

EKONOMIE REGULACE – ANALÝZA NA PŘÍKLADU REGULACE RATINGOVÝCH AGENTUR

ILONA BAŽANTOVÁ*

ÚVOD

V příspěvku si nejprve osvětlíme, co lze podřadit pod pojem „ekonomie regulace“ a poté se budeme věnovat analýze evropské regulace působení ratingových agentur. Cílem je na příkladu regulace ratingových agentur – soukromých ekonomických subjektů, které historicky získaly důležité postavení na kapitálových trzích, ukázat postup ekonomicko-institucionální analýzy, přičemž se budeme pohybovat v metodologii pozitivní teorie regulace a nové institucionální ekonomie.

1. EKONOMIE REGULACE

Různé ekonomické teorie se liší v názoru na to, zda jsou regulace a státní zásahy obecně škodlivé, či naopak jsou nutné a v jakém rozsahu. Původní liberální ekonomické školy (klasická politická ekonomie, předkeynesiánská neoklasika) regulaci s poukazem na teorém tzv. „*Sayova zákona trhu*“ odmítaly úplně, stejně jako v současnosti regulaci zásadně odmítá neorakouská škola. Soudobé konzervativní školy považují regulaci za destabilizující a neefektivní a připouštějí jen minimální zásahy.

Pokud pomineme extrém marxistické ekonomie, tak základní ekonomické zdůvodnění regulace přinesla ve 30. letech 20. století keynesiánská ekonomie, původní institucionální ekonomie a ve 40. letech německá ordoliberalní škola.

Ekonomie hlavního proudu chápe regulaci jako nutný nástroj k nápravě tržních selhání, kdy stát má za úkol legislativně stanovit rámcové podmínky pro fungování tržního systému a dbát na jejich dodržování a dále zasahovat v případě různých ekonomických neefektivností.

Ekonomická teorie regulace by měla vybrat vhodné řešení ovlivnění ekonomického jevu/subjektu na základě posuzování nákladů regulace (které v sobě zahrnují analýzu problému, návrhy řešení, zpracování a prosazení zákonných předpisů, institucionální zabezpečení apod.) a dosažených (chtěných) cílů a konečných výsledků.

* Autorka působí jako docentka na katedře národního hospodářství Právnické fakulty UK.

Prosazují se dva základní metodologické směry, a to pozitivní teorie regulace a normativní teorie regulace. Pozitivní teorie regulace zkoumá, proč, z jakého důvodu je regulace nutná či žádoucí a zahrnuje analýzu tržní síly včetně charakteristiky oligopolů a přirozených monopolů, teorii zájmových skupin, které popisují zájmy zúčastněných stran v regulaci [včetně fenoménu tzv. „dobývání renty“ (*rent-seeking*) a „zajetí regulátora“ silným subjektem či zájmovými skupinami], zájmy regulátorů a teorie tzv. veřejného zájmu.

Jako první pojem „dobývání renty“ systematicky analyzoval představitel školy veřejné volby *Gordon Tullock* (*1922) v roce 1967 v článku „*The Welfare Costs of Tariffs, Monopolies, and Theft*“ a do praktické aplikace jej rozpracovala při analýze udělování licencí v roce 1974 *Anne Osborn Krueger* (*1934) v článku „*The Political Economy of the Rent-Seeking Society*“. V 60. letech *G. Stigler* (1911–1991) zkoumal činnost regulačních úřadů, aby konstatoval jejich velice nízkou efektivitu a nefunkčnost anti-monopolního zákonodárství.¹ Jeho analýza regulačních úřadů, včetně toho, že i stát, úřady a úředníci mají své vlastní „zájmy“ a maximalizují své užitky, vyústila v koncept „ovládnutého srážce“ (*regulatory capture*, „zajetí regulátora“) – ve svém článku z roku 1971 „*The Theory of Economic Regulation*“² popisoval situaci, kdy regulovaný monopol např. díky své politické a veřejné aktivitě „ovládné“ svého regulátora a má z dané regulace výhodu.

Obecně lze říci, že podle těchto teorií k regulaci dochází, protože:

- vláda (stát) má zájem na překonání informační asymetrie a na prosazeních svých hospodářských či politických zájmů,
- spotřebitelé (zákazníci) si přejí ochranu, zvláště když na daném trhu konkurence neexistuje nebo je neúčinná,
- podnikatelé si přejí ochranu/výhodu proti svému konkurentovi, nebo
- podnikatelé si přejí (legální) ochranu před vládním oportunismem a *ad hoc* vládními zásahy.

Normativní ekonomické teorie regulace většinou nezkoumají důvody vzniku regulace, ale dávají doporučení – obecně doporučují podporu hospodářské soutěže prostřednictvím regulačních orgánů, rozebírají typ a strukturu pobídek, stanoví cenové struktury a cenové stropy, popisují mechanismy a „techniku“ regulačních procesů, kladou důraz na regulační zákonné předpisy a podzákonné normy s důrazem na nezávislost, transparentnost, předvídatelnost, legitimitu a důvěryhodnost regulačního systému. *Joseph E. Stiglitz* (*1943) konstatuje,³ že selhání trhu je stálý přirozený stav (v ekono-

¹ STIGLER, G.: The Economic Effects of the Antitrust Laws. *Journal of Law and Economics*, 1966, Vol. 9, s. 225–258. Stigler získal Nobelovu cenu za ekonomii za rok 1982 za významné studie o podnikatelské struktuře, fungování trhu a o příčinách a následcích veřejné regulace.

² STIGLER, G.: The Theory of Economic Regulation. *Bell Journal of Economics and Management Science*, 1971, No. 3, s. 3–18; STIGLER, G. J.: *The Theory of Economic Regulation. Public Choice Theory*. Cambridge: Cambridge University Press, 1989.

³ Viz např. GREENWALD, B. C. – STIGLITZ, J. E.: Asymmetric Information and the New Theory of the Firm: Financial Constraints and Risk Behavior. *The American Economic Review*, 1990, Vol. 80, No. 2, s. 160–165; GREENWALD, B. C. – STIGLITZ, J. E.: *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*. Cambridge University Press, 2003.

mice obecně, a o mnoho více v rozvíjejících se ekonomikách, všudypřítomně existuje informační nedokonalost, asymetričnost a nedokonalá konkurence) a podle něj by vláda mohla téměř vždy zlepšit ekonomiku vhodně zvolenými zásahy, např. v krizi a stagnaci podpořit poptávku po zboží a službách expanzivní fiskální a monetární politikou, regulovat banky a ostatní finanční instituce, pomocí daňové politiky podporovat investice, regulovat pracovní trh a pomocí podpor, školení a sociální pomoci odstraňovat nezaměstnanost.

Častějším řešením tedy bývá právní a správní reglementace, a to na základě zákonů norem a vzniku a fungování regulačních orgánů. Právní regulace má za cíl ochranu slabší smluvní strany ve smyslu informační asymetrie nebo ve smyslu schopnosti použít adekvátní prostředky své ochrany.

Do ekonomie regulace spadá i tzv. samoregulace, tedy vytváření a dodržování etických kodexů chování a profesní regulace prostřednictvím profesních komor a obdobných institucí.

2. RATINGOVÉ HODNOCENÍ

Rating je v současnosti běžně definován jako nezávislé hodnocení nezávislou soukromou institucí, do jaké míry a s jakými riziky je daný subjekt na daném finančním trhu schopen dostát svým splatným závazkům. Rating sám o sobě neplní funkci investičního doporučení.

Ratingové agentury vznikly na začátku 20. století v USA s rozvojem tehdy nového způsobu získávání úvěrových zdrojů pro akciové společnosti, a to na kapitálových trzích pomocí dluhopisů emitovaných těmito akciovými společnostmi. *John Moody* v roce 1909 v brožuře „*Analysis of Railroad Investments*“ ohodnotil prvními třemi písmeny abecedy rizikovost dluhopisů amerických železničních společností a r. 1914 založil jednu z největších a dodnes fungujících ratingových agentur *Moody's Investor Service, Inc.* (mateřskou společností je *Moody's Corporation*). V roce 1916 vznikla další, taktéž dodnes fungující velká ratingová agentura, *Standard & Poor Ratings Services*. I když nedosahuje prestiže a proslulosti dvou výše jmenovaných agentur, musíme ještě zmínit další současnou velkou agenturu *Fitch*, která byla založena jako *Fitch Publishing Company* v roce 1913.

Všechny tři agentury dohromady pokrývají cca 95 % světového trhu ratingových služeb a vytváří oligopolní strukturu.

Rating se pohybuje na písmenné škále od AAA do D, přičemž každá ze tří hlavních ratingových agentur (*Standard and Poor's*, *Moody's* a *Fitch*) používá mírně odlišné označení. Vlastní rating se skládá ze dvou částí. V první části je samotné riziko relativní pravděpodobnosti úpadku vyjádřeno na písmenné škále, druhá část obsahuje komentář.

V komentáři k hodnocení jsou většinou uvedena kritéria, metody použité k určení ratingu, popis posuzované společnosti, popřípadě podmínky, za kterých může být rating změněn. Důležitou součástí je také tzv. ratingový výhled do budoucna. Výhled nabývá většinou jedné z těchto čtyř hodnot:

- Pozitivní (signalizuje možné zvýšení ratingu);
- Negativní (signalizuje možné snížení ratingu);
- Vyvíjející se (není znám dopad právě nastalé neočekávané události);
- Stabilní (pravděpodobnost změny ratingu je v blízké době minimální).

Agentura *Moody's* ve svém hodnocení klade důraz na kvalitu, dlouhodobý vývoj společnosti, mezinárodní porovnatelnost, důraz na *cash flow*, zátěžové testování pro nepříznivé situace a opatrnost při spoléhání se na lokální účetní standardy. Jednotlivá kritéria se také uplatňují odlišně pro různé sektory, např. pro výrobní sektor je kladen důraz na jiné ukazatele než u finanční instituce. Mezi kvantitativní kritéria agentury *S&P* pro obchodní společnosti patří ziskovost, poměr cizích zdrojů k vlastnímu kapitálu, ukazatele *cash flow*, likvidita a provozní riziko. 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, kde dochází k rychlým inovacím, je obecně rizikovější, neboť společnost nemusí dostatečně reagovat na konkurenci a může se jí rychle zhoršit pozice na trhu. Konkrétní společnost ovšem může snížit riziko vlastními charakteristikami, například diverzifikací výroby. Na hodnocení rizika společnosti se projeví i rating státu, ve kterém působí. Agentury většinou uplatňují princip tzv. *sovereign ceiling*, což znamená, že společnost může dostat maximálně tak dobrý rating, jako má stát, v němž podniká. Pro banky a pojišťovny je naopak důležitější struktura aktiv, rezervní položky a kapitálová přiměřenost a mimorozvahové transakce. Při hodnocení schopnosti státu dostát svým závazkům (*sovereign rating*) se posuzuje jejich ekonomická výkonnost a finanční a rozpočtová situace, demografické trendy, HDP a možnosti jeho růstu, strukturální saldo rozpočtu, mezinárodní pozice země a potenciální závazky za domácí finanční sektor.

Na začátku 20. století se ratingově hodnotily velké soukromé akciové společnosti s veřejně obchodovatelnými akciemi a dluhopisy. Postupně vedle „průmyslových obligací“ se začaly hodnotit i cenné papíry (např. i krátkodobé směnky a dluhové instrumenty různého typu) emitované bankami, fondy kolektivního investování, municipalitou (objevují se emise tzv. komunálních dluhopisů). První problémy ratingovým agenturám nastaly, když začaly hodnotit státy z hlediska rizika dostání svým závazkům z emise státních obligací (tzv. *sovereign rating*) a jejich hodnocení nebylo příznivé.

Ke konci 20. století se objevil další impuls rozvoje kapitálového trhu a vzrůstu důležitosti ratingového ohodnocení – tzv. strukturované produkty. Celosvětová zvýšená státní regulace kapitálových trhů a finančního sektoru jako celku vyvolala jejich přirozenou reakci – začalo obcházení regulace a vymýšlení nových neregulovaných instrumentů. Finanční inovace a finanční inženýrství stvořily tzv. sekundární sekuritizaci – jednotlivá strukturovaná aktiva byla sdružována do neprůhledných „balíků“, za úplaty postoupena dalším osobám a na podkladová aktiva z „balíku“ byly dále emitovány „bezpečné“ odvozené cenné papíry. Tyto produkty již byly ze své podstaty natolik složité, že normální investor stěží chápal podstatu, natož, aby uměl ohodnotit investiční riziko. Skoro abso-

lutní informační asymetrie o strukturovaných a sekuritizovaných produktech si vynutila zvýšení úlohy ratingu: investoři mnohdy nekriticky důvěřovali ratingu, nadhodnocovali význam ohodnocení a po emitentech jej požadovali. Na druhou stranu, bez informací ratingových agentur by se tyto trhy tak nerozvinuly.

3. EKONOMICKÝ VÝZNAM RATINGU, SOUDOBÉ SYSTÉMOVÉ CHYBY

Přínos ratingu spočívá ve zvýšené efektivitě kapitálového trhu, protože vyrovnávají informační asymetrii a snižují transakční náklady. Ratingové agentury svou činností zvyšují odbornou zdatnost investora a šetří mu čas a náklady na získání informací. Drží-li totiž mnoho subjektů dluhový cenný papír stejného emitenta, je veřejně známý rating cestou, jak ušetřit náklady, které by musel každý věřitel sám vynaložit na zjištění informací a rizika.

Napomáhají minimalizovat dopad tzv. *principal-agent problem* (problém pána a správce). Vnitřní směrnice velkých investičních fondů určují, do jak rizikových cenných papírů je manažer fondu (*agent*) oprávněn investovat. Tímto jsou chráněni investoři do fondů (*principal*) před potenciální snahou manažerů o co největší výnos investicemi do vysoce rizikových cenných papírů (*junk bonds, toxic bonds*).

Ratingové agentury měly a stále mají nezastupitelnou roli v rozvoji kapitálového trhu. Jejich jasná, jednoduchá a mezinárodně srozumitelná hodnocení napomáhala investorům v rozhodování, zlevňovala náklady na získávání informací a snižovala jim míru rizika a transakční náklady. Jak vzrůstala šíře hodnocených cenných papírů, investoři mohli více diverzifikovat svá rizika díky tomu, že do svých portfolií zařazovali větší a větší okruh různých typů cenných papírů, současně se objevila systémová chyba, a to neúměrné spoléhání se na ratingové hodnocení.

Ratingové agentury dlouhou dobu stály mimo veřejnoprávní regulaci, jedním ze zdůvodnění jejich neregulování byla i tzv. teorie reputace, podle které je činnost ratingových agentur postavena na odborném uznání, dlouhodobé důvěryhodnosti a nezávislosti. Tohoto jsou si ratingové agentury dobře vědomy a samy mají zájem na tom, aby jejich služby byly kvalitní a nezávislé. Samy zlepšují svou metodologii ratingu, upřednostňují objektivitu bez střetu zájmu, dbají na profesionalitu zaměstnanců apod.

Agentury původně poskytovaly veřejné ratingy emitentů zdarma a svůj provoz financovaly pouze z prodeje publikací a ratingových analýz. S růstem poptávky po rychlejších a komplexnějších službách začaly agentury zpoplatňovat také hodnocené emitenty. Současný model, tedy placení ratingů klientem-emitentem, je jedním z témat současné kritiky ratingových agentur. Rating si v drtivé většině objednávali a kupovali – tedy platili – emitenti cenných papírů (včetně států jako emitentů státních dluhopisů), kteří (v lepším případě) i nepřímo vyvolávali tlak na co nejpříznivější ohodnocení, čímž docházelo ke změkčováním kritérií. V horším případě se mohlo i jednat o zatajení či zkreslení informací, majících podstatný vliv na ratingové ohodnocení instrumentu. „*Poplatky, které si agentury účtují, závisí na velikosti a typu emise. (...) Současná struktura*

*poplatku u dluhových emisí se může jevit jako motivující faktor pro přidělení vyššího ratingu, a tím uspokojení emitenta.*⁴

Řešení ale není jednoduché, financování ratingů ze strany investorů taktéž představuje obdobný „střet zájmů“ – ratingová agentura může podhodnotit emisi a uměle snižovat rating hodnocené emise, snížit tím cenu emise a tím zvýšit zisky svého klienta-investora. Problematický byl i návrh na vytvoření celosvětového fondu, ze kterého by byly ratingové agentury placeny.

Další současnou systémovou chybou a podnětem ke kritice se ukazuje jednoduchost oceňování: stejný rating (např. AAA), ze kterého se nepoználo, jaký typ produktu se hodnotil, mohli obdržet např. státní dluhopisy, soukromé obligace i strukturované produkty, čímž strukturované produkty nabyly důvěryhodnosti. Dále se nebralo v úvahu, že neexistuje dostatečně historicky dlouhé období pro posuzování nových finančních produktů.

Další okruh problémů vyvolaly státy samy. Ačkoli všichni věděli, že soukromé ratingové agentury v podstatě nebyly národně ani mezinárodně regulované subjekty kapitálového a finančního trhu, do svých právních řádů dávaly odkazy, jaké investiční nebo zajišťovací instrumenty – a s jakým ratingovým ohodnocením – mohou pojišťovny, penzijní fondy apod. nakupovat.

Dalším problémem je vedle střetu zájmů uzavřený oligopolní charakter odvětví, do kterého by velmi obtížně vstupovala konkurence, která by mimo jiné byla bez vlastní dlouhé profesní historie nedůvěryhodná. I proto návrhy⁵ na založení veřejnoprávní evropsko-unijní ratingové agentury byly rychle opuštěny.

Všechny uvedené systémové chyby odůvodňovaly snahy zavést regulaci a zpřesnění pravidel fungování ratingových agentur.

4. PRVNÍ SNAHY O REGULACI RATINGU A SAMOREGULACE

Již od 90. let 20. století se začaly objevovat v souvislosti s finančními problémy a později i s krachy velkých společností v USA v roce 2004 (*Enron*, *WorldCom*) snahy o regulaci ratingových agentur. V období asijské finanční krize kolem roku 1997, stejně jako u finančních skandálů společností *WorldCom* a *Enron* v roce 2004 vyvstaly velmi výrazně otázky, jak je možné, že společnosti s nejvyšším ratingem 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 přelítním krize do druhé fáze, označované jako finanční a dlu-

⁴ VINŠ, P. – LIŠKA, V.: *Rating*. Praha: C. H. Beck, 2005, s. 6.

⁵ Evropský hospodářský a sociální výbor (dále jen „EHSV“), jeden z hlavních poradních sborů Evropské komise, Rady EU a Evropského parlamentu, ve svém stanovisku z května 2009, bod 4.1, doporučil: „Ratingové agentury mají v odvětví finančních služeb výsadní pozici, neboť regulované subjekty tohoto odvětví musí vlastnit cenné papíry investičního stupně. Na obou stranách Atlantiku se orgány rozhodly uznat pro regulační účely jen pár ratingových agentur. EHSV vybízí Evropskou komisi, aby nový registrační postup využila k tomu, aby zpřístupnila ratingovou činnost novým ratingovým agenturám, zejména tím, že podpoří všechny kroky vedoucí ke zřízení nezávislé evropské agentury...“

hová, 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.

Na rozdíl od Evropy byl v USA již v roce 2006 přijat zákon o regulaci ratingových agentur, „*Credit Rating Agency Reform Act*“. V roce 2010 byl přijat zásadní „*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*“.

V Evropě v této době zvítězila koncepce samoregulace, kdy v září 2004 se všechny velké agentury přihlášily k dobrovolnému dodržování „Etického kodexu Mezinárodní organizace Komise pro cenné papíry“ (IOSCO). Kodex se zaměřil na kvalitu a ucelenost ratingu včetně monitorování chování agentur, na zaručení vhodných interních postupů a nezávislosti analytiků, předcházení konfliktům zájmů, na zajištění transparentnosti ratingových metod a možnosti změny ratingového hodnocení bez prodlení, na nakládání s důvěrnými informacemi a zveřejňování toho, do jaké míry agentury tento Kodex dodržují. Tato pravidla byla však obecná a nepředepisovala agenturám, jak co konkrétně počítat, jak tvořit modely a kategorie ratingu. Dále zde nebyl žádný mechanismus sankcí za nedodržování Kodexu.

Možnosti regulace se však stále diskutovaly, nakonec byla odmítnuta: na základě usnesení o ratingových agenturách, které přijal Evropský parlament v únoru 2004,⁶ a v souladu se stanovisky, které obdržela od Evropského výboru regulátorů trhů s cennými papíry (CESR) v březnu 2005,⁷ Komise rozhodla, že nebude předkládat nové legislativní návrhy k regulaci ratingových agentur. Přesto přetrvávaly problémy v činnosti ratingových agentur, takže v lednu 2008 pět hlavních ratingových agentur společně zaslalo evropským regulačním orgánům tzv. Bílou knihu s 12 návrhy, jak zlepšit Kodex chování IOSCO v souvislosti s nezávislostí, kvalitou a transparentností ratingu.

Kodex byl revidován v květnu 2008 a v tomto znění jako dobrovolný samoregulační nástroj platí dodnes.⁸ Obsahuje dodatečné povinnosti ohledně zveřejňování informací pro investory i regulátory s cílem snížit závislost investorů na ratingu. Ratingoví analytici mají zakázáno poskytovat doporučení ohledně sestavení strukturovaných produktů. Agentury musí vyhodnotit svoji schopnost a proveditelnost ratingu u nových produktů. Musí přizpůsobit metodologii tak, aby to bylo možné při podstatné změně v podkladových aktivech správně odrazit v ratingu strukturovaných produktů. Rovněž musí zajistit, aby byly věnovány dostatečně zdroje na sledování a aktualizaci ratingů.

Co se týká konfliktu zájmů, agentury mají zveřejňovat, zda konkrétní klient-emitent nepřekračuje 10 % ročních příjmů ratingové agentury, měly by zveřejnit všechny relevantní informace o hodnoceném produktu, kontrolovat práci analytiků, kteří z agentury

⁶ Usnesení Evropského parlamentu o úloze a metodách ratingových agentur (2003/2081(INI)).

⁷ Odborné stanovisko CESR Evropské komise k možným opatřením týkajícím se ratingových agentur, CESR/05/139b, březen 2005. CESR je nezávislá poradenská skupina pro Evropskou komisi, sestávající z vnitrostátních orgánů dohledu nad trhy EU s cennými papíry, zřízená v červnu 2001.

⁸ Code of conduct fundamentals for credit rating agencies. In <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>.

odcházejí, vyhodnotit postupy odměňování, aby se zajistila objektivita ratingu apod. Pokud jde o informační odpovědnost, agentury musí zveřejňovat historické informace o kvalitě svých ratingů, oddělit ratingy strukturovaných produktů od ratingů běžných nástrojů, nejlépe odlišnými symboly, uvádět omezení každého ratingového názoru a poskytnout investorům dostatek informací o metodologii ratingu.

5. REGULACE RATINGOVÝCH AGENTUR NA ÚROVNI EU

Na evropských zkušenostech dluhové krize se ukazovalo, že samoregulace nevyřeší vše.

Výše uvedené systémové chyby a možné konflikty zájmů a nedostatečná nezávislost ratingových analytiků podle některých autorů *Larosiérov*y zprávy⁹ přispěly k současné finanční krizi. Podle průvodního dokumentu k návrhu nařízení Evropského Parlamentu a Rady o ratingových agenturách sice nejsou ratingové agentury jedinými viníky, ale přesto Komise tvrdila:

Od prosince 2007 se finanční trhy po celém světě potýkají s vážnou krizí důvěry. Krize je komplexním jevem zahrnujícím větší počet subjektů. Samotným ratingovým agenturám nemůže být současný finanční ořes kladen za vinu, podílely se na něm i další subjekty a zvláštní okolnosti. Krize započala na americkém trhu s rizikovými hypotékami a následně se rozšířila do ostatních sektorů finančních trhů. Ratingové agentury byly blízko původu problémů s rizikovými hypotékami: vydávaly příliš příznivé posudky pro strukturované nástroje, které byly finančně upraveny tak, aby vyvolávaly v investorech vysokou důvěru.¹⁰

V roce 2009 tedy došlo k přímé regulaci ratingových agentur a jejich činnosti na území EU. V případě právní úpravy ratingu a ratingových agentur připadaly v úvahu buď nařízení, nebo směrnice. (Nařízení se pak používá tam, kde je třeba vytvořit přímou unijní úpravu relativně nezávislou na vnitrostátním právu členských států, kdežto směrnice slouží hlavně k harmonizaci vnitrostátních právních předpisů. Za tímto účelem stanoví směrnice určité zásady nebo pravidla, která mají být vtělena do právních řádů členských států způsobem, který je v daném státě z hlediska formy potřebný.) Nejednotná v rozhodnutí, který druh aktu pro úpravu oblasti ratingu použít, byla i samotná EU. Až v závěrečných etapách příprav se přiklonila k typu nařízení. Větší vhodnost formy nařízení oproti směrnici pro regulaci sektoru ratingových agentur Komise zdůvodnila, že v řadě členských států doposud neexistovala žádná právní úprava činnosti ratingových agentur.

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1060/2009 ze dne 16. září 2009, o ratingových agenturách, s účinností od 7. 12. 2009, mělo především uklidnit investorskou veřejnost a navrátit důvěryhodnost subjektům kapitálového trhu. Podle důvodové zprávy Evropský parlament a Rada EU shrnují cíl nařízení jako nutnost stanovení spo-

⁹ Blíže viz např. jednotliví spoluautoři tzv. *Larosiérov*y zprávy in http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf.

¹⁰ Viz http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/resume_impact_assesment_cs.pdf.

lečného rámce pravidel pro zvýšení kvality ratingů sloužícího k ochraně stability finančních trhů a investorů. Zároveň apelují na dobrovolné uplatňování kodexu. V odstavci 10 důvodové části je znatelný vliv stanoviska EHSV, když Evropský parlament a Rada EU přisuzují ratingovým agenturám odpovědnost za ekonomickou krizi a zdůvodňují tím vydání nařízení.

Evropský parlament a Rada EU v úvodních ustanoveních nařízení č. 1060/2009 zhodnocují právní základ nařízení a postup, dle kterého bylo nařízení přijato, a v 75 odstavcích uvádějí důvody pro přijetí nařízení.

Dále se nařízení člení do čtyř hlav a je doplněno dvěma přílohami:

- Hlava I: Předmět, oblast působnosti a definice;
- Hlava II: Vydávání ratingů;
- Hlava III: Dohled nad ratingovými činnostmi;
- Hlava IV: Sankce, postup projednávání ve výboru, předkládání zpráv a přechodná a závěrečná ustanovení;
- Příloha I: Nezávislost a předcházení střetu zájmů;
- Příloha II: Informace, které se uvádějí v žádosti o registraci.

Předně nařízení č. 1060/2009 zavádí povinnost registrace těch agentur, co chtějí podnikat na území EU. Žádost se předkládá Výboru evropských regulátorů cenných papírů a o žádosti po konzultaci s orgány EU rozhoduje ten stát, kde má agentura sídlo. Pokud bude na území EU působit neregistrovaná agentura, musí její ohodnocení schválit registrovaná ratingová agentura. Další povinností je zveřejňovat metodiku, modely a předpoklady hodnocení. Agentury nesmějí hodnoceným subjektům poskytovat poradenství.

Pro zvýšení důvěryhodnosti musí agentury zveřejňovat výroční zprávu o své transparentnosti a povinně si musí zavést interní mechanismus hodnocení kvality svých ratingových ohodnocení. Z ohodnocení musí být patrné, jaké instrumenty se hodnotily, zda strukturované finanční nástroje, či jiné. Nevyžádaná hodnocení musí být i takto označená. Outsourcing důležitých provozních funkcí nesmí být vykonáván způsobem, který by významně snížil kvalitu vnitřní kontroly ratingové agentury.

Další skupinou je úprava problematiky střetu zájmů. Ratingová agentura zajistí, aby ratingoví analytici, její zaměstnanci a jiné fyzické osoby, které poskytují služby pro ratingovou agenturu nebo podle jejích příkazů, kteří se podílejí na výkonu ratingových činností, měli odpovídající znalosti a zkušenosti pro jim přidělované úkoly, dále zajistí, aby tyto osoby nesměly vyvolat a ani se účastnit jednání o poplatcích nebo platbách s jakoukoli hodnocenou osobou, spřízněnou třetí osobou nebo jakoukoli osobou přímo či nepřímo spojenou s hodnocenou osobou prostřednictvím kontroly. Ratingová agentura musí zavést vhodný mechanismus postupného pravidelného střídání ratingových analytiků a osob schvalujících ratingy. Pravidelné střídání probíhá ve fázích, přičemž jsou obměňováni jednotlivci, nikoli celý tým. Odměňování a ohodnocení výkonu ratingových analytiků a osob schvalujících ratingy nesmí být závislé na výši výnosu, který ratingová agentura získá od hodnocených osob nebo spřízněných třetích osob. Na základě čl. 22 měl určit každý členský stát do 7. června 2010 příslušný orgán pro účely tohoto nařízení. Požadavkem na tento orgán je dostatečné personální vybavení zdroji

co do množství a odborných znalostí tak, aby byly schopné uplatňovat toto nařízení. Příslušným orgánem v České republice je Česká národní banka.

6. NOVELIZACE NAŘÍZENÍ č. 1060/2009

První novela byla provedena nařízením Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 513/2011, kdy se zjednodušila komplikovaná kooperace mezi národními regulátory navzájem i evropskými úřady.

Druhá novela byla provedena nařízením Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 462/2013 ze dne 21. května 2013, kterým se mění nařízení (ES) č. 1060/2009 o ratingových agenturách. Nařízení nabývá účinnosti dne 20. června 2013.

Cílem nařízení č. 462/2013 je zejména snížit nadměrné spoléhání se finančních institucí na externí rating a zvýšit transparentnost vlastnických struktur ratingových agentur. Nařízení dále zakotvuje pravidlo povinné rotace ratingových agentur, jedná-li se o vydávání ratingů v souvislosti s opětovnou sekuritizací, a zavádí občanskoprávní odpovědnost ratingových agentur.

Další povinnosti souvisejí s ratingem států:

1. Vydá-li ratingová agentura rating státu nebo související ratingový výhled, vydá současně podrobnou hodnotící zprávu vysvětlující veškeré předpoklady, parametry, omezení a nejasnosti a jakékoliv jiné informace, k nimž bylo při stanovení daného ratingu státu nebo souvisejícího ratingového výhledu přihlédnuto. Tato zpráva musí být veřejně přístupná, jasná a snadno srozumitelná.
2. Veřejně přístupná hodnotící zpráva vydaná spolu se změnou dřívějšího ratingu státu nebo souvisejícího ratingového výhledu zahrnuje alespoň
 - a) podrobné hodnocení změn kvantitativního předpokladu dokládající důvody pro změnu ratingu a jejich relativní váhu. Podrobné hodnocení by mělo zahrnovat popis těchto prvků: národní důchod v přepočtu na jednoho obyvatele, růst HDP, inflaci, rozpočtové saldo, vnější saldo, zahraniční dluh, ukazatel ekonomického rozvoje, ukazatel neplnění závazků a jakýkoliv jiný relevantní faktor, k němuž bylo přihlédnuto. To by mělo být doplněno relativní vahou každého faktoru;
 - b) podrobné hodnocení změn kvalitativního předpokladu dokládající důvody pro změnu ratingu a jejich relativní váhu;
 - c) podrobný popis rizik, omezení a nejasností týkajících se změny ratingu; a
 - d) shrnutí zápisů ze schůze ratingového výboru, který rozhodl o změně ratingu.

Vedle nařízení č. 1060/2009, ve znění pozdějších předpisů, by ratingové agentury dál měly dobrovolně uplatňovat výše uvedený Kodex IOSCO.

7. REGULACE RATINGOVÝCH AGENTUR ČESKÝM PRÁVEM

Nařízení se implementovalo do našeho právního řádu zákonem č. 160/2010 Sb., kterým se mění některé zákony v souvislosti s přijetím nařízení Evropského parla-

mentu a Rady o ratingových agenturách s účinností od 7. června 2010. Zákon novelizuje několik dalších vnitrostátních zákonů tak, aby náš právní řád plně odpovídal nařízení č. 1060/2009.

Příslušným orgánem podle čl. 22 nařízení o ratingových agenturách je v České republice Česká národní banka. Ta vydává povolení k působení ratingových agentur, vykonává dohled nad nimi a má oprávnění ukládat správní sankce. Ratingové činnosti byly vyňaty z režimu živnostenského zákona. Dále byly novelizovány normy, ve kterých je nařízeno či doporučeno používat ratingované cenné papíry pro různé účely; jedním z takových zákonů je zákon č. 21/1992 Sb., o bankách, ve znění pozdějších předpisů. V ustanovení § 12b stanoví požadavky kladené na ratingové agentury, které chtějí u nás působit. Podle § 12b odst. 1 je banka oprávněna pro výpočet kapitálových požadavků používat úvěrové hodnocení (rating) dlužníka vypracované osobou, která splňuje požadavky stanovené tímto zákonem a která je zapsána do seznamu agentur pro úvěrové hodnocení vedeného Českou národní bankou.

Podle odst. 2 seznam agentur pro úvěrové hodnocení obsahuje obchodní firmu, sídlo, právní formu zapsané osoby, její identifikační číslo osoby, rozsah uplatňování úvěrových hodnocení používaných touto osobou, přiřazení těchto úvěrových hodnocení ke stupňům úvěrové kvality a datum, od kterého je možno úvěrové hodnocení této osoby používat. V případě výmazu osoby ze seznamu agentur pro úvěrové hodnocení Česká národní banka v tomto seznamu uvede datum, od kterého nelze úvěrové hodnocení této osoby používat.

ZÁVĚR

Rating je produktem, který vznikl na trhu přirozenou cestou, bez působení regulací. Ratingové hodnocení má obecně na trhu pozitivní funkci, neboť odstraňuje informační asymetrii a snižují transakční náklady. Existence ratingu je dlouhodobá, trhem vyžádaná a prověřená. Účastníci trhu, emitenti, investoři i další si na něj – i přes všechna úskalí – zvykli a používají ho k různým účelům. Pro regulatorní účely začal být rating používán až později, tj. s velkým odstupem po jeho vzniku, a toto využívání ratingu lze chápat jako netržní. Pokračovat by se také mělo v doplňování odkazů na ratingy ve finanční legislativě ještě i jinými ukazateli.

Úvěrový rating z definice nelze považovat za investiční doporučení, ale pouze za názor hodnotící relativní pravděpodobnost selhání emitenta nebo emise. Tento názor vychází nejen z hodnocení historických dat (daného dlužníka, či odvětví apod.), ale obsahuje určité předpoklady o budoucnosti, které se mohou ve skutečnosti více či méně naplnit, a zahrnuje z velké míry i expertní úsudek, jde pouze o jakýsi nejpravděpodobnější scénář budoucího vývoje v určité oblasti a v určitém časovém horizontu. Není-li ratingové ohodnocení součástí právních předpisů, mají účastníci trhu volbu rating používat, nebo nepoužívat.

Regulace spoléhá nejen na zvýšený dohled ze strany státu, ale také na spolupůsobení trhu při užívání ratingů a samoregulaci. Cílem regulace by nemělo být ratingové agentury omezit, sankcionovat nebo zakázat, ale odstraňovat tržní deformace.

Na závěr je nutno upozornit, že nařízení č. 1060/2009, ve znění č. 513/2011 a č. 462/2013 nejsou samospasitelná a lze konstatovat, že přijatá nařízení o ratingových agenturách nic zásadního nezměnila. Ratingové agentury jsou v každé své činnosti v potenciálním konfliktu zájmů, působí na uzavřených oligopolních trzích a ani veřejnoprávní regulace, vedle samoregulačních mechanismů, neodstranila všechny problémy.

ECONOMICS OF REGULATION – ANALYSIS BASED ON REGULATION OF CREDIT RATING AGENCIES

Summary

Paper describes the emergence, development and the functioning of credit rating agencies, structure of rating market and legal meaning of the rating. The article analyzes the ratio for regulation of credit rating agencies and current regulatory reform of credit rating agencies in the EU, Regulation of the European Parliament and Council Regulation (EC) No 1060/2009 of 16 September 2009 on credit rating agencies, as amended, and its implementation into the Czech legal order.

Key words: credit rating agencies, current regulatory reform

Klíčová slova: ratingové agentury, současná regulace