit rating. Ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Dziawgo D. [2010], *Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- ESMA [2013], *Questions and Answers Implementation of the Regulation (EU)*, no. 462/2013 on Credit Rating Agencies, 30 March 2017, 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
- Fitch Ratings [2018], *Country Ceilings Criteria*, <https://www.fitchratings.com/site/re/10037793>
- GTNEWS [2015], *Have ratings agencies restored their reputation?*, <https://www.gtnews.com/articles/have-ratings-agencies-restored-their-reputation/>
- Goodhart C.A.E. [2008], How, if at all, should Credit Ratings Agencies (CRAs) be Regulated?, *LSE Financial Markets Group Paper Series*, Special Paper no. 181.
- Han S.H., Pagano M.S., Shin Y.S. [2010], *Rating Agency Reputation, The Global Financial Crisis, and the Cost of Debt*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1680084
- Hemraj M. [2015], *Credit Rating Agencies. Self-regulation, statutory Regulation and Case Law Regulation in the United States and European Union*, Springer.
- Holmstrom B. [2008], *Discussion of the Panic of 2007 by Gary Gorton*, <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>
- 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>
- IOSCO [2004], *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>
- Jovanovic B., Prat J. [2016], *Reputation cycles*, https://bfi.uchicago.edu/sites/default/files/research/cycles_reputation_19_bj_0.pdf
- Koleśnik J. [2010], Kształt nadzoru bankowego i regulacji nadzorczych w Unii Europejskiej i w Polsce, w: *Instrumenty i regulacje bankowe w czasie kryzysu*, J. Nowakowski (red.), Difin, Warszawa.
- Koleśnik J. [2013], Wpływ agencji ratingowych na bezpieczeństwo systemu bankowego, *Zarządzanie i Finanse*, nr 2, cz. 1, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego.
- Komisja Europejska [2016], *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.
- Komisja Europejska [2016], *Study on the State of the Credit Rating Market. Final Report*, Markt/2014/257/F4/ST/OP, European Commission, January 2016, https://ec.europa.eu/info/publications/study-state-credit-rating-market_en
- Korzeb Z., Kulpaka P., Niedziółka P. [2019], Deoligopolizacja rynku agencji ratingowych oraz inne inicjatywy na rzecz poprawy jakości ratingów zewnętrznych w kontekście oddziaływania agencji ratingowych na stabilność finansową, *Materiały i Studia*, nr 333, Narodowy Bank Polski.
- Lowenstein R. [2008], Triple-A-Failure, *New York Times Magazine*, <http://www.nytimes.com/2008/04/27/magazine/27Credit-t.html>
- 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*, vol. 56, no. 5, July.
- Mitic P. [2015], *Reputation Risk Quantification. Measuring how Simple, Personal, Fair Santander is toward their customers*, Willis/IRM Seminar, London.
- Mitic P. [2018], Reputation Risk: Measured, International, *Journal of Safety Engineering*, vol. 8, no. 1: 171–180.
- Moody's Investors Service [2017], *Policy for Sovereign Ratings*, Moody's Investors Service, https://www.moodys.com/uploadpage/Mco%20Documents/Policy_for_Sovereign_Ratings.pdf
- Moody's Investors Service [2018], *Finance Companies*, <https://www.moodys.com/researchandratings/viewall/methodology/rating-methodologies/003006001/003006001%7C005000/-/0/0/-/0/-/-/-1/-/-/en/global/pdf/-/rra>
- 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.
- 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; 96–116.
- 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, *Yale Journal on Regulation*, vol. 26, no. 2, Article 10, <http://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1293&context=yjrg>
- Perry J., de Fontnouvelle P. [2005], *Measuring Reputational Risk: The Market Reaction to Operational Loss Announcement*, Federal Reserve Bank of Boston.
- Pym H. [2012], *Do credit rating agencies threaten our financial stability?*, <http://www.bbc.com/news/business-17142170>
- Rösch D. [2012], *Systemic Risk and Credit Ratings*, <https://research.mbs.ac.uk/accounting-finance/Portals/0/docs/Systematic%20Risk%20and%20Credit%20Ratings.pdf>
- SEC [2008], *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*, United States Securities Commission, July.
- SEC [2017], *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, US Securities and Exchange Commission, Washington, December, <https://www.sec.gov/ocr>
- Sethuraman M. [2018], *The Effect of Reputation Shocks to Rating Agencies on Corporate Disclosures*, Forthcoming in *The Accounting Review*.

- Spat Ch. [2013], *Credit Rating Agencies and Systemic Financial Risk*, <http://www.ei.com/credit-rating-agencies-and-systemic-financial-risk-by-chester-spat/>
- Standard & Poor's [2019], *General Criteria: Principles of Credit Ratings*, https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/2148771
- Sy A.N.R. [2009], *The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets*, IMF.
- 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
- UNCTAD [2015], 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
- Walter I. [2006], *Reputational Risk and Conflicts of Interest in Banking and Finance: The Evidence So Far*, Stern School of Business, New York University, New York, http://www.eurekahedge.com/Research/News/835/Reputational_Risk_and_Conflicts_of_Interest_in_Banking_and_Finance_The_Evidence_So_Far
- Weiss Hanley K., Nikolova S. [2014], *The removal of credit ratings from capital regulation: implications for systemic risk*, July 2014: 31, http://www.greta.it/credit/credit2014/PAPERS/Talks/Thursday/11_Hanley_Nikolova.pdf
- Zygier M. [2015], Charakterystyka i znaczenie ryzyka operacyjnego w działalności bankowej, *Nauki o Zarządzaniu*, nr 1(22).

Systemic and Reputational Risk in the Activities of Rating Agencies

Abstract: This article contains an analysis of the impact channels through which credit rating agencies may affect systemic risk, while raising the research question of whether reputational risk is a sufficient mechanism for disciplining credit rating agencies and motivating them to care for the high quality of ratings.

Research into reputational risk for rating agencies has led to the conclusion that credit rating agencies manage reputational risk. During a boom period, they perceive this risk as low and hence they tend to offer overestimated ratings. It is difficult then to show errors in rating decisions, and both issuers and investors benefit from high ratings. It is only during a bearish period that assessments become more diverse and better reflect the actual credit risk, sometimes overestimating it. During such a period, the likelihood of insolvency and therefore the need for a gradual reduction in ratings are higher. This proves the existence of reputation cycles and puts into question the claim that agency ratings are through-the-cycle ratings. Due to the possibility of an independent credit risk assessment of single-name securities, ratings are not usually overestimated for these securities, while the reputation of rating agencies built on the single-name instruments market is transferred to the structured instruments market where risk is underestimated.

In order to reduce systemic risk, in both the United States and the European Union, decisions have been made to subject rating agencies to civil liability. There was also a need to define a regulatory framework for rating agencies and to intensify supervision.

Keywords: credit rating agency, reputation risk, systemic risk

JEL classification codes: F34, G01, G12, G14, G23

Article submitted October 10, 2018, accepted for publication April 17, 2019.

