

Univerzita Karlova v Praze

Právnická fakulta

Tomáš Búry

REGULACE RATINGOVÝCH AGENTUR

(The regulation of credit rating agencies)

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce: Mgr. Ing. Aleš Borkovec

Katedra národního hospodářství

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): únor 2013

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci sepsal samostatně za použití zdrojů a literatury v ní uvedených, že všechny prameny a literatura v ní použité byly řádně citovány a že tato práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

V Praze dne 28. února 2013

podpis:

Poděkování

Velmi rád bych poděkoval panu Mgr. Ing. Aleši Borkovcovi za ochotu vést mou diplomovou práci na toto veskrze zajímavé a aktuální téma.

Rád bych na tomto místě poděkoval také svým rodičům za velkou podporu, jíž se mi dostalo při celém mém studiu na Právnické fakultě.

Obsah

Úvod.....	1
1 Ratingové agentury	2
1.1 Ratingy a jejich fungování	3
1.2 Struktura a vývoj ratingového trhu	7
1.3 Právní význam ratingu	10
2 Účelnost regulace ratingových agentur.....	12
2.1 Vliv ratingů na finanční trhy	13
2.2 Reputační teorie	14
2.3 Střet zájmů.....	15
2.4 Oligopolní charakter odvětví	20
2.5 Vliv ratingu a jeho změn na rozhodování na finančním trhu.....	25
2.6 Zhodnocení potřeby regulace.....	28
3 Aktuální reforma regulace ratingových agentur v USA a EU.....	29
3.1 Význam ratingů v dosavadní regulaci finančních trhů	29
3.2 Reforma regulace ratingových agentur v USA	34
3.2.1 Vnitřní kontrola a střet zájmů.....	36
3.2.2 Posílený dohled SEC a odstraňování odkazů na rating ve finanční regulaci	38
3.2.3 Zvýšená transparence ratingů.....	39
3.2.4 Zavedení (posílení) občanskoprávní odpovědnosti ratingových agentur.....	41
3.3 Reforma regulace ratingových agentur v Evropské unii.....	42
3.3.1 Vnitřní kontrola a střet zájmů.....	44
3.3.2 Dohled nad agenturami a otázka odstraňování regulatorního významu ratingů .	46
3.3.3 Transparence ratingů.....	47
4 Efektivnost přijaté regulace v USA a EU ve vztahu k tržním selháním	48
4.1 Hodnocení efektivnosti přijaté reformy.....	50
4.2 Budoucnost regulace ratingových agentur v USA a EU	52
Závěr	53

Tato diplomová práce obsahuje 120 169 znaků, tedy cca 66 normostran textu.

Úvod

Ratingové agentury patří mezi nejvýznamnější instituce finančního trhu. Jejich primárním cílem je odstranit informační asymetrii mezi subjekty pocitujícími nedostatek financí (zpravidla emitenty dluhopisů) a subjekty disponujícími přebytečnými prostředky s ochotou je za úplatu ve formě úroku poskytnout (investory). Agentury udělují emitentovi rating, který vyjadřuje na určité škále pravděpodobnost jeho neschopnosti splatit závazek, čímž mají umožnit investorům lépe posoudit riziko dané investice. Na efektivním trhu koreluje výše rizika s požadovaným výnosem. Výnos pro věřitele odpovídá nákladu pro dlužníka a nepřímo určuje, které investice se budou realizovat. S určitým zjednodušením lze konstatovat, že k realizaci uvažovaného projektu dojde pouze, pokud míra jeho výnosnosti bude vyšší než jeho kapitálová nákladnost. Tento princip odpovídá efektivní alokaci kapitálu. Za předpokladu, že ratingové agentury napomáhají činit investorům informovanější rozhodnutí, činí tím zároveň trh efektivnějším, a proto je jejich činnost žádoucí.

Teorie i praxe 20. století převážně považovala tento předpoklad za pravdivý, což se projevilo postupným zvyšováním vlivu ratingových agentur na trzích s cennými papíry a také rostoucím významem ratingů v oblasti regulace a dohledu nad finančním trhem (např. možnost penzijních fondů v některých státech investovat pouze do instrumentů s určitým ratingem). V období asijské finanční krize kolem roku 1997, stejně jako finančních skandálů společností WorldCom a Enron v roce 2004, velmi výrazně vyvstaly otázky, jak je možné, že společnosti s nejvyšším ratingem houfně bankrotují. Kritika ratingových agentur nabyla nových rozměrů v rámci první fáze finanční krize v roce 2007, kdy se ukázalo, že zejména modely agentur hodnotící inovativní strukturované produkty finančního trhu byly chybné a cenné papíry s nejvyšším ratingem se ukázaly jako bezcenné. S přelitím krize do druhé fáze, označované jako ekonomická či dluhová, ztratily dluhopisy vysoce zadlužených států důvěru investorů, což vedlo k technickému bankrotu některých zemí, např. Řecka. Vzhledem k tomu, že agentury přispěly k panice na trhu razantním snižováním ratingů, staly se terčem kritiky i ze strany států (zvláště v Evropské unii). Nespokojenost s fungováním agentur a jejich rolí při finanční a ekonomické krizi se projevila i v rámci

komplexní reformy finanční legislativy, kterou přijala USA i EU jako reakci na nastalou krizi.

Regulace ratingových agentur tedy vyvolává značné kontroverze a je navýsost aktuálním tématem. Tato diplomová práce má za cíl přispět k současné diskuzi o budoucnosti ratingových agentur. V první části popisuje vznik, vývoj, fungování agentur, strukturu ratingového trhu a právní význam ratingu. V druhé části se zabývá analýzou účelnosti regulace ratingových agentur z pohledu ekonomické analýzy práva, tedy, zda agentury plní svůj cíl, co jim případně brání jej naplnovat a jakým způsobem by jejich regulace mohla k plnění cíle přispět. Třetí část představuje komparativní analýzu současné reformy regulace ratingových agentur v USA a EU. Závěrečná část potom hodnotí, do jaké míry přijatá legislativa v USA a EU řeší problémy fungování agentur a poukazuje na možný vývoj regulace do budoucna.

Primární výzkumnou otázkou práce je tedy zjistit, zda negativní podíl ratingových agentur na současné krizi byl způsoben jejich nedostatečnou, nadbytečnou či nevhodnou regulací. Vedlejším cílem je zhodnotit, zda nově přijatá regulace postačuje k efektivnímu fungování ratingového trhu. Pro splnění vyčteného cíle je užito analytické metody, syntézy a komparace; styl práce se kloní ke směru Law and Economics. Z hlediska zdrojů je čerpáno zejména z právních předpisů USA a EU, legislativních dokumentů Evropské komise a odborné právníkové literatury.¹

1 Ratingové agentury

Ratingové agentury počaly svou existenci na počátku 20. století. Podmínky pro jejich vznik se však tvořily již během 17. a 18. století, kdy obchodníci importující zboží z kolonií poskytovali až jednoletý obchodní úvěr svým odběratelům. Vzhledem k častému nesplácení závazků a absenci relevantních veřejných finančních dat, vyskytla se poptávka po instituci, která by poskytovala informace o bonitě obchodních partnerů. V nepřehledné situaci mnoha obchodníků představovalo shromažďování dat o každém potenciálním obchodním protějšku vysoké transakční náklady. Naopak specializovaná

¹ Diplomová práce užívá právních předpisů vzniklých k únoru 2013.

instituce mohla plně využít úspory z rozsahu, kdy jedna analýza kreditní schopnosti určitého obchodníka mohla být využita velkým počtem dodavatelů.²

Jako předchůdce ratingových agentur je možno označit The Mercantile Agency, kterou založil v roce 1841 zbankrotovaný obchodník Lewis Tappan s využitím záznamů o obchodních partnerech ze svého dřívějšího podnikání s hedvábím. Následně vznikaly další merkantilní agentury, jejichž úspěch podnítl analytiku k postupnému rozšíření působnosti ratingů také na finanční instrumenty – akcie a dluhopisy.³ Rozvoj finančních trhů totiž prohloubil poptávku po hodnocení finančního zdraví společností, neboť interakce už neprobíhala pouze mezi obchodníky, ale i mezi investory a společnostmi. Jelikož množství potenciálních stran transakce („counterparty“) se významně zvýšilo, mezi většinou z nich neproběhl dříve žádný kontakt. Na rozdíl od obchodu, kdy strany mezi sebou uzavíraly kontrakty opakovaně, stále více investorů neznalých poměrů konkrétního průmyslového odvětví vstupovalo na trh s cílem uzavírat i jednorázové investice. Transakční náklady tak ještě vzrostly.

Za vynálezce moderní ratingové metodologie je možno označit Johna Moodyho, který publikoval v roce 1909 knihu *Analysis of Railroad Investments*, která se věnovala bondům železničních společností. Na rozdíl od ostatních analytiků či institucí dokázal zobecnit komplexní finanční data do určité škály jednoduchých symbolů, které byly dobře srozumitelné veřejnosti, což významně přispělo k úspěchu jeho knihy. V roce 1914 byla založena Moody's Investor Service – první moderní ratingová agentura. V následujících letech se rychle objevili na trhu konkurenti: Poor's Publishing Company (1916), Standard Statistics Company, Inc. (1922) a Fitch Publishing Company (1924).⁴ Později vznikaly další společnosti.

1.1 Ratingy a jejich fungování

Agentury přisuzují dlužníkům rating na základě jejich budoucí schopnosti a ochotě dostát svým závazkům. V současnosti hodnotí agentury společnosti, státy i strukturované finanční produkty. Dlužníci jsou uspořádáni ordinálně, tj. ratingové symboly jsou vyjádřeny na určité škále, která navzájem porovnává možnost defaultu

² PARTNOY, Frank. *The Sisketl and Ebert of Financial Markets?: Two Tumbs Down for the Credit Rating Agencies.* *Washington University Law Quarterly.* 1999, roč. 77, č. 3, s. 636.

³ *Ibid.*, s. 637.

⁴ *Ibid.*, s. 639.

mezi dluhopisy (různých společností). Rating tedy neuvádí přesnou číselnou pravděpodobnost bankrotu, nýbrž pouze to, že dluhopis s vyšším ratingem má menší pravděpodobnost úpadku než dluhopis ohodnocený nižším ratingem. S&P zahrnuje do této analýzy také nárokovou prioritu daného cenného papíru (nemusí se jednat jen o dluhopisy), navrácené finanční prostředky pro případ bankrotu a kreditní stabilitu – jak citlivý je emitent na změnu situace na trhu. Jednotlivé ratingové agentury užívají vlastní škály, které lze ovšem obecně srovnat, zvláště v případě nejvýznamnějších poskytovatelů. Rozlišuje se rating v krátkém a dlouhém období. Např. Moody's používá pro dlouhodobý rating devítičlenný systém od nejvyššího ratingu „Aaa“ až po nejnižší „C“, přičemž každý stupeň konkretizuje čísly 1,2,3; 1 je nejvyšší v rámci daného symbolu (viz příloha 1). S&P podává jedenáctičlennou škálu od „AAA“ po „D“⁵ a Fitch užívá rovněž jedenáctičlenný systém od „AAA“ po „D“ ovšem s mírně odlišným popisem jednotlivých stupňů a užitím upřesňujících znamének „+“ a „-“.⁶ Tabulka 1 prezentuje srovnání ratingů jednotlivých agentur.

⁵ Standard & Poor's Ratings Definitions. *Standard&Poor's* [online]. 2012 [cit. 2012-11-30]. Dostupné z: <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/eu/?articleType=HTML&assetID=1245341527254>.

⁶ Understanding Credit Ratings — Limitations and Usage. *Fitch Ratings* [online]. 2012 [cit. 2012-12-01]. Dostupné z: http://www.fitchratings.com/jsp/general/RatingsDefinitions.faces?context=5&detail=509&context_ln=5&detail_ln=500.

Tabulka 1: Srovnání ratingových stupňů u nejvýznamnějších agentur

Moody's		S&P		Fitch		Hodnocení	Stupeň	
Dlouhé období	Krátké období	Dlouhé období	Krátké období	Dlouhé období	Krátké období			
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	Nejvyšší kvalita	Investiční stupně	
Aa1		AA+		AA+		F1		Velmi kvalitní
Aa2		AA		AA				
Aa3		AA-	AA-					
A1		P-2	A+	A-1	A+	F2		Střední kvalita - vyšší
A2			A		A			
A3	A-		A-					
Baa1	P-3		BBB+	A-3	BBB+	F3	Střední kvalita - nižší	
Baa2			BBB		BBB			
Baa3			BBB-		BBB-			
Ba1	Not Prime Subprime	BB+	B	BB+	B	Spekulativní	Spekulativní stupně	
Ba2		BB		BB				
Ba3		BB-		BB-				
B1		B+		B+		Vysoce spekulativní		
B2		B		B				
B3		B-		B-				
Caa1	Not Prime Subprime	CCC+	C	CCC+	C	Značná rizika		
Caa2		CCC		CCC		Extrémně spekulativní		
Caa3		CCC-		CCC-		S velmi nízkou perspektivou		
Ca		CC		CC				
C		C		D			C	D
		CI				D		
	D	D						

Zdroj: Rating - S&P, Moody's a Fitch. *Fxstreet.cz* [online]. 2013 [cit. 2013-02-25]. Dostupné z: <http://www.fxstreet.cz/rating-sp-moodys-a-fitch.html>.

Při hodnocení kreditní důvěryhodnosti společnosti používají ratingové agentury určitá kritéria. Obecné principy metodologie jsou zveřejňovány, konkrétní postupy agentury tají. Žádná z agentur nepoužívá pouze formální kvantitativní kritéria. Moody's ve svém výčtu principů zdůrazňuje kvalitativní složku hodnocení na prvním místě. Jako další uvádí zaměření na dlouhodobý vývoj společnosti, mezinárodní porovnatelnost, důraz na cash flow, zátěžové testování pro nepříznivé situace a opatrnost při spoléhání se na lokální účetní standardy.⁷ Jednotlivá kritéria se také uplatňují odlišně pro různé sektory, např. pro výrobní firmu je kladen důraz na jiné ukazatele než u finanční instituce.

⁷ Ratings Policy & Approach. *Moody's* [online]. 2012 [cit. 2012-12-01]. Dostupné z: <http://www.moodys.com/ratings-process/Ratings-Policy-Approach/002003>.

Mezi kvantitativní kritéria S&P pro obchodní společnosti patří ziskovost, poměr cizích zdrojů k vlastnímu kapitálu, ukazatele cash flow, likvidita a provozní riziko. Pro banky či pojišťovny je naopak důležitější struktura aktiv, rezervní položky či kapitálová přiměřenost a mimorozvahové transakce. Z hlediska států se posuzuje jejich ekonomická, finanční a rozpočtová výkonnost. Bude se jednat zejména o demografické trendy, HDP a možnosti jeho růstu, strukturální saldo rozpočtu, mezinárodní pozice země a potenciální závazky za domácí finanční sektor.

Kvalitativními kritérii S&P pro soukromý sektor jsou hlediska odvětví (růstové vyhlídky, volatilita a možnosti technologické změny), charakteristiky dané společností (nákladová efektivita, postavení na trhu) a místo podnikání (infrastruktura, právní prostředí). Např. společnost působící v průmyslovém odvětví, které je předmětem rychlé inovace, je obecně rizikovější, neboť firma nemusí dostatečně reagovat na konkurenci a může se jí rychle zhoršit pozice na trhu (typickým příkladem může být výroba mobilních telefonů a Nokia zaostávající při inovaci tzv. smart phones). Konkrétní společnost ovšem může snížit riziko vlastními charakteristikami, například diverzifikací výroby (např. Procter&Gamble). Na hodnocení rizika společnosti se projeví i rating státu, ve kterém působí. Agentury totiž zpravidla uplatňují princip tzv. sovereign ceiling, což znamená, že společnost může dostat maximálně tak dobrý rating, jako má stát, v němž podniká (je možno uvažovat např. o některých ruských společnostech, které, ač mají vysokou ziskovost a jsou oligopolem, tak mohou mít přesto relativně nízký rating, neboť Rusko má momentálně rating „BBB“)⁸.

Kvalitativními kritérii pro státy jsou transparentnost účetnictví, dlouhodobý management státního dluhu a dlouhodobé plánování. Kromě ekonomických aspektů je ovšem sledován i vývoj země z hlediska bezpečnostní a politické situace a také politické neochotě splácet dluhy. Tyto aspekty jsou považovány za jedny z nejkontroverznějších, neboť jsou obtížně predikovatelné a nesnadně vyčíslitelné. Je tedy zřejmé, že ratingová analýza států je relativně subjektivnější než hodnocení soukromého sektoru.⁹

⁸ Rating: Russia Credit Rating. *Countryeconomy.com* [online]. 2012 [cit. 2013-02-25]. Dostupné z: <http://countryeconomy.com/ratings/russia>.

⁹ General Criteria: Principles Of Credit Ratings. *Standard&Poor's* [online]. 2012 [cit. 2012-12-01].

Dostupné z:

<http://www.standardandpoors.com/prot/ratings/articles/en/eu/?articleType=HTML&assetID=1245336123333>.

U strukturovaných produktů typu zajištěné úvěrové obligace (CDOs) se S&P zabývá zejména „*úvěrovým charakterem strukturovaných aktiv (securitized assets), právními a regulatorními riziky, strukturou plateb a systémem cash flow, operačními a správními riziky a důvěryhodností protistrany.*“¹⁰ V souvislosti s hodnocením inovativních produktů je kritizováno, že převážná část těchto cenných papírů se již strukturuje s ohledem na zisk specifického ratingu.

1.2 Struktura a vývoj ratingového trhu

Současný ratingový trh se v některých aspektech liší od původního fungování ratingových agentur. Nejvýraznější změnou oproti původnímu obchodnímu modelu je širší poskytování služeb. Zatímco v počátcích se agentury specializovaly na specifické emise, obvykle dluhopisy železničních společností, v současnosti nejvýznamnější agentury hodnotí takřka celý americký trh s dluhopisy a značnou část trhu mezinárodního. K posuzování společností přibyla i analýza států a strukturovaných finančních produktů.

Vzhledem k rychlému vzniku několika ratingových agentur krátce po sobě na počátku 20. století lze usuzovat na relativně nízké bariéry vstupu do odvětví. V této době si agentury teprve utvářely svou pověst, která měla být základem pro jejich uznávání investorskou veřejností. Investoři neměli při rozhodování, kterou agenturu využijí, výraznější stimul zvolit konkrétní agenturu. Mohli se orientovat pouze podle analytiků, které agentury zaměstnávaly, nikoliv podle dlouhodobé úspěšnosti jejich činnosti. Celkové náklady na získání dat pro potřeby statistické analýzy byly samozřejmě také menší při určité specializaci než v současnosti, kdy objem hodnocených transakcí dramaticky vzrostl.

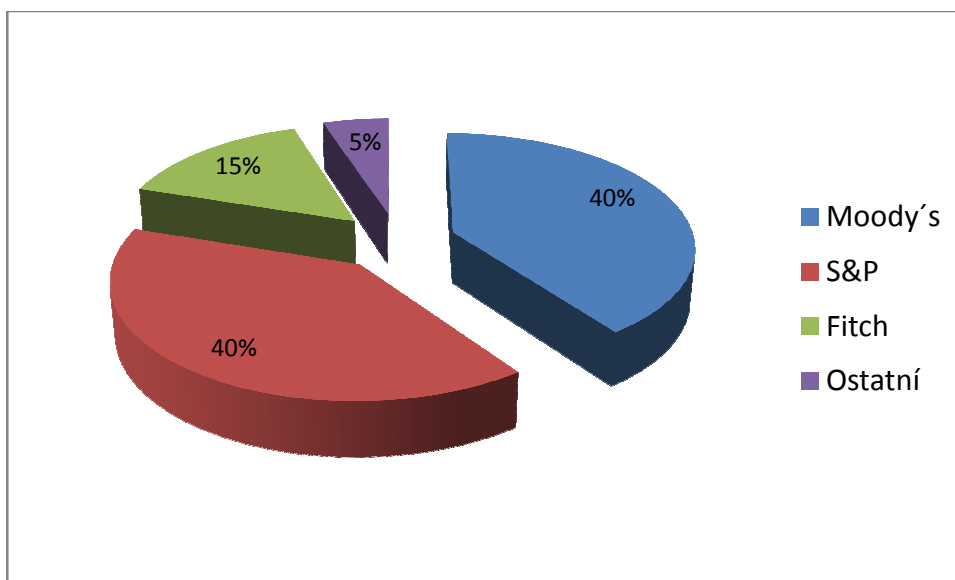
Postupně ovšem došlo na trhu ke značné koncentraci odvětví. Někteří konkurenti se na trhu neudrželi, u jiných docházelo k fúzím a akvizicím. Poor's Publishing Company se sloučila se Standard Statistics v roce 1941 a následně byla vzniklá společnost převzata nakladatelskou společností McGraw Hill v roce 1960. Agentura Fitch je v současnosti vlastněna finančním konsorciem Fimalac, S.A. a Hearst Corporation. Fitch group byla vytvořena z několika menších dříve samostatných

¹⁰*Ibid.*

ratingových společností. V roce 1997 se sloučila s IBCA a v roce 2000 převzala Duff&Phelps Credit Rating Co. a Thomson Financial Bank Watch.

Na grafu 1 můžeme vidět, jak v současnosti výrazně dominují trhu Moody's a S&P, každá 40% podílem na trhu. Jediným výraznějším konkurentem je agentura Fitch, která ovládá cca 15% trhu. Tyto tři společnosti tak tvoří 95% ratingů, proto je možno trh charakterizovat jednoznačně jako oligopol. Dalšími ratingovými agenturami, které jsou formálně uznané americkým regulátorem – Komisí pro cenné papíry (SEC), jsou A.M.Best Company, DRBS, Lace Financial, Japan Credit Rating Agency, Rating and Investment Information, Egan-Jones Rating Company, Realpoint.¹¹

Graf 1: Podíl agentur na ratingovém trhu



Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z MCCLINTOCK, Emily a Mark CALABRIA. Regulation, Market Structure, and Role of the Credit Rating Agencies. In: *Cato Policy Analysis no. 704*

Velmi často zmiňovanou změnou obchodního modelu ratingových agentur je způsob placení za ratingové služby. Na počátku si za poskytnutí ratingů platili přímo investoři jako předplatitelé oběžníku. Po rozšíření kopírovací techniky přestal být tento model funkční, protože bylo obtížné vyloučit neplatící investory ze spotřeby ratingu. Proto začaly agentury účtovat poplatky přímo emitentům.¹² Emitenta přirozeně nelze

¹¹ MCCLINTOCK, Emily a Mark CALABRIA. Regulation, Market Structure, and Role of the Credit Rating Agencies. In: *Cato Policy Analysis no. 704*[online]. 2012 [cit. 2012-12-01]. Dostupné z: <http://www.cato.org/publications/policy-analysis/regulation-market-structure-role-credit-rating-agencies>, s. 19.

¹² HILL, Claire. Regulating the Rating Agencies. *Washington Law Quarterly*. 2004, č. 82, s. 50.

nutit právní cestou platit službu, která de facto slouží věřitelům. Dlužník je ovšem ekonomicky motivován ke koupi ratingové služby. Na efektivním trhu je požadovaný výnos bondu funkcí rizika. Dojde-li v důsledku ratingu k částečnému odstranění nejistoty investora rozhodujícího se o koupi dluhopisu, bude požadovaný úrok nižší než u totožného dluhopisu neohodnoceného ratingem. Za předpokladu, že cena ratingu je nižší než z něj plynoucí užitek ve formě snížených úrokových nákladů, bude emitent dluhopisu služby ratingové agentury poptávat.

Převážná většina ratingů je tedy vyžádaná přímo ze strany emitentů, kteří za ně také zaplatí. Existuje malé množství nevyžádaných ratingů (tzv. „unsolicited ratings“), které vydá agentura bez ohledu na přání emitenta na základě veřejně dostupných údajů. Typicky se jedná o hodnocení ekonomicky významných států, např. Německa nebo USA, kdy agentury stimuluje k jejich vydávání patrně public relations motiv, tedy zvyšování prestiže agentury v mediálně sledovaných případech. Naopak menší státy typu Rakouska či České republiky si musí rating platit.¹³

Poněkud kontroverzní je praxe zveřejňovat nevyžádaný rating společností. Dle procedury S&P, může vydat agentura rating, pokud existují dostatečné informace a zároveň i) existuje dostatečný zájem trhu nebo ii) nevyžádaný rating tvoří doplněk k jinému vyžádanému ratingu (např. pokud jedna společnost garantuje část dluhu druhé apod.).¹⁴ Z uvedeného prohlášení ovšem není zřejmá motivace zejména pro případ i), tj. proč by agentura na své náklady poskytovala služby, které si žádá trh. Jako jedna z možností je uváděna určitá forma nátlaku na společnosti, aby si rating samy vyžádaly. Pokud totiž firmy s agenturou spolupracují a platí za její rating, vychází agentura i z informací, které k danému procesu speciálně poskytne firma. Agentura proto lépe postihne skutečný stav, než když vychází pouze z veřejných informací, což může vést k příznivějšímu ratingu. Při silnější formě nátlaku může dokonce agentura záměrně poskytnout rating nižší, aby hodnocenou společnost donutila si rating objednat. Stejně tak se projeví možnost vydat nevyžádaný rating při vyjednávání o ceně ratingu u společností, které o rating mají zájem. Jelikož se touto možností zvyšuje vyjednávací

¹³ Na žádost o informaci ohledně výše zaplaceného poplatku za danou službu odpověděli úředníci Ministerstva financí ČR, že se jedná o obchodní tajemství, a proto nebude částka zveřejněna.

¹⁴ Credit Rating Assignment, Withdrawal, & Suspension. In: *Standard&Poor's Disclosures* [online]. 2012 [cit. 2012-12-01]. Dostupné z: <http://www.maalot.co.il/publications/PAR20110601000000.pdf>.

potenciál agentury, sjednaná cena bude vyšší, než pokud by alternativa nevyžádaného ratingu neexistovala. Jiným druhem motivace může být snaha o vyslání signálu investorské veřejnosti, že ratingová agentura je nezávislá na emitentech, a tudíž poskytuje důvěryhodnější informace.¹⁵

1.3 Právní význam ratingu

Z hlediska role ratingů na finančních trzích je nezanedbatelná také jejich právní povaha. Všechny hlavní agentury odmítají odpovědnost za škodu pro případ chybně provedeného ratingu. S&P deklaruje, že: „*ratingy jsou projevením názoru, nikoliv konstatováním faktu nebo doporučení koupit, držet nebo prodat jakékoli cenné papíry nebo činit jakákoli investiční rozhodnutí.*“¹⁶ Obdobné vyloučení odpovědnosti prohlašuje Moody's, která zdůrazňuje, že rating tvoří pouze jeden aspekt investičního rozhodování a nabádá recipienty ratingu, aby provedli také vlastní analýzu dluhových či jiných cenných papírů.¹⁷ Agentura Fitch mimo jiné uvádí, že „*není odpovědná za úpis, úvěr, půjčku, koupi, strategické nebo investiční rozhodnutí*“¹⁸ činěné na základě jejího ratingu.

Jakkoli je podobné vyjádření z pohledu ratingových agentury pochopitelné, odporuje fundamentální funkci ratingu. Na efektivním trhu je výnos funkcí rizika. Rating představuje kvalifikovaný odhad rizika, a tím nepřímo i informaci o pravděpodobném výnosu z cenného papíru. Jakkoli rating nepředstavuje konkrétní investiční doporučení (ve stylu veřejných prohlášení analytiků koupit, držet či prodat s uvedením současné ceny, fundamentální hodnoty akcie a potenciálního výnosu nebo ztráty), tvoří bezesporu významný aspekt při investičním rozhodování (pokud přijmeme předpoklad, že rating plní již zmíněnou funkci zmírnění informační asymetrie). Jinými slovy, pokud investor vidí, že dva dluhopisy se stejným výnosem mají diametrálně odlišný rating, bude mít incentivu spíše prodávat dluhopis s horším ratingem a kupovat

¹⁵ STROBL, G unter, Han XIA a Paolo FULGHIERI. The Economics of Solicited and Unsolicited Credit Ratings. In: *The 21st Annual Conference on Financial Economics and Accounting Papers* [online]. 2010 [cit. 2012-12-01]. Dostupné z: <http://faculty.haas.berkeley.edu/mopp/conference/strobl.pdf>, s. 4.

¹⁶ Standard & Poor's Ratings Services Disclaimers and Regulatory Disclosures. *Standard&Poors* [online]. 2012 [cit. 2012-11-29]. Dostupné z: <http://www.standardandpoors.com/regulatory-affairs/ratings/en/us>.

¹⁷ Ratings Definitions. *Moody's* [online]. 2012 [cit. 2012-11-29]. Dostupné z: <http://www.moody.com/Pages/amr002002.aspx>.

¹⁸ Terms of Use. *Fitch ratings* [online]. 2012 [cit. 2012-11-29]. Dostupné z: <http://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/terms-of-use.jsp>.

dluhopis s lepším ratingem. Udělení určitého ratingu proto implicitně konstituuje investiční doporučení, protože účastníci trhu by nejednali racionálně, pokud by drželi rizikovější dluhopis se stejným výnosem jako má dluhopis méně rizikový.

Rozdíl mezi tím, zda nahlížíme na rating jako vyjádření názoru nebo faktu, spočívá ve stupni právní odpovědnosti za pravdivost ratingu, což významně ovlivňuje možnost poškozeného investora nebo emitenta vymáhat mimosmluvní náhradu škody způsobenou nepravdivým ratingem soudní cestou.¹⁹ V americkém právu si například lze obecně představit několik typů žalob – ze strany emitenta pro nepravdivý rating, který si buď vyžádal (z titulu „defamation“ – pomluvy), nebo nevyžádal („tort of intentional interference with a contract“ – mimosmluvní škoda způsobená záměrným zasahováním do transakcí uzavíraných žalobcem s třetími stranami) a ze strany investora pro škodu způsobenou vlastním jednáním na základě nepravdivého ratingu („tort of negligence misrepresentation and breach of the agency’s duty of care“ – odpovědnost za nedbalostně učiněné, nepravdivé nebo zavádějící vyjádření a porušení povinné míry pečlivosti vůči adresátovi ratingu).²⁰

Soudy v USA víceméně dávají agenturám za pravdu a posuzují ratingy jako názory, nikoliv faktická prohlášení. Proto naprostá většina žalob končí neúspěchem, přičemž existuje pouze několik rozsudků vyšších soudů. V kauze *Quinn v McGraw-Hill* (vlastník S&P) zamítl Seventh Circuit Court žalobu investora ohledně investice do společnosti s ratingem A, která později zbankrotovala, s tím, že jednání z popudu ratingu bylo neracionální („unreasonable“).²¹ Na druhou stranu existuje několik rozsudků, v nichž soudy posuzovaly jednání managementu při nákupu později velmi ztrátových cenných papírů z pohledu péče řádného hospodáře a uznaly jednání na základě ratingu jako jeden z aspektů racionálního rozhodování.²²

Zdá se tedy, že soudy na jedné straně uznávají význam ratingu pro rozhodování investora, na druhé straně ovšem nejsou příliš otevřené možnosti odpovědnosti agentur

¹⁹ Zatímco analýza dopadů právní odpovědnosti na jednání ratingových agentur a návrhy na její zvýšení jsou rozebírány v dalších částech práce, považují za vhodné nastínit režim dosavadní odpovědnosti ratingových agentur již nyní.

²⁰ PINTO, Arthur. Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States. *The American Journal of Comparative Law*. 2006, roč. 54, č. 1, s. 351-352.

²¹ HILL, Claire, *op. cit.*, s. 56.

²² PARTNOY, Frank (1999) *op. cit.*, s. 641.

za rating, na jehož základě investor jednal. Tento závěr je souladný s pojetím ratingového businessu spíše jako finančního žurnalistu než finančního poradenství. Poskytnutí ratingu je považováno za svobodné vyjádření názoru, které podléhá ochraně „free speech“ ve smyslu prvního dodatku k Ústavě USA, což přináší vyšší důkazní břemeno pro žalobce. Toto důkazní břemeno je odlišné pro různé typy žalob, u nichž se uplatňují odlišné testy vytvořené jurisprudencí. Obecně vzato, je nutno agentuře mimo jiné prokázat úmysl nebo hrubou nedbalost („reckless disregard for the truth“), což je v praxi velmi obtížné.²³

Ve vztahu k nastalé finanční krizi se opět zvedl počet žalob na ratingové agentury. Patrně největší význam má rozhodnutí ve věci Abu Dhabi Commercial Bank v Morgan Stanley & Co. Soud zde rozlišil situace, kdy rating je zveřejněn a určen celé veřejnosti, anebo je zpracován pouze pro menší skupinu investorů. V druhém případě totiž ratingu nenáleží zvýšená ochrana spojená s ochranou svobody projevu a standard odpovědnosti bude stejný jako např. u auditorských firem.²⁴

Svoboda projevu má vyšší ochranu oprávněně, protože zde panuje značný veřejný zájem na volném šíření informací a názorů, který převyšuje zájem na pravdivosti a přesnosti těchto informací. Otázkou ovšem je, zda poskytování ratingu má být pod takovou ochranu podřazeno. Finanční krize pohled na tuto otázku značně ovlivnila, což se projevilo i odstraněním pravidla SEC²⁵, které také občanskoprávní odpovědnost agentur omezovalo.²⁶

2 Účelnost regulace ratingových agentur

V následujícím oddílu bude rozebrána vhodnost regulace ratingových agentur. Pozornost bude nejprve věnována ekonomické funkci ratingů na finančních trzích a schopnosti trhu dohlížet na správné fungování ratingových agentur. Následně jsou rozebrána potenciální tržní selhání, k nimž může při udělování ratingů docházet, a která by vyvolávala nutnost regulace.

²³ PINTO, Arthur, *op. cit.*, s. 354.

²⁴ DEAT, Calebs. Talk that isn't cheap: Does the first amendment protect credit rating agencies' faulty methodologies from regulation? *Columbia Law Review*. 2010, roč. 110, č. 1, s. 1822.

²⁵ Sec. 11 a Rule 436(g) Securities Act 1933.

²⁶ Více o této legislativní změně je uvedeno v oddíle o aktuální reformě v USA ve třetí části práce.

2.1 Vliv ratingů na finanční trhy

Jak již bylo zmíněno, primárním účelem ratingu je odstranění informační asymetrie mezi emitentem a investorem. Pokud poskytuje rating dodatečné informace, napomáhá činit racionálnímu investorovi přesnější rozhodnutí. Tím přispívá k efektivnímu fungování finančního trhu, a proto i k efektivní alokaci kapitálu, což pozitivně ovlivňuje ekonomiku jako takovou.

Důvodů, proč informační asymetrii odstraňují ratingové agentury a nikoliv sami investoři, je několik. V první řadě má agentura velké úspory z rozsahu. Náklady na zkoumání rizikovosti investic se rozprostou mezi všechny spotřebitele ratingu, zatímco v opačném případě by je každý individuální investor nesl sám. Navíc investor není schopen kontrolovat obrovské množství nových emisí a i odborně velmi kvalifikovaný analytik může využít rating jako první krok při hodnocení potenciálních investic. Rating tak může působit jako rámcové hledisko, kterými emisemi se bude investor zabývat.²⁷ Různé typy investorů budou uvažovat o různých investicích. Rizikově averznější investoři se budou soustředit na cenné papíry s lepším ratingem, naopak manažeri požadující velmi vysoké výnosy při vyšším riziku mohou analyzovat i instrumenty s ratingem ve spekulativním pásmu.

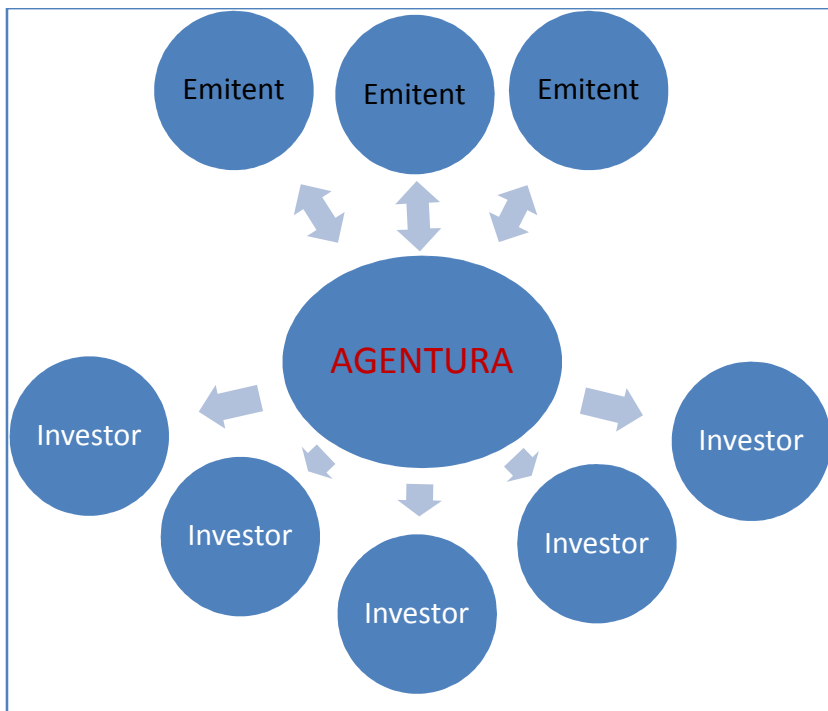
Za další argument je možno označit specializaci ratingových agentur. Činnost investora zahrnuje mnohem širší aktivity než hodnocení rizika investic. Jedná se například o strukturování portfolia, formulování investiční strategie, případně i výkon vlastnických práv. Analytik ratingových agentur je zaměřen pouze na zhodnocení rizika instrumentu, což může vést k jeho vyšší odbornosti v této oblasti, jíž mohou za poplatek využít méně kvalifikovaní investoři.

V neposlední řadě je nutné zmínit vyjednávací roli ratingových agentur z hlediska poskytování informací a komunikace s emitentem. Prostý investor může vycházet pouze z veřejně přístupných informací a není schopen donutit společnost k odpovědi na otázky, které vyvstanou při jejich studiu, případně k poskytnutí dalších informací. Oproti tomu agentury představující velmi silný vliv na trh mohou nižším ratingem emitenta výrazně poškodit, a proto si mohou vyžádat informace i součinnost protistrany na mnohem vyšší úrovni. Situaci si lze představit i v praktické rovině, kdy není možné,

²⁷ HILL, Claire, *op. cit.*, s. 73.

aby se vrcholný management scházel s každým potenciálním investorem a podrobně mu vysvětloval situaci podniku. Obdobně jako třeba v případě odborů, představuje činnost ratingových agentur úsporu transakčních nákladů.

Schéma 1: Úspora transakčních nákladů na úvěrovém trhu



Zdroj: vlastní

2.2 Reputační teorie

Předpokladem pro pozitivní výsledek působení ratingových agentur na trhu je ovšem správnost (přesnost a relevance) poskytovaných informací. Je sporné, zdali trh dovede rozlišit mezi pravdivými a nepravdivými ratingy, a tedy vynutit si ekonomickou cestou, aby ratingové agentury fungovaly správně. Neoklasická ekonomie vysvětluje efektivnost ratingového trhu za pomoci tzv. reputační teorie, která spoléhá na konkurenci mezi agenturami. V rámci tohoto modelu abstrahujeme od současné regulace a zvažujeme pouze volný trh.

Spotřebitel ratingu je ochoten zaplatit za poskytnuté služby částku až do výše benefitu získaného informovanějším rozhodnutím (při neexistenci levnější alternativy získání informací, zpravidla vlastní analýzy). Oproti běžným spotřebním produktům je ovšem užitek z dodatečné informace mnohem obtížněji měřitelný. Investor platí v současnosti za informaci, jejíž pravdivostní hodnotu lze ověřit až v budoucnu. Při

koupi produktu se tedy musí spolehnout na důvěryhodnost prodávajícího. Podle reputační teorie je tudíž klíčem úspěšnosti ratingové agentury pověst ohledně poskytování kvalitních služeb, za které je ekonomicky výhodné platit.

Pokud agentura poskytne špatný rating, bude v budoucnu její pověst horší, což se projeví na jejich tržbách. Za předpokladu, že současná hodnota budoucí ztráty je vyšší než momentální zisk z nepřesného ratingu, nemůže na trhu dlouhodobě působit agentura, která prodává nekvalitní ratingy. To neznamená, že rating bude stoprocentně přesný, neboť na získání a analýzu dostatečných informací by bylo nutno vynaložit tak vysoké náklady, že by je agentura nebyla schopna pokrýt ze zaplacených poplatků. Přesnost ratingu stanoví rovnost mezních nákladů na získání dodatečných informací a dodatečnou analýzu agentur a mezního užítku investorů z dodatečné přesnosti ratingu. Dlouhodobě proto bude ratingový trh fungovat efektivně, neboť na trhu se udrží pouze firmy s nejnižšími mezními náklady, které zaručí požadovanou přesnost ratingu. Je-li efektivní trh ratingových agentur, bude také poskytování ratingu zvyšovat efektivitu finančních trhů. Z hlediska reputační teorie není tedy regulace ratingových agentur nutná, neboť samotné tržní fungování zaručí efektivitu. Tento poměrně jednoduchý model ovšem komplikuje několik tržních selhání, ke kterým v případě poskytování ratingů může docházet. Jsou to zejména střet zájmů, oligopolní charakter odvětví, vliv samotného ratingu na rozhodování ekonomických subjektů a související netransparentnost ratingu.

2.3 Střet zájmů

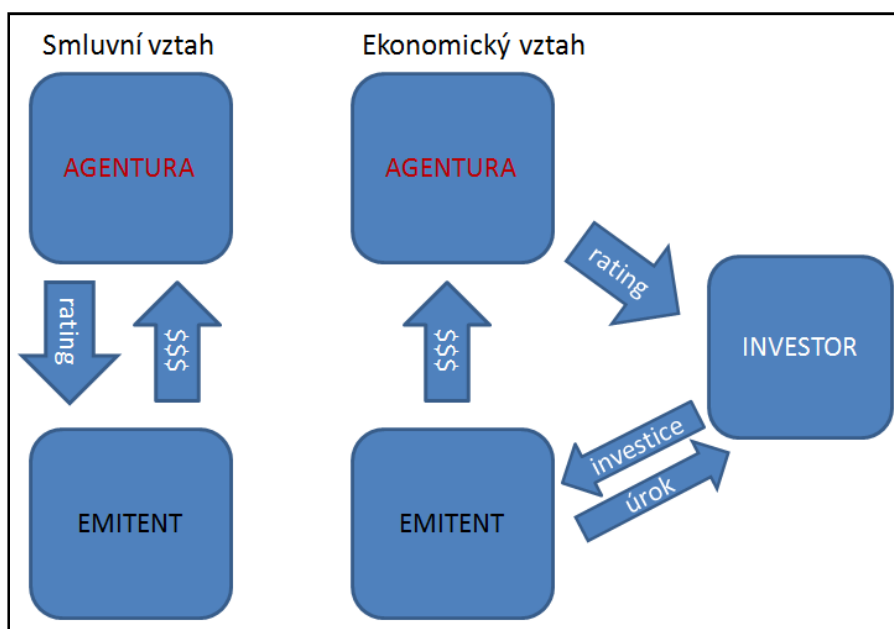
Oproti počátkům fungování ratingového trhu, kdy platil rating přímo spotřebitel – investor, kupuje v současnosti službu od agentury emitent (Issuer-pays-model). Poplatek je stanoven na několik bazických bodů emitovaného instrumentu. Podle výše a složitosti emise může tedy dosahovat od 1 mil. Kč do 25 mil. Kč za instrument.²⁸ Je očividné, že zatímco investor má zájem na co nejpřesnějším ratingu, emitent si rating objednává proto, aby prodal svůj produkt lépe, tj. aby musel při vydání dluhopisu platit menší kupónové platby apod. Čím lepší rating, tím nižší náklady financování pro věřitele. Emitent bude motivován nakupovat rating u společnosti, která mu jej dá nejvyšší. Vybírat si může nicméně pouze u agentur, jež mají důvěru investorů.

²⁸ BÖSCH, Valeria. Ratings in der Krise. In: *Materialien zu Wirtschaft und Gesellschaft Nr. 110* [online]. 2011 [cit. 2012-12-01]. Dostupné z: <http://www.arbeiterkammer.at/bilder/d163/MWUG110.pdf>, s. 9.

V opačném případě by byl i nejvyšší rating bezcenný, neboť by snížení nákladů nepřinesl.

Schéma 2 prezentuje výše popsany konflikt zájmů agentury. Agentura se smluvně zavazuje poskytnout službu (rating) za protihodnotu emitentovi. Nicméně rating užívá ve skutečnosti investor, nikoliv zadavatel služby. Investor se na základě ratingu rozhoduje, zda bude investovat do cenných papírů emitenta a za jaký úrok. Investor žádá, co nejpřesnější rating, emitent, co nepříznivější. Vzniká obava, že přesnost služby agentury vyžadovaná investorem, ustoupí zájmům emitenta – plátce na příznivějším ratingu.

Schéma 2: Institucionální střet zájmů agentury v rámci Issuer-Pay-Model



Zdroj: vlastní

Dle reputační teorie se agentura bude zdráhat vydat příliš příznivý rating, neboť v dlouhodobém horizontu by se snížila důvěra investorů v její ratingy, tím i jejich relevance a následně tržní cena. Nicméně toto platí pouze za předpokladu, že ratingy jsou v budoucnu verifikovatelné, což je sporné (více viz oddíl o netransparentnosti). Finanční zdraví společnosti se může měnit nezávisle na původním ratingu. Dále také nemusíme pouze zvažovat udělení ratingu AAA bankrotující společnosti, nýbrž společnosti, která by si zasloužila ohodnocení o jeden nebo dva stupně níže (např. AA). Zde již ztráta z potenciálního marginálního snížení důvěry může být nižší než jisté

lukrativní výnosy. Není tedy nepravděpodobné, že k tzv. „rating shopping“ (nakupování ratingu) bude docházet.

Jevilo by se, že větší prostor k nakupování příznivějšího ratingu bude u větších emisí, u kterých jsou větší poplatky. Na druhou stranu hůře ohodnocená větší emise znamená větší ztrátu důvěry (např. kolaps společnosti Enron a její vysoce ohodnocený dluh). Za předpokladu, že poplatky jsou standardizované a veřejně známé, není jasné, zda větší společnost dokáže účinněji nakoupit lepší rating, než odpovídá její ekonomické situaci. Ovšem pokud může firma nabídnout poplatek, jenž je výrazně vyšší než obvyklá tržní cena a trh se o tom nedozví, tak vyšší potenciál k manipulaci ratingu skutečně existuje u větších instrumentů. Příkladem může být případ Mexika, jehož dluh ohodnotil S&P jako spekulativní. Oproti tomu Moody's v nesolicitovaném hodnocení označil vývoj mexického dluhopisu výhledově jako pozitivní na investiční úrovni a při příští tranži mexického dluhu byl již rating objednan u ní.²⁹

I pokud bychom přistoupili na fakt, že špatný rating bude v budoucnu odhalen a ztráta z něj bude vyšší než současný zisk, existuje tradiční problém agency cost, tj. soustředění se manažerů na vlastní prospěch. Odhalení špatných ratingů může trvat velmi dlouho, zvláště v kladném ekonomickém cyklu. Jak je v současnosti obvyklé v akciových společnostech, velká část platu manažerů je v opcích na akcie zaměstnávající společnosti. Výjimkou nejsou ani ratingové agentury, např. podíl akciových bonusů na platech klíčových zaměstnanců Moody's je zhruba 55-70%.³⁰ Současné jisté vysoké výnosy se projeví na ceně akcií, zatímco budoucí ztráta, o které trh neví, nikoliv. Manažeři ratingových agentur proto mohou preferovat krátkodobý zisk před dlouhodobým výnosem společnosti a udělovat příznivější ratingy. Na grafu 2 můžeme vidět značnou volatilitu akcií Moody's Corporation³¹ ve srovnání s indexem S&P (zelená křivka) a ikonou finančního poradenství Goldman Sachs, Inc (červená křivka). Je možno vidět velmi vysoký růst hodnoty společnosti před krizí a následný propad o cca 80%. Tento vývoj může být dán jak vysokými výnosy z poskytování příliš

²⁹ EMMENEGGER, Susan. Die Regulierung von Rating-Agenturen. *SZW/RSDA*. 2006, č. 1, Dostupné z: <http://www.ibr.unibe.ch/content/e8911/e9031/e9154/e9155/e10472/regulierung.neu.pdf>, s. 35.

³⁰ HUNT, Patrick. Credit Rating Agencies and the Worldwide credit crisis: the Limit of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement. 2009 In: [online]. [cit. 2012-10-26]. Dostupné z: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1267625, s. 33.

³¹ Moody's je jediná ze tří velkých ratingových společností, která nepůsobí v konsorciu, a proto je jako jediná obchodovaná samostatně na burze.

příznivých ratingů, tak přehnaným předkrizovým optimismem; nicméně jasně ukazuje potenciál pro krátkodobé zaměření manažerů.

Graf 2: Volatilita akcií Moody's Corp. (MCO)



Zdroj: Moody's Corp. *Yahoo Finance* [online]. 2013 [cit. 2013-02-07]. Dostupné z: <http://finance.yahoo.com/echarts?s=MCO+Interactive#symbol=mco;range=my;compare=gs+%5EGSPC;indicator=volume;charttype=area;crosshair=on;ohlcvvalues=0;logscale=off;source=undefined>;

Za další střet zájmů lze označit propojení ratingových společností s dalšími v rámci konsorcií. Např. Fitch operuje v rámci finanční skupiny FIMALAC. Ratingová agentura může potlačit vlastní zájem na dobré pověsti ve prospěch skupiny, která může mít transakce nebo jiné spojení s hodnocenou společností, a proto může být na výsledném ratingu zainteresována. Obdobným problémem je propojení osob ve vedení hodnocené společnosti a vedení agentury. Např. člen představenstva Moody's působil také v představenstvu později zkrachovalé společnosti WorldCom v době, kdy dluhopisy zmíněné společnosti byly obchodovány ve spekulativním úrokovém rozpětí, avšak stále s potvrzeným dobrým ratingem.³²

V poslední době byl potenciál střetu zájmů ještě posílen praxí poskytování souvisejících služeb ratingovými agenturami. Všechny tři velké společnosti nabízejí poradenské služby zaměřené mimo jiné na optimalizaci finančního managementu s ohledem na získání lepšího ratingu. Tyto aktivity probíhají i formou dočasného přesunu pracovníků z ratingového týmu do poradenského týmu sestaveného pro danou společnost.³³ Po skončení poradenské činnosti se analytici vrátí do původního týmu,

³² PARTNOY, Frank. How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers. In: *San Diego Legal Studies Paper No. 07-46* [online]. May 2006 [cit. 2012-10-26]. Dostupné z: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=900257 s. 69.

³³ EMMENEGGER, Susan, *op. cit.*, s. 35.

přičemž je přirozené, že jako nejbližše obeznámení se stavem v dané společnosti, budou pracovat jako experti na rating této společnosti.

Společnosti si obecně najímají poradce za určitým cílem. Kritériem úspěchu poradce je dosažení očekávaných výsledků. Jelikož v tomto případě je cílem dosažení lepšího ratingu, společnost bude s prací poradce spokojena pouze tehdy, pokud dostane očekávaný rating. Lze si obtížně představit, že analytici-poradci ratingové agentury budou nepříznivě hodnotit vlastní práci a příznivý rating neposkytnou. Společnost si proto objednááním ratingového poradenství kupuje příznivější rating. Agentury tuto praxi neomezí, protože finanční consulting je ještě mnohem lukrativnější než poskytování ratingu. Dodatečný výnos zvyšuje možnost, že zisk z udělení příznivějšího ratingu převýší ztrátu plynoucí ze zhoršení pověsti. Poskytování souvisejících služeb tudíž jednoznačně zvyšuje střet zájmů agentur a vede k vyšším než optimálním ratingům.

Poskytování souvisejících služeb lze nejlépe demonstrovat na inovativních strukturovaných produktech finančních trhu. Zde se ratingové agentury často přímo podílely na vytváření instrumentů, jež potom měly nezávisle hodnotit. ABS (asset backed securities) a CDO, které hráli významnou roli v počátcích finanční krize v oblasti hypotečního trhu, byly v těchto případech konstruovány podle metod ratingových agentur.³⁴ Předpoklady, na nichž stály matematické modely užívané agenturami (i investičními bankami) se ukázaly jako chybné, přičemž trh s těmito cennými papíry zkolaboval. Význam inovativních produktů na finančních trzích je možno demonstrovat i na podílu výnosů z ratingů těchto produktů na celkových ratingových výnosech, jenž činil u Moody's před krizí v roce 2006 54%.³⁵ Nutno podotknout, že někteří teoretikové vidí příčiny neúspěšného hodnocení strukturovaných produktů v nedostatecích reputační teorie jako takové.

Hunt tvrdí, že bez ratingových agentur by se trh inovativních produktů vůbec nerozvinul. Přestože agentura při zrodu nového produktu neví, jak jej má hodnotit, rating vydá, neboť později by již neměla šanci kvalitní metodologii najít, neboť trh se

³⁴ RICHTER, Franziska. Ratingagenturen und Entwicklungsländer. In: *Ein globales Finanzsystem im Dienst nachhaltiger Entwicklung* "Newsletter" [online]. 2011 [cit. 2012-12-01]. Dostupné z: http://www2.weed-online.org/uploads/richter_weed_ratingagenturen_und_entwicklungslaender.pdf, s. 3.

³⁵ HUNT, Patrick, *op. cit.*, s. 47.

bez ratingů nerozvine. Agentura by tak přišla o veškeré potenciální příjmy z hodnocení nových produktů. I pokud vydá špatný rating, což způsobí úbytek příjmu v budoucnu, pořád mu zůstanou oproti nulové alternativě nevydání ratingu určité příjmy z již uskutečněných ratingů. Hunt ovšem vychází z předpokladu, že investoři oddělují rating tradičních cenných papírů (např. dluhopis) od ratingu inovativních produktů. Nehrozí tedy, že špatné hodnocení inovativních produktů by způsobilo úbytek budoucích příjmů z tradičních cenných papírů, neboť investoři stále věří v pravdivost ratingu dluhopisů nebo akcií (kde se metodologie ukázala jako správná).³⁶

Přestože již prezentovaný graf vývoje akcií Moody's by Huntově teorii nasvědčoval, neboť cena akcií se po krizi patrně zásluhou tradičních příjmů opět výrazně zvedla, jde podle mého názoru pouze o shodu okolností. V současné analýze presumujeme absenci regulatorního prostředí, v reálném světě jsou ovšem společnosti nuceny kupovat rating z regulatorních důvodů (více v třetí části práce). V rámci normativní analýzy je obtížné si představit, že samotný fakt, že agentura byla ochotna vydat pochybný rating, nebude mít vliv na její důvěryhodnost při vydávání ratingů obecně. Můžeme použít paralelu výrobce aut, jenž prodává solidní vozy střední třídy. Nový prodej pochybných luxusních aut bude mít jistě určitý dopad v čase na celou značku, a tím i původní sortiment. Dalším negativem může být pošramocená pověst pro případ další generace inovativních produktů, u nichž již investoři ratingům nebudou věřit.

2.4 Oligopolní charakter odvětví

Ratingový trh v USA ovládají tři hlavní společnosti: Moody's, S&P a Fitch při zřejmé dominanci prvních dvou uvedených. Postavení těchto společností se tvořilo historicky, přičemž důvody vzniku oligopolu jsou také regulatorní, jež ovšem netvoří hlavní příčinu a jsou uvažovány až v další části věnované legislativě. Obecně lze oligopol na ratingovém trhu charakterizovat jako přirozený, neboť jsou zde značné ekonomické bariéry vstupu do odvětví.

Jak již bylo zmíněno výše, úspěch agentur je do značné míry závislý na jejich pověsti ohledně poskytování kvalitního ratingu. Nejstarší agentury působí na trhu již zhruba sto let, což jim dává značnou výhodu oproti potenciálním současným zájemcům.

³⁶ *Ibid.*, s. 35-53.

Nové agentuře by trvalo několik desetiletí, než by si vybudovala obdobnou reputaci a mohla plně konkurovat.

S tím souvisí skutečnost, že přesun od etablovaných agentur k nové představuje značné transakční náklady na změnu. Investor, jenž se spolehne na rating nové agentury, podstupuje nebezpečí, že produkt nebude kvality srovnatelné s konkurencí. V současnosti přiměřenost ratingu nemůže ověřit, neboť výsledky agentury je možno zhodnotit až za dlouhý čas. Emitent, jenž by si objednal rating od nové agentury, riskuje, že investor mu nebude věnovat patřičnou důležitost, a proto bude vyžadovat vyšší úrok. Emitent bude motivován objednat si rating pouze tehdy, pokud úspora na nákladech za poplatky převáží dodatečné kapitálové náklady oproti zaběhnuté alternativě. Přestože poplatky jsou v absolutní částce velmi vysoké, vzhledem k výši emise netvoří až tak signifikantní částku. Ve většině případů by byla tedy nová ratingová agentura nucena platit emitentovi, aby si produkt objednal u ní.

Dlouhodobě financovat vlastní činnost a ještě kompenzovat vzniklé náklady je nereálné. Navíc podobné jednání by vzbuzovalo u investorů nemalé pochybnosti, což by se negativně projevilo na důvěryhodnosti poskytnutého ratingu, a tím by se dále zvýšily náklady na kompenzace. Alternativně by mohla nová agentura poskytovat příznivější ratingy než konkurence, což by teoreticky mohlo snížit úrokové náklady emitenta, ovšem vzhledem k problému důvěryhodnosti k žádanému výsledku spíše nedojde. Není bez zajímavosti, že trh danou strategii reflektuje u agentury Fitch, která konkuruje dvěma dominantním společnostem, a podle obecného názoru uděluje v průměru vyšší rating.³⁷

Důležité je rovněž zmínit, že zaběhnuté agentury se mohou bránit konkurenci poskytováním nevyžádaných ratingů, které mohou vést k méně příznivým, než zaslouženým ratingům.³⁸ Pokud vystaví zaběhnutá agentura nižší nevyžádaný rating než nová, neutralizuje veškeré ekonomické výhody přechodu emitenta k právě vzniklé agentuře.

³⁷ HILL, Claire, *op. cit.*, s. 64.

³⁸ SCHÄTZLE, Dominik a Theresia THEURL. Ratingagenturen in der Kritik: Eine Analyse der Reformforderungen und –vorschläge. In: *ARBEITSPAPIERE des Instituts für Genossenschaftswesen der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster* [online]. 2011 [cit. 2012-12-01]. Dostupné z: http://www.wiwi.uni-muenster.de/06//aktuelles/material/ap116_schaetzle.pdf, s. 16.

Bez ohledu na ekonomický fundament, manažeři nemají důvod riskovat objednání ratingu u nové agentury. Všeobecně se od nich očekává, že si rating zaplatí u etablovaných agentur. V případě úspěšné emise za pomoci nového ratingu, manažery nikdo příliš neocení, neboť ušetří společnosti relativně nevýznamnou částku. V případě neúspěšné emise se stanou ovšem předmětem kritiky, neboť ztráta vzhledem k vyšším kapitálovým nákladům může být značná a v očích akcionářů zbytečná. Manažer se tedy může zachovat ze svého hlediska racionálně a poptávat rating od stávajících agentur, byť by to bylo iracionální z hlediska společnosti. Také u manažerů investičních fondů není příliš důvodů, aby se snažili investovat do cenných papírů ohodnocených jinými než zaběhnutými agenturami. Při žalobě na porušení povinnosti při správě cizího majetku bude obecně konzervativními soudci v souladu s péčí řádného hospodáře spíše hodnoceno spoléhání se na rating agentury Moody's než agentury XYZ.³⁹

Další výhodou související s délkou působení agentur je možnost postupně pod vlivem empirie zdokonalovat vlastní metodologické postupy. Jakkoliv jsou zveřejněné určité charakteristiky, podle kterých jsou společnosti hodnoceny, konkrétní modely agentury přísně tají. Jedinou možností, jak potlačit tuto nevýhodu, je přilákat zkušené analytiky vyšší mzdou a lepšími pracovními podmínkami, což ihned zvyšuje jednu z nejdůležitějších částí nákladů nové ratingové společnosti.

Předešlé odstavce vysvětlují, proč je obtížné v současné době vstoupit na trh a konkurovat stávajícím agenturám. Neodpovídají tudíž na otázku, z jakého důvodu oligopol historicky vznikl. White činí paralelu mezi ratingy a americkým testem studijních předpokladů (Scholastic Achievement Test), protože v obou případech se jedná o porovnávání mezi jednotkami určité množiny. „*Čím větší počet dluhopisových emisí nebo společností, tím užitečnější srovnání je.*“⁴⁰ Je obtížné pro společnost menšího rozsahu takovou aktivitu vyvíjet. V ratingovém businessu nejde o kardinální, nýbrž o ordinální komparaci instrumentů. Jinými slovy agentury se nesnaží přesně spočítat konkrétní pravděpodobnost bankrotu každého ratingového symbolu. Jde o seřazení dluhopisů do kategorií podle výše rizika. Rating AA+ znamená, že společnost je více riziková než společnost s hodnocením AAA a méně riziková než firma s ratingem AA. Nejde o určení absolutní výše rizika. Proto je množství srovnávaných společností

³⁹ HILL, Claire, *op. cit.*, s. 62.

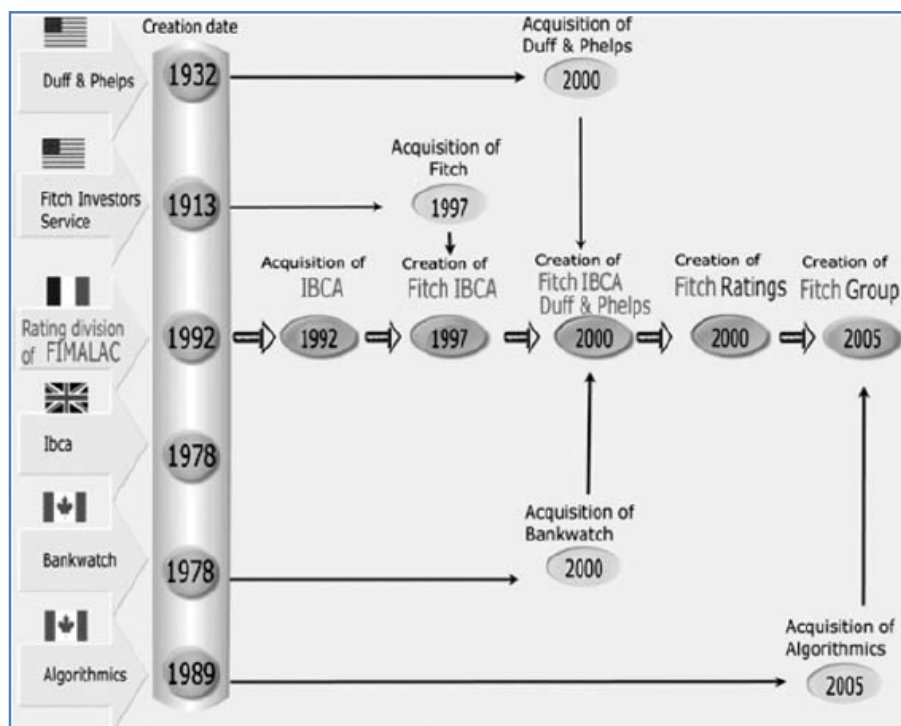
⁴⁰ *Ibid.*, s. 63.

klíčové pro vypovídací hodnotu ratingu. Pokud se investor rozhoduje mezi investicemi do dvou dluhopisů a hodnocen je pouze jeden, ztrácí rating na významu. Investor si nemůže spočítat riziko neohodnoceného dluhopisu a porovnat jej s ohodnoceným, neboť rating nepředstavuje konkrétní číslo.

Navíc v současnosti jsou stejnou ratingovou škálou hodnoceny i státy a inovativní produkty, což vede k ještě většímu tlaku na množství porovnávaných instrumentů. Investoři chtějí porovnávat dříve nesrovnatelné či neexistující cenné papíry: korporátní dluhopisy, státní dluhopisy a sekuritizované hypoteční zástavní listy.

Důvod k historické koncentraci ratingového odvětví je tedy možno spatřovat ve značných úsporách z rozsahu. Koncentraci je možno nejlépe ilustrovat na případu agentury Fitch, jejíž současná podoba je výsledkem několika fúzí a akvizic (viz schéma 3), které byly vedeny patrně synergii, jež mají agentuře umožnit lépe konkurovat Moody's a S&P.

Schéma 3: Formování Fitch Group



Zdroj: LANGOHR, Herwig a Patricia LANGOHR. *The Rating Agencies and Their Ratings: What they are, how they work and why are they relevant.* West Sussex: Wiley, 2008. ISBN 978-0-470-01800-2. s.401.

Primárním problémem oligopolního trhu je, že dominantní firmy mohou dlouhodobě požadovat vyšší cenu, než jsou jejich mezní náklady, neboť se nemusí obávat konkurence, která by jim odlákala výhodnější nabídkou zákazníky. V rámci ratingového trhu proto nebude uspokojena poptávka společnosti, jejíž prospěch z odstranění informační asymetrie (a tedy cena, kterou je ochotna za rating zaplatit) je nižší než cena požadovaná ratingovou agenturou.⁴¹ Vzhledem ke skutečnosti, že rating napomáhá alokační efektivnosti kapitálu, bude mít jeho absence negativní vliv na danou veličinu. Nicméně jelikož poplatek za rating je ve vztahu ke změně dodatečných úrokových nákladů poměrně nevýrazný, nebude tento efekt na ratingovém trhu hlavním problémem.

Klíčovou obtíží působení oligopolu na ratingovém trhu je spíše nedostatek incentivy investovat do inovace produktu a zvyšovat kvalitu ratingu. Na trhu se historicky vytvořilo pravidlo tzv. two-rating norm, což znamená, že americké společnosti nechají své dluhopisy ohodnotit dvěma agenturami. Tyto společnosti jsou Moody's a S&P, přičemž Fitch je zvažován spíše při objednání třetího ratingu, který si už ovšem platí menšina společností a spíše tehdy, pokud obě dominantní společnosti poskytly různý rating a existuje předpoklad, že Fitch podpoří názor s vyšším ratingem. Na americkém trhu tak neexistuje takřka žádná konkurence, dvě hlavní společnosti si nemusí konkurovat ani cenou, ani kvalitou, neboť mají jisté, že zakázku dostanou obě. Proto budou agentury poskytovat ratingy nižší kvality, než za podmínek dokonalé konkurence.

Zde už se jedná o výrazný problém, neboť méně přesný rating postihuje celý trh, nikoliv malé množství potenciálně hodnocených společností. Nedostatek přesnosti ratingu přináší nižší efektivitu alokace kapitálu. Nabízí se otázka, zda méně kvalitní rating nemůže být natolik distorzní, že finanční trh by na tom byl lépe, pokud by ratingový trh neexistoval vůbec. Zde lze přisvědčit, že krátkodobě tomu tak být může. Nicméně dlouhodobě nikoliv, protože společnosti si budou služby agentur platit pouze tehdy, pokud budou mít racionální důvěru v přidanou hodnotu ratingu, tj. že tento produkt skutečně odstraňuje alespoň částečně informační asymetrii. Z pohledu izolovaného problému, jenž přináší oligopol, nemohou agregátně ratingové agentury

⁴¹ PETIT, Nicolas. Credit Rating Agencies, the Sovereign Debt Crisis and Competition Law. *European Competition Journal*,. 2011, roč. 7, č. 3, s. 594.

finančnímu trhu škodit, mohou pouze poskytovat menší prospěch, než by bylo žádoucí. Nutno opět zdůraznit, že uvažujeme prostředí, kdy investor není nucen rating regulatorním prostředím nakupovat.

Nezanedbatelným efektem oligopolu je také možnost agentur vynutit si u společností, jež mají zájem o rating, poskytování dalších služeb⁴², např. výše zmíněného consultingu, což vede k nepřiměřenému vlivu agentur na finanční trhy. U strukturovaných produktů, kde není praxe vyžádání si dvou ratingů doposud zavedena, se uplatňuje poněkud kontroverzní technika tzv. „notching“. Agentury odmítají poskytnout rating na strukturovaný produkt (např. CDO), pokud také podkladová aktiva nejsou alespoň z určitého procenta hodnocena danou agenturou (např. u mortgage backed securities 80%),⁴³ což také multiplikuje vliv modelů agentury, které v případě chyby mohou přinést výrazně negativní důsledky.

2.5 Vliv ratingu a jeho změn na rozhodování na finančním trhu

Reputační teorie stojí na premise o empirické ověřitelnosti přesnosti poskytovaného ratingu. Kvalitu ratingu jako tzv. „informačního statku“ nelze posuzovat jinak, než v budoucnosti. Je ovšem sporné, zda je možno v budoucnosti objektivně posoudit hodnocení, jež bylo učiněno v současnosti za současných podmínek. Situace se výrazně mění, přičemž zbankrotovat může i společnost, která v době poskytnutí prvotního ratingu byla ve výborné kondici. Agentury sice svým ratingem dále pokrývají dříve evaluované společnosti, nicméně nelze zjistit, zda změnu ratingu jsou nuceni učinit kvůli prvotně špatné analýze nebo kvůli změně okolností.

V této souvislosti se otevírá širší problém, jak si trh představuje reakci agentury na měnící se okolnosti, tj. upgrade ratingu v případě lepší se situace, downgrade při zhoršení, nebo potvrzení při nezměněném stavu. Opodstatněnost změny ratingu nelze posoudit v současnosti. Podle reputační teorie by investoři měli ratingu důvěřovat, pokud má agentura dobrou pověst. Trh tedy na downgrade nebo upgrade bude reagovat, bez ohledu na důvody, proč tak agentura učinila. „*Jinými slovy, downgrade neposkytuje pouze informace – samotný fakt, že downgrade nastal, je informace.*“⁴⁴ Představme si,

⁴² EMMENEGGER, Susan, *op. cit.*, s. 35.

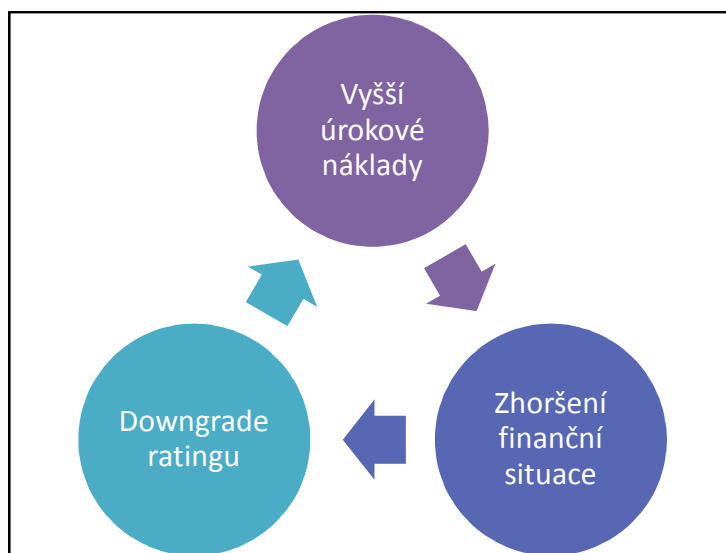
⁴³ HERWIG, Langohr a Langohr PATRICIA. *The Rating Agencies and Their Ratings: What they are, how they work and why are they relevant.* West Sussex: Willey, 2008. ISBN 978-0-470-01800-2. s. 426.

⁴⁴ HILL, Claire, *op. cit.*, s. 69.

že fundament společnosti se nezměnil, a přesto agentura sníží rating. Samotné snížení ratingu znamená, že dluhopis se stává rizikovější, což vyvolává vyšší požadovanou výnosnost. Zvýšená úroková míra zdraží refinancování společnosti, čímž se společnost dostává do horší finanční situace než před změnou ratingu. Všimněme si, že trh v tomto případě nemůže odhalit, že agentura rating změnila nesprávně, neboť po čase se vzhledem ke zhoršené situaci stanou investice do instrumentů dané společnosti skutečně rizikovější. Na pohled se investorům jeví, že agentura vykonala výbornou práci, neboť předpověděla, že dojde ke zhoršení situace, což investoři sami nevěděli, přičemž k negativní změně skutečně došlo. Zdá se tedy, jako by agentura měla lepší informace nebo je hodnotila lépe než finanční trh. Pověst agentury by proto podle reputační teorie měla růst, což by znamenalo, že agentura je přímo motivovaná ve vlastním zájmu změnu ratingu uskutečnit.

Zhoršenou situací nemusí vliv ratingu končit, neboť na základě snížení finančních ukazatelů týkajících se solvence, likvidity, apod. může agentura reagovat dalším snížením ratingu, což povede k dalším negativním důsledkům pro společnost. Schéma 4 ukazuje, jak dochází k bludnému kruhu. Ve finanční teorii se jev popisující vliv agentur na ekonomický stav označuje za „self-fulfilling prophecy“ (sebenaplnující proroctví).

Schéma 4: Bludný kruh snižování ratingu



Zdroj: vlastní

Je přirozeně obtížné si představit, že postup agentury může zničit dobře prosperující společnost, neboť lze předpokládat, že část racionálních investorů bude zvýšený výnos považovat za příležitost, což postupně vrátí úrokovou míru na původní mez. Takový mechanismus odpovídá teorii efektivních trhů. Nicméně ne vždy se trhy chovají racionálně. Za situace extrémní paniky podobné jako při poslední finanční krizi se tato možnost již jeví reálněji. Ovšem i za normální situace si můžeme představit vysoký potenciál negativního nebo pozitivního vlivu ratingu na ekonomickou situaci společnosti, a to u společností, jež jsou na pomezí mezi spekulativním a investičním stupněm. Zde přeřazení z jedné kategorie do druhé může znamenat záchranu společnosti stejně jako její zánik. Moc ratingových agentur je tedy velmi výrazná.

Ratingovým agenturám je často kladeno za vinu prohlubování ekonomického cyklu,⁴⁵ protože při býčím trhu udělují příznivé ratingy, neboť existuje menší riziko bankrotu. Vyšší rating znamená nižší úrokové náklady, což přispívá k větším výrobním a kapitálovým investicím a přehřívání ekonomiky. Naopak v medvědímu trhu udělují agentury slabější ratingy, které resultují ve vyšších úrokových nákladech firem, čímž prodražují investice a omezují růst HDP, což prodlužuje recesi. Empirické výzkumy na oprávněnost této kritiky jsou nicméně smíšené.⁴⁶

Z normativně analytického hlediska je tento problém neméně složitý. Navzdory výše provedenému pojednání o sebenaplňujícím se proroctví, nejde přeci jen v ratingovém businessu o určení absolutní výše rizika, jež by volalo po konkrétní úrokové míře, ale o relativní seřazení instrumentů ve vzájemném vztahu. Jinými slovy, udělení ratingu AAA v rámci kladného hospodářského cyklu neznamena, že výše požadovaného výnosu z instrumentu bude stejná jako při poskytnutí nejlepšího ratingu v recesi. Absolutní výše úroku je kromě rizikové prémie odvozené od konkrétní společnosti dána také jinými faktory, např. měnovou politikou státu, situací v odvětví či obecnými ekonomickými podmínkami. Investorovi bude obecně jasné, že při krizi bude vyšší míra úpadku, přičemž požadovaný větší úrok přirozeně povede k větším

⁴⁵ Srov. UTZIG, Siegfried. The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective. *ADBI Working Paper Series*. 2010, č. 188. 26 s. Dostupné z: <http://www.adbi.org/files/2010.01.26.wp188.credit.rating.agencies.european.banking.pdf>.

⁴⁶ Srov. AMATO, Jeffery a Craig FURFINE. Are credit ratings procyclical?. In: *BIS Working Papers* [online]. 2003 [cit. 2013-02-09]. 33 s. Dostupné z: http://www.oenb.at/en/img/wp_129_tcm16-15481.pdf.

problémům firem, a tedy k častějším bankrotům. Jedná se ale o čistě tržní mechanismus, bez viny agentur. Racionální investor by měl v krizi požadovat obecně vysoké úroky a při přesunu ratingu z jedné kategorie do druhé požadovaný výnos pouze upravit, nikoliv dramaticky změnit. Je samozřejmě otázkou, zdali v extrémních podmínkách investor jedná racionálně, stejně jako, zda nepodléhají panice analytici ratingových agentur. Podle posledních zkušeností z finanční krize to spíše vypadá, že v takových chvílích převažuje behaviorální teorie nad hypotézou efektivních trhů, a tedy obě strany se navzájem podporují v neefektivním chování.

Tím se dostáváme k obecnějšímu problému, tj. jakým způsobem investoři na rating nahlíží. V posledních letech se objevuje kritika, že manažeři investičních fondů zčásti rezignovali na vlastní analýzu a slepě následují hodnocení ratingových agentur. Stejně se choval i státní sektor, který výrazně začlenil rating do regulace finančních trhů (viz třetí část práce). Nejvíce se tento problém projevil při investičních rozhodnutích ohledně strukturovaných produktů, kdy značná část odborné veřejnosti postrádala expertizu a spoléhala čistě na ratingy. Přitom konkrétní modely jsou agenturami přísně utajovány, takže neexistuje žádná externí kontrola jejich správnosti (například akademickou obcí). I pokud bychom připustili, že se agentury snaží dle reputační teorie o poskytnutí kvalitních ratingů a nemohou je dlouhodobě poskytovat špatně, krátkodobě mohou i nezámyslně použít chybné modely, což vede při jejich nepřiměřené autoritě ke katastrofálním následkům.

2.6 Zhodnocení potřeby regulace

V rámci fungování ratingového podnikání se uskutečňuje při absenci regulace několik tržních selhání, jež způsobují, že trh nefunguje efektivně. Samotná autoregulace tedy nezajistí dostatečné plnění primární funkce ratingových agentur, tj. odstraňování informační asymetrie. Jednotlivá rozebraná tržní selhání nefungují izolovaně, nýbrž se navzájem ovlivňují. Některá mají vůči sobě negativní vztah, např. oligopolní dominance hlavních firem omezuje možnost emitentů žádat o lepší rating hrozbou přechodu ke konkurenci (plynoucí ze střetu zájmů). Jiná selhání se navzájem podporují, když např. střet zájmů při poskytování dodatečných služeb je intenzifikován netransparentností ratingových modelů a ještě podpořen sebenaplňováním ratingů na trhu. Celkově z normativní analýzy plyne, že neregulovaný trh vykazuje nedostatky při efektivnosti,

ale ratingové agentury jsou ve finančním systému obecně prospěšné. Za podmínek finanční krize ovšem mohou systém dokonce poškodit. Určitá míra regulace je tedy vhodná. Jakákoliv její forma ovšem musí vzít v úvahu vztahy, ve kterých se tržní selhání uskutečňují. Primárně je nutno se zaměřit na otázku konfliktu zájmu při poskytování dodatečných služeb, možnosti posílení konkurence, kontroly metodologií agentur a verifikovatelnosti jejich výsledků.

3 Aktuální reforma regulace ratingových agentur v USA a EU

Následující část se věnuje změnám regulace ratingových agentur, jež byly přijaty jako reakce na nastalou finanční krizi, na dvou nejvýznamnějších finančních trzích – v USA a Evropské unii. Vzhledem k rozsahu a cílům této práce je věnována pozornost pouze nejdůležitějším aspektům nově přijaté regulace. Důraz je kladen na ustanovení, která se dotýkají výše rozebraných tržních selhání ovlivňujících fungování agentur.

Dříve než se budeme zabývat regulací ratingových agentur, je nutné si nejprve zanalyzovat legislativní ukotvení samotných ratingů a jejich vliv na fungování ratingového trhu. Vzhledem k rozsáhlému využívání ratingů v rámci regulace finančních trhů, zasahuje stát totiž významně do ekonomického rozhodování všech subjektů ratingového trhu, a to včetně jeho regulátora.

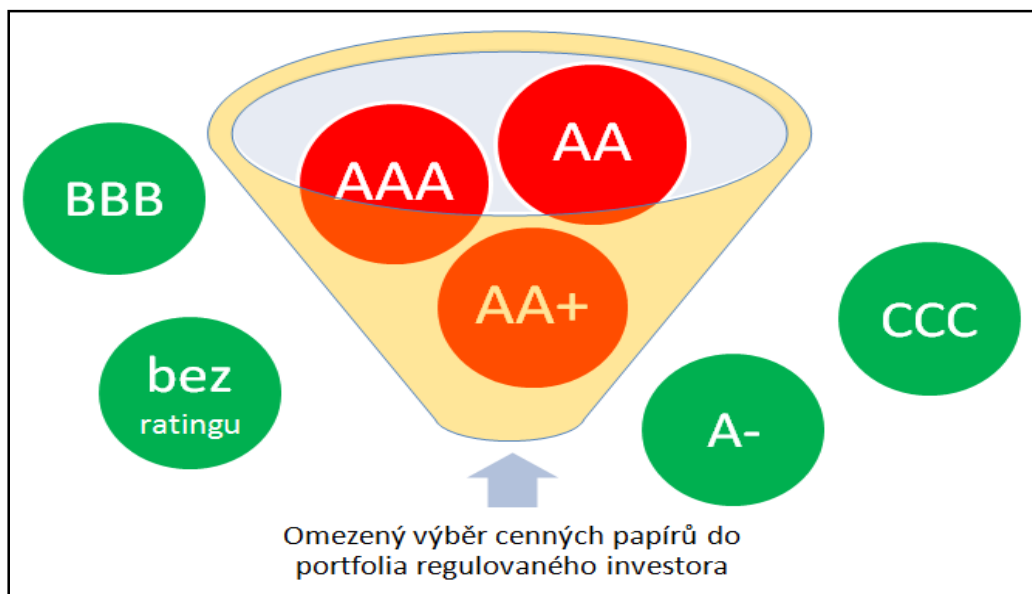
3.1 Význam ratingů v dosavadní regulaci finančních trhů

Při absenci regulatorního prostředí existuje poptávka po ratingu, pokud výnos v podobě nižších úrokových nákladů z něj plynoucí převyšuje náklady na jeho pořízení. Nižší úrokové náklady plynou z odstranění informační asymetrie mezi emitentem a investory. Stát ovšem základní vztah odvozený z volného ratingového trhu pokřivuje regulací, a to ve stovkách různých právních ustanovení. Mezi nejdůležitější užití ratingů ve finanční regulaci patří omezení investic do cenných papírů určitého ratingu pro některé investory a pravidla kapitálové přiměřenosti.

Institucionální investoři jsou zákony často nuceni kupovat instrumenty pouze s určitým ratingem nebo s ratingem v určitém pásmu. Jedná se zejména o regulaci činnosti pojišťovacích společností, peněžních a penzijních fondů nebo i osob veřejného práva (např. územních samosprávných celků). Například „money market funds“ v USA

jsou nuceni dle Investment Companies Act 1940 nakupovat pouze cenné papíry s nejvyššími třemi ratingy.⁴⁷ Z hlediska těchto společností je částečné spoléhání se na rating nutnou součástí jejich aktivit. Neefektivitu přináší již samotná nemožnost nezávisle si vytvořit portfolio složené z instrumentů různého rizika, které při dobré diverzifikaci může splňovat vysoké standardy jistoty.

Schéma 5: Vliv užití ratingů ve finanční regulaci na institucionální investory



Zdroj: vlastní

Primární problém z hlediska fungování ratingového trhu ale spočívá v samotné nutnosti některých investorů rating spotřebovávat. Bez ohledu na kvalitu a cenu jej musí poptávat. Vzhledem k současnému modelu financování agentur bude emitent, jenž chce nabídnout svůj dluhopis institucionálním investorům, rating nakupovat s cílem získat jedno ze tří nejlepších ohodnocení. Zde je důležité, že investor se podle uděleného ratingu musí rámcově řídit bez ohledu na důvěryhodnost agentury, která jej poskytla. Pokud agentura může prodávat rating bez ohledu na svou důvěryhodnost, nemá incentivu jej provádět kvalitně, neboli reputační teorie je touto praxí narušena. Stát proto musí také regulovat, na ratingy kterých agentur se institucionální investor může spoléhat.

⁴⁷ BENMELECH, Efraim a Jennifer DLUGOSZ. The Credit Rating Crisis. *The National Bureau of Economic Research* [online]. 2010, [cit. 2013-02-14]. Dostupné z: <http://www.nber.org/chapters/c11794.pdf>, s. 4.

Nicméně výběr důvěryhodných agentur státem je poněkud pochybný. Může zvolit agentury mající vynikající pověst v současnosti, což ovšem přináší obtíže. Agentura mající dobré historické výsledky nemusí poskytovat dobré služby v budoucnosti. Určitou motivací ke kvalitním ratingům je možnost odejmutí statusu v případě nespokojenosti státu. To platí nicméně pouze za předpokladu, že výsledky lze empiricky vyhodnocovat. Kromě toho je zde klasický problém ekonomického rozhodování státu namísto trhu, tj. menší přesnost, nedostatečná odbornost, rigidita, upřednostňování mimoekonomických zájmů, apod.

Nařízení určitému typu investorů, jež mají v současnosti na trhu vysoký podíl, vybírat si ze skupiny instrumentů, kterou mu de facto vyberou ratingové agentury, zesiluje tržní selhání. Zejména posilují střet zájmů, protože agentura se nemusí již tolik starat o svou důvěryhodnost a emitent je ochoten zaplatit ještě vyšší sumu za příznivější rating v požadované kategorii, neboť možnost přilákání investice institucionálních investorů má potenciál výrazně zvýšit poptávku po vydávaném instrumentu, a tedy snížit úrok placený emitentem. Dále významně posiluje bariéry vstupu do odvětví, protože má-li mít dané opatření smysl, musí rating splňovat určité standardy, což znamená, že stát musí poskytnout vybraným agenturám speciální status. Nezanedbatelným je i falešný pocit jistoty, který je dán regulací investovat pouze do instrumentů s nejvyššími ratingy, což posiluje nekritické spoléhání se na hodnocení agentur.

Druhým velmi významným užitím ratingů ve finanční regulaci je jejich funkce při výpočtu kapitálové přiměřenosti bank. Pravidla kapitálové přiměřenosti stanovují, jaké množství kapitálu musí banka držet na svých účtech ve vztahu k celkovým rizikově váženým aktivům (dříve 8%, nyní přes 10%)⁴⁸. Na mezinárodní úrovni stanovuje regule Basilejský výbor pro bankovní dohled (Basel Committee on Banking Supervision). V rámci Basel I byla kreditní rizikovost aktiv stanovena podle typu instrumentu (hotovost, státní dluhopis zemí OECD, jiné obligace veřejného sektoru, residenční hypotéky, ostatní půjčky soukromému sektoru). Na první pohled je vidět neefektivnost takového stanovení kapitálové povinnosti, neboť dluhopis společnosti Apple by měl

⁴⁸ Basel III New Capital and Liquidity Standards - FAQs. *Moody's analytics* [online]. 2012 [cit. 2013-02-25]. Dostupné z: <http://www.moodyanalytics.com/~media/Insight/Regulatory/Basel-III/Thought-Leadership/2012/2012-19-01-MA-Basel-III-FAQs.ashx>.

stejnou váhu jako dluhopis jakékoli začínající (start up) firmy. Banky s rozdílným rizikovým portfoliem byly nuceny držet kapitál odvozený stejným procentem z aktiv.

S rozvojem finančních trhů byla proto přijata reforma pravidel kapitálové přiměřenosti, jež měla za cíl umožnit přesnější zhodnocení rizika bankovních portfolií. Rámec Basel II stanovil kromě jiného, že kreditní riziko aktiv bude měřeno buď za pomoci interního ratingového systému banky, nebo prostřednictvím ratingů externích agentur (tzv. standard approach). První možnost využívají větší instituce, které mají dostatečné prostředky na vývoj kvalitního interního hodnocení rizika instrumentů (musí být odsouhlaseno regulátorem). Spoléhat se na externí agentury jsou nuceny menší instituce. V tabulce 2 vidíme, jak zásadní vliv má rating na kapitálovou přiměřenost. Korporátní dluhopis s nejvyšším ratingem vyvolává 5 až 7,5 krát nižší nutnost držet kapitál než bond s ratingem ve spekulativním pásmu.

Tabulka 2: Rizikově vážená aktiva podle Basel II standardního přístupu ke kreditnímu riziku

Credit Exposure		Credit Rating given by a NRSRO or an ECAI					
		AAA / AA-	A+ / A-	BBB+ / BBB-	BB+ / B-	B- /and lower	N/A
Sovereign		0%	20%	50%	100%	150%	100%
Banks	Option 1	20%	50%	100%	100%	150%	100%
	Option 2	20%	50%	50%	100%	150%	50%
	Short term	20%	20%	20%	50%	150%	20%
Corporate		20%	50%	100%	100%	150%	100%
Retail	Residential Mortgage						35%
	Commercial Mortgage						100%
	Others						75%

Why are CRAs so important in banking regulation? Understanding rating centered regulatory arbitrage. In: GONZALES, Rodrigo, Fernando SOTELINO a Jose SAVOIA. *Working series* [online]. 2011 [cit. 2013-02-14]. Dostupné z: <http://www.wbiconpro.com/620-Rodrigo.pdf> s.9.

Všechny výše popsané potíže způsobené nutností spoléhat se na ratingy agentur se uplatňují i zde, byť v nižší míře, neboť bance není zakázáno investovat do dle ratingu rizikovějších instrumentů. Musí si pouze držet větší množství kapitálu pro případ ztráty. U bank se ovšem uplatňuje další vliv na tržní selhání, a to zvýšení efektu možného sebenaplňování ratingů a procykličnosti. V době finanční krize je banka velice citlivá na

ukazatel kapitálové přiměřenosti (z důvodů regulatorních i důvěryhodnosti na trhu). Snížení ratingu se negativně projeví na výši rizikově vážených aktiv (vzrostou), což se projeví nutností zvýšit kapitál banky. Banka proto bude nucena prodávat instrument po snížení ratingu za cash, čímž poroste podíl hotovosti na aktivech, což se projeví na poklesu rizikově vážených aktiv. Banka tedy bude pravidla kapitálové přiměřenosti opět splňovat a bude se jevit investorům i regulátorovi solventněji (i likvidněji), a to přesto, že prodala dlouhodobě výnosný cenný papír.

Z hlediska finančního rozhodování banka prodává instrument kvůli snížení ratingu, bez ohledu na to, zda změna odpovídá ekonomickému fundamentu, či nikoliv. Samotné snížení ratingu vyvolá prodej instrumentů některými bankami. Zvýšení nabídky/snížení poptávky po instrumentu sníží cenu dluhopisu. Při další tranži emitent bude nucen zaplatit vyšší úrok, což sníží jeho finanční stabilitu. Snížení ratingu bez ohledu na fundament vedlo ke zhoršené situaci, jež skutečně odpovídá nižšímu ratingu, který se tedy naplnil.

Procyklický efekt pravidel Basel II se projevil více na pokrizovém propadu finančních trhů než na dřívějším boomu, neboť norma byla implementována v EU i USA teprve v roce 2008.⁴⁹ Na základě analýzy finanční krize byla procykličnost určena za jeden z problémů, který je nutné v rámci nové legislativy řešit. Rámec Basel III přináší možnost regulátora stanovit dodatečnou proti-cyklickou zónu (buffer) kapitálu o velikosti do 2,5% nad rámec běžné přiměřenosti v obdobích vysokého růstu úvěrů. Efekt dané reformy v praxi je ovšem sporný⁵⁰. Navíc reforma se vůbec netýká vlivu ratingů na kapitálovou přiměřenost, takže veškeré výše zmíněné dopady na ratingový trh související s užitím ratingů pro výpočet rizika aktiv bank přetrvávají.

Rozsáhlé užití ratingů ve finanční regulaci vedlo ke stanovení alternativní teorie ratingových agentur, kterou Partnoy nazývá teorie regulatorní licence (regulatory license view). Podle tohoto modelu rating není nositelem informace, nýbrž regulatorní výhodou.⁵¹ Emitenti rating poptávají ne proto, že by byl přesný a důvěryhodný, ale proto,

⁴⁹ BENMELECH, Efraim a Jennifer DLUGOSZ, *op. cit.*, s. 4.

⁵⁰ Srov. REPULLO, Rafael a Jesus SAURINA. The Countercyclical Capital Buffer of Basel III: a Critical Assessment. *CEMFI working paper* [online]. 2011, č. 1102, 29 s. [cit. 2013-02-14]. Dostupné z: <http://www.cemfi.es/ftp/wp/1102.pdf>.

⁵¹ PARTNOY, Frank (1999), *op. cit.*, s. 681.

že snižuje náklady související s regulací. Partnoy to dokládá na historii amerického ratingového trhu. V třicátých letech došlo k růstu ratingového trhu, když rating začaly poprvé užívat také instituce regulace a dohledu nad finančním trhem. Přitom po Velkém krachu na burze zaznívala na adresu ratingových agentur hlavně kritika. Od roku 1940 do 1973 nedošlo k posunu v zakotvení ratingů ve finanční regulaci a ani ke zvýšení důležitosti ratingů na trhu. K růstu obou veličin došlo naopak po roce 1973, kdy byl v legislativě upraven status Národní uznávané statistické ratingové organizace (Nationally Recognized Statistical Ratings Organizations). Ratingy od těchto institucí byly začleněny do regulace napříč finančním a kapitálovým trhem. Partnoy dále upozorňuje, že k růstu významu ratingů v Evropě došlo později než v USA, právě při začleňování ratingů do regulace v evropských zemích podle amerického vzoru.⁵²

Teorie regulatorní licence považuje užívání ratingů ve finanční regulaci za formu privatizace regulace a dohledu nad finančním trhem. Na rozdíl od výše provedené analýzy v této práci, podle které užívání ratingu pro účely regulace pouze prohlubuje problémy ratingového trhu, jež by existovaly i při absenci regulace, považuje tato teorie regulatorní aspekt ratingu za primární příčinu nepřesnosti ratingů a neefektivity trhu.

3.2 Reforma regulace ratingových agentur v USA

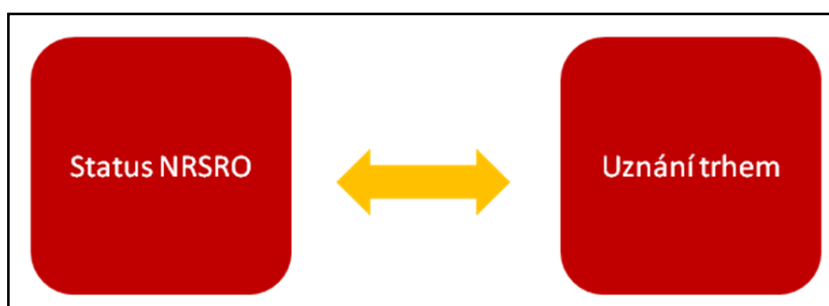
Základ regulace činnosti ratingových agentur v USA se dlouhodobě nachází v definici Národní uznávané statistické ratingové organizace (NRSRO). Vzhledem k faktu, že stát užívá rating pro účely regulace, bylo nutno určitým způsobem upravit podmínky, za nichž agentury poskytující relevantní ratingy mají fungovat. Po krachu několika velkých společností v letech 2001 a 2002, jež měly těsně (i několik dní) před bankrotem ratingy v investičním stupni, např. Enron nebo WorldCom, ocitly se NRSRO předmětem kritiky. Nízká úroveň ratingu byla příkládána mimo jiné nízké konkurenci na trhu, neboť SEC byly uznané pouze tři hlavní agentury.

Ačkoliv oligopolní charakter ratingovému trhu je přirozené povahy, příliš striktní kritéria pro udělení oficiálního statusu NRSRO přispěla k jeho zesílení. Mezi mnohá kritéria, jež agentura musela splnit, byl také fakt, že je podle posouzení SEC národně uznávaná (trhem, institucemi). Zde byl ovšem očividný problém, že agentura mohla být ve vyšší míře vzhledem k již popsaným regulatorním důvodům využívána, pouze pokud

⁵² *Ibid.*, s. 686-702.

měla udělen oficiální status. Pro jeho udělení bylo ovšem potřeba prokázat již získaný respekt trhu. Pro nové agentury bylo nemožné tuto státem vytvořenou bariéru vstupu do odvětví překročit. Sarbanes-Oxley Act of 2002 stanovil povinnost SEC zpracovat analýzu ohledně možnosti zvýšit konkurenci mezi agenturami.⁵³ Na základě vyžádané zprávy byl poté přijat Credit Rating Agency Reform Act of 2006.

Schéma 6: Paradox při udělování formálního statusu ratingové agentury v USA před rokem 2006



Zdroj: vlastní

Cílem reformy z roku 2006 bylo „zlepšit kvalitu ratingu za účelem ochrany investorů a veřejného zájmu podporou odpovědnosti, transparency a konkurence mezi ratingovými agenturami.“⁵⁴ Zákon zjednodušil kritizovaný proces udělování formálního statusu NRSRO. Kritérium uznání agentury trhem bylo zrušeno. Nově agentura musí podnikat v oboru ratingového trhu již tři po sobě jdoucí roky v době podání žádosti, přičemž má dostatečné finanční a lidské zdroje na zabezpečení poskytování kvalitního ratingu. Dále musí poskytnout SEC určité informace týkající se metodologie ratingu a dalších záležitostí, např. statistiky historické úspěšnosti ratingů, seznam dvaceti společností přinášejících největší výnosy či interní záznamy poskytování s ratingem souvisejících služeb. Některé informace se zveřejňují, jiné podléhají mlčenlivosti regulátora. Agentura musí také přijmout interní regule, jež mají zamezit střetu zájmů při určování ratingu.⁵⁵ SEC má také zákonné zmocnění vyžadovat další informace a povinnosti nad rámec reformou stanovených. Zákon nicméně výslovně zakazuje SEC

⁵³ BONEWITZ, Paul. Implications of Reputation Economics on Regulatory Reform of the Credit Rating Industry. *William and Marry Business Law Review*. 2010, roč. 1, č. 2, s. 410.

⁵⁴ Preamble Credit Rating Agencies Reform Act (verze dostupná z <http://www.govtrack.us/congress/bills/109/s3850/text>).

⁵⁵ United States Code, title 15, charter 2B-1, §780-7 (plné znění po přijetí Credit Rating Agencies Reform Act 2006).

zasahovat do metodologií agentur.⁵⁶ Důležitou pravomocí SEC je také možnost odstranit odkazy na ratingy ve svých vlastních pravidlech, což se v menší míře v praxi také stalo.⁵⁷

Reforma v roce 2006 nicméně nezabránila poskytování nepřesných ratingů zvláště v oblasti strukturovaných produktů, proto se regulace agentur opět dostala do popředí politického zájmu při zásadní novele regulace finančního trhu reagující na nastalou finanční krizi. Po rozsáhlých diskuzích byla v rámci Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act přijata i reforma ratingových agentur. Kongres považuje fungování ratingu za věc veřejného zájmu, neboť jsou klíčové pro tvorbu kapitálu, důvěru investorů a efektivní výkon americké ekonomiky. Připodobňuje roli ratingových agentur na úvěrovém trhu k úloze analytiků na akciovém trhu a auditorů při kontrole finančních dokumentů, proto by měli podléhat obdobným standardům právní odpovědnosti i veřejné regulace. Dále je zmíněn konflikt zájmů při poskytování poradenství agenturami a negativní úloha nepřesných ratingů strukturovaných cenných papírů při finanční krizi.⁵⁸

Změny lze rozčlenit na ustanovení týkající se vnitřní kontroly, konfliktů zájmů, dohledu SEC, odstranění odkazů na ratingy v zákonech, transparence a občanskoprávní odpovědnosti.⁵⁹ Pozornost bude v této práci věnována pouze nejdůležitějším změnám v těchto oblastech.

3.2.1 Vnitřní kontrola a střet zájmů

Každá agentura se statusem NRSRO musí nově podávat roční zprávu ohledně způsobu a efektivnosti interní kontroly. Dále je nutno zavést funkci Compliance Officer, kdy tento zaměstnanec bude podávat zprávu SEC ohledně plnění regulatorních povinností agenturou. Plat dané funkce se nemůže odvíjet od zisku společnosti.

⁵⁶ Credit Rating Agencies. *U.S. Securities and Exchange Commission* [online]. 2013 [cit. 2013-02-15]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/creditratingagencies.shtml>.

⁵⁷ BONEWITZ, Paul, *op. cit.*, s. 417.

⁵⁸ Sec. 931 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

⁵⁹ Reforms to the Asset-Backed Securitization Process and the Regulation of Credit Rating Agencies under Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. In: *Cadwalader, Wickersham & Taft LLP Client Memorandum* [online]. 2010 [cit. 2013-02-15]. Dostupné z: http://www.cadwalader.com/assets/client_friend/071710_ReformstoAssetBackedSecuritization.pdf, s. 13-18.

Představenstvo se navíc do budoucna musí skládat alespoň z poloviny z nezávislých členů. Za nezávislého člena je nicméně považován také uživatel ratingu.

SEC má rovněž připravit pravidla na oddělení funkcí prodeje a marketingu od poskytování konkrétního ratingu. Pokud jsou dřívější analytici agentur zaměstnání ohodnoceným emitentem nebo upisovatelem (underwriter) cenného papíru, musí být taková informace podána SEC a následně zveřejněna. Za určitých podmínek je nutno přezkoumat rating cenných papírů nového zaměstnavatele.⁶⁰

Zde je vidět jednoznačná inspirace Sarbanes-Oxley Act, jenž se zabýval zejména reformou regulace účetních a auditorů. Posílení vnitřních kontrol v rámci corporate governance je v principu žádoucí, nicméně zveřejňování zpráv a vytvoření speciální funkce je možno považovat spíše za vedlejší prvek regulatorní techniky s marginálním vlivem. Složení představenstva z více nezávislých členů je ve finanční regulaci známým jevem, nicméně empiricky přináší rozporné výsledky.⁶¹ Navíc je poněkud zvláštní, že jako nezávislý člen může působit i významný investor. Konkrétní investor nemusí mít zájem na přesnosti ratingu, ale na jeho určité výši. Pokud by investoval do specifické společnosti, jistě nemá zájem na snížení jejího ratingu. Naopak při short-sale („prodej na krátko“) konkrétního cenného papíru by downgrade preferoval, neboť snížení ceny instrumentu by mu přineslo zisk. Můžeme si představit také institucionálního investora, jenž je nucen prodávat, pokud se sníží rating dluhopisu pod stanovenou mez. Ačkoliv je zde zřejmá snaha o vyvážení konfliktu zájmu týkající se emitenta, jedná se spíše o vytvoření nového střetu na úkor původního.

Patrně nejprospěšnější změnou v této oblasti je zvýšená transparence ohledně odchodu zaměstnanců k obchodním partnerům, neboť zde skutečně existuje možnost, že analytik udělí lepší rating při vidině slíbeného lukrativního zaměstnání. Přezkoumání uděleného ratingu v budoucnu nemá již nicméně vliv na původní emisi, protože společnost platí již stanovené úroky. Na vydávání budoucích instrumentů by ovšem již snížený rating vliv měl. Také výrazný rozdíl mezi původním a přezkoumaným ratingem může být signálem pro vyšetřování daného zaměstnance a emitenta SEC, což aktéry může od podobného nežádoucího jednání odrazovat.

⁶⁰ Sec. 932 Dodd-Frank Act.

⁶¹ MCCLINTOCK Emily a Mark CALABRIA, *op. cit.*, s. 30.

3.2.2 Posílený dohled SEC a odstraňování odkazů na rating ve finanční regulaci

V rámci reformy regulace agentur došlo nově k vytvoření speciálního odboru SEC - Office of Credit Ratings, jejímž cílem má být ochrana uživatelů ratingů a veřejného zájmu zajištěná zpřesněním ratingů neovlivněných střetem zájmů. Odbor má za úkol vydávat každoročně veřejnou hodnotící zprávu týkající se každé jednotlivé NRSRO, kde se bude zabývat zejména tím, zda fungování agentury odpovídá jí deklarovaným vnitřním postupům, jakým způsobem se vypořádává se všemi formami potenciálního střetu zájmů a jak v ní probíhá vnitřní kontrola při vydávání ratingu.⁶² Z hlediska veřejnoprávní odpovědnosti může SEC pokutou potrestat NRSRO nebo zaměstnance za porušení povinností daných legislativou a může také odvolat oprávnění NRSRO poskytovat ratingy v rámci určité kategorie cenných papírů nebo obecně.⁶³

Pokračováním reformy z roku 2006 je zákonné zmocnění všech federálních orgánů finanční regulace, aby zhodnotily všechny odkazy na ratingy ve finanční legislativě a nahradily je vlastními standardy úvěrové důvěryhodnosti.⁶⁴

SEC je také zadána povinnost zpracovat zprávu ohledně možnosti posílení nezávislosti agentur. V této souvislosti je klíčová otázka dopadu hypotetického zákazu poskytování jiných než ratingových služeb emitentovi.⁶⁵ Comptroller General (vedoucí ředitel Government Accountability Office) má povinnost vypracovat studii o alternativní formě financování agentur (tedy změnu issuer-pay-model), jež by zajistila poskytování přesnějších ratingů.⁶⁶ SEC má obdobný úkol ve vztahu ke strukturovaným finančním instrumentům. Cílem studie má být analýza možnosti přiřazení agenturám hodnocení instrumentů na základě algoritmu nebo nezávislé komise.⁶⁷

Posílený dohled SEC je logickým doprovodným krokem ke zvýšené regulaci. Vzhledem k tomu, že v minulosti byla regulace víceméně omezena na udělení licence NRSRO, nebylo nutno vyčlenit velké množství lidských zdrojů kontrole agentur.

⁶² Sec. 932 Dodd-Frank Act.

⁶³ Sec. 934 Dodd-Frank Act.

⁶⁴ Sec. 939A Dodd-Frank Act.

⁶⁵ Sec. 939C Dodd-Frank Act.

⁶⁶ Sec. 939D Dodd-Frank Act.

⁶⁷ Sec. 939F Dodd-Frank Act.

Jedním z klíčových bodů reformy je výzva regulačním orgánům ke snížení závislosti finanční regulace na ratingových. Jak bylo výše prokázáno, užívání ratingů v legislativě posiluje tržní selhání, proto snížení jejich výskytu ve finančních normách představuje výrazný impuls pro zlepšení fungování ratingového trhu. Na druhou stranu reforma není dostatečně striktní, neboť umožňuje při jejich eliminaci značnou diskreci na straně regulátorů. Jednotliví regulátoři přitom mohou mít odlišné zájmy, neboť FED zodpovědný za bankovní regulaci má primárně odpovědnost za stabilitu bank nikoliv efektivní fungování ratingového trhu, byť se jedná o propojené veličiny. Dle CATO institutu v historii ukázali regulátoři znatelný odpor vůči odstraňování ratingů z legislativy, a proto bude v budoucnu nutné další zapojení Kongresu USA do tohoto procesu.⁶⁸

Stanovení povinnosti zpracovat studie může znamenat dočasnou neschopnost Kongresu najít řešení pro střet zájmů při poskytování ratingů nebo nedostatek konsensu nad správným řešením. Nutno poznamenat, že konsensus, jakým způsobem by měly být agentury financovány, nepanuje ani na trhu. V budoucnu lze nicméně očekávat na základě těchto studií další legislativní kroky, neboť se jedná o řešení problémů, jež jsou pro fungování ratingového trhu fundamentální.

3.2.3 Zvýšená transparence ratingů

SEC je zmocněna ke stanovení okruhu informací týkajících se ratingů, jež musí NRSRO zveřejnit, a to včetně historické úspěšnosti ratingů, aby investoři mohli kvalitu služeb jednotlivých agentur lépe porovnávat. Každý rating musí být doprovázen popisem předpokladů, na nichž stojí, a metodou jeho stanovení. Agentura musí zveřejnit mimo jiné informace ohledně kvality podkladových dat a užívání zdrojů třetích osob. Je nutno také určit pět nejdůležitějších předpokladů, jež by měly, pokud by se ukázaly jako nesprávné, největší vliv na udělený rating. NRSRO jsou také vyzvány, aby pro stanovení ratingu užívaly informace ze zdrojů odlišných od emitenta.⁶⁹

Reforma vychází také z principu, že transparence ratingu je založena mimo jiné na transparenzi informací, z nichž vychází. Zákon ruší výjimku pro ratingové agentury

⁶⁸ MCCLINTOCK Emily a Mark CALABRIA, *op. cit.*, s. 31.

⁶⁹ *Cadwalader, Wickersham & Taft LLP Client Memorandum, op. cit.*, s. 14-15.
Srov. Sec. 932 a sec. 935 Dodd-Frank Act.

z Fair Disclosure rule.⁷⁰ Dané pravidlo zakazuje emitentovi poskytovat selektivní informace, jež nejsou veřejně přístupné, vybraným osobám. Pokud by je agentuře poskytl, musel by je následně zveřejnit.⁷¹

Snaha o větší transparentci ratingů je veskrze pozitivní, neboť by měla pomoci řešit problém přílišného spoléhání se na ratingy investorskou veřejností. Při náležitém studiu předpokladů a metod, na jejichž základě je rating stanoven, si uživatelé lépe uvědomí skutečná rizika instrumentu. Na rozdíl od spoléhání se na symboly a ordinálního uspořádání rizika cenných papírů, jež u instrumentu s ohodnocením AAA vyvolává falešný pocit neotřesitelné jistoty, si může investor lépe sám zhodnotit potenciál negativního vývoje dané investice.

Klíčovou potíží je nastavení konkrétnosti potřebných informací tak, aby si z nich investor mohl učinit dostatečný podklad pro rozhodnutí a zároveň, aby agentura nebyla nucena zveřejnit své know-how. Pokud by informace byly příliš vágní, k žádnému posunu v transparentci by nedošlo. V případě, že by agentura musela zveřejnit své konkrétní postupy, neměla by incentivu dále investovat do zlepšování metodologie, neboť veškeré inovace by převzala i konkurence. V konečném důsledku by tudíž takové opatření vedlo ke stagnaci technik posuzování instrumentů, což by vedlo zvláště u inovativních produktů finančního trhu k trvalému poskytování nepřesných ratingů.

Odstranění výjimky z pravidla fair disclosure je vedeno snahou o větší objektivitu ratingu. Je postaveno na předpokladu, že emitent poskytuje agentuře nad rámec veřejných informací pouze příznivá data. Navíc je zřejmé, že se obtížně hodnotí v budoucnu kvalita ratingu, pokud vychází z neveřejných informací. Jakkoliv je odstranění výjimky vedeno dobrým úmyslem, má zásadně negativní vliv na primární funkci ratingu – odstraňování informační asymetrie. Pokud agentura vychází pouze z veřejných zdrojů, jedinou její přidanou hodnotou je analýza informací, které již investoři mají. Přitom právě agentura může ze svého postavení požadovat i další tajné informace pro emitenta nepříznivé, aby měla rating skutečně přesný. Jinými slovy náklady v podobě snížení informační hodnoty ratingu výrazně převyšují benefit plynoucí z vyšší transparentnosti ratingu.

⁷⁰ Sec. 939B Dodd-Frank Act.

⁷¹ Fair Disclosure, Regulation FD. *U.S. Securities and Exchange Commission* [online]. 2004 [cit. 2013-02-16]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/answers/regfd.htm>.

3.2.4 Zavedení (posílení) občanskoprávní odpovědnosti ratingových agentur

Doposud bylo takřka nemožné postihnout agenturu za nesprávný rating, což souviselo s chápáním ratingu jako projevem názoru. Nicméně rating má ve skutečnosti obdobnou povahu jako investiční doporučení analytiků cenných papírů. Reforma zavedla soukromoprávní žalobní titul obdobný tomu, jaký je možno využít vůči auditorům nebo analytikům (Private Right of Action). Agentura bude odpovědná za způsobenou škodu, pokud úmyslně nebo hrubě nedbale neprovede s řádnou péčí analýzu dat potřebných pro vydání ratingu nebo řádně neověří fakta dodaná emitentem.⁷²

Reforma rovněž ruší dřívější výjimku z odpovědnosti podle sec. 11 Securities Act, neboť prvotní rating (initial rating) udělený pro účely veřejné nabídky cenných papírů (public offerings) bude nyní považován za součást prospektu (legislativou regulovaný dokument obsahující relevantní informace o finanční a ekonomické situaci společnosti). Agentura musí k užití ratingu v registračním prohlášení udělit souhlas, přičemž v takovém případě bude odpovídat za způsobenou škodu. Na vyvinění se (defence) „*musí agentura prokázat, že neměla racionální důvod (reasonable grounds) se domnívat, že informace byla nepravdivá nebo zavádějící.*“⁷³

Vyrovnání odpovědnosti za rating s investičním doporučením je možno označit za pozitivní krok. Vzhledem ke svému významu na fungování finančního trhu, nemohou se agentury tvářit jako žurnalisté projevující názor. Soukromoprávní odpovědnost může přispět k většímu úsilí agentury o přesnost a kvalitu ratingu. Zmírňuje se tudíž výše analyzované tržní selhání nemožnosti zhodnotit, zda nakupovaná služba je kvalitní, či nikoliv. Posouzení kvality ratingu v budoucnosti je velmi obtížné, přičemž pouze pokud existuje možnost trhu zhodnotit úspěšnost ratingů, je agentura motivována ke kvalitním službám (z důvodu obavy ze ztráty důvěryhodnosti). Private Right of Action tuto nevýhodu zčásti obchází, neboť se zaměřuje na racionálnost procesu nebo spoléhání se na tehdejší fakta v čase udělení ratingu. Nehodnotí tudíž pozdější výsledek ratingu („with hindsight“).

⁷² Sec. 933. Dodd-Frank Act.

⁷³ Cadwalader, Wickersham & Taft LLP Client Memorandum, op. cit., s. 16.

V souvislosti se zrušením výjimky odpovědnosti za rating a jeho začleněním do prospektu se objevil praktický problém, kdy agentury kvůli hrozícím žalobám odmítly udělit souhlas k užití ratingů tímto způsobem. Pro prospekt při nabídce sekuritizovaných cenných papírů je ovšem rating povinnou součástí. SEC tuto situaci musela vyřešit za pomoci no-action letter (prohlášení o nežalování), kdy slíbila nepostihovat prospekty s chybějícím ratingem.⁷⁴

Oproti Private Right of Action je při začlenění ratingu do prospektu důkazní břemeno, že postupovala racionálně, na agentuře. Tento standard odpovědnosti je ovšem pro agentury příliš onerózní a představuje vysoké riziko pro jejich podnikání. Příliš vysoká odpovědnost přináší i negativa, neboť agentura se potřebuje chránit před nahrazováním škody řádnou péčí, což vede ke konzervativnosti rozhodování. Např. soud shledá jednání agentury pravděpodobněji jako řádné, pokud se bude opírat o státní předpovědi ohledně vývoje ekonomiky, než pokud si utvoří své vlastní. Agentury se budou proto snažit své předpovědi opírat o existující konsenzuální představy trhu. Následně se informační hodnota ratingu bude snižovat.⁷⁵

3.3 *Reforma regulace ratingových agentur v Evropské unii*

Užívání ratingů a regulace agentur má v Evropské unii citelně kratší historii než v USA. Před krizí zde nebyla žádná komplexní úprava působení ratingových agentur. Činnosti agentur se dotýkalo několik směrnic. Směrnice o zneužití trhu, jež má zamezit zneužívání informací v obchodním styku (insider trading) a manipulaci s trhem, považovala rating za vyjádření názoru na úvěrovou důvěryhodnost, nikoliv doporučení. Nicméně směrnice stanovila, že „*ratingové agentury by měly zvážit vytvoření vnitřních struktur a procedur určených k zajištění toho, že jimi publikované ratingy jsou správně nastaveny.*“⁷⁶ Dále musely zveřejnit podstatné střety zájmů týkající se hodnoceného instrumentu nebo jeho emitenta. Směrnice o trzích s finančními nástroji naopak rámcově vyčlenila ratingovou činnost agentur ze své působnosti.

Směrnice o kapitálové přiměřenosti implementující rámec Basel II zvolila řešení spoléhat se při výpočtu rizikově vážených aktiv výhradně na externí ratingové agentury.

⁷⁴ *Ibid.*, s. 17.

⁷⁵ MCCLINTOCK Emily a Mark CALABRIA, *op. cit.*, s. 30-31.

⁷⁶ Communication from the Commission on Credit Rating Agencies (2006/C 59/02) *Official Journal of the European Union* s. 4.

Pro účely této regulace stanovila možnost využití ratingů pouze od institucí, jež splní podmínky a získají formální status (External Credit Assessment Institutions – Externí ratingové agentury), což je možno vidět jako paralelu k americké NRSRO. Agenturám bylo udělováno formální postavení na základě rozhodnutí orgánů členských států, přičemž podmínky byly velmi podobné americkým, včetně sporného kritéria v době podání přihlášky existujícího uznání na trhu.⁷⁷

V době, kdy probíhala v USA diskuze ohledně Credit Rating Agencies Reform Act, přijal také Evropský parlament rezoluci, jíž vyzval Evropskou komisi k zhodnocení potřeby nové legislativy regulující podnikání ratingových agentur. Komise se ovšem na základě vyjádření různých aktérů působících na finančních trzích přiklonila k názoru, že pro efektivní fungování ratingového trhu postačí samoregulace agentur. Komise se spolehla na tehdy nově vzniklý kodex přijatý Mezinárodní organizací sdružující komise pro cenné papíry (IOSCO) s tím, že vývoj ratingového odvětví bude dále pečlivě pozorovat.⁷⁸ Zmíněný kodex představuje komplexní avšak poměrně abstraktní pravidla činnosti agentur a je postaven na principu „comply or explain policy“ (splnit nebo vysvětlit). Agentura má tedy možnost odklonit se od stanovených pravidel, nicméně musí uvést důvody, proč tak činí. Kodex je proto zaměřen spíše na snahu o posílení transparentnosti trhu, přičemž nemá vlastní donucovací mechanismy.⁷⁹

Situace se však výrazně změnila po finanční krizi, kdy Komise zkonstatovala především negativní podíl agentur na kolapsu trhu se strukturovanými cennými papíry, k němuž měly agentury přispět podhodnocením rizik těchto produktů. Komise agenturám dále vytýká pomalou reakci na zhoršené podmínky na trhu.⁸⁰ Výsledkem těchto úvah byl návrh nařízení, jenž má mimo jiné vyrovnat regulatorní prostředí s USA, protože je postaven na obdobných principech.⁸¹ Návrh byl přijat Radou i

⁷⁷ *Ibid.*, s. 5.

⁷⁸ Internal Market: Commission sets out its policy on credit rating agencies. *Europa - Press Releases* [online]. 2006 [cit. 2013-02-17]. Dostupné z: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-06-8_en.htm?locale=en.

⁷⁹ DE HAAN, Jacob a Fabian AMTENBRINK. Credit Rating Agencies. In: *DNB Working Paper No. 278* [online]. 2011 [cit. 2012-10-27]. Dostupné z: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1760951, s. 17.

⁸⁰ Explanatory Memorandum. In: Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies COM(2008) 704 final, s. 2.

⁸¹ *Ibid.*, s. 3.

Parlamentem a vznikla první legislativní norma v EU⁸² věnující se komplexně regulaci agentur: Nařízení č. 1060/2009 o ratingových agenturách. Nařízení bylo dále pozměněno novelou z roku 2011,⁸³ jež zjednodušila komplikovanou kooperaci mezi národními regulátory navzájem i evropskými úřady posílením centralizovaného evropského dohledu agentur působících v EU.⁸⁴ Na původních substantivních ustanoveních věnujících se činnosti agentur se nic nezměnilo.

Z důvodu zvýšení komparativního efektu je v následujícím rozboru nejdůležitějších prvků nařízení užito stejných kategorií jako v oddílu věnovaném regulaci v USA: vnitřní kontrola a střet zájmů, dohled nad agenturami a odstraňování regulatorního významu ratingů, transparency ratingů. Vzhledem k absenci její úpravy v nařízení, není užito poslední kategorie občanskoprávní odpovědnosti. Při hodnocení jednotlivých ustanovení nařízení je rovněž užíván odkaz na provedenou analýzu v oddílu o USA, pokud se jedná o substantivně obdobné regule.

3.3.1 Vnitřní kontrola a střet zájmů

Nařízení přináší značné množství požadavků na interní strukturu a řízení společnosti. Agentura musí vytvořit správní nebo dozorčí radu odpovědnou za nezávislost ratingového procesu, nakládání s potenciálními střety zájmů a soulad fungování agentury s požadavky Nařízení. V radě musí být alespoň dva nezávislí členové s neobnovitelným, maximálně pětiletým, funkčním obdobím, jež je možno odvolat pouze ze stanovených důvodů a jejichž odměna není závislá na ekonomické prosperitě agentury. Jeden z nezávislých a jeden z dalších členů musí být expertem na sekuritizaci a strukturované produkty.⁸⁵

Nařízení stanoví rotační mechanismus pro analytiky agentur, kteří tak mohou hodnotit stejnou entitu pouze po dobu dvou až čtyř let. Tito zaměstnanci také musí mít požadovanou kvalifikaci a zkušenosti, nesmí být začleněni do vyjednávání ohledně poplatku za ratingovou službu a nemohou poskytovat doporučení na tvorbu

⁸² Komplexní regulace chyběla nejen v legislativním rámci EU, ale také na úrovni členských států.

⁸³ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 513/2011, kterým se mění nařízení (ES) č. 1060/2009 o ratingových agenturách.

⁸⁴ Srov. Explanatory Memorandum. In: Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies. COM(2010) 289 final, s. 5.

⁸⁵ Příloha I, oddíl A Nařízení.

strukturovaných produktů. Plat analytika rovněž nesmí být odvozován podle tržeb, nýbrž dle přesnosti a kvality jejich práce.⁸⁶

Agenturám je zakázáno poskytovat poradenské služby hodnoceným entitám z hlediska jejich právní formy, aktiv a závazků. Za předpokladu eliminace střetu zájmů může agentura poskytovat doprovodné služby, jako jsou tržní předpovědi, odhady ekonomického vývoje nebo analýza dat. Poskytnuté služby emitentovi musí být uvedeny v konečném ratingu.⁸⁷

Požadavky Nařízení na interní strukturu společnosti jsou obdobné jako v americké legislativě. Dozorčí rada plní obdobné funkce jako Compliance Officer, rovněž požadavek na nezávislost části členů vedení společnosti jde stejným směrem. Zajímavějším je zákonná rotace analytiků, což je významný zásah do interního fungování agentur. Na jedné straně je specializovaný analytik určité společnosti větší znalec jejich poměrů, a má proto přesnější představu o společnosti. Na druhou stranu může postupně ztrácet ostražitost a (možná i z pohodlnosti) udělovat emitentovi stále stejný rating. Navíc může častým kontaktem s hodnocenou společností ztratit nezávislost rozhodování. Nicméně pokud rotace analytiků vede k přesnějším ratingům, není zřejmé, proč tento mechanismus agentury neuplatňují bez donucení legislativou. Možnou motivací rotaci nezavádět je spokojenost zákazníka s konkrétním zaměstnancem, jež vede k zaručené poptávce emitenta po službách agentury v budoucnu. Přes výrazný zásah do svobody podnikání agentur je možno povinnost rotace hodnotit pozitivně, neboť v čistém efektu patrně prospívá kvalitě ratingu.

Na rozdíl od USA, kde Dodd-Frank Act pouze stanovil povinnost zpracovat studii ohledně poskytování mimoringových služeb agenturami, jde Nařízení dále, neboť některé formy přímo zakazuje. Praxe, která se vyvinula v předkrizovém období u inovativních produktů, radit, jak vytvořit instrument, a následně jej „nezávisle“ ohodnotit, se ukázala jako velmi škodlivá z hlediska kvality ratingu. Stejně jako nemůže jedna firma vést účetnictví a zároveň audit, není přípustné, aby agentura hodnotila instrument, který sama vytvořila. Nařízení navíc citlivě některé služby povolilo s tím, že musí být jejich poskytnutí zveřejněno v ratingu. Jakkoli je obtížně určitelná hranice,

⁸⁶ Čl. 7 a příloha I Nařízení.

⁸⁷ Příloha I, oddíl B, bod 4 Nařízení.

kteře služby jsou již přímo pro ratingovou činnost škodlivé, a které jsou ještě v pořádku, je koncept zákazu a disclosure (zveřejnění) velmi slibnou regulatorní technikou.

3.3.2 Dohled nad agenturami a otázka odstraňování regulatorního významu ratingů

Nařízení se vztahuje na agentury registrované v rámci Společenství.⁸⁸ Pro regulatorní účely je možno používat v první řadě pouze ratingy, jež jsou vydané agenturami usazenými ve Společenství a registrovanými podle nařízení. Navíc může být za splnění dalších podmínek užito ratingu vydaného provázanou institucí v třetí zemi, pokud je v ní licencovaná a podléhá tam dohledu, přičemž je možno prokázat, že rating splňuje požadavky na něj kladené nařízením a existuje objektivní důvod užití mimoevropského ratingu.⁸⁹ Další možností pro mimoevropské agentury je získat rozhodnutí Komise o ekvivalenci v rámci speciální procedury, což umožňuje na trhu EU podnikat i menším agenturám bez evropských poboček.⁹⁰ Nařízení má tudíž i extrateritoriální aspekt.

Před novelou měly rozhodující vliv na registraci agentur členské státy, přičemž ratingy agentury registrované v jednom členském státě mohly být využity i v ostatních členských státech. Národní úřady také nemohly klást agenturám požadavky nad rámec těch stanovených Nařízením.⁹¹ Po novele převzal hlavní kompetence dohledu souvisejícím s registracemi i průběžnou kontrolou činnosti agentur Evropský orgán pro cenné papíry (ESMA). ESMA má vyšetřovací pravomoci, může ukládat pokuty i odejmout status registrované agentury.⁹²

Ohledně regulatorního užití ratingů nařízení pouze ukládá Komisi zpracovat zprávu hodnotící krom jiného závislost na ratingích v rámci Společenství, což je menší

⁸⁸ Čl. 2, odst. 1 Nařízení.

⁸⁹ Čl. 4 Nařízení.

⁹⁰ AMTENBRINK, Fabian a Jacob De HAAN. Regulating Credit Ratings in the European Union: A Critical First Assessment of Regulation 1060/2009 on Credit Rating Agencies. *Common Market Law Review*. 2009, roč. 46, č. 6, s. 1929-30.

⁹¹ EU Regulation on Credit Rating Agencies comes into force. In: *Client Publication Shearman & Sterling LLP: Financial Institutions Advisory and Financial Regulatory Group* [online]. 2009 [cit. 2013-02-17]. Dostupné z: <http://www.shearman.com/files/Publication/3fe93bdd-ec37-4847-886e-47505cdf17fc/Presentation/PublicationAttachment/f77c6572-0d43-46c2-bbfd-579c291e6ac0/FIA-111809-EU-Regulation-on-Credit-Rating-Agencies-Comes-into-Force.pdf>. s. 3.

⁹² Čl. 18 Nařízení.

imperativ než v americké legislativě, kde se přímo žádá programové odstranění ratingů z finanční regulace.

Z hlediska orgánů dohledu je krok k centralizaci správný, neboť finanční trhy jsou mezinárodní povahy, takže odlišnosti na národní úrovni by pouze vedly k regulatorní arbitráži s tím, že agentury by se usadily v pro sebe nejpříznivějším prostředí a odtud poskytovaly ratingy pro celou unii. Navíc složitý vztah a potenciál kompetenčních konfliktů mezi jednotlivými národními regulátory navzájem a navíc evropskými orgány by výrazně narušoval efektivitu dohledu.

3.3.3 Transparency ratingů

Komise považuje přílišné spoléhání se investorů na ratingy za jednu z příčin kolapsu trhu se strukturovanými cennými papíry. Proto v preambuli zmiňuje, že *„uživatelé ratingů by neměli slepě spoléhat na ratingy, ale měli by se co nejvíce snažit provádět vlastní analýzu a k využívání ratingů vždy přistupovat s přiměřenou náležitou opatrností.“*⁹³ Pro účely lepšího pochopení významu ratingu investory je přijata v nařízení řada ustanovení zaměřená na zveřejnění informací ratingovými agenturami.⁹⁴

Ratingové agentury musí zveřejnit své modely a základní předpoklady (např. matematické a korelační), které používají při hodnocení instrumentu. V případě změny metodiky nebo předpokladů, musí agentura okamžitě zveřejnit možný dopad změny na ratingy a v době šesti měsíců změnit ratingy u dotčených instrumentů.⁹⁵ Agentura musí kontinuálně, nejméně jednou za rok, hodnotit vhodnost změny metodologie i konkrétních ratingů.

Ratingy musí být zveřejněny způsobem předepsaným Nařízením a musí obsahovat stanovené informace, např. všechny důležité zdroje pro vydání ratingu, hlavní použitá metodika, zda se rating týká nově vydaného finančního nástroje nebo zda jej hodnotí agentura poprvé.⁹⁶ Produkty strukturovaných financí je nutno označit dodatečným symbolem dostatečně je odlišujícím od tradičních instrumentů.⁹⁷ Agentury musí rovněž pravidelně každých šest měsíců zveřejňovat data ohledně historické míry

⁹³ Preambule (para 10) Nařízení.

⁹⁴ Čl. 8-11, příloha I, oddíl B, D, E Nařízení.

⁹⁵ Čl. 8, odst. 6 Nařízení.

⁹⁶ Příloha I, oddíl D Nařízení.

⁹⁷ Čl. 10, odst. 3 Nařízení.

defaultu hodnocených cenných papírů podle jednotlivých kategorií.⁹⁸ Orgánům dohledu je nutno poskytnout seznam dvaceti klientů přinášejících největší tržby. Agentury musí i publikovat roční zprávu o transparentnosti.⁹⁹

V rámci zlepšení transparentnosti je možno pozorovat velkou inspiraci regulací USA, např. seznam největších klientů, povinnost popsat metody a předpoklady, na nichž je rating postaven. Zajímavé je uzákonění povinnosti agentury v případě změny metodologie přehodnotit udělené ratingy. Z hlediska transparency se jedná o vhodný krok, neboť uživatelé ratingu by v opačném případě nahlíželi stejnou optikou na hodnocení vypočítané pomocí odlišných technik a předpokladů. Na druhou stranu povinnost přehodnotit konkrétní ratingy posiluje motivaci agentur metodologie neměnit, protože může dojít ke stagnaci kvality postupů agentur.

Pozoruhodným je také dodatečný symbol a odlišení ratingu strukturovaných produktů. Evropské instituce vedla k odlišení ve finanční krizi projevená nízká míra porozumění těmto instrumentům investory. Skutečnost, že sekuritizované cenné papíry s ratingem AAA se ukázaly jako výrazně rizikovější než dluhopisy států se stejným ratingem, je ovšem nutno přisoudit špatným technikám agentur, nikoliv podstatě instrumentů jako takových. Jednou z předností ratingů je možnost jejich komparace, a to nejen v rámci jednotlivých druhů cenných papírů, ale také mezi skupinami (dluhopis korporátní versus státní). Cílem reformy by nemělo být vyloučení inovativních nástrojů finančního trhu do separátní kategorie vnímané jako rizikové, nýbrž zlepšení pochopení těchto produktů v porovnání s tradičními instrumenty. Pro lepší porozumění by mělo postačit zveřejnění technik hodnocení a předpokladů, jež jsou rozdílné u tradičních a inovativní nástrojů, při zachování možnosti komparace.

4 Efektivnost přijaté regulace v USA a EU ve vztahu k tržním selháním

V období před finanční krizí byl sektor ratingových agentur v USA a EU takřka bez regulace. V USA došlo v roce 2006 k určité reformě působení agentur zaměřené zejména na posílení konkurence v odvětví, která napravila definici agentury spjaté

⁹⁸ Příloha I. Oddíl E Nařízení.

⁹⁹ Čl. 12. Nařízení.

s formálním statutem z roku 1973. Na nastalou finanční krizi ovšem měl zákon zanedbatelný vliv, neboť byl v té době účinný po velmi krátkou dobu a navíc mu přes některé inovativní myšlenky chyběly více substantivní normy ohledně aktivit agentur. Ve stejné době, kdy probíhala reforma v USA, byla diskutována potřeba regulace v EU, nicméně Komise se po vyjádření hlavních tržních aktérů rozhodla ve prospěch autoregulace odvětví.

Pfanzelt vysvětluje tehdejší odlišný postoj evropských a amerických orgánů k regulaci agentur rozdílnými postoji aktérů. V USA lobovali menší agentury za změnu, neboť se právem cítily poškozeny definicí NRSRO, jež zvedala bariéry vstupu do odvětví a neumožňovala jim na trhu podnikat. Hlavní agentury naopak logicky podporovaly status quo zachovávající jim výlučné oligopolní postavení. Naproti tomu v EU se místní menší agentury spíše obávaly, že regulace zvýší jejich administrativní náklady disproporčně výše, než tomu bude u velkých agentur.¹⁰⁰ Zatímco investoři v USA byli výrazně nespokojeni s kvalitou ratingů po skandálech společností jako WorldCom a Enron, v EU se investoři stavěli k agenturám spíše neutrálně. S tím souvisí kritika orgánu dohledu SEC v USA, jenž musel obhajovat svou stávající úlohu v regulaci agentur, kdežto v EU byla regulace a dohled nad agenturami kompetencí národních států, čili evropské orgány nemusely hájit své působení.

Bez ohledu na motivace aktérů je možno ratingový trh v USA i EU před krizí definovat jako téměř volný. V této práci analyzované tržní selhání plynoucí z absence regulatorního prostředí je možno proto vztáhnout na reálný trh agentur před krizí. Velkou výjimkou ze svobodného ratingového trhu bylo zakomponování ratingů do finanční regulace, což znamenalo v určitých případech povinnost ratingy brát v úvahu při investičním rozhodování. Z provedené analýzy ovšem plyne, že regulatorní užívání ratingu pouze zesiluje tržní selhání, k nimž by došlo i jinak. Zesílené tržní selhání podle všeho vedlo k velmi škodlivé roli agentur při finanční krizi.

¹⁰⁰ PFANZELT, Simon. Die Regulierung von Rating-Agenturen in den USA und der EU: Eine Analyse der „domestic sources“ divergenter Politikentscheidungen. In: *Papers on International Political Economy Freie Universität Berlin* [online]. 2012 [cit. 2012-12-01]. Dostupné z: <http://ideas.repec.org/p/zbw/fubipe/112012.html>. s. 12.

4.1 Hodnocení efektivnosti přijaté reformy

Tržní selhání, která byla analyzována ve druhé části a která měla reforma regulace v USA a EU rozebrána ve třetí části zmírnit či odstranit, jsou střet zájmů ratingových agentur na úrovni organizace (issuer-pays-model) a z hlediska individuálního (zaměstnanci), oligopolní charakter odvětví projevující se v nižší kvalitě ratingu a neúměrné spoléhání se na ratingy investory způsobené obtížnou kontrolou jejich správnosti.

Vzhledem k zesilování tržního selhání užíváním ratingů ve finanční regulaci, je vhodným krokem z hlediska ratingového trhu odstraňování odkazů na rating ve finanční legislativě. Větší důraz na tento prvek je kladen v Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, který obsahuje obecnou imperativu odstraňování ratingu oproti Nařízení č. 1060/2009 o ratingových agenturách, jež obsahuje pouze povinnost Komise zpracovat zprávu o závislosti legislativy EU na ratingových agenturách.

Přestože tento krok je obecně vhodný, je nutno zmínit určitá úskalí. Pokud dojde k odstranění ratingů z regulace, bude nutno vymyslet za něj náhradu. Může se jednat například o úrokové rozpětí odvozené ze sazeb na trhu.¹⁰¹ Další potíží je, že pokud mohou v současnosti investoři využívat pro regulatorní účely pouze ratingy agentur s oficiálním statutem podléhajícím regulaci, jedná se o výrazný stimul agentur podrobit se regulaci. Dojde-li k odstranění ratingu z legislativy, mohou se agentury přesunout na jiná území (např. do Hongkongu) a operovat z neregulovaného prostředí, přičemž EU nebo USA budou svým investorům obtížně zakazovat faktické užívání ratingů pro jejich interní potřeby.

Regulace v EU i v USA velmi nápaditě řeší problém střetu zájmů. Oba zákony zasahují velmi silně do interního řízení agentur požadavky na nezávislost části členů vedení a odměňování části zaměstnanců neodvislým od ziskovosti agentury. EU navíc stanovila povinný rotační mechanismus zaměstnanců při hodnocení ratingů, zatímco USA reguluje přestup analytiků od agentury k emitentovi. Obě opatření by se v budoucnu dala kombinovat, což by zvýšilo jejich efektivitu. Velmi zásadní prvek přineslo Nařízení v oblasti zákazu poskytování některých souvisejících služeb emitentům, oproti pouhé povinnosti vypracování zprávy uložené v USA SEC. USA by

¹⁰¹ PARTNOY, Frank *op. cit.*, (1999), s. 704.

se zde mohla v budoucnu inspirovat, neboť současné vytváření a hodnocení produktů strukturovaných financí vedlo v předkrizovém období k nejsilnějšímu střetu zájmů.

Z hlediska upozornění investorů na nepřiměřené spoléhání se na ratingy učinily oba státy rovněž značný pokrok. Všechny prvky transparency, zejména povinnost zveřejnit metodiku a předpoklady ratingu a také historické míry bankrotu hodnocených kategorií instrumentů, přispívají k lepšímu pochopení ratingů investorskou veřejností, přičemž Dodd-Frank Act a Nařízení stanoví zhruba obdobné povinnosti. Na druhou stranu v této oblasti hrozí přílišná regulace, jež ohrožuje samotnou podstatu a účel ratingu. V USA byla odstraněna výjimka z Fair Disclosure rule, což znamená, že agentury nemohou vycházet z neveřejných informací. V EU je zase nutno přidat k ratingu strukturovaných produktů dodatečný symbol na odlišení od ostatních instrumentů. Z analýzy provedené v této práci vyplývá, že ratingy mají obecně na trhu pozitivní funkci, neboť odstraňují informační asymetrii. Cílem regulace není omezit ratingy, nýbrž zmírnit tržní selhání. Tato dvě pravidla sice napomáhají větší transparentci a lepšímu pochopení ratingů investory, ale za nepřiměřenou cenu obstruování samotné fundamentálně prospěšné funkce ratingu.

Problém oligopolu na ratingovém trhu se snažila řešit pouze reforma v USA, když zmírnila podmínky udělování formálního statusu NRSRO. Nařízení EU tento prvek vůbec neřešilo. Nedostatečnou kvalitu ratingu plynoucího z oligopolu se snažil Dodd-Frank Act řešit zvýšením občanskoprávní odpovědnosti agentur. Začlenění ratingu do registračních dokumentů při prvotní emisi s přesunem důkazního břemene na agenturu se ukázalo jako v praxi nerealistické a výrazně omezující ratingový business. V Nařízení otázka odpovědnosti řešena není.

Celkově lze hodnotit provedenou reformu regulace v EU a USA pozitivně. Oba právní předpisy vykazují vysokou legislativně právní kvalitu a využívají různé regulatorní techniky – přímé zákazy, zveřejňování, procedurální požadavky. Regulace spoléhá nejen na zvýšený dohled ze strany státu, ale také na spolupůsobení trhu při užívání ratingů. Obecně lze konstatovat, že změny v regulaci USA jsou k agenturám o poznání tvrdší než v EU. Jde zejména o odstraňování ratingů z finanční legislativy, nemožnost užívání neveřejných informací pro hodnocení ratingů a zvýšení odpovědnosti za ratingy. Tvrdší postup si lze vysvětlit větší frustrací z ratingů v USA

než v EU, neboť finanční krize vznikla přímo v USA na základě kolapsu bubliny na trhu se sub-prime mortgage (rizikových hypoték), k jejíž tvorbě agentury nerealistickými ratingy výrazně přispěly. Na druhou stranu je vidět i v EU zásadní přehodnocení přístupu k regulaci činnosti agentur.

4.2 Budoucnost regulace ratingových agentur v USA a EU

Přijátá regulace v USA i EU výrazně omezila možnost vzniku střetu zájmu v ratingovém procesu a zvýšila transparentci ratingů na trhu. Problém oligopolu zůstává takřka nedotčen, což je ovšem dáno přirozenou povahou odvětví. Vzhledem k výraznému zásahu do dosavadního fungování agentur by bylo vhodné několik let vyčkávat s dalšími změnami a důkladně vyhodnotit nastalou regulaci. Zákonná ustanovení přímo omezující účel ratingů by měla být zrušena. Státní orgány by se měly zaměřit na důkladný dohled nově uzákoněných povinností.

V USA jsou vypracovávány v období po přijetí Dodd-Frank Act zprávy předvídané legislativou,¹⁰² přičemž SEC poukazuje na nedostatečnou vůli agentur podrobit se regulaci a plně se zaměřuje na kontrolu efektivnosti dohledu a vymáhání stávajících povinností.¹⁰³ Oproti tomu v EU došlo k další výrazné změně přístupu orgánů k agenturám, neboť politická reprezentace viní agentury z prohlubování nebo dokonce způsobení dluhové krize některých států EU.¹⁰⁴ Obecně se hovoří o výše popsaném efektu sebenaplňujícího se proroctví.

Komise proto navrhla další nařízení a ještě směrnici sloužící ke zpřísnění regulace agentur. Hlavními body navrhovaného řešení jsou odstranění počtu odkazů legislativy na externí ratingové agentury a speciální regulace ohledně poskytování ratingů členských států. Emitenti mají být také nuceni každé tři roky využívat služeb jiné agentury a agentury mají mít odpovědnost za škodu způsobenou úmyslně nebo

¹⁰² BARTLAM, Martin a Ronald BOROD. Rating Agency Reform in the EU and the U.S. In: World Trade Executive Corporate Finance Strategies: *Thompson Reuters* [online]. 2012 [cit. 2013-02-21]. Dostupné z: http://www.dlapiper.com/files/upload/DLAPiper_CF07152012.pdf, s. 3-4.

¹⁰³ 2012 Summary Report of Commission Staff's Examination of Each Nationally Recognized Statistical Rating Organization. In: *Security Exchange Commission* [online]. 2012 [cit. 2013-02-21]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/news/studies/2012/nrsro-summary-report-2012.pdf>.

¹⁰⁴ Srov. Commission wants better quality credit ratings. In: *European Commission Press Release* [online]. 2011 [cit. 2013-02-21]. Dostupné z: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-1355_en.htm?locale=en. "Despite the adoption of European legislation on credit rating agencies in 2009 and 2010, recent developments in the context of the euro debt crisis have shown our existing regulatory framework is not good enough."

hrubou nedbalostí investorovi porušením pravidel poskytování ratingů, přičemž důkazní břemeno bude spočívat na agentuře.¹⁰⁵ Větší část z navržených ustanovení podpořil nedávno i parlament.¹⁰⁶ Objevily se i úvahy o vytvoření Evropské ratingové agentury, které ovšem vyvolaly spíše rozpaky.¹⁰⁷

Přes některé zajímavé nápady v nich obsažené, se nové návrhy Komise spíše jeví jako politická odvěta za snižování ratingů. EU by měla návrhy velmi pečlivě uvážit, neboť mohou znemožnit ratingové podnikání na trhu EU vůbec. Rovněž návrhy omezující nevyžádané ratingy států a speciální regulace ratingů členů EU budou mít na důvěru trhů v kredibilitu států EU spíše negativní vliv.

Závěr

Ratingové agentury měly na vzniku a průběhu finanční krize výrazný podíl. Agentury užívaly při hodnocení strukturovaných produktů nevhodné modely a nereálné předpoklady, což se projevilo na výrazném podhodnocení rizika. K udělování vysokých ratingů vedl také střet zájmů agentur, které poskytovaly poradenské služby emitentům ohledně vytváření inovativních cenných papírů. Výsledný efekt byl podpořen neúměrným spoléháním se na ratingy ze strany investorů a orgánů dohledu a regulace trhu. Při finanční krizi se poté u řady cenných papírů projevil efekt sebenaplňujícího prorocství, což přispělo k prohloubení kolapsu finančních trhů.

S nemalým zjednodušením lze říci, že agentury strukturované nástroje finančního trhu vytvářely, hodnotily a investoři se podle nich mimo jiné v důsledku užití ratingů v regulaci řídili. Poté, kdy ekonomické subjekty na trhu zjistily, že agentury použily chybné modely, trh s těmito produkty se zhroutil, což nakonec vedlo

¹⁰⁵ Srov. Commission Staff Working Paper Executive Summary of the Impact Assessment Accompanying the documents Proposal for a Regulation amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies and a Proposal for a Directive. In: *European Commission SEC(2011) 1355/2* [online]. 2011 [cit. 2013-02-21]. Dostupné z:

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/SEC_2011_1355_en.pdf.

¹⁰⁶ Tougher credit rating rules confirmed by Parliament's vote. In: *Economic and monetary affair, plenary session* [online]. 2013 [cit. 2013-02-21]. Dostupné z: <http://www.europarl.europa.eu/news/en/pressroom/content/20130114IPR05310/html/Tougher-credit-rating-rules-confirmed-by-Parliament%27s-vote>.

¹⁰⁷ Srov. SCHROOTEN, Metchild. Europäische Rating-Agentur: Zweck und Optionen. In: *Friedrich Ebert Stiftung Paper* [online]. 2011 [cit. 2012-12-01]. 4 s. Dostupné z: <http://library.fes.de/pdf-files/id/ipa/08693.pdf>.

ke kolapsu celého finančního trhu a ekonomické krizi. Na tomto procesu se ukázal systémový význam ratingového businessu, který navíc reprezentují z více než 90% pouze tři instituce.

Z hlediska primární výzkumné otázky této práce týkající se vlivu tehdejší regulace na podíl agentur na finanční krizi, přinesla provedená analýza jednoznačnou odpověď, že regulace agentur byla nedostatečná, takřka neexistenční. Nedostatek upravení ratingového podnikání byl navíc doplněn rozsáhlým využíváním ratingů ve finanční regulaci, což dále pokřivilo ekonomické vztahy na trhu. Absence regulace ratingových agentur vyvolává několik tržních selhání, jež je nutno odstranit či zmírnit, má-li ratingový trh fungovat efektivně a plnit svou funkci. Jedná se o střet zájmů, oligopolní charakter odvětví a neúměrné spoléhání se na ratingy.

Z hlediska vedlejšího cíle, tj. zhodnocení, zda regulace přijatá jako reakce na nastalou finanční krizi v USA a EU postačuje k efektivnímu fungování ratingového trhu, byla využita jako měřítko tržní selhání definovaná analýzou v rámci primární výzkumné otázky. Provedená analýza ukázala na důraznější přístup k agenturám u Dodd-Frank Act v USA než u Nařízení o ratingových agenturách v EU, což nicméně neznamená efektivnější regulaci. V obou právních předpisech je převaha pozitivních ustanovení, jež by měla výrazně zmírnit problém střetu zájmů a neúměrného spoléhání se na ratingy investory. Oligopolní charakter odvětví zůstává nevyřešen. Nevýhody z něj plynoucí je ale možno omezit prostřednictvím jiných ustanovení, není nutné jej uměle eliminovat, byť by to bylo žádoucí. Reforma regulace agentur v EU i USA přináší také několik negativních prvků, jež efektivnímu fungování ratingového trhu brání.

Odpověď na vedlejší výzkumnou otázku je proto ambivalentní. Nová regulace přinese větší efektivitu ratingů a agentur, nicméně v budoucnu by měla být revidována po důkladném zhodnocení jejích ekonomických dopadů. Na jednu stranu je možno očekávat uzákonění dalších povinností, na druhou stranu by ale část reformy měla být přehodnocena. Pokračovat by se také mělo v nahrazování odkazů na ratingy ve finanční legislativě jinými ukazateli. Reálný vývoj po provedení reformy vypadá zatím příznivěji v USA, neboť se zde důkladně hodnotí stávající regulace a důraz se klade na zefektivnění dohledu. V Evropské unii se výrazné antipatie vůči agenturám, vzniklé na

základě evropskými politiky negativně nahlížené roli agentur v dluhové krizi, projevíly přijetím dalších návrhů regulace. Tyto návrhy mohou efektivnímu plnění primární funkce ratingových agentur, odstraňování informační asymetrie, více bránit než napomáhat.

Seznam zkratek

ABS	Asset Backed Securities - Cenné papíry s podkladovými aktivy
CDO	Collateralized Debt Obligation - Zajištěné úvěrové obligace
ESMA	European Securities and Markets Authority - Evropský orgán pro cenné papíry
FED	Federal Reserve System – Centrální banka USA
IOSCO	International Organization of Securities Commission – Mezinárodní organizace komisí pro cenné papíry
NRSRO	Nationally Recognized Statistical Rating Organization – Národně uznávaná statisticko-ratingová organizace (USA)
S&P	Standard&Poor's
SEC	Securities and Exchange Commission – Komise pro cenné papíry (USA)

Seznam použité literatury

Odborné články v právnických periodických a monografie

- [1] AMTENBRINK, Fabian a Jacob De HAAN. Regulating Credit Ratings in the European Union: A Critical First Assessment of Regulation 1060/2009 on Credit Rating Agencies. *Common Market Law Review*. 2009, roč. 46, č. 6, s. 1915-1949.
- [2] BONEWITZ, Paul. Implications of Reputation Economics on Regulatory Reform of the Credit Rating Industry. *William and Marry Business Law Review*. 2010, roč. 1, č. 2, s. 391-430.
- [3] DEAT, Calebs. Talk that isn't cheap: Does the first amendment protect credit rating agencies' faulty methodologies from regulation? *Columbia Law Review*. 2010, roč. 110, č. 1, s. 1818-1864.
- [4] GAVRAS, Panayotis. Regulatory abdication as public policy: government failure and the real conflicts of interest of credit rating agencies. *Southeast European and Black Sea Studies*. 2010, roč. 10, č. 4, s. 475-488.
- [5] GRAUWE, Paul, Thomas MAYER a Karel LANNOO. Lessons from the Financial Crisis: New Rules for Central Banks and Credit Rating Agencies? *Intereconomics*. 2008, roč. 43, č. 5, s. 256-266.
- [6] GUPTA, Vandana, R.K. MITTAL a V.K. BHALLA. Role of the credit rating agencies in the financial market crisis. *Journal of Development and Agricultural Economics*. 2010, roč. 2, č. 7, s. 268-276.
- [7] HENN, Markus a Karl BÄCHSTÄD. Regulierung von Ratingagenturen: Aktueller Stand der Diskussion und Vorschläge zur EU Regulierung. *Kredit & Rating Praxiz*. 2010, č. 6, s. 11-16.
- [8] HILL, Claire. Regulating the Rating Agencies. *Washington Law Quaterly*. 2004, č. 82, s. 43 – 95.
- [9] HUSTÁK, Zdeněk. Několik poznámek k připravovanému nařízení o ratingových agenturách. *Obchodněprávní revue*. 2009, roč. 1, č. 3, s. 79-81.
- [10] JOHANSSON, Tobias. Regulating credit rating agencies: The issue of conflicts of interest in the rating of structured finance products. *Journal of Banking Regulation*. 2010, roč. 12, č. 1, s. 1-23.

- [11] LANGOHR, Herwig a Patricia LANGOHR. *The Rating Agencies and Their Ratings: What they are, how they work and why are they relevant*. West Sussex: Wiley, 2008. ISBN 978-0-470-01800-2. 510 s.
- [12] JOHNSTON, Andrew. Corporate Governance Is the Problem, Not the Solution: A Critical Appraisal of the European Regulation on Credit Rating Agencies. *Journal of Corporate Law Studies*. 2011, roč. 11, č. 2, s. 395-441.
- [13] KERWER, Dieter. Holding Global Regulators Accountable: The Case of Credit Rating Agencies. *Governance: An International Journal of Policy, Administration, and Institutions*. 2005, roč. 18, č. 3, s. 453-475.
- [14] MARTIN, O'Donovan. The nature of risk: Credit agencies and light regulation - building a market code. *Balance Sheet*. 2004, roč. 12, č. 5, s. 38-41.
- [15] PACCES, Alessio. Consequences of Uncertainty for Regulation: Law and Economics of the Financial Crisis. *European Company and Financial Law Review*. 2010, roč. 4, s. 479-511.
- [16] PAPAIONOMOU, Vassiliki. "Credit rating agencies and global financial crisis: Need for a paradigm shift in financial market regulation. *Studies in Economics and Finance*. 2010, roč. 27, č. 2, s. 161-174.
- [17] PARTNOY, Frank. The Sisketl and Ebert of Financial Markets?: Two Tumbs Down for the Credit Rating Agencies. *Washington University Law Quarterly*. 1999, roč. 77, č. 3, s. 619-715.
- [18] PETIT, Nicolas. Credit Rating Agencies, the Sovereign Debt Crisis and Competition Law. *European Competition Journal*, 2011, roč. 7, č. 3, s. 587-632.
- [19] LISTOKIN, Yair a Benjamin TAIBLESON. If You Misrate, then You Lose: Improving Credit Rating Accuracy Through Incentive Compensation. *Yale Journal on Regulation*. 2010, roč. 27, č. 1, s. 91-113.
- [20] PINTO, Arthur. Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States. *The American Journal of Comparative Law*. 2006, roč. 54, č. 1, s. 341-356.
- [21] SY, Amandou. The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets. *World Economics Journal*. 2010, roč. 10, č. 4, s. 69-108.
- [22] TROPEANO, Domenica. Financial Regulation After the Crisis: Where Do We Stand? *International Journal of Political Economy*. 2011, roč. 40, č. 2, s. 45-60.

- [23] WOLFSON, Josh a Corinne CRAWFORD. Lessons From The Current Financial Crisis: Should Credit Rating Agencies Be Re-Structured? *Journal of Business and Economics Research*. 2010, roč. 8, č. 7, s. 85-91.

Elektronické odborné příspěvky

- [1] AMATO, Jeffery a Craig FURFINE. Are credit ratings procyclical? In: *BIS Working Papers* [online]. 2003 [cit. 2013-02-09]. 33 s. Dostupné z: <http://www.oenb.at/en/img/wp_129_tcm16-15481.pdf>.
- [2] BARTLAM, Martin a Ronald BOROD. Rating Agency Reform in the EU and the U.S. In: *Worldtrade Executive Corporate Finance Strategies: Thompson Reuters* [online]. 4 s. 2012 [cit. 2013-02-21]. Dostupné z: <http://www.dlapiper.com/files/upload/DLAPiper_CF07152012.pdf>.
- [3] BENMELECH, Efraim a Jennifer DLUGOSZ. The Credit Rating Crisis. *The National Bureau of Economic Research* [online]. 2010, 44 s. [cit. 2013-02-14]. Dostupné z: <<http://www.nber.org/chapters/c11794.pdf>>.
- [4] BOOM, Anette. A Monopolistic Credit Rating Agency. In: *Freie Universität Paper* [online]. 2001 [cit. 2012-10-26]. 26 s. Dostupné z: <<http://ideas.repec.org/p/bef/lsbest/011.html>>.
- [5] BÖSCH, Valeria. Ratings in der Krise. In: *Materialien zu Wirtschaft und Gesellschaft* Nr. 110 [online]. 2011 [cit. 2012-12-01]. 47 s. Dostupné z: <<http://www.arbeiterkammer.at/bilder/d163/MWUG110.pdf>>.
- [6] DEB, Pragyana a Gareth MURPHY. Credit Rating Agencies: An Alternative Model. In: *LSE paper* [online]. 2009 [cit. 2012-10-26]. 28 s. Dostupné z: <http://personal.lse.ac.uk/debp/Papers/Ratings_Regulation.pdf>.
- [7] DE HAAN, Jacob a Fabian AMTENBRINK. Credit Rating Agencies. In: *DNB Working Paper* No. 278 [online]. 2011 [cit. 2012-10-27]. 37 s. Dostupné z: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1760951>.
- [8] DITTRICH, Fabian. The Credit Rating Industry: Competition and Regulation [online]. 2007, Koln [cit. 2012-10-26]. *Dissertation. Köln Universität*. 176 s. Dostupné z: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=991821>.
- [9] EMMENEGGER, Susan. Die Regulierung von Rating-Agenturen. *SZW/RSDA*. 2006, č. 1, s. 32-39. Dostupné z: <http://www.ibr.unibe.ch/content/e8911/e9031/e9154/e9155/e10472/regulierung_neu.pdf>.

- [10] GONZALES, Rodrigo, Fernando SOTELINO a Jose SAVOIA. Why are CRAs so important in banking regulation? Understanding rating centered regulatory arbitrage. *Working series* [online]. 2011, 21 s. [cit. 2013-02-14]. Dostupné z: <<http://www.wbiconpro.com/620-Rodrigo.pdf>>.
- [11] HUNT, Patrick. Credit Rating Agencies and the Worldwide credit crisis: the Limit of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement. 74 s. In: [online]. [cit. 2012-10-26]. Dostupné z: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1267625>.
- [12] LEHMANN, Matthias. Grundstrukturen der Regulierung der Finanzmärkte nach der Krise. In: *Working Papers on Global Financial Markets* [online]. 13 s. 2011 [cit. 2012-12-01]. Dostupné z: <http://www.gfinm.de/images/stories/workingpaper22.pdf>.
- [13] LYNCH, Timothy. Deeply and Persistently Conflicted: Credit Rating Agencies in the Current Regulatory Environment. In: *Indiana Legal Studies Research Paper No. 133* [online]. 2010 [cit. 2012-10-26]. 42 s. Dostupné z: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1374907>.
- [14] MCCLINTOCK, Emily a Mark CALABRIA. Regulation, Market Structure, and Role of the Credit Rating Agencies. In: *Cato Policy Analysis* no. 704 [online]. 2012 [cit. 2012-12-01]. 19 s. Dostupné z: <<http://www.cato.org/publications/policy-analysis/regulation-market-structure-role-credit-rating-agencies>>.
- [15] OPP, Christian, OPP, Marcus, HARRIS, Milton. Rating Agencies in the Face of Regulation (2012). *Journal of Financial Economics, Forthcoming*. 31 s. Dostupné z: <<http://ssrn.com/abstract=1540099>>.
- [16] PARTNOY, Frank. How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers. In: *San Diego Legal Studies Paper No. 07-46* [online]. May 2006 [cit. 2012-10-26]. Dostupné z: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=900257>.
- [17] PFANZELT, Simon. Die Regulierung von Rating-Agenturen in den USA und der EU: Eine Analyse der „domestic sources“ divergenter Politikentscheidungen. In: *Papers on International Political Economy Freie Universität Berlin* [online]. 23 s. 2012 [cit. 2012-12-01]. Dostupné z: <<http://ideas.repec.org/p/zbw/fubipe/112012.html>>.
- [18] RECKERS, Hans. Bankenaufsicht und die Rolle von Ratingagenturen: Selbstregulierung des Marktes versus staatliches Eingreifen. In: *Konrad Adenauer Stiftung Politische Meinung Publikation* [online]. 2008 [cit. 2012-12-01]. Dostupné z: <<http://www.kas.de/wf/de/33.13604/>>.

- [19] REPULLO, Rafael a Jesus SAURINA. The Countercyclical Capital Buffer of Basel III: A Critical Assessment. *CEMFI working paper* [online]. 2011, č. 1102, 29 s. [cit. 2013-02-14]. Dostupné z: <<http://www.cemfi.es/ftp/wp/1102.pdf>>.
- [20] RICHTER, Franziska. Ratingagenturen und Entwicklungsländer. In: Ein globales Finanzsystem im Dienst nachhaltiger Entwicklung“ *Newsletter* [online]. 14 s. 2011 [cit. 2012-12-01]. Dostupné z: <http://www2.weed-online.org/uploads/richter_weed_ratingagenturen_und_entwicklungslaender.pdf>.
- [21] ROUSSEAU, Stephane. Enhancing the Accountability of Credit Rating Agencies: The Case for a Disclosure-Based Approach. In: *A Capital Markets Institute Policy Series Credit Rating Agencies: Need for Reform in Canada?* [online]. 2005 [cit. 2012-10-26]. 63 s. Dostupné z: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=797325>.
- [22] SCHROOTEN, Metchild. Europäische Rating-Agentur: Zweck und Optionen. In: *Friendrich Ebert Stiftung Paper* [online]. 2011 [cit. 2012-12-01]. 4 s. Dostupné z: <<http://library.fes.de/pdf-files/id/ipa/08693.pdf>>.
- [23] SCHÄTZLE, Dominik a Theresia THEURL. Ratingagenturen in der Kritik: Eine Analyse der Reformforderungen und –vorschläge. In: *Arbeitspapiere des Instituts für Genossenschaftswesen der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster* [online]. 40 s. 2011 [cit. 2012-12-01]. Dostupné z: <http://www.wiwi.uni-muenster.de/06//aktuelles/material/ap116_schaetzle.pdf>.
- [24] STROBL, Gunter, Han XIA a Paolo FULGHIERI. The Economics of Solicited and Unsolicited Credit Ratings. In: *The 21st Annual Conference on Financial Economics and Accounting Papers* [online]. 2010 [cit. 2012-12-01]. 40 s. Dostupné z: <<http://faculty.haas.berkeley.edu/mopp/conference/strobl.pdf>>.
- [25] UTZIG, Siegfried. The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective. *ADBI Working Paper Series*. 2010, č. 188. 26 s. Dostupné z: <<http://www.adbi.org/files/2010.01.26.wp188.credit.rating.agencies.european.banki ng.pdf>>.
- [26] WOO, Sarah. Super Disclosure: The Flawed Credit Rating Regulatory Regime. In: *New York University School of Law* [online]. 2011 [cit. 2012-10-26]. 35 s. Dostupné z: <http://www.hertig.ethz.ch/Woo_Super_Disclosure_Mar11.pdf>.
- [27] Credit Rating Assignment, Withdrawal, & Suspension. In: *Standard&Poor’s Disclosures* [online]. 2012 [cit. 2012-12-01]. Dostupné z: <<http://www.maalot.co.il/publications/PAR20110601000000.pdf.7>>.

- [28] Die Krise als Aufbruch: Regulierung der Ratingagenturen verbessern. *CDU/CSU-Fraktion im Deutschen Bundestag Paper* [online]. roč. 2011, 58 s. [cit. 2012-12-01]. Dostupné z: http://www.cducsu.de/Titel__die_krise_als_aufbruch_regulierung_der_ratingagenturen_verbessern/TabID__13/SubTabID__100/InhaltTypID__16/InhaltID__20825/inhalte.aspx.
- [29] Reforms to the Asset-Backed Securitization Process and the Regulation of Credit Rating Agencies under Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. In: *Cadwalader, Wickersham & Taft LLP Client Memorandum* [online]. 2010, 18 s. [cit. 2013-02-15]. Dostupné z: http://www.cadwalader.com/assets/client_friend/071710_ReformstoAssetBackedSecuritization.pdf.
- [30] EU Regulation on Credit Rating Agencies comes into force. In: *Client Publication Shearman & Sterling LLP: Financial Institutions Advisory and Financial Regulatory Group* [online]. 2009 [cit. 2013-02-17]. Dostupné z: <http://www.shearman.com/files/Publication/3fe93bdd-ec37-4847-886e-47505cdf17fc/Presentation/PublicationAttachment/f77c6572-0d43-46c2-bbfd-579c291e6ac0/FIA-111809-EU-Regulation-on-Credit-Rating-Agencies-Comes-into-Force.pdf>.
- [31] 2012 Summary Report of Commission Staff's Examination of Each Nationally Recognized Statistical Rating Organization. In: *Security Exchange Commission* [online]. 2012 [cit. 2013-02-21]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/news/studies/2012/nrsro-summary-report-2012.pdf>.

Odborné studie, tiskové zprávy a legislativní dokumenty

- [1] Commission Staff Working Paper Executive Summary of the Impact Assessment Accompanying the Documents Proposal for a Regulation amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies and a Proposal for a Directive. European Commission *SEC(2011) 1355/2*.
- [2] Communication from the Commission on Credit Rating Agencies (2006/C 59/02) *Official Journal of the European Union*.
- [3] Explanatory Memorandum. In: Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies *COM(2008) 704 final*.
- [4] Explanatory Memorandum. In: Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies. *COM(2010) 289 final*.

- [5] Internal Market: Commission sets out its policy on credit rating agencies. *Europa - Press Releases* [online]. 2006 [cit. 2013-02-17]. Dostupné z: <http://europa.eu/rapid/press-release_IP-06-8_en.htm?locale=en>.
- [6] Tougher credit rating rules confirmed by Parliament's vote. In: *Economic and monetary affair, plenary session* [online]. 2013 [cit. 2013-02-21]. Dostupné z: <<http://www.europarl.europa.eu/news/en/pressroom/content/20130114IPR05310/html/Tougher-credit-rating-rules-confirmed-by-Parliament%27s-vote>>.

Webové stránky:

- [1] <<http://www.bis.org>>.
- [2] <<http://countryeconomy.com>>
- [3] <http://ec.europa.eu/economy_finance/index_en.htm>.
- [4] <<http://finance.yahoo.com/>>.
- [5] <<http://www.fitchratings.com>>.
- [6] <<http://www.fxstreet.cz>>
- [7] <<http://www.moody.com/>>.
- [8] <<http://www.sec.gov/>>.
- [9] <<http://www.standardandpoors.com/>>.

Seznam grafů

Graf 1: Podíl agentur na ratingovém trhu	8
Graf 2: Volatilita akcií Moody's Corp. (MCO)	18

Seznam tabulek

Tabulka 1: Srovnání ratingových stupňů u nejvýznamnějších agentur.....	5
Tabulka 2: Rizikově vážená aktiva podle Basel II standardního přístupu ke kreditnímu riziku.	32

Seznam schémat

Schéma 1: Úspora transakčních nákladů na úvěrovém trhu.....	14
Schéma 2: Institucionální střet zájmů agentury v rámci Issuer-Pay-Model.....	16
Schéma 3: Formování Fitch Group	23
Schéma 4: Bludný kruh snižování ratingu	26
Schéma 5: Vliv užití ratingů ve finanční regulaci na institucionální investory	30
Schéma 6: Paradox při udělování formálního statusu ratingové agentury v USA před rokem 2006.....	35

Seznam příloh

Příloha 1: Řazení dlouhodobých ratingů společnosti Moody's	65
--	----

Příloha 1: Řazení dlouhodobých ratingů společnosti Moody's

Global Long-Term Rating Scale	
Aaa	Obligations rated Aaa are judged to be of the highest quality, subject to the lowest level of credit risk.
Aa	Obligations rated Aa are judged to be of high quality and are subject to very low credit risk.
A	Obligations rated A are judged to be upper-medium grade and are subject to low credit risk.
Baa	Obligations rated Baa are judged to be medium-grade and subject to moderate credit risk and as such may possess certain speculative characteristics.
Ba	Obligations rated Ba are judged to be speculative and are subject to substantial credit risk.
B	Obligations rated B are considered speculative and are subject to high credit risk.
Caa	Obligations rated Caa are judged to be speculative of poor standing and are subject to very high credit risk.
Ca	Obligations rated Ca are highly speculative and are likely in, or very near, default, with some prospect of recovery of principal and interest.
C	Obligations rated C are the lowest rated and are typically in default, with little prospect for recovery of principal or interest.
<p>Note: Moody's appends numerical modifiers 1, 2, and 3 to each generic rating classification from Aaa through Caa. The modifier 1 indicates that the obligation ranks in the higher end of its generic rating category; the modifier 2 indicates a mid-range ranking; and the modifier 3 indicates a ranking in the lower end of that generic rating category. Additionally, a "(hyb)" indicator is appended to all ratings of hybrid securities issued by banks, insurers, finance companies, and securities firms.*</p> <p>*By their terms, hybrid securities allow for the omission of scheduled dividends, interest, or principal payments, which can potentially result in impairment if such an omission occurs. Hybrid securities may also be subject to contractually allowable write-downs of principal that could result in impairment. Together with the hybrid indicator, the long-term obligation rating assigned to a hybrid security is an expression of the relative credit risk associated with that security.</p>	

Zdroj: Rating Symbols and Definitions. In: *Moody's Investor Service* [online]. 2012 [cit. 2012-11-30]. Dostupn z: http://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004

Abstrakt

Regulace ratingových agentur

Diplomová práce se věnuje regulaci ratingových agentur a klade si za cíl přispět k současné diskuzi o budoucnosti ratingových agentur. Primární výzkumnou otázkou práce bylo zjistit, zda negativní podíl ratingových agentur na současné krizi byl způsoben jejich nedostatečnou, nadbytečnou či nevhodnou regulací. Vedlejším cílem bylo zhodnotit, zda nově přijatá regulace postačuje k efektivnímu fungování ratingového trhu.

Pro splnění výtčeného cíle bylo užito analytické metody, syntézy a komparace. Styl práce se kloní ke směru Law and Economics. Z hlediska zdrojů bylo čerpáno zejména z právních předpisů USA a EU, legislativních dokumentů Evropské komise a odborné právnícké literatury.

V první části práce popisuje vznik, vývoj, fungování agentur, strukturu ratingového trhu a právní význam ratingu. V druhé části se zabývá analýzou účelnosti regulace ratingových agentur z pohledu ekonomické analýzy práva, tedy zda agentury plní svůj cíl, co jim případně brání jej naplňovat a jakým způsobem by jejich regulace mohla k plnění cíle přispět. Třetí část představuje komparativní analýzu současné reformy regulace ratingových agentur v USA a EU. Závěrečná část potom hodnotí, do jaké míry přijatá legislativa v USA a EU řeší problémy fungování agentur a poukazuje na možný vývoj regulace do budoucna.

Na základě provedené analýzy byl učiněn závěr, že negativní podíl ratingových agentur na finanční krizi byl způsoben nedostatečnou regulací ratingových agentur podpořenou rozsáhlým využíváním ratingů ve finanční regulaci. V reakci na finanční krizi přijatá reforma regulace agentur v USA a EU částečně napravila tržní selhání na ratingovém trhu, k nimž do té doby docházelo. V budoucnu je nicméně potřeba kriticky zanalyzovat nově přijatou úpravu, přičemž lze očekávat další kroky v regulaci ratingového podnikání na těchto trzích. Existuje ovšem oprávněná obava z přílišné regulace, jež by bránila agenturám efektivně plnit jejich hlavní funkci, tj. odstraňování informační asymetrie.

Abstract

The Regulation of Credit Rating Agencies

The thesis is concentrated on the regulation of credit rating agencies and aims to contribute to a current discussion regarding the future of credit rating agencies. A primary focus of the work was to explore whether a negative role of credit rating agencies in current crisis was caused by their insufficient, unnecessary or unsuitable regulation. An evaluation of sufficiency of newly adopted regulation with respect to the effective functioning of the rating market was chosen as an additional purpose of research.

For the fulfillment of the stated aim analytical and comparative methods and synthesis were used. The style of the thesis falls within the Law and Economics approach. The research is based on EU and US legal norms, legislative documents of the European Commission and legal jurisprudence.

Part I describes the emergence, development and the functioning of credit rating agencies, structure of rating market and legal meaning of the rating. Part II analyzes the ratio for regulation of credit rating agencies from the perspective of economic analysis of law. Mainly, whether agencies fulfill their function, what could potentially restrain them and how can be regulation helpful in this field. Part III compares and examines current regulatory reform of credit rating agencies in the US and the EU. Finally, Part IV evaluates whether adopted legislation in USA and EU remedies failures of credit rating agencies' functioning and presents view on possible future regulatory development.

Based on the performed analysis, the conclusion was made stating that the adverse role of credit rating agencies in financial crisis was caused by insufficient regulation in connection with a widespread use of ratings within financial regulation. Regulatory reform adopted as a response to financial crisis partly remedied existent rating market failures. Nonetheless, it is necessary to review newly adopted norms. Further steps in regulation of rating business are expected. However, there is a real concern with respect to potentially excessive regulation that could restrain credit rating agencies from fulfilling their main role, i.e. diminishing the information asymmetry.

Klíčová slova (*Keywords*)

Ratingové agentury (*credit rating agencies*)

Současná reforma regulace (*current regulatory reform*)

Informační asymetrie (*informational asymmetry*)