

ALICJA MALEWSKA

Akademia Ignatianum w Krakowie

aliczka@gmail.com

ORCID 0000-0002-1882-0475

DOI: 10.13166/JMS/110495

JOURNAL OF MODERN
SCIENCE TOM 2/41/2019,
S. 157-168

**SOURCES OF POWER OF THE BIG THREE
CREDIT RATING AGENCIES IN INTERNATIONAL
FINANCIAL MARKETS**

**ŹRÓDŁA POTĘGI „WIELKIEJ TRÓJKI” AGENCJI
RATINGOWYCH NA MIĘDZYNARODOWYM RYNKU
FINANSOWYM**

ABSTRACT

Objectives

The aim of this study is to describe and analyze the sources of the strong position of the Big Three rating agencies (Moody's, Standard & Poor's, Fitch Ratings) in international financial markets and confront dominant academic views with post-crisis reality.

Material and methods

System analysis allowed to extract, describe and explain the main sources of power of credit rating agencies. An analysis of US and EU legal acts as well as the theory of transaction costs and information asymmetry was also applied.

Results

Two processes contributed to the creation of an oligopoly in the credit rating market: the effectiveness of rating agencies in the first decades of their existence, which allowed to gain investors' trust and legal provisions sanctioning the dominance of the three largest entities.

Conclusions

However, the global financial crisis has damaged the agency's reputation and led to major financial market reforms. Despite this, the Big Three maintained its strong position, which can be explained by the profitability of the rules in force for all major market participants.

STRESZCZENIE

Cel pracy

Celem artykułu jest opis i analiza źródeł silnej pozycji „Wielkiej trójki” agencji ratingowych (Moody’s, Standard & Poor’s, Fitch Ratings) na międzynarodowym rynku finansowym oraz skonfrontowanie dotychczasowych poglądów dominujących w literaturze przedmiotu z doświadczeniami postkryzysowej rzeczywistości.

Materiał i metody

W artykule została zastosowana analiza systemowa, która pozwoliła wyodrębnić, opisać i wyjaśnić główne źródła potęgi agencji ratingowych. Zastosowano również analizę amerykańskich i unijnych aktów prawnych oraz teorię kosztów transakcyjnych i asymetrii informacyjnej.

Wyniki

Dwa procesy przyczyniły się do stworzenia oligopolu na rynku ratingowym: skuteczność agencji ratingowych w pierwszych dekadach ich istnienia, która pozwoliła zdobyć zaufanie inwestorów, oraz przepisy prawne sankcjonujące dominację trzech największych podmiotów.

Wnioski

Jednak globalny kryzys finansowy nadszarpnął reputacją agencji oraz doprowadził do daleko idących reform rynku finansowego. Mimo to „Wielka trójka” utrzymała swoją silną pozycję, co można wytłumaczyć opłacalnością funkcjonujących zasad dla wszystkich najważniejszych uczestników rynku.

KEYWORDS: *power, financial crisis, dominance, credit rating agencies, international financial market*

SŁOWA KLUCZOWE: *kryzys finansowy, agencje ratingowe, międzynarodowy rynek finansowy, potęga, dominacja*

WPROWADZENIE

Agencje ratingowe istnieją na rynku finansowym od ponad stu lat, od kilku dekad zaś ich działalności towarzyszą poważne kontrowersje. Są to (zwykle) prywatne przedsiębiorstwa, które oceniają wiarygodność kredytową podmiotów emitujących instrumenty finansowe oraz samych instrumentów dłużnych. Za pomocą ratingu, czyli krótkiego kodu literowego, wyrażają prawdopodobieństwo terminowej spłaty zadłużenia lub bankructwa emitenta. Według założenia beneficjentami informacji dostarczanych przez rating są inwestorzy z całego świata, którzy mogą ograniczyć koszty związane z czasochłonną analizą kondycji finansowej emitenta przed podjęciem decyzji inwestycyjnej (Dziawgo, 2010, s. 68–69).

Obecnie funkcjonuje wiele agencji ratingowych, jednak tylko trzy z nich, tzw. „Wielka trójka” – Moody’s, Standard & Poor’s oraz Fitch Ratings – są graczami na skalę globalną. Zdominowały rynek ratingu kredytowego, nadając ponad 96% wszystkich przyznanych ocen (U.S. SEC, 2017, s. 9). Oligopolistyczna struktura tego rynku jest częstym celem krytyki ze strony ekspertów i polityków, ale to nie jedyny zarzut stawiany agencjom. Wśród najczęściej powtarzających się zastrzeżeń pojawia się brak obiektywizmu w przyznawanych ocenach, potencjalny konflikt interesów, nieskuteczność i nierzetelność procesu ratingowego czy faworyzowanie określonego modelu biznesowego lub gospodarczego (Sinclair, 2014, s. 150–156).

Globalny kryzys finansowy sprzed dekady stał się papierkiem lakmusem obnażającym słabość wielu instytucji rynku finansowego, które nie tylko nie zapobiegły katastrofie, ale w wielu przypadkach wręcz się do niej przyczyniły. Egzaminu nie zdały również agencje ratingowe, które przecież miały uprzedzać inwestorów o niebezpieczeństwie niewypłacalności emitentów. Mimo porażki w spełnianiu swojej podstawowej funkcji „Wielka trójka” agencji wciąż zajmuje niekwestionowaną pozycję lidera na rynku ratingu kredytowego. Celem artykułu jest opis i analiza źródeł silnej pozycji tych instytucji na międzynarodowym rynku finansowym oraz skonfrontowanie dotychczasowych poglądów dominujących w literaturze przedmiotu z doświadczeniami postkryzysowej rzeczywistości.

METODY BADAWCZE

W celu zidentyfikowania przyczyn, które pomagają trzem największym agencjom ratingowym utrzymać dominację na rynku, została zastosowana analiza systemowa. Ta metoda pozwala holistycznie spojrzeć na współczesny system międzynarodowy, w którym przenikają się wpływy gospodarcze i polityczne. Dzięki temu agencje ratingowe mogą być analizowane jako część składowa większego systemu, ściśle powiązana z innymi podmiotami i kreującą sprzężenia zwrotne.

Badanie wyodrębnionych źródeł silnej pozycji agencji ratingowych zostało przeprowadzone przy użyciu analizy amerykańskich i unijnych aktów prawnych oraz poprzez odwołanie się do teorii kosztów transakcyjnych i asymetrii informacyjnej, charakterystycznych dla liberalnego nurtu w międzynarodowej ekonomii politycznej.

ŹRÓDŁA LEGITYMIZACJI POTĘGI AGENCJI RATINGOWYCH

W literaturze przedmiotu zwykle wskazuje się na dwie przyczyny leżące u podstaw współczesnej pozycji agencji ratingowych w finansowym systemie międzynarodowym. Pierwsza skupia się na nieformalnych zasadach rządzących systemem i przypisuje duże znaczenie zaufaniu inwestorów, które stało się źródłem legitymizacji „Wielkiej trójki” agencji ratingowych. Druga to rozwiązania prawne, które przyczyniły się do stworzenia i umocnienia oligopolu na rynku ratingu kredytowego.

Początki działalności agencji ratingowych zbiegły się z szybkim rozwojem sfery finansowej na początku XX wieku, przez co zaspokajały potrzebę zdobycia szybkiej informacji na temat podmiotów oferujących sprzedaż swoich instrumentów finansowych (Sylla, 2002, s. 6–7). Wielki Kryzys potwierdził, że każda decyzja inwestycyjna jest obarczona ogromnym ryzykiem. W celu zmniejszenia asymetrii informacyjnej i kosztów transakcyjnych związanych ze sprawdzaniem jakości nabywanych instrumentów dłużnych inwestorzy coraz większym zaufaniem zaczęli obdarzać agencje ratingowe. Ich usługi okazywały się coraz bardziej pomocne od lat siedemdziesiątych, kiedy na rynek zaczęły wkraczać kolejne państwa afrykańskie i wschodnioeuropejskie, nieposiadające żadnej historii kredytowej (Cantor, Packer, 1995, s. 2).

W pierwszej połowie XX wieku rola agencji ratingowych była ograniczona – funkcjonowały obok wielu innych instytucji finansowych, które sprzedawały swoje usługi doradcze inwestorom. Klient nabywał subskrypcję biuletynu zawierającego zestawienie interesujących go informacji na temat określonych emitentów lub instrumentów dłużnych (tzw. *investor-pay model*). Taki model biznesowy sprawdzał się w czasach, gdy rynek finansowy nie był jeszcze zbyt rozwinięty i był względnie nieskomplikowany. Inwestorzy posiadali własne systemy oceny wiarygodności ryzyka, a rating traktowali jako dodatkowe źródło informacji przy podejmowaniu decyzji (Bonsall, 2014, s. 91–93).

Z biegiem czasu rating kredytowy coraz bardziej zakorzenił się w kulturze inwestycyjnej. Emitenci wiedzieli, że muszą zdobyć ocenę ratingową, by nabrać wiarygodności w oczach inwestorów. Ustawodawca z kolei chętnie przerzucał obowiązek dbania o przejrzystość rynku finansowego na prywatne podmioty, jakimi są agencje ratingowe (Partnoy, 2010, s. 438–441).

W ciągu kilku dekad utrwaliło się przekonanie, że rynek najlepiej reguluje się sam, dążąc do najwyższej efektywności. Agencje ratingowe zdobyły w systemie pozycję gatekeepera, czyli instytucji, która pilnuje jakości informacji trafiających na rynek. Zgodnie z teorią opisującą funkcjonowanie gatekeeperów takie instytucje swoją pozycję opierają na długoletniej reputacji, która może być utracona w razie wykrycia nierzetelności i niespełniania oczekiwań rynku (Coffee, 2006, s. 2–5).

Sytuacja zmieniła się w latach 70. XX w., które wyznaczają moment przełomowy dla rynku ratingu kredytowego. Branża finansowa zaczęła notować gwałtowny wzrost, czego bezpośrednią konsekwencją było wielokrotne zwiększenie wolumenu emitowanych instrumentów, a także ich rosnąca kompleksowość. W owym okresie narodziło się wiele procesów charakterystycznych dla współczesnego rynku finansowego, takich jak sekurytyzacja, czyli sposób pozyskiwania kapitału poprzez przekształcenie części aktywów w papiery wartościowe (Waszkiewicz, 2004, s. 16). W tym samym czasie największe agencje ratingowe przeszły na alternatywny sposób finansowania swojej działalności (tzw. *issuer-pay model*), który polegał na tym, że to emitent płacił za wystawienie oceny (Jiang, Stanford, Xie, 2012, s. 608).

W roku 1975 amerykański ustawodawca zdecydował się na uregulowanie działalności agencji ratingowych, wprowadzając kategorię *Nationally Recognised Statistical Rating Organization* (NRSRO). Zabrakło ścisłej definicji tego pojęcia, ale zaczęło się ono pojawiać w wielu regulacjach na poziomie stanowym i federalnym. Inwestorzy instytucjonalni mogli wykazywać obniżony stosunek zobowiązań do płynnych aktywów, jeżeli w swoim portfolio posiadali instrumenty finansowo wysoko ocenione przez agencje posiadające status NRSRO (McClintock Ekins, Calabria, 2012, s. 9–10). Początkowo taki status otrzymały trzy największe agencje ratingowe, czyli Moody's, Standard & Poor's oraz Fitch Ratings. Z czasem do ich grona dołączyły kolejne agencje, które jednak zostały przejęte przez „Wielką Trójkę” zaledwie w ciągu dwudziestu lat. Co istotne, nie powstała żadna oficjalna lista warunków, które należy spełnić, by otrzymać kategorię NRSRO (Sinclair, 2014, s. 42–45).

Sytuacja, w której regulacje prawne *de facto* sankcjonowały oligopol na rynku ratingowym przy minimalnym nadzorze jakości przyznawanych ocen, utrzymywała się do początków XXI w. Dopiero wtedy uchwalono nową ustawę

– „Credit Rating Agency Reform Act of 2006” – która sprzyjała zwiększeniu konkurencji na tym rynku (Credit Rating, 2006). Dzięki temu zwiększyła się lista agencji posiadających status NRSRO, ale nie zburzyło to dominacji „Wielkiej trójki” na rynku. Warto dodać, że w europejskim prawie również zaimplementowano rozwiązania znane z systemu amerykańskiego poprzez możliwość korzystania z zewnętrznej wyceny ryzyka kredytowego w bankach przy ustalaniu wymogów kapitałowych (Basel, 2006).

Regulacje prawne niezwykle umocniły pozycję największych agencji ratingowych, jednak było to raczej usankcjonowanie *status quo* niż odgórne wyznaczenie liderów na rynku ratingu kredytowego. Pierwotna potęga agencji Moody’s, Standard & Poor’s oraz Fitch Ratings wynikała z zaufania, jakim obdarzyli je w ciągu dziesięcioleci inwestorzy na międzynarodowym rynku finansowym. System wydawał się korzystny dla wszystkich stron – inwestorzy otrzymywali informacje o interesujących ich spółkach, władze w duchu liberalizmu mogły oddelegować zadanie sprawdzania wiarygodności kredytowej emitentów do prywatnych firm, „Wielka trójka” zaś czerpała profity ze swojej działalności. Skutkiem było jednak powstanie klasycznego modelu oligopolu, w którym dominujący gracze mogą narzucać warunki zawierania transakcji, czerpiąc jednocześnie nadzwyczajne zyski (Krugman, Wells, 2013, s. 684–717). Specyficzną cechą tego rynku jest nieznaczna konkurencja pozacenowa, gdyż wszystkie trzy agencje oferują podobne produkty, powstające w wyniku stosowania zbliżonych metodologii (Sinclair, 2014, s. 30–33). Co więcej, badania potwierdzają, że te trzy agencje zwykle wykazują daleko idącą zbieżność w przyznawaniu ocen, co może świadczyć o współzależności i występowaniu zjawiska zachowania stadnego (Lugo, Croce, Faff, 2015).

WPLYW KRYZYSU FINANSOWEGO NA POZYCJĘ AGENCJI RATINGOWYCH

Globalny kryzys finansowy okazał się sprawdzianem zarówno dla podmiotów gospodarczych, jak i reguł funkcjonowania całego rynku. Agencje ratingowe wypadły w tym sprawdzianie wyjątkowo niekorzystnie. Wiele przyznanych przez nie ocen było nierzetelnych i nijak się miało do jakości ocenianych instrumentów finansowych. W rezultacie inwestorzy kupowali niezwykle ryzykowne papiery wartościowe, wierząc, że jest to stabilna lokata

kapitału. Skala tego procederu doprowadziła do krachu najpierw na giełdach amerykańskich, a przez ścisłą sieć zależności również na całym świecie. Szacuje się, że agencje ratingowe nadały najwyższe oceny obligacjom o wartości ponad 4 bilionów dolarów, a następnie w krótkim czasie musiały obniżyć ich ratingi do poziomu spekulacyjnego (Mullard, 2012).

Kryzys finansowy mocno nadszarpnął wizerunkiem agencji ratingowych. Nie był to pierwszy przypadek, w którym rzeczywistość negatywnie zweryfikowała przyznawane oceny – podobny problem ujawnił kryzys azjatycki z końca XX w. (Ferri, Liu, Stiglitz, 1999) oraz upadek Enronu (Hill, 2004). Po raz kolejny więc agencje okazały się zupełnie nieskuteczne w przewidywaniu kryzysów na rynku finansowym, czyli nie spełniły podstawowego zadania jako gatekeeperzy. Już po wybuchu kryzysu agencje w bardzo krótkim czasie zaczęły masowo obniżać oceny emitentom, którzy mieli trudności ze spłatą zobowiązań. Natomiast po zakończeniu kryzysu traktowały ich bardzo zachowawczo, spowalniając ożywienie gospodarcze i dowodząc swojej procykliczności (Gaillard, 2014).

O spadku zaufania do agencji ratingowych może świadczyć fakt, że podczas kryzysu inwestorzy dokonywali decyzji inwestycyjnych w oparciu o własną analizę rynku, bez czekania na zaktualizowaną ocenę (Malewska, 2019). Po części można to wytłumaczyć tym, że proces ratingowy jest czasochłonny, a w przypadku nagłych wydarzeń lub ogłoszenia istotnych informacji inwestorzy są zmuszeni podejmować błyskawiczne decyzje w celu zminimalizowania strat. Jednak nie można ignorować znaczenia utraty reputacji agencji w wyniku ujawnienia procederu kupczenia ratingami (Griffin, Nickerson, Yongjun Tang, 2013).

Warto również wspomnieć o przypadkach, w których działalność agencji ratingowych została zaskarżona na drodze prawnej. Najbardziej spektakularny przypadek wiąże się z pozwem wystosowanym w 2013 r. przez Departament Sprawiedliwości USA oraz 19 stanów i Dystrykt Kolumbia przeciwko agencji Standard & Poor's. Podstawą zarzutów były straty związane z przyznawaniem przez agencję zawyżonych ocen instrumentom strukturyzowanym i przedstawianiem tych ratingów jako obiektywnych mimo oczywistego konfliktu interesów. Sprawa zakończyła się zawarciem ugody, w ramach której Standard & Poor's zobowiązało się do zapłacenia powodom 1,375 miliard

da dolarów i uznania swoich błędów w procesie ratingowym (Department, 2015). Analogiczny pozew został wystosowany wobec agencji Moody's, która w ramach ugody musiała zapłacić 864 miliony dolarów (Department, 2017).

Skala kryzysu pokazała, że częściowe reformy nie wystarczą do naprawienia wad wpisanych w funkcjonowanie rynku finansowego. W celu uchronienia gospodarki przed podobnymi wstrząsami w przyszłości należało podjąć zdecydowane kroki. W Stanach Zjednoczonych próby te przyjęły formę Ustawy o Reformie Wall Street i Ochronie Konsumenta, popularnie zwanej ustawą Dodd-Franka. Weszła w życie w lipcu 2010 r. i określała nowe zasady regulacji rynku finansowego, zwłaszcza w odniesieniu do podmiotów, które przyczyniły się do wywołania lub eskalacji ostatniego kryzysu. Wśród nich znalazły się również agencje ratingowe, zwłaszcza posiadające status NRSRO. Wskazano na wiele problemów, które agencje powinny rozwiązać, między innymi: konflikt interesów, brak odpowiedzialności za błędy, uprzywilejowaną pozycję w systemie prawnym (Dimitrov, 2015, s. 505–506).

Nowa ustawa nakładała wiele obowiązków na agencje ratingowe, które miały zapewnić lepszą jakość ocen oraz większą przejrzystość procesu ratingowego. Poza wdrożeniem skuteczniejszych systemów kontroli wewnętrznej i zewnętrznej agencje zobowiązano również do publikowania obszernych komentarzy i uzasadnienia przyznanych ocen. Kluczową systemową zmianą było wykreślenie odwołań i zakaz umieszczania nowych przepisów, które wymagałyby korzystania z ratingów. Poszerzono również katalog sytuacji, kiedy agencje ratingowe mogą być pozwane przez inwestorów, którzy ponieśli straty, opierając się na niedokładnych ratingach. Ustawodawca zobowiązywał również odpowiednie instytucje do poszukiwania alternatywnych rozwiązań finansowania działalności agencji ratingowych i likwidowania barier wejścia na rynek (Dodd-Frank, 2010, IX, C, art. 931–939).

W Unii Europejskiej kryzys finansowy zapowiadał dopiero początek kłopotów. Gdy reszta świata zaczęła wychodzić z pierwszej fali załamania gospodarczego, wiele z krajów europejskich zderzyło się z problemem zadłużenia finansów publicznych. Skala tego zjawiska w największym stopniu ujawniła się w Grecji, która była zmuszona ogłosić niewypłacalność, ale była obecna również w innych słabszych krajach strefy euro – Hiszpanii, Irlandii, Portugalii. Ze względu na ściśle współzależności gospodarcze i efekt zarażania kry-

zys rykoszetem odbił się również na stabilniejszych gospodarkach, takich jak Austria, Finlandia czy Holandia (De Santis, 2012, s. 2–4). Agencje ratingowe również w tym przypadku wykazały się bardzo niską skutecznością przewidywania problemów ze spłatą zobowiązań ocenianych państw. Skutkowało to gwałtownym obniżaniem ratingów już w trakcie trwającego kryzysu, co potęgowało chaos informacyjny i niepewność na rynku (Gaillard, 2014, s. 128).

W obliczu wzmożonej krytyki działalności agencji ratingowych zaczęto prowadzić prace w celu uregulowania tego segmentu rynku finansowego na terenie Unii Europejskiej. Pierwszy dokument został uchwalony w 2009 r., ale w kolejnych latach poddano go daleko idącym nowelizacjom, które miały być odpowiedzią na aktualne problemy państw borykających się ze skutkami kryzysu i nietrafionych ocen ratingowych. Utworzono nową instytucję nadzoru (Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych), która była odpowiedzialna za rejestrowanie i kontrolę instytucji finansowych, w tym agencji ratingowych. W rozporządzeniu znalazły się zapisy, które miały prowadzić do zwiększenia przejrzystości procesu ratingowego, większej stabilności przyznawanych ocen, konfliktu interesów, zlikwidowania barier wejścia na rynek i walki z oligopolem „Wielkiej Trójki”. Pojawił się również zapis o nałożeniu na agencje ratingowe odpowiedzialności cywilnej za wystawienie nierzetelnych ocen (Rozporządzenie, 2013).

WNIOSKI

Dotychczas w literaturze przedmiotu zgodnie wskazywano na zaufanie inwestorów oraz legitymizację prawną jako podstawowe źródła potęgi agencji ratingowych w międzynarodowym systemie finansowym. Jednak rola „Wielkiej trójki” w kryzysie była na tyle kontrowersyjna, że poważnie nadszarpnięta została ich reputacja. Ustawodawcy w USA i Unii Europejskiej zdecydowali się na daleko idące reformy, które miały na celu rozwiązanie głównych problemów związanych z tą sferą – oligopolistycznej struktury rynku, konfliktu interesów czy niskiej jakości przyznawanych ocen.

Zgodnie z rynkową logiką po porażce wizerunkowej, jaką było udowodnione przyczynienie się do eskalacji kryzysu, agencje Moody's, Standard & Poor's oraz Fitch Ratings powinny zostać zastąpione przez inne, nieskompromitowane podmioty. Sprzyjają temu nowe przepisy prawne, któ-

re zlikwidowały część barier wejścia na rynek. Jednak 10 lat od wybuchu kryzysu finansowego „Wielka trójka” wciąż niepodzielnie rządzi na rynku ratingu kredytowego. Taka sytuacja każe zastanowić się nad prawdziwością dotychczasowych rozważań dotyczących źródeł silnej pozycji agencji.

Obecny stan rzeczy można wytłumaczyć jedynie przyjmując założenie, że taki układ odpowiada większości uczestników rynku. W skali globalnej granica między inwestorami a emitentami papierów wartościowych jest rozmyta. Często fundusze czy banki inwestycyjne są pośrednio powiązane z firmami sprzedającymi swoje akcje na giełdach. Emitenci, płacąc za przyznanie ratingu, oczekują preferencyjnego traktowania ze strony agencji, agencje zaś, obawiając się utraty klienta, przyznają zawyżone oceny. Z kolei inwestorzy otrzymują informacje na temat wiarygodności kredytowej emitentów za darmo. Żadna ze stron nie jest więc zainteresowana zmianą zasad funkcjonowania systemu.

Proces umacniania się „Wielkiej trójki” na rynku ratingu kredytowego trwał kilkadziesiąt lat. Przyczyniła się do tego wysoka dokładność ocen przyznawanych przez agencje ratingowe w pierwszym okresie ich funkcjonowania, dzięki czemu udało im się zdobyć zaufanie inwestorów. Regulacje prawne sankcjonujące oligopol umocniły ich pozycję i stworzyły bariery wejścia dla potencjalnych konkurentów. Jednak opisane w artykule zmiany, jakie zaszły w prawie oraz świadomości inwestorów po kryzysie finansowym, udowodniły, że musi istnieć jakieś dodatkowe źródło potęgi „Wielkiej trójki”. System, który się nie sprawdził i doprowadził do gigantycznego załamania na rynku, jest nadal opłacalny dla wszystkich stron. Tak długo, jak te zyski będą przekraczać koszty związane z okresowymi kryzysami, największe agencje ratingowe nie są zagrożone utratą swojej potęgi na międzynarodowym rynku finansowym.

Literatura

Basel Committee on Banking Supervision (2006). *Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework – Comprehensive Version*, Bank for International Settlements.

Bonsall IV, Samuel B. (2014). *The impact of issuer-pay on corporate bond rating properties: Evidence from Moody's and S&P's initial adoptions*. *Journal of Accounting and Economics* 57.2–3, s. 91–93. ISSN 0165-4101.

- Cantor, R., Packer, F. (1995). *Sovereign Credit Ratings*. Current Issues in Economics and Finance Vol. 1 No. 3, s. 2.
- Coffee, J.C. (2006). *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. New York: Oxford University Press, s. 2–5. ISBN 9780199288090.
- Credit Rating Agency Reform Act of 2006, 15 USC 78a.
- De Santis, R.A. (2012). *The Euro area sovereign debt crisis: safe haven, credit rating agencies and the spread of the fever from Greece, Ireland and Portugal*. ECB Working Paper Series No. 1419, s. 2–4.
- Department of Justice, *Justice Department and State Partners Secure \$1.375 Billion Settlement with S&P for Defrauding Investors in the Lead Up to the Financial Crisis*, 03.02.2015. Pozyskano (20.11.2018) z <https://www.justice.gov/opa/pr/justice-department-and-state-partners-secure-1375-billion-settlement-sp-defrauding-investors>.
- Department of Justice, *Justice Department and State Partners Secure Nearly \$864 Million Settlement With Moody's Arising From Conduct in the Lead up to the Financial Crisis*, 13.01.2017. Pozyskano (20.22.2018) z <https://www.justice.gov/opa/pr/justice-department-and-state-partners-secure-nearly-864-million-settlement-moody-s-arising>.
- Dimitrov, V., Palia, D., Tang, L. (2015). *Impact of the Dodd-Frank act on credit ratings*. Journal of Financial Economics 115.3, s. 505–506. ISSN 0304-405X.
- Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111–203, 124 Stat. 1376 (2010).
- Dziawgo, D. (2010). *Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym*. Warszawa: PWE Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, s. 68–69. ISBN 9788320818680.
- Ferri, G., Liu, L.-G., Stiglitz, J.E. (1999). *The Procyclical Role of the Credit Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis*. Economic Notes Vol 28, Issue 3, s. 335–355. ISSN 1468-0300.
- Gaillard, N. (2014). *How and why credit rating agencies missed the Eurozone debt crisis*. Capital Markets Law Journal Vol. 9, No. 2, s. 128. ISSN 1750-7219.
- Griffin, J.M., Nickerson, J., Yongjun Tang, D. (2013). *Rating shopping or catering? An examination of the response to competitive pressure for CDO credit ratings*. The Review of Financial Studies 26.9, s. 2270-2310. ISSN 0893-9454.
- Hill, C. (2004). *Regulating the Rating Agencies*. Washington University Law Quarterly Vol. 82 (43), s. 43–97. ISSN 0043-0862.

- Jiang, J.X., Stanford, M.H., Xie, Y. (2012). *Does it matter who pays for bond ratings? Historical evidence*. Journal of Financial Economics 105.3, s. 608. ISSN 0304-405X.
- Krugman, P., Wells, R. (2013). *Mikroekonomia*. Warszawa: Wydawnictwo naukowe PWN. ISBN 9788301172091.
- Lugo, S., Croce, A., Faff, R. (2014). *Herding behavior and rating convergence among credit rating agencies: evidence from the subprime crisis*. Review of Finance, 19(4), s. 1703–1731. ISSN 1573-692X.
- Malewska, A. (2019). *Ekonomia polityczna ratingu kredytowego*. Kraków: Wydawnictwo Naukowe AIK. ISBN 9788376143910.
- McClintock Ekins, E., Calabria, M.A. (2012). *Regulation, Market Structure and Role of the Credit Rating Agencies*. Policy Analysis No. 704, s. 9–10. ISSN 1047-1987.
- Mullard, M. (2012). *The credit rating agencies and their contribution to the financial crisis*. The Political Quarterly 83.1, s. 77–95. ISSN 1467-923X.
- Partnoy, F. (2010). *Historical Perspectives on the Financial Crisis: Ivar Kreuger, the Credit-Rating Agencies, and Two Theories about the Function and Dysfunction of Markets*. Legal Studies Research Paper Series No. 10-09, s. 438–441.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 462/2013 z 21 maja 2013 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych.
- Sinclair, T.J. (2014). *The new masters of capital: American bond rating agencies and the politics of creditworthiness*. USA: Cornell University Press, s. 42–156. ISBN 9780801474910.
- Sylla, R. (2002). *A Historical Primer on the Business of Credit Ratings*, [w:] R.M. Levich (red.) *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*. Boston: Springer, s. 6–7. ISBN 9781461509998.
- U.S. Securities and Exchange Commission (2017). *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, s. 9. Pozyskano (18.11.2018) z <https://www.sec.gov/ocr/reportspubs/annual-reports/2017-annual-report-on-nrsros.pdf>.
- Waszkiewicz, A. (2004). „Papierowe” bogactwo sekurytyzacji. Bank i Kredyt 35(4), s. 16. ISSN 0137-5520.