

**Univerzita Karlova v Praze**  
**Filozofická fakulta**  
**Ústav informačních studií a knihovnictví**

Studijní program: informační studia a knihovnictví  
Studijní obor: informační studia a knihovnictví

Bc. Jan Kratochvíl

**Role ratingových agentur ve světové krizi**

Diplomová práce

Praha 2011

Vedoucí diplomové práce: Ing. Petr Očko, Ph.D.

Oponent diplomové práce:

Datum obhajoby:

Hodnocení:

### **Prohlášení**

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma „*Role ratingových agentur ve světové krizi*“ zpracoval samostatně, že jsem uvedl všechny použité informační zdroje a že práce nebyla využita v rámci jiného vysokoškolského studia či k získání jiného nebo stejného titulu.

V Praze, 28. prosince 2011

.....

podpis diplomanta

### **Poděkování**

Za odborné vedení diplomové práce, konkrétní připomínky a cenné rady bych rád touto cestou poděkoval panu Ing. Petru Očkovi, Ph.D. Velké poděkování patří svým rodičům, kteří mi svojí trpělivostí a dobrotou poskytli podmínky a podporu pro napsání této práce.

## **Identifikační záznam**

KRATOCHVÍL, Jan. *Role ratingových agentur ve světové krizi [Role of Rating Agencies in the Worldwide Crisis]*. Praha, 2011. Diplomová práce. Univerzita Karlova v Praze, Filosofická fakulta, Ústav informační studií a knihovnictví. Vedoucí diplomové práce Ing. Petr Očko, Ph.D.

## **Abstrakt**

Práce se zabývá vlivem ratingových agentur ve finanční krizi. Cílem práce je posoudit, jak velkou měrou se ratingové agentury podílely na vzniku poslední finanční krize, započaté pádem Lehman Brothers v roce 2008. Hlavní otázkou je, zdali ratingové agentury jednaly nevědomě nebo záměrně a jaké faktory přispěly nejvíce na vznik finanční krize a jak se s nimi mohly ratingové agentury vypořádat a ovlivňovat je. Práce se také věnuje regulacím ratingových agentur a jejich správnosti. V úvodní části je popisován rating a jeho aspekty z teoretického hlediska. V druhé, praktické části, je popisován skutečný stav oblasti ratingu před a v poslední finanční krizi.

## **Klíčová slova**

ratingové agentury, rating, ratingové hodnocení, finanční krize, informace, informační asymetrie, informační profese, regulace ratingových agentur

rating agencies, rating, financial crisis, information asymmetry, information profession, regulation of credit rating agencies

## Obsah

Seznam tabulek a grafů .....	7
Seznam zkratk.....	8
1 Úvod.....	9
2. Rating.....	12
2.1 Vymezení pojmu rating .....	12
2.2 Rating jako informace .....	13
2.3 Typy ratingu .....	14
2.4 Druhy ratingu .....	14
2.5 Ratingová stupnice a známky.....	15
2.5.1 Dlouhodobý mezinárodní rating .....	17
Investiční stupně .....	19
Spekulativní stupně.....	21
2.6 Proces tvorby ratingu.....	22
2.7 Nezávislost ratingových agentur .....	25
2.8 Rating a informační věda.....	26
2.8.1 Informace a informační společnost .....	26
2.8.2 Informační profese .....	27
3 Role ratingových agentur v poslední finanční krizi.....	29
3.1 Informační asymetrie.....	29
3.2 Ratingové agentury ve finanční krizi .....	32
3.3 Vznik modelu „emitent platí“ a rating jako nástroj regulace .....	34
3.4 Co ratingové agentury hodnotily a co bylo v krizi klíčové .....	35
3.4.1 Sekuritizace .....	36
3.4.2 RMBS a proces vytváření derivátu .....	36
3.4.3 CDO .....	37
3.5 Postup tvorby ratingu' .....	40
3.6 Rekordní příjmy .....	42
3.7 Hromadné snižování ratingového hodnocení .....	43
3.8 Nedostatky ratingových hodnocení .....	48
3.8.1 Konkurenční boj.....	48
3.8.2 Konflikt zájmů .....	49
3.8.3 Tlak investičních bank .....	52
3.8.4 Neprovedení přehodnocení po změně modelu.....	56
3.8.5 Nepřesné ratingové modely.....	58
3.9 Zabraňování nafukování ratingů.....	61
4 Regulace ratingových agentur .....	66
4.1 Modely fungování ratingových agentur .....	66
4.2 Regulační snahy ve Spojených státech .....	67
4.2.1 CRARA .....	68
4.2.2 Zákon na ochranu investorů .....	70
4.2.3 ATRAA .....	71
4.3 Regulační snahy Evropské unie .....	72
4.4 Je regulace správnou cestou?.....	73
5. Závěr .....	76
Seznam pojmů.....	80
Seznam použité literatury.....	81
Evidence výpůjček .....	87

## **Seznam tabulek a grafů**

### **Seznam tabulek:**

Tabulka 1 : Souhrnná ratingová stupnice.....	16
Tabulka 2 : Okomentované dlouhodobé ratingové stupnice Moody's a S&P.....	18
Tabulka 3 : Podíl původních AAA ratingů, které byly sníženy pod invest. pásmo..	46
Tabulka 4: Největší klienti ratingových agentur.....	53

### **Seznam grafů:**

Graf 1: Průměrná světová míra defaultů.....	22
Graf 2: Vydávání CDO (v miliardách USD).....	39
Graf 3: Příjem tří hlavních ratingových agentur mezi roky 2002 a 2007 .....	43
Graf 4: Nejčastěji opakovaně používané tranše při vytváření CDO .....	45
Graf 5: Snížení ratingů tranší CDO v průběhu času mezi roky 2002 a 2007.....	47
Graf 6: Zabalování subprime dluhopisů do CDO .....	56

## **Seznam zkratek**

SEC	Komise pro cenné papíry (Securities and Exchange Commission)
NSRSO	Národně uznané statisticko-ratingové organizace (Nationally Recognizes Statistical Rating Organizations)
SPV	Special purpose vehicle
CDO	Zajištěné dluhové obligace (Collateralized debt obligation)
RMBS	Cenné papíry zajištěné hypotékami (Residential mortgage-backed security)
S&P	Standard and Poor's
CESR	Komise evropských regulačních úřadů pro cenné papíry (The Committee of European Securities Regulators)
CRARA	Credit Rating Agency Reform Act
ATRAA	Accountability and Transparency in the Rating Agencies Act



## 1 Úvod

V poslední době se staly ratingové agentury a kvalita jejich práce velmi diskutovaným tématem, které rozděluje odbornou veřejnost na dvě skupiny. Některými je práce ratingových agentur hájena, početnější skupina však na druhé straně ratingové agentury kritizuje a obviňuje z podílu na vzniku poslední finanční krize. Systém fungování ratingových agentur i přes častou vehementní kritiku přestál několik velkých krizí. V současné době se sice stále častěji hovoří o určitých změnách, ale systém nastavený v 70. letech minulého století stále přežívá a v blízké době se nezmění.

Ratingovým agenturám bylo v poslední době svěřováno do rukou stále více moci. Ratingová hodnocení jsou obsažena v mnoha regulacích a snižování ratingů může mít dalekosáhlé celosvětové dopady – především při přidělování ratingů státům. Komerční banky omezovaly svá analytická oddělení a začaly hodnocení kreditní kvality „outsourcovat“. Mezinárodní organizace se snažily vyhnout vlastní odpovědnosti a outsourcovaly také hodnocení kreditní kvality na ratingové agentury. Význam ratingu nepřiměřeně vzrostl a ratingové agentury, jakožto poskytovatelé agregovaných ekonomických informací, se dostávaly pod jistý tlak. V tomto případě je to moc informace - informace dlouhé nanejvýš tři písmen a jména subjektu. Případ ratingových agentur ukazuje, jak se pouhá informace může stát velmi mocným nástrojem, působícím celosvětově, spoluvytvářejícím úvěrovou i měnovou politiku a ovlivňujícím celé státy (i hegemony) a silné transnacionální korporace. Už z těchto důvodů je dobré se v současnosti tímto tématem zabývat. Nejde pouze o to, jak velkou roli sehrály ratingové agentury v poslední finanční krizi, ale jde i o uvědomění si chyb, které se staly v poslední i předcházejících krizích, jejichž identifikování může pomoci při předcházení podobných situací v budoucnosti.

Jaký byl vliv ratingových agentur na poslední finanční krizi? Jakou měrou přispěly ratingové agentury na vznik této situace? Jaké faktory lze identifikovat jako hlavní nedostatky systému? Leží vina především na ratingových agenturách nebo se dostaly do této pozice bez vlastního přičinění bez možnosti tento jev ovlivnit? Na tyto otázky a nejen na ně se bude snažit odpovědět tato práce s cílem zhodnotit vliv ratingových agentur na vývoj finančních trhů po roce 2000.

Práce je rozdělena na dvě hlavní části, teoretickou a praktickou. V první části je rozebrán rating z teoretického hlediska, je zde ukázáno, jak by rating správně měl fungovat, zatímco v navazující praktické části je popsán skutečný stav, na jakých principech doopravdy pracoval ratingový průmysl. Práce je tak postavena na kontrastu teorie a skutečné praxe, což by mělo pozitivně působit na odкрытие skutečného vlivu ratingových agentur na finanční krizi a umožnit čtenáři udělat si lépe vlastní názor na věc.

První kapitola je věnována teorii ratingu. Je definován a vymezen pojem rating a je pojednáno o ratingu jako o informaci. Dále jsou uvedeny typy ratingů, druhy ratingů a vysvětleno fungování ratingových označení a tabulek. V této podkapitole je více rozveden dlouhodobý mezinárodní rating, u kterého je detailněji vysvětleno, jak se má jednotlivým ratingovým hodnocením rozumět. Jsou ukázány jejich odlišnosti a uvedeny míry defaultů jednotlivých značek. Je zde uveden i komplexní graf míry počtu defaultů v závislosti na ratingovém ohodnocení a počtu let. V kapitole nechybí ani proces tvorby ratingů a vysvětlení, jakým způsobem mohou ratingové agentury zůstat nezávislými a objektivními hodnotiteli. Kapitola je zakončena vysvětlením, proč považujeme rating za oblast, kterou by se měla zabývat informační věda a jaké jsou možnosti uplatnění pro informační pracovníky. To je vysvětleno na pozadí informační společnosti a je rozebírána informace jako druh zboží i moc informace.

Druhá, nejobsáhlejší kapitola celé práce spadá již do praktické části. Je v ní pojednáváno přímo již o roli ratingových agentur v poslední finanční krizi. Je rozebírána jednak informační asymetrie jako jeden z důvodů pro provádění ratingů. Je zde popisován vznik modelu „emitent platí“ a také nezbytně typy cenných papírů, které ratingové agentury hodnotily a byly pro finanční krizi klíčové. Vzhledem k tomu, že veškeré ekonomické a finanční náležitosti nejsou předmětem této práce a ani nevyhovují zaměření ÚISK FF UK, jsou popisovány, jak nejstručněji to bylo možné a byla zároveň zaručena možnost správného pochopení, k čemu pak ve spojení s ratingovými agenturami docházelo. Zároveň není možné tuto oblast (sekuritizace – proces vytváření strukturovaných cenných papírů RMBS a CDO) úplně vypustit. V dalších kapitolách následují okolnosti, které vedly a naznačovaly příchod finanční krize. Jedná se o způsob tvorby ratingu, rekordní příjmy ratingových agentur a náhlé hromadné a masivní snižování ratingových hodnocení. Druhá část obsahuje řadu faktorů, které ovlivňovaly správnost a přesnost ratingových

hodnocení vydávaných pro RMBS a CDO. Tato práce je identifikuje následovně: konkurenční boj, konflikt zájmů, tlak investičních bank, neprovedení přehodnocení po změně modelu a nepřesné ratingové modely. Druhá kapitola je zakončena podkapitolou o snahách zabraňování nafukování ratingů – jak se orgány dohlížející nad ratingovými agenturami poučily z krize na začátku milénia a jaké jednotlivé kroky na základě aspektů tehdejšího selhání ratingových agentur podnikly, aby k podobným selháním už v budoucnu nedocházelo.

Poslední, avšak neméně významná kapitola, je pojmenována Regulace ratingových agentur. Přináší celkem dva přehledy. První je přehled modelů fungování ratingových agentur, jejichž fungování je závislé na zvolení regulaci ratingových agentur. Druhý přehled přináší seznam regulačních snah jak ve Spojených státech, tak i v Evropské unii. Jaké všechny možné zákony a opatření byly navrženy a předloženy, co požadují a jaké důsledky z nich vyplývají. U Spojených států není opomenut zákon CRARA ani ATRAA, v Evropě zase úloha CESR. Kapitola končí zamyšlením nad tím, zdali je regulace správnou cestou. Tedy, jestli je lépe ratingový trh regulovat více, či méně. Také je v této podkapitole upozorňováno na možná úskalí navrhovaných regulací ve Spojených státech a v Evropské unii.

Ač jsou ratingové známky různých agentur velmi podobné, přesto se někdy liší v zápise. Pro zjednodušení, aby nemusely být uváděny všechny možné kombinace, v práci budou používány ratingové známky, tak jak je zapisuje agentura Standard & Poor's. Ekvivalentní značení např. agentury Moody's je možné nalézt v teoretické části v tabulce souhrnné ratingové stupnice. Stejně tak, vzhledem k tomu, že americký finanční trh je větší než evropský a finanční krize započala tam, je tato práce zaměřena především na americký kontinent a jsou probírány tři hlavní a vedoucí ratingové agentury Standard & Poor's, Moody's a Fitch. Pokud není v textu uvedeno výslovně jinak, ratingovými agenturami jsou myšleny právě tyto tři agentury.

## 2. Rating<sup>1</sup>

Rating, slovo původem z anglického jazyka, lze přeložit do českého jazyka více způsoby. Asi nejlepší překlad pro popisovanou oblast je ohodnocení a to nejčastěji v bodové podobě<sup>2</sup>. Pojem rating má poměrně široký význam a rozlišujeme více druhů ratingů. Nejedná se o rychlé ohodnocení, které dělá každý člověk dennodenně - rating v širším slova smyslu. Rating je spojený s nedůvěřivostí. Prostřednictvím ratingových informací je snižována míra nejistoty. Tedy vyslyšení nedůvěřivosti a snaha o hlubší ohodnocení vybraného subjektu a snaha se o subjektu dozvědět co nejvíce. Jedná se o velmi důkladné prošetření, které bere v potaz všechny možné druhy rizika, ať už vnějšího nebo vnitřního charakteru – užší rating.

### 2.1 Vymezení pojmu rating

*„Rating je druh ekonomické informace, která umožňuje investorovi posoudit míru rizika jeho investice.“<sup>3</sup>* Tato informace říká, jak je hodnocený subjekt schopný dostát svým závazkům - tedy jak velká je pravděpodobnost, že nebude v budoucnu schopný splatit své dluhy. Jde o informaci konkrétní, úplnou a objektivní, která je nezávislá vůči všem subjektům - investorům, emitentům, zájmovým skupinám a dalším subjektům. Poskytovatel informace, tedy ratingová agentura, musí mít jak dostatečnou kapacitu k analyzování veškerých možných rizik, tak být i schopná si udržet nezávislost vůči všem zúčastněným stranám.

Jedna z definic ratingu zní:

*„Rating je nezávislé hodnocení, jehož cílem je zjistit, a to na základě komplexního rozboru veškerých známých rizik hodnoceného subjektu, jak je tento subjekt schopen a ochoten dostát včas a v plné výši svým závazkům.“<sup>4</sup>*

---

<sup>1</sup> VINŠ, Petr. LIŠKA, Václav. *Rating*. Praha : C. H. Beck, 2005. 109 s : il. ISBN 80-7179-807.

<sup>2</sup> dle Lingea Lexicon 5 Anglický velký slovník Platinum.

<sup>3</sup> POSPÍŠIL, Josef. Rating: co je rating a jaký je jeho význam (1. díl). [online]. *Idnes.cz: Finance*. 2001. [cit. 2011-01-16]. Dostupné z [www:<http://finance.idnes.cz/rating-co-je-rating-a-jaky-je-jeho-vyznam-1-dil-f3g-/inv.aspx?c=A010412\\_082522\\_fi\\_osobni\\_1902>](http://finance.idnes.cz/rating-co-je-rating-a-jaky-je-jeho-vyznam-1-dil-f3g-/inv.aspx?c=A010412_082522_fi_osobni_1902).

<sup>4</sup> VINŠ, Petr. LIŠKA, Václav. *Rating*. Praha : C. H. Beck, 2005. 109 s : il. ISBN 80-7179-807. Str. 1.

Příčemž činnost ratingových agentur lze popsat jako:

*„sběr informací o konkrétním emitentovi finančního nástroje, o situaci v daném hospodářském sektoru a celkové makroekonomické situaci.“<sup>5</sup>*

Rating je těsně spjatý s finančním trhem. Společně s rozvojem finančního trhu, z historického hlediska se jedná o americký finanční trh, se stal rating nástrojem pro hodnocení finančních produktů nabízených na těchto finančních trzích. Nejčastěji se mluví o úvěrovém ratingu (credit rating). Tedy o ratingu emitovaných cenných papírů popř. dluhopisů (obligací). Dluhopis je dluhový zastupitelný cenný papír, který vyjadřuje závazek emitenta vůči věřiteli. Je s ním „*spojeno právo majitele (věřitele) na splacení dlužné částky a vyplacení výnosů z této částky, a povinnost emitenta (dlužníka) toto právo uspokojit, tedy splnit veškeré závazky*“<sup>6</sup>. Jak je patrné, definice dluhopisu nám z opačné strany z části pomáhá definovat pojem rating. V ratingu jde vždy o informaci, která říká, jak je rizikové investovat do hodnoceného subjektu (pravděpodobnost, že investované peníze a k nim příslušející výnos nebudou vráceny zpět a splaceny věřiteli). Ratingový trh je poměrně velký a rušný. Ročně je hodnoceno více jak 750 000 cenných papírů od více jak 42 000 emitentů v celkové hodnotě nejméně 30 trilionů amerických dolarů asi 150 různými ratingovými agenturami ve více jak 100 zemích.<sup>7</sup>

## **2.2 Rating jako informace**

Informace je poskytována ve formě určité známky, která jasně a stručně vypovídá o solventnosti dlužníka. Tato známka je výsledkem celkového ratingového procesu hodnocení a je vždy vybírána z ratingové stupnice. Tabulku, ze které se vybírají známky, je možné vidět v souhrnné ratingové stupnici – tabulka 1. Její mezinárodní část je možné plně celosvětově porovnávat a je plně kompatibilní skrze odvětví a regiony. To znamená, že každý investor může rychlým pohledem na ratingovou

---

<sup>5</sup> HUSTÁK, Zdeněk. *Komentář k připravovanému nařízení ratingových agenturách*. [online]. [cit. 2011-12-28]. Dostupné na [www: <www.bankovnipoplatky.cz>](http://www.bankovnipoplatky.cz).

<sup>6</sup> MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*. Praha : Ekopress, 2006. 624 s. : il. ISBN 80-86119-37-8.

<sup>7</sup> LANGOHR, Herwig. LANGOHR, Patricia. *The Rating Agencies and Their Credit Ratings : What They Are, How They Work, and Why They are Relevant*. Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2008. ISBN 978-0-470-01800-2.

známku zjistit bonitu hodnoceného cenného papíru nebo subjektu. Ratingový stupeň mu značně pomůže a ulehčí práci při rozhodovacím procesu, zdali cenný papír koupit nebo se mu raději vyhnout. Nezáleží na tom, z jakého je subjekt odvětví a v jaké lokalitě se nachází, pomocí mezinárodní značky je změřeno riziko tohoto hodnoceného subjektu, popř. emitovaného cenného papíru na celosvětové úrovni.

Informace musí být poskytnuta včas, musí být přesná a důvěryhodná. Z toho důvodu je celosvětově uznávaných ratingových agentur velmi poskrovnu. Proces získávání důvěry celého investičního světa je běh na dlouhou trať. Je založena na dlouhodobém poskytování těchto objektivních a přesných informací. Dlouhodobý znamená v případě ratingových agentur a důvěryhodnosti působení po více dekád.

### 2.3 Typy ratingu

Rating lze dělit na dva základní typy - na již zmíněný **úvěrový rating** a tzv. **suverénní rating států** (sovereign rating), který je credit ratingu nejpodobnější. Analogicky tento rating ukazuje schopnost jednotlivých států dostát svým závazkům z emitovaných dluhopisů nebo přijatých úvěrů. V současné době je na světě 14 států s nejvyšším ratingových hodnocením AAA (dle S&P).<sup>8</sup> Po dlouhou dobu byl také sovereign rating horní hranicí pro všechny ostatní ratingy subjektů s domicilem v daném státu. Tedy, že rating určitého subjektu s domicilem v dané zemi může dosáhnout maximálně výši ratingu dané země, ale nemůže ho přesáhnout. Od roku 2001 však ratingová agentura Moody's uděluje i z tohoto omezení výjimky. Ratingové agentury provádějí a zveřejňují sovereign rating zdarma v rámci své vlastní propagace.<sup>9</sup>

Dalšími možnými typy ratingu jsou rating finanční síly pojišťoven, rating bank, rating finanční síly a rating investičních nebo podílových fondů. Tyto ratingy však nejsou pro tuto práci příliš důležité.

### 2.4 Druhy ratingu

Dle požadavků investorů se v průběhu času začaly rozvíjet různé druhy ratingů. V současné době je velké množství různých druhů ratingů, které lze rozlišovat podle

---

<sup>8</sup> Austrálie, Rakousko, Kanada, Dánsko, Finsko, Francie, Německo, Hongkong, Lichtenštejnsko, Lucembursko, Nizozemí, Norsko, Singapur, Švédsko, Švýcarsko, Spojené království. (dle S&P)

<sup>9</sup> KOHOUT, Pavel. Nechtěná moc ratingových agentur. In *E15*. 7. května 2010.

trhu, pro které ratingové ohodnocení určeno, podle časového hlediska, podle dluhového instrumentu a podle adresáta ratingu. Druhy ratingu jsou následující:<sup>10</sup>

- Rozdělení z časového hlediska se odvíjí od doby splatnosti dluhového instrumentu. V případě krátkodobých dluhů se splatností do jednoho roku se jedná o rating krátkodobý. Všechny ostatní instrumenty se splatností nad jeden rok získávají dlouhodobý rating.
- Podle místa, na kterém trhu je dluh denominován, lze rozlišovat mezi mezinárodním a lokálním ratingem.
- Dále je možné dělit druhy ratingů podle dluhového instrumentu:
  - rating cenných papírů s pevným výnosem,
  - rating syndikovaného dluhu,
  - rating prioritních akcií,
  - rating strukturovaného financování,
  - rating projektového financování.
- Další možné dělení druhů ratingů:
  - rating emitenta,
  - rating banky či pojišťovny,
  - rating podílového nebo penzijního fondu,
  - rating organizátora trhu s cennými papíry

## **2.5 Ratingová stupnice a známky**

*„Ratingové hodnocení má strukturovanou povahu – podle kvality emitenta finančního nástroje je rating členěn do příslušných stupňů, které odpovídají očekávání ratingové agentury ohledně pravděpodobnosti, s jakou bude emitent schopen splnit své finanční závazky“<sup>11</sup>* a jednotlivé ratingové stupně jsou vyjádřeny pomocí ratingových známek. Ratingové známky se liší dle druhu ratingu. Tedy používají se různé známky pro dlouhodobý, krátkodobý, mezinárodní, lokální rating s modifikacemi pro zohlednění dalších druhů ratingů. V tabulce č. 1 je zobrazena souhrnná ratingová stupnice, která obsahuje stupnice dvou nejhlavnějších světových ratingových agentur Moody's a Standard & Poor's. Stupnice jsou uvedeny jen pro

---

<sup>10</sup> VINŠ, Petr. LIŠKA, Václav. *Rating*. 2005. Citovaný zdroj, str. 7.

<sup>11</sup> HUSTÁK, Zdeněk. *Komentář k připravovanému nařízení ratingových agenturách*. [online]. [cit. 2011-12-28]. Dostupné na www: <[www.bankovnipoplatky.cz](http://www.bankovnipoplatky.cz)>.

tyto dvě agentury z toho důvodu, že se jedná o agentury s největším podílem na trhu a také proto, že stupnice třetí nejdůležitější světové ratingové agentury, agentury Fitch, má stupnici v podstatě totožnou se stupnicí agentury Standard & Poor's. Stupnice těchto dvou naposledy zmíněných agentur se liší jen ve velmi malém detailu – v krátkodobém ratingu je pro bonitní krátkodobé závazky agenturou Fitch namísto písmena A používáno písmeno F.

**Tabulka 1: Souhrnná ratingová stupnice**

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

Zdroj: <http://cs.wikipedia.org/wiki/Rating>



Je nutné dodat, že rating se nedá považovat za investiční doporučení. Rating nezkoumá všechna možná rizika, jen některá. Mezi ty, které nejsou obsažené v hodnocení agentur, je možné jmenovat např. změny úrokových sazeb či změny devizových kurzů. Rating nezkoumá ani tržní cenu akcie nebo jmenovitou hodnotu dluhopisu a neposkytuje ani informace o tom, jestli je vhodné tyto akcie nebo dluhopisy koupit či prodat. Neposkytuje ani informaci o časovém zhodnocení cenného papíru a ani výnosnosti obligace. „*Rating analyzuje fundamentální kvalitu daného subjektu, popř. strukturu a fundamentální kvalitu daného emitovaného cenného papíru nebo jiného dluhu.*“<sup>12</sup> Proto rating nemůže být brán investory jako jediný významný zdroj informací při plánování investiční strategie.

### 2.5.1 Dlouhodobý mezinárodní rating

Dlouhodobý mezinárodní rating hodnotí závazky v cizích měnách se splatností nad jeden rok. Jelikož se závazky nehodnotí pouze v místní měně, nabírá tento rating mezinárodních rozměrů. Díky standardizované metodice ratingových agentur je toto hodnocení srovnatelné s dalšími hodnoceními po celém světě. Je tak možné srovnávat např. emitované akcie energetické společnosti v USA s emitovanými akciemi automobilky z Evropy či s obligacemi vydanými Čínskou národní bankou. Jedním pohledem na přidělenou ratingovou známku investor vidí, jak je který cenný papír rizikový.

Jak je z tabulky patrné, existuje více druhů ratingových známek. Subjektům a cenným papírům jsou přidělovány známky od nejvyššího stupně Aaa (stupnice podle Moody's) resp. AAA (stupnice podle Standard & Poor's a Fitch) po nejnižší C resp. D dle agentury. Známkování jednotlivých agentur je rozdílné, ale tyto rozdíly jsou velmi malé a systém struktury stupnic je při bližším ohledání stejný. Tyto malé odlišnosti můžeme vidět v tabulce č. 1 nebo v tabulce č. 2, kde jsou okomentované ratingové stupnice Moody's a S&P.

Logika a struktura ratingové stupnice je taková, že k základním znakům, kterými jsou AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C a D (podle S&P) se přiřazují ještě znaménka + a – (podle S&P) popř. 1, 2, 3 (Moody's). Tyto ukazatele tak rozšiřují stupnici o další možnosti a poukazují, jestli subjekt má přidělenou známku „čistou“

---

<sup>12</sup> VINŠ, Petr. LIŠKA, Václav. *Rating*. 2005. Citovaný zdroj, str. 1.

nebo jestli je subjekt v případě + či 1 adeptem na povýšení do více bonitní skupiny nebo v případě – či 3 naopak kandidátem na snížení známky z méně bonitní skupiny. Tímto ratingové agentury poukazují na své záměry a tendence subjektu v průběhu času. Agentura tak naznačuje, že v případě znaménka + nebo 1 se jedná o subjekt nebo cenný papír lepší než průměrné kvality, u znaménka – či 3 pak o horší než průměr.

**Tabulka 2: Okomentované dlouhodobé ratingové stupnice Moody's a S&P**

Moody's	S&P	Charakteristika
Investiční stupeň		
<b>1. vysoký</b>		
Aaa	AAA	Nejvyšší kvalita, velmi vysoká schopnost emitenta plnit závazky, úrokové platby jsou kryty vysokou marží.
Aa	AA	Vysoká kvalita, dobrá schopnost emitenta plnit závazky, marže pro krytí sazeb však není tak vysoká jako u první skupiny.
<b>2. průměrný</b>		
A	A	Vyšší střední kvalita, adekvátní předpoklady pro splnění povinností.
Baa	BBB	Přiměřená schopnost plnit závazky. Změna vnějších podmínek však může snížit platební schopnost dlužníka.
Spekulativní stupeň		
<b>3. spekulativní</b>		
Ba	BB	Závazky představují spekulativní prvky. Budoucí plnění povinností je nejisté.
B	B	Plnění závazků je v dlouhodobém horizontu značně nejisté.
<b>4. pomeškaný</b>		
Caa	CCC	Nízká kvalita, nebezpečí nesplácení.
Ca	CC	Vysoce spekulativní.
C	C	Velmi malá pravděpodobnost schopnosti dostát svým závazkům. Např. většina plateb bude v prodlení.
	D	Velké nebezpečí pro investora. Neschopnost dlužníka dostát svým závazkům.
Zdroj: Vinš, P., Liška, V. <i>Rating</i> . 1. vydání. Praha : C. H. Beck, 2005. Str. 12.		

## Investiční stupně

Moody's přiděluje známku nejvyššího stupně Aaa, S&P a Fitch AAA. Tohoto stupně je prakticky skoro nemožné dosáhnout, protože značí neohroženou schopnost dostát svým dlouhodobým závazkům<sup>13</sup>, tedy splatit jak jistinu, tak úroky, jak bylo naplánováno. Touto známkou oplývá jen několik těch nejvyspělejších států světa. V soukromé sféře je pak známka AAA přidělována ještě výjimečněji. V roce 2005 bylo na světě pouhých 15 komerčních subjektů, které byly hodnoceny touto nejvyšší známkou. V současné době jsou takto hodnoceny pouze čtyři korporace: Automatic Data Processing, Exxon Mobil, Johnson&Johnson a Microsoft.<sup>14</sup> U takto vysoce hodnocených subjektů a cenných papírů je riziko nesplacení pohledávek v desetinách procenta. Jak nám ukazuje tabulka 4 (dle Standard and Poor's) např. v horizontu 10 let hrozí riziko nesplacení v 0,4% případech a v 15letém horizontu pak 0,6%, což jsou pro investory velmi příznivá čísla, protože značí skoro 100% jistotu investice. Nejvyšší stupeň obsahuje ještě podle některých zdrojů ještě známku AAA-, která značí možný přesun do nižší kategorie.<sup>15</sup>

Dalším investičním stupněm je AA/Aa. Jde stále o velmi bonitní subjekty a cenné papíry. Pravděpodobnost, že takto hodnocené subjekty nedostojí svým závazkům je za 10 let 0,8% a za 15 let 1,3%. Subjektů a cenných papírů je v tomto stupni podstatně více než v nejvyšším stupni. Podle Vinše<sup>16</sup> je stupeň „double A“ prvním stupněm, kde není přidělována pouze samotná známka, ale objevují se zde už i modifikace pomocí znamínek + a – popř. číslic 1, 2 a 3. Tedy AA+, AA, AA- nebo Aa1, Aa2, Aa3. U subjektů se známkou + či 1 je pravděpodobnější, že přidělenou známkou udrží než, že jí ztratí. Naopak a analogicky, rozlišovací znaménko – či 3 značí méně bonitní subjekty a je u těchto subjektů pravděpodobnější ztráta této ratingové známky a přesun na nižší stupeň v ratingové stupnici než jeho povýšení do

---

<sup>13</sup> Tamtéž, str. 10.

<sup>14</sup> dle DASH, Eric. AAA Rating Is a Rarity in Business. *In The New York Times*. 2011. Dostupný na [www:< http://www.nytimes.com/2011/08/03/business/aaa-rating-is-a-rarity-in-business.html?pagewanted=all >](http://www.nytimes.com/2011/08/03/business/aaa-rating-is-a-rarity-in-business.html?pagewanted=all).

<sup>15</sup> Dle HILL, Claire A., Regulating the Rating Agencies. *In Washington University Law Quarterly*. 2004, Vol. 82, p. 43. Dostupný na SSRN:<<http://ssrn.com/abstract=452022>>. Vinš tuto možnost neuvádí.

<sup>16</sup> Vinš, P., Liška, V. *Rating*. 2005. Citovaný zdroj, str. 10.

bonitnější třídy (viz také kapitola dlouhodobý mezinárodní rating a odstavec věnující se stupni „double B“).

Následující stupeň, který označuje stále kvalitní subjekty a cenné papíry je stupeň A. Pravděpodobnost nedostání závazkům u nich hrozí pořád ve velmi přijatelné míře a to 1,8% za 10let a 2,8% za dobu 15 let. Toto riziko je ještě přijímáno obchodními subjekty bez problémů, protože jsou schopny ho pokrýt ze ziskových marží.

Nejdůležitější zlom představuje poslední známka investičního stupně. Stejně jako předešlé známky, obsahuje také rozlišovací znaménka. Velká změna ale nastává oproti předešlým stupňům, pokud subjekt dostane ohodnocení s negativním dovětkem BBB-/Baa3. Tyto subjekty pak odděluje jen velmi tenká hranice mezi spekulativní skupinou a může se snadno stát, že sestoupí z investičního stupně na některý ze spekulativních. Praktický dopad to má na subjekt velmi velký, protože by se k němu přistupovalo už se značnou nedůvěrou. Takto, na stupni BBB, jsou považovány z hlediska úvěrových vztahů stále ještě za subjekty schopné dostat s přijatelnou mírou rizika svým závazkům. Na nižších stupních už by za tak důvěryhodné subjekty považovány nebyly, což by se odrazilo v podstatně vyšší ceně úvěru.

Tento ratingový stupeň je zlomovým bodem i z pohledu ratingu jako regulace. Některé instituce mají přímo nakázané legislativou státu, ve kterém působí, centrální bankou nebo vnitřními pravidly používat rating a investovat do cenných papírů jen od určitého stupně rizikovosti (ratingu). To platí především pro penzijní fondy, banky a životní pojišťovny, které nakládají s penězi drobných střadatelů, kteří nemají jinou možnost kontroly a ovlivnění, kam jejich peníze budou investovány. Na některé veřejné trhy např. USA a Japonska<sup>17</sup> proto z důvodu regulace nejsou připuštěny cenné papíry se spekulativním stupněm ratingu. Na většinu evropských trhů jsou připuštěny i papíry se spekulativním stupněm ratingu. Především jako důsledek přiměřeného rizika a také regulace směřuje celkem cca 80% všech světových investic do cenných papírů s ratingem BBB/Baa a vyšším.

---

<sup>17</sup> POSPÍŠIL, Josef. Rating: co je rating a jaký je jeho význam (1. díl). Citovaný zdroj.

## **Spekulativní stupně**

Na spekulativní stupeň připadá zbývajících 20% investic. Nejvyšší známkou spekulativního stupně je BB nebo Ba. Jedná se jak o méně důvěryhodné subjekty nebo cenné papíry, protože se nacházejí ve spekulativním pásmu, tak jsou ale zároveň nejnadějnější z tohoto spekulativního pásma, s největší pravděpodobností na postup do pásma investičního. Např. v roce 2001 byl Slovensku změněn rating ze spekulativního BB+ / Ba1 na investiční BBB- / Baa3 (Česká republika dostala hned počátkem roku 1993 rating od Moody's Baa3, v polovině téhož roku BBB od Standard & Poor's a nikdy tak nebyla hodnocena na spekulativní úrovni).

Co se týče nesolventnosti subjektů s touto známkou, udávají ratingové agentury informace, které jasně potvrzují velký význam používání dovětek (pomocných symbolů) k základním ratingovým známkám. Subjekty ohodnocené BB+/Ba1 nesplácejí své závazky v 14,08% se známkou BB/Ba2 v 14,71% případech, ale subjekty s ratingem BB-/Ba3 nejsou schopny dostát svým závazkům už v 38,22% případech (vždy za dobu 10 let). To je dvou a půl násobný rozdíl neschopnosti splácet v rámci jedné základní ratingové známky. Proto není možné jen rozlišovat na investiční a spekulativní pásmo nebo se koukat na základní ratingové známky, ale pro investory je nutné se v ratingu opravdu vyznat a rozlišovat ratingovou informaci v hlubší rovině a zajímat se i o to, jaké symboly jsou připojené k základní známce a podle toho se rozhodovat.

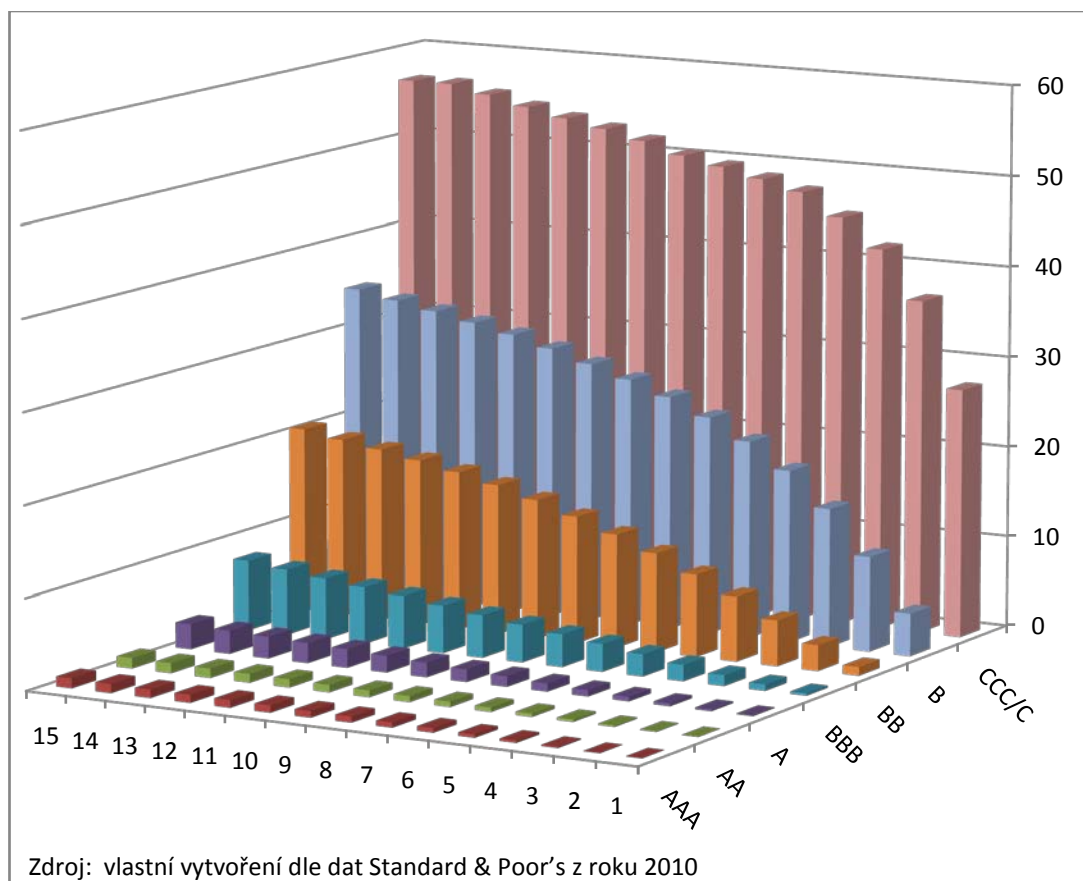
Následným spekulativním stupněm je B. Jedná se už opravdu o velmi spekulativní investice, protože pravděpodobnost nenávratnosti investice je více jak 50 procent a v horizontu 10 let činí 54,5 %. Je to první spekulativní stupeň, v němž je pravděpodobnost nesplacení větší než pravděpodobnost splacení. Toto riziko je však také vyvažováno možným výnosem.

Ratingová stupnice obsahuje dále stupně CCC/Caa, CC/Ca a C, na které je možné pohlížet jako na pokraji defaultu a nebo již v defaultu jsou. Agenturou S&P je ještě používáno znaménka D pro subjekty, které jsou v defaultu.

Graf č. 1 průměrný světový počet defaultů v závislosti na ratingové známce a délky času. Na jedné ose jsou naneseny ratingové známky, na druhé ose jsou naneseny počty let a na poslední svíslé ose je hodnota, která udává, jaká je procentní pravděpodobnost, že dojde k defaultu. Je vidět, že pravděpodobnost defaultu stoupá

významněji mezi hodnocením A a BBB. Zásadní zlom je však možné pozorovat za hodnocením BBB, kdy pravděpodobnost velmi rychle stoupá jak v prvních letech splatnosti, tak i podle jednotlivých značek. Tím se také vysvětluje, proč ještě ratingy s hodnocením BBB/Baa patří do investičního stupně.

**Graf 1: Průměrná světová míra defaultů**



## 2.6 Proces tvorby ratingu

Určování ratingu je velmi složitá činnost, vyžadující analytickou práci s více prameny a sledování několika hledisek. Konkrétní metodologické přístupy nejsou jednotlivými agenturami zpřístupňovány, neboť jsou součástí jejich know-how. Přesná metodologie je považována za jedno z největších bohatství firmy, proto je přísně utajována. Stejně vysoko se cení už jen důvěryhodnost ratingové agentury, která je však plně spojena právě s metodologií tvorby ratingu – jen správná metodologie, jejímž výsledkem jsou kvalitní data, jejichž správnost obstojí i s odstupem několika desítek let, determinuje důvěryhodnost agentury. Metodologie tak zaručuje konkurenční výhodu firmy a jejich utajování zvyšuje konkurenční boj,

spočívající v tom, která agentura bude schopná vytvořit lepší model, s přesnějšími výsledky.

Podle Vinše<sup>18</sup> je rating založen na kvalitativních a kvantitativních faktorech. Kvalitativní faktory lze rozdělit do tří široce pojatých skupin:

1. faktory specifické pro společnost (company risk),
2. faktory odvětvové (sector risk),
3. faktory specifické pro určitý stát (sovereign risk).

Kvalitativní faktory lze špatně objektivizovat. Do této skupiny patří např. řízení společnosti, vztahy s obchodními partnery, strategie společnosti, konkurenční prostředí, řízení rizik a vládní politika. Na druhou stranu, kvantitativní faktory zkoumají hospodářské podmínky a jsou zpravidla výsledkem matematicko-statistické analýzy. Pod tyto faktory lze zařadit např. účetnické údaje jako zisk, kapitálová struktura, likvidita atd.

*„Rating není matematickou formulkou několika málo ukazatelů, ale představuje relativně hluboký a metodologicky i časově náročný analytický pohled a subjektivity.“*<sup>19</sup> Samotná tvorba ratingu se liší podle hodnocených subjektů, proto nelze definovat jednotné postupy a metodologii. Důležitou součástí analýz je vyhodnocování problémů konkurenčního prostředí, především konkurenční výhody a nevýhody, společnost je srovnávána s místními konkurenty i podobnými společnostmi z jiných částí světa. Je také zkoumána míra, jak hodně je společnost ovlivňována hospodářskými cykly.

I když nelze přesně definovat metodologii, existuje určitý obecný proces tvorby ratingového hodnocení, používaný u většiny standardních ratingových agentur. Celý proces začíná kontaktem a předšmluvním vyjednáváním. Začátek samotného procesu hodnocení je odstartován podpisem smlouvy. Byl i zaznamenán proces, ve kterém v rámci schvalování klienta ratingovou agenturou, byl ustanoven výbor, který se zabýval otázkou, zdali se agentura v případě klienta nebude dostávat do střetu zájmů.

---

<sup>18</sup> VINŠ, Petr. LIŠKA, Václav. *Rating*. Citovaný zdroj, str. 21.

<sup>19</sup> Tamtéž, str. 22.

Je to sice velmi morální přístup, avšak spíše nestandardní, který není vlastní žádné vedoucí ratingové agentuře.

Po podepsání smlouvy je vytvořen tým analytiků, který má na starosti určitého klienta. Hodnocení začne získáváním informací. Ty mohou být získány několika způsoby. Nejpoužívanějším je zaslání klientovi informačních požadavků ve formě dotazníku, který klient vyplní. Možné je také s dotazy přímé osobní návštěvy klienta. Nesbírají se a nepracuje se však pouze s informacemi, které poskytne sám klient, nýbrž jsou také shromažďovány a vyhodnocovány informace od různých poradenských společností a informačních agentur či asociací a veřejnoprávních institucí. Zajišťuje se tak maximální objektivita a komplexnost hodnocení a výstupu.

Sesbírané informace jsou kvalitativně a kvantitativně zanalyzovány, jsou dále identifikována všechna možná rizika ohrožující hodnocený subjekt. Celý tento proces trvá jeden až dva měsíce, po kterých se sejde ratingový výbor, složený z analytického týmu a ostatních vedoucích analytiků agentury. Tohoto ratingového výboru se nesmějí účastnit žádní externisté, aby bylo zamezeno úniku citlivých informací. „*Na základě předložené analýzy a následné diskuse přidělí demokratickým hlasováním (bez práva veta) ratingový výbor hodnocenému subjektu konečný rating.*“<sup>20</sup> V průběhu hodnocení nejsou poskytovány jakékoliv informace a konečný přidělený rating je zveřejňován podle vůle klienta. Pokud se zveřejněním souhlasí, je připravena prezentace uděleného ratingu a schválené informace jsou poskytnuty široké veřejnosti. Celý proces od kontaktu s klientem až po zveřejnění ratingu trvá v průměru tři měsíce.

Pravidlem je také průběžné monitorování ratingu, protože snahou agentury je, aby bylo možné stanovit takové hodnocení, které nebude ovlivněno hospodářskými cykly.<sup>21</sup> V konjunkturu se tak může jevit kondice subjektu lepší než prisouzený rating, v recesi se pak zase rating může zdát nadhodnocen vzhledem k momentálním finančním ukazatelům.

---

<sup>20</sup> Tamtéž, str. 23.

<sup>21</sup> Jedná se o zásadní rozdíl od scoringového hodnocení.



Je možné také provádět nevyžádaný rating, který vzniká nejčastěji na popud investora. V takovém případě je rating vytvářen zpravidla bez spolupráce hodnoceného subjektu pouze z veřejně dostupných zdrojů.

Rating, i přesto že se jedná o velmi důkladnou a hlubokou analýzu, by neměl být zaměňován za audit, který se zabývá správností vedení účetnictví a správností prezentovaných účetních dat. Rating však čerpá data z výstupů auditů.

## **2.7 Nezávislost ratingových agentur**

Jedním z největších bohatství ratingových agentur je jejich pověst. Vzhledem k tomu, že se běžně investuje na dobu několika dekad, podobně dlouhou dobu trvá ratingové agentuře vydobýt si svoje uznávané postavení, které je postaveno na dlouhodobých kvalitních hodnoceních – to vychází z počtu ohodnocených klientů, správností těchto hodnocení a z reakcí na změny v bonitě hodnocených subjektů. Pokud investoři nevěří nějaké ratingové agentuře, je pro klienty zbytečné si u ní nechávat vypracovávat rating, protože nepřinese očekávaný užitek.

Dle Vinše<sup>22</sup> by měla ratingová agentura splňovat několik základních požadavků:

- Ekonomická a politická nezávislost
  - rating musí být jedinou činností ratingové agentury,
  - akcionáři nesmějí být v konfliktu zájmů,
  - zaměstnanci se nesmějí dostávat do konfliktu zájmů,
  - ratingová agentura má klientsky diverzifikované portfolio a dostatečné finanční zázemí,
  - ratingová agentura neinvestuje do jí hodnocených instrumentů.
- Délka působení firmy na trhu – čím je historie firmy delší, tím lépe.
- Obchodní tajemství a metodologie
  - agentura musí používat koherentní metodu určování ratingů,
  - agentura musí být schopná nastavit taková opatření, aby nemohlo dojít k úniku informací a vyzrazení různých citlivých dat mimo okruh příslušných pracovníků agentury.

---

<sup>22</sup> Tamtéž, str. 20.

- Agentura by měla být uznána regulátory příslušného trhu, neměla by mít problémy s morálkou, etikou či zákonem, stejně tak by se měla vyvarovat profesionálním pochybením.
- Kvalifikovaní zaměstnanci – všichni zaměstnanci ratingové agentury by měli být vysokoškolsky vzdělání v příslušného oboru, dodatečná školení a stáže jsou velkou výhodou.

## 2.8 Rating a informační věda

Následující kapitola se bude věnovat vztahu ratingu a informační vědy, proč je možné považovat rating za oblast, kterou by se měla zabývat informační věda a jaké jsou možnosti uplatnění pro informační pracovníky.

### 2.8.1 Informace a informační společnost

Informace lze pojmut jako vědění, které lze předávat, jako obsah zprávy či sdělení, dále také jako informace jako nehmotná skutečnost, související s entropií. Lze na ně pohlížet z více úhlů, a pokud se na ni pohlédne jako na komoditu či zboží, lze nalézt její určitá specifika:

- Materiální a informační zboží má společné vlastnosti, je určené pro směnu, má jak užitnou, tak i směnnou hodnotu.
- Informace však nejsou zbožím v pravém slova smyslu, protože lze těžko nalézt způsob kvantitativního vyjádření, jak hodnoty, tak množství.
- Prodejce informace ji prodejem nepozbývá. Informace je ve své podstatě nehmotná.
- Informace mohou být využívány simultánně mnoha osobami, je nekonečně reprodukovatelná a nezávislá na metodách šíření.

Informace jsou také základem informační společnosti. Tu lze definovat jako společnost, která používá ve vysoké míře informačních a komunikačních technologií založených na prostředcích výpočetní techniky a digitalizace. Jedná se také o využívání digitálního zpracování, uchování a přenosu informací. Právě „ze zpracování informací se stává významná ekonomická aktivita, která jednak prostupuje tradičními ekonomickými či společenskými aktivitami a jednak vytváří

*zcela nové příležitosti a činnost, které podstatně ovlivňují charakter společnosti.*<sup>23</sup> Hlavními rysy informační společnosti je převaha práce s informacemi, integrace a globalizační tendence.

Ratingové agentury jsou z pohledu informační společnosti velmi moderními firmami, protože splňují většinu jejích předpokladů. Působí celosvětově, podílejí se vysokou měrou na zvyšování práce s informacemi a nezbytně používají při své práci nejmodernější informační a komunikační technologie. Informace je fundamentem práce ratingových agentur. Není to jen produkt, který nabízejí, informace jsou stěžejní látka potřebná ve všech procesech ratingových agentur, jak při vstupu - ve formě shromažďování informací, tak v prostřední fázi tvorby ratingu - při analyzování shromážděných informací i v poslední fázi - zveřejňování ratingů. S nadsázkou by se dalo říci, že jsou esencí jejich života či fungování.

Informační věda by se také ratingovými agenturami měla zabývat z důvodu nezvykle rychle rostoucí moci informací, které ratingové agentury třímají v rukou. Ratingové agentury se, aniž by samy chtěly, staly v průběhu času velmi mocnými organizacemi, které pouhým vypuštěním informace obsahující jen jméno subjektu společně s maximálně třímístnou ratingovou známkou, mohou ovlivňovat silně celosvětové dění a působit okamžité katastrofy kdekoli na světě.

### **2.8.2 Informační profese**

Ratingové agentury, jakožto poskytovatelé agregované ekonomické informace, nabízejí na trhu svůj produkt - informaci s přidanou hodnotou. Rating je záležitost vysoce sofistikovaného a zodpovědného zpracování informací, které podmiňuje potřebu kvalifikovaných pracovníků, kteří by byli schopni se s takovýmto úkolem úspěšně vypořádat. Povaha práce sice vyžaduje spíše ekonomy, vzdělané ve financích, podnikové ekonomice, národním hospodářství a účetnictví, ale i pro informační pracovníky jsou ratingové agentury vhodné. Důležitým cílem ratingových agentur je komplexnost hodnocení, které postihuje rizika hodnoceného subjektu v celé šíři. Jak bylo již výše uvedeno, ratingové agentury se nespolehají pouze na informace od klienta, ale používají informace získané na jiných místech různými

---

<sup>23</sup> ZLATUŠKA, Jiří. Informační společnost. In *Zpravodaj ÚVT MU*. 1998, roč. VIII, č. 4, s. 1-6. ISSN 1212-0901. Dostupný na [www:< http://www.ics.muni.cz/bulletin/articles/122.html>](http://www.ics.muni.cz/bulletin/articles/122.html).

způsoby. Právě při potřebě vyhledávat informace, třídit, zpracovávat, ukládat a zpřístupňovat, tedy činnosti, která v ratingové agentuře probíhá nepřetržitě a je klíčem k jejímu úspěchu, se stává informační specialista díky svým schopnostem nepostradatelným.

Práce ratingových agentur je ryze informační, a proto je v nich třeba informačních pracovníků. Tak jak vytvořil Marc U. Porat tři základní kategorie podle informačních profesí, práce ratingových agentur jednoznačně spadá do primárního sektoru, kde se nacházejí organizace, jejichž produkty jsou výhradně informační, s cílem prodeje na informačních trzích. Zároveň se v ratingové agentuře najde zastoupení všech pěti informačních profesí<sup>24</sup>, jak je také kategorizoval.

Díky specializačnímu zaměření se předpokládá, že informační pracovník bude schopen najít více informací za kratší dobu než jiný zaměstnanec ratingové agentury. Nutno zdůraznit, že navíc nalezené informace mohou mít kruciólní význam při určení adekvátního ratingového stupně. Nelze očekávat, že informačních specialistů bude v ratingových agenturách potřeba stejné množství jako ekonomických analytiků, ale vzhledem k velikosti ratingových agentur - např. ratingová agentura S&P zaměstnává asi 21 tisíc lidí, jsou ratingové agentury a celkově ratingový průmysl důležitým zaměstnavatelem informačně vzdělaných specialistů.

---

<sup>24</sup> Producenti poznatků, distributoři poznatků, analytici, průzkumníci a koordinátoři v oblasti trhu, zpracovatelé informací a pracovníci obsluhující informační stroje.

## 3 Role ratingových agentur v poslední finanční krizi

### 3.1 Informační asymetrie

Pojem informační asymetrie, možné označovat i jako asymetrické informace, znamená, že při interakci dvou subjektů disponuje jeden subjekt více informacemi než ten druhý. Touto znalostí získává výhodu nad subjektem, který má menší počet informací a tento jev nastává nejvýrazněji ve vztahu např. pacient a lékař, advokát a klient nebo zákazník a opravář složitějšího elektronického přístroje.

Na trzích se pak asymetrie informací projevuje tím, „že subjekty na jedné straně mají mnohem lepší informace než subjekty na druhé straně“<sup>25</sup>. Nebo jak J. E. Stiglitz, nositel Nobelovy ceny za zkoumání nedokonalosti informací, ve své teorii píše: „různí lidé na trhu vědí různé věci“<sup>26</sup>. Vlastnictví informací přináší konkurenční výhodu spojenou s možností správnějšího rozhodování. Nastává to v situaci, když např. „si jednotlivci či firmy vypůjčují, vědí mnohem více o tom, jestli jsou schopni půjčku splatit, než ti, kteří jím půjčují“<sup>27</sup>. Vztah, kde se zásadně projevují asymetrické informace, je mezi akcionáři a manažery akciových společností, pojistitelů a pojištěnců apod. „To je prostředí, ve kterém ratingové agentury jsou činné a kde přidávají ekonomickou hodnotu.“<sup>28</sup> Negativní vliv má informační asymetrie, pokud je rozdíl v informovanosti značný – asymetrické informace pak představují jednu z příčin selhání trhu.<sup>29</sup>

Ratingové agentury hodnotily na finančním trhu subjekty a jejich produkty. Výsledkem tohoto hodnocení byla známka, která vyjadřovala kvalitu hodnoceného subjektu. Ratingové agentury, popř. hodnocené subjekty, tyto známky zveřejňovaly. Menší investor, pro kterého by bylo prakticky nemožné některé subjekty samostatně

---

<sup>25</sup> SOJKA, Milan. *Asymetrické informace a jejich důsledky pro metodologii ekonomie*. [online]. Praha, 2001. [cit. 2011-12-1]. Přepis přednášky Asymetrické informace – nová cesta ke zdůvodnění státních zásahů? Dostupný také na WWW: <http://www.cepin.cz/cze/prednaska.php?ID=241>>.

<sup>26</sup> STIGLITZ, Joseph E. *Asymetrie informací a ekonomické politiky*. [online]. Project Syndicate, 2001. [cit. 2011-09-20]. Dostupný také na WWW:< <http://www.project-syndicate.org/commentary/stiglitz9/Czech>>.

<sup>27</sup> SOJKA, Milan. *Asymetrické informace a jejich důsledky pro metodologii ekonomie*. Citovaný zdroj.

<sup>28</sup> LANGOHR, Herwig, LANGOHR, Patricia. *The Rating Agencies and Their Credit Ratings : What They Are, How They Work, and Why They are Relevant*. Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2008. ISBN 978-0-470-01800-2. str. 9

<sup>29</sup> SOJKA, Milan. *Asymetrické informace a jejich důsledky pro metodologii ekonomie*. Citovaný zdroj.

hodnověrně hodnotit, tak měl vodítko, na jehož základě se mohl lépe rozhodovat, jestli má investovat, s jakým rizikem a do čeho. Ke stejnému postupu ohodnocování investičních záměrů přistoupily i velké firmy, které by si mohly dovolit mít své vlastní analytiky (v důsledku také regulace, viz kapitola č. 3.2 Ratingové agentury ve finanční krizi).

Ratingovým hodnocením, jakožto poskytováním agregované informace, postihující komplexně velké množství vstupů (i těch, ke kterým je běžným způsobem nemožné se dostat), se snižovala informační asymetrie na trzích. Beneficienti byli investoři, kteří tak mohli lépe diverzifikovat své portfolio. Ratingové hodnocení snižovalo informační výhodu akciových společností a finančních institucí, vydávajících cenné papíry. Díky jakémusi nezávislému subjektu, který tyto společnosti hodnotil a nemohl být při hodnocení ovlivňován, nebylo možné, aby společnosti zneužívaly svoji informační převahu v tak velké míře, v jaké by mohly, nebýt ratingových agentur. Jednalo se tedy o jakousi regulaci morálního hazardu.

Morální hazard je často skloňovaným důvodem hypoteční krize. Je to terminus technicus z teorie tržního selhání pro situaci, kdy se chování jedince či společnosti liší v závislosti na míře zodpovědnosti za své jednání. Poukazuje na to, že chování v případě nesení plného rizika za své činy se liší od chování, kdy je zodpovědnost snížena následkem určitých vlivů, jako je nejběžněji pojištění. Je to stav, kdy jeden ekonomický subjekt při maximalizování svého užitku snižuje užitek ostatních subjektů na trhu na základě informační asymetrie. V souvislosti s touto krizí je to především fakt, že investiční banky neinvestovaly své peníze, nýbrž peníze svých klientů a zároveň podstupovaly velká rizika s předpokladem, v případě problémů či bankrotu, záchrany od státu na základě doktríny „too big to fail“.

Zde je nejdůležitější důvěryhodnost těchto agregovaných ekonomických informací. Tedy výstupy ratingových agentur musejí být považovány za objektivní, nestranné a z dlouhého časového hlediska (nejméně 5, spíše však 10 - 30 let) za kvalitní, spolehlivé a důvěryhodné.

Význam důvěryhodnosti informací je možné demonstrovat na USA, kde je finanční trh mnohem více rozvinut než v jiných částech světa, a firmy jeho prostřednictvím

často financují svůj rozvoj.<sup>30</sup> Kvůli velkému zájmu o investování na finančním trhu je pak pro investory životně důležité, aby měli přesné informace o stavu a finančním zdraví firmy (popř. jiného cenného papíru než akcie), do které investovali či hodlají investovat. Pro USA ve srovnání s Evropou je typická velká míra investování úspor do akcií, ať už přímo, či prostřednictvím různých fondů. Jakékoli propady na burze pak mají za následek dramatičtější důsledky. Snižuje se zásadně kapitál firem a bohatství domácností. Pro zjištění, v jakém je určitá společnost stavu, se stále častěji investoři spoléhali na zprávy od ratingových agentur. Tyto společnosti mají status poskytovatele zaručených a nezávislých informací. Jedná se tak o expertní zhodnocení stavu zkoumané organizace či investičního nástroje. Z tohoto důvodu mají také ratingové agentury v USA větší vliv a důležitější postavení než v Evropě.

Ač byl prapůvodní záměr takový, že ratingové agentury budou poskytovat důvěryhodné agregované ekonomické informace, které budou pomáhat snižovat informační asymetrii na finančních trzích a pomáhat investorům v lepší orientaci na trhu, poslední finanční krize ukázala trochu jiný trend a poodhalila, jak tomu doopravdy bylo. S rostoucí složitostí nových komplexních cenných papírů nabírala informační asymetrie postupně stále větších rozměrů. Ratingové agentury byly klamané investičními bankami a investoři byli klamáni zase ratingovými agenturami. Riziko však nesli především investoři, takže se investiční banky i ratingové agentury nikterak nesnažily řešit tuto situaci. Celkově je cítit absence elementární odpovědnosti za cokoli. Ratingové agentury mohou otočit své prohlášení o 180 stupňů během krátké chvíle a nenesou ani zodpovědnost za případné ztráty, ani nejsou samy žádným způsobem potrestány za špatné předpovědi a šíření nejistoty na finančních trzích, která má v době finanční krize samozřejmě nedožrnné následky na vývoj akcií, hospodářství a vůbec celé ekonomiky.<sup>31</sup> Ratingové agentury využíváním informačních asymetrií mohou dělat bez starosti, co se jim zlíbí, aniž by nesly jakoukoli zodpovědnost za své činy, investiční banky zase mohou pokračovat ve své nezodpovědné činnosti díky morálnímu hazardu.

---

<sup>30</sup> OČKO, Petr. *Ekonomika podniku v éře informační společnosti*. Praha, 2010. 83 s., 6 s. příl. Univerzita Karlova v Praze, Filosofická fakulta, Ústav informačních studií a knihovnictví.

<sup>31</sup> NACHER, Patrik. Ratingové agentury : spoluvník, co dále kibicuje. [online]. [cit. 2011-12-28]. Dostupné na www: < <http://www.bankovnipoplatky.com/ratingove-agentury--spoluvnik-co-dal-kibicuje-7730.html>>.

### 3.2 Ratingové agentury ve finanční krizi

Finanční krize z roku 2008 je některými hlasy označována za uměle vytvořený útok na americkou ekonomiku. Americké finanční instituce prováděly vysoce rizikové úvěrové strategie za účelem vytvoření rychlého zisku. Tímto počínání vypouštěly do finančního systému stovky miliard dolarů ve formě toxických hypoték. Firmy z Wall Street použily nových finančních produktů, složitých finančních derivátů, ve kterých smíchaly dohromady kvalitní cenné papíry s řadou cenných papírů nízké kvality. Výsledkem byl produkt, finanční derivát, který, zaštitěn kvalitním cenným papírem, vypadal na první pohled důvěryhodně. Takto konstruovaný derivát navíc přenášel rizika spojená s půjčováním peněz a investování z věřitele na dlužníka. S takovýmito finančními deriváty se pak finanční firmy obrátily na ratingové agentury, aby jim přidělily ratingová hodnocení ukazující malou míru rizika, bezpečnost a potřebný investiční stupeň (viz dále v této kapitole). Ohodnocováním těchto finančních derivátů se ratingové agentury podílely na tomto útoku a právě v tom tkví role ratingových agentur ve finanční krizi. Lze spekulovat, do jaké míry se ocitly ratingové agentury v roli spolupachatele při vytváření finanční bubliny ve spojených státech nevinně, kdy nemohly správně porozumět velmi složitě připravovaným finančním derivátům, které navíc podléhaly neustále inovacím s cílem vytvořit co nejvíce komplexní finanční produkt. Na druhou stranu však bohužel existují důkazy, výpovědi zaměstnanců a e-mailová korespondence, které dokazují vědomé zapojení ratingových agentur do těchto operací. Podnětů pro toto chování bylo několik. Jednalo se především o snahu udržet si co nejdéle důvěryhodnost jejich práce, finanční prostředky a strach o ztrátu podílu na trhu na úkor konkurence.

Role ratingových agentur ve finanční krizi byla tak závažná, že v současné době agentury čelí podezřením a útokům na jejich důvěryhodnost. Případ ratingových agentur se dostal dokonce i před soud - Stálý podvýbor amerického senátu pro vyšetřování, který prověřoval jejich zainteresovanost do činu.

V tomto případě, v souvislosti s poslední finanční krizí, ratingové agentury hodnotily především pravděpodobnost ztráty či úpadku konkrétního cenného papíru, především podnikových dluhopisů, cenných papírů zajištěných hypotékami a zajištěných dluhových obligací. Americká Komise pro cenné papíry SEC (Securities and Exchange Commission), jejíž hlavním úkolem je dohled nad finančním trhem v



USA, určila v roce 1975 skupinu vyvolených ratingových agentur, označovaných jako tzv. národně uznané statisticko-ratingové organizace“(NSRSO - Nationally Recognizes Statistical Rating Organizations).<sup>32</sup> Americká federální agentura tak v poslední době uznává ratingové ohodnocení především od tří agentur: Moody’s, Standard&Poor’s a Fitch. Vznikl tím velmi úzký klub firem, jejichž hodnocení je považováno za jediné oficiálně přijímané, požadované a určující pro subjekty, kterým to ukládá regulace. Zatímco je ve Spojených státech registrováno deset ratingových agentur<sup>33</sup>, trhu dominují tři hlavní ratingové agentury. Tyto tři agentury, podle některých zpráv, vytvářejí okolo 98 procent všech úvěrových ratingů a obdrží 90 procent všech příjmů z úvěrových ratingů.<sup>34</sup>

Při pohledu do „*historie je možné vysledovat, že význam ratingových agentur významně vzrostl ve 30. letech minulého století v důsledku nových regulací*“<sup>35</sup>. Američtí regulátoři v té době prosazovali, aby banky nemohly investovat do cenných papírů, které jsou ratingově ohodnoceny ve spekulativním pásmu. Snažily se je tak přimět, aby držely pouze aktiva s ratingovou známkou BBB (S&P) a vyšší. V důsledku tohoto rozhodnutí musely banky přestat využívat své vlastní informace a hodnocení, protože už nebyly dále směrodatné a musely vycházet z hodnocení ratingových agentur. Staly se tedy na jejich ohodnocení závislémi. „*Tím se umožnilo vzniku oligopolu ratingových agentur.*“<sup>36</sup> Agentura Fitch je poměrně menší<sup>37</sup>, než obě zbývající NSRSO agentury, Moody’s a Standard&Poor’s. Jelikož SEC vyžaduje povětšinou dva ratingy a trhu dominují zmíněné dvě ratingové agentury, nemusejí si

---

<sup>32</sup> Zde je problém, že SEC nikterak blíže termín NSRSO blíže neurčila nebo zveřejnila způsob, jakým mohou ratingové agentury tomuto požadavku vyhovět. viz. VINŠ, Petr. LIŠKA, Václav. *Rating*. Praha : C. H. Beck, 2005. 109 s : il. ISBN 80-7179-807. str. 54.

<sup>33</sup> Ve skutečnosti existuje ještě dalších sedm agentur, které sice dostaly také uznání NSRSO, ale jsou natolik malé a se zanedbatelným vlivem, že se povětšinou ani v literatuře neuvádějí. Jedná se o dvě menší americké agentury A.M. Best Company, Inc. a Dominion Bond Rating Service Limited. Další dvě NSRSO agentury jsou japonského původu - Rating and Investment Information, Inc. a Japan Credit Rating Agency, Ltd. Poslední tři agentury jsou Egan-Jones, Lace Financial a Realpoint. (WHITE, Lawrence J. *Markets : The Credit Rating Agencies*. 2010. Citovaný zdroj, str. 222.)

<sup>34</sup> dle United States Senate, Permanent Subcommittee On Investigations, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs. *Exhibits : Hearing on Wall Street and the Financial Crisis: The Role of Credit Rating Agencies*. 2010. Str. 2

<sup>35</sup> HOLMAN, Robert. *Jak (ne)regulovat ratingové agentury*. Hospodářské noviny. 18.8.2009.

<sup>36</sup> Tamtéž.

<sup>37</sup> Ratingová agentura Fitch vznikla konsolidací několika agentur v průběhu 90. let. Ze tří uznaných agentur je nejmenší, je však velmi důležitá pro evropský trh, na kterém dominuje.

obě agentury nikterak konkurovat. Zavedením „uznaných“ agentur a regulací určitých subjektů tak dostaly ratingové agentury velkou moc. Na tomto základě jim byla udělena moc rozhodovat přidělováním ratingových známek s celosvětovým dopadem na situaci a osud jednotlivých států v případě suverénního ratingu a o úspěšnosti cenných papírů a jejich profitabilitě v případě úvěrového ratingu (credit rating).

### 3.3 Vznik modelu „emitent platí“ a rating jako nástroj regulace<sup>38</sup>

Na začátku 20 století započal zakladatel ratingové agentury Moody's, John Moody, vydávat a prodávat investorům do cenných papírů obsáhlé ratingové příručky, prodejem fungujícím na systému „investor platí“. Každý investor, který měl zájem investovat do cenných papírů a získat kvalifikované hodnocení specializované agentury, musel za rating zaplatit. Nicméně, v 70. letech na základě nových regulačních pravidel se tento model začal měnit. V roce 1975 byl zaveden SECem pojem NRSRO, systém tzv. „národně uznaných“ ratingových agentur. Kdo se chtěl stát součástí ratingového průmyslu ve Spojených státech, musel dostat jakési ověření od SECu, který tímto způsobem určoval, od které agentury bude moct být rating přijímán a od kterých ne. Právě v 70. letech došlo díky těmto nařízením k přechodu na systém obchodu „emitent“ platí, z kterého plyne podezření na propojení banky emitující cenný papír a ratingové agentury hodnotící tento cenný papír. Systému NRSRO měl umožnit rozlišovat mezi různými druhy dluhových cenných papírů, co se týče rizikovosti a tím také zvyšovat přesnost ohodnocení hodnot aktiv. *„Zavedení „národně uznaných“ agentur se stal velmi významným krokem v historii a vývoji ratingových agentur a vyústil ve zvýšené závislosti popř. spoléhání regulačních orgánů na ratingové hodnocení.“*<sup>39</sup>

Kupodivu zavedení NRSRO do praxe nevedlo k žádným dalším regulacím. *„Co je velmi zvláštní, SEC ani nezavedl žádnou přesnou definici NRSRO.“*<sup>40</sup> *„Jedinou*

---

<sup>38</sup> SHORTER, Gary. SITZINGER, Michael V. Credit Rating Agencies and Their Regulation. Congressional Research Service. 2009. 24 s.

<sup>39</sup> ROBERTS, Paul C. *Credit Rating Agencies : Their Role in the Financial Crisis and the Regulatory Price that They Must Now Pay*. Bryant Burgher Jaffe & Roberts LLP, 2009. Dostupný na [www:<http://www.bbllp.com/2C0296/assets/files/News/Rating\\_Agency\\_Article.pdf>](http://www.bbllp.com/2C0296/assets/files/News/Rating_Agency_Article.pdf). Str. 3

<sup>40</sup> BOSTELMAN, John T. *The Sarbanes-Oxley Deskbook*. Practising Law Institute, 2008. ISBN 9781402403040. § 21:1.3, na 21-5 až 21-6.

regulací se tak stal proces „uznávání“ ratingové agentury za NRSRO, který kontroloval SEC.“<sup>41</sup> Proces se sestával z podání si přihlášky ratingovou agenturou u SECu a pokud byla schválena, ratingy vydávané touto agenturou byly přijímány stejně, jako ratingy ostatních NRSRO agentur. „Kritéria zohledňovaná při procesu „uznávání“ však zůstala nejasná a celý proces trpěl nízkou mírou transparentnosti. Navíc, časový rámec pro rozhodování byl zpravidla velmi dlouhý.“<sup>42</sup>

### 3.4 Co ratingové agentury hodnotily a co bylo v krizi klíčové

Finanční instituce navrhovaly komplexní finanční instrumenty a nabízely je ke koupi investorům. Pro tyto strukturované produkty je typické, že jejich složitost a neprůhlednost se s časem zvyšovala. Byly to právě tyto finanční instrumenty, zvané také jako finanční deriváty, které se staly inkriminovanými cennými papíry, které napomohly vzniku světové finanční krize. Nebyly to ale pouze jejich vlastnosti, které znemožňovaly kontrolu ze strany investorů, nýbrž i ratingové agentury nesou na jejich velkém rozmachu a následném tvrdém pádu svůj podíl. Kvůli složitosti a neprůhlednosti finančních derivátů se začali investoři často příliš spoléhat na vyjádření ratingových agentur o jejich kvalitě a podle tohoto ohodnocení se pak rozhodovali, jestli cenné papíry nakoupí nebo ne.<sup>43</sup> Jednalo se zejména o deriváty RMBS a CDO.

Pro lepší pochopení problému a skutečné role, které ratingové agentury ve finanční krizi sehrály, je třeba vysvětlit proces sekuritizace a způsob vytváření komplexních cenných papírů RMBS a CDO.

---

<sup>41</sup> DARCY, Deryn. Survey, *Credit Rating Agencies and the Credit Crisis: How the "Issuer Pays" Conflict Contributed and What Regulators Might Do About It*, Colum. Bus. L. Rev. 605, 611 (2009). Str. 630.

<sup>42</sup> HUNT, John Patrick. "Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement" *Columbia Business Law Review* 2009. 1 (2009): 109-209. [cit. 2011-09-28]. Dostupný také na WWW:<[http://works.bepress.com/john\\_hunt/1](http://works.bepress.com/john_hunt/1)> a <[http://www2.wiwi.hu-berlin.de/finanz/skript\\_semfin/t12.pdf](http://www2.wiwi.hu-berlin.de/finanz/skript_semfin/t12.pdf)>. Str 133.

<sup>43</sup> United States Senate, Permanent Subcommittee On Investigations, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs. *Wall Street and the Financial Crisis : Anatomy of Financial Collapse*. 2011. 646 s. Str. 28.

### 3.4.1 Sekuritizace

Celý proces sekuritizace fungoval zpočátku velmi dobře, sliboval dobré výsledky pro všechny zúčastněné strany a stal se na finančních trzích „módní vlnou“, kterou s potěšením využívaly všechny subjekty na trhu. Rychlým vzestupem unikl systém potřebnému kvalitnímu dohledu a nestačil tak být regulován a „*značně narušil stabilitu světových trhů a vyústil ve finanční krizi*“<sup>44</sup> <sup>45</sup>.

Podstatou sekuritizace je snaha vypořádat se s úvěrovými riziky na finančním trhu. Tedy s rizikem možného neplnění závazků smluvními protistranami (typicky nesplacení úvěru dlužníkem). „*Účastníci trhu se snaží toto riziko eliminovat a jedním ze způsobů je převod tohoto rizika na jiné subjekty prostřednictvím finančních derivátů.*“<sup>46</sup> Toto přenesení rizika je nazýváno právě sekuritizace a jeho podstatou je shromáždění aktiv s podobnou charakteristikou a následné emise dluhového cenného papíru, jehož hodnota se odvíjí od podkladového aktiva, neboli výnos je zajištěn hodnotou či hotovostními toky podkladových aktiv, ze kterých vyplývá kreditní riziko. Vytvoří se tak cenný papír zvaný jako SPV (special purpose vehicle), který je prodán investorům.

### 3.4.2 RMBS a proces vytváření derivátu

Cenné papíry zajištěné hypotékami (RMBS) jsou jedním z nejstarších strukturovaných finančních instrumentů. Jak už bylo nastíněno výše, v kapitole č. 3.4.1 Sekuritizace, RMBS bylo vytvářeno tak, že bylo shromážděno velké množství hypoték a dáno do „souhrnu“ (tzv. poolu). Byly vypočítány budoucí očekávané peněžní toky a ty pak rozděleny podle seniority do jednotlivých tranší (nejedná se již o hypotéky, nýbrž pouze o příjmy z nich). Nejvrchnější tranše v tzv. vodopádu (waterfall) představuje prvního příjemce výnosů z RMBS. Jelikož je tato nejvrchnější tranše vyplácena jako první, je také hodnocena jako nejjistější investice v poolu. Nejspodnější tranše je naopak považována za nejrizikovější, protože v případě neplacení dlužníků podkladových pohledávek je poslední, která bude proplácena.

---

<sup>44</sup> BUČKOVÁ, Veronika. *Sekuritizace : novodobý globální trend a následky krize*. 2010. Dostupné na WWW:< <http://www.finance.cz/zpravy/finance/261776-sekuritizace-novodoby-globalni-trend-s-nasledky-krize/>>.

<sup>45</sup> tamtéž

<sup>46</sup> tamtéž

Jednoduše řečeno, nejdříve je splacena pohledávka tranše s nejvyšší senioritou. Následná tranše, která se nachází v hierarchii o stupeň níže, se začne vyplácet teprve tehdy, když je pohledávka předešlé tranše celá plně splacena. Zde je vidět, že spodní tranše jsou propláceny jako poslední a proto jsou také považovány za nejrizikovější. Sekuritizací tedy emitent RMBS, zpravidla se jedná o banku poskytující hypotéku, získal okamžitě zpět peníze, které půjčil dlužnému subjektu a zároveň přenesl rizika nesplacení či naprostého nesplacení (default) poskytnuté hypotéky na investory, kteří si RMBS koupili. Ti pak byli vypláceni podle seniority jejich tranší. Investoři získávají výnos podle toho, jak jsou hypotéky splácené. „*Pokud tedy banka utrží ztráty z neplacených úvěrů, nemusí vyplatit investorům výnosy, čímž na ně převede tyto ztráty.*“<sup>47</sup> Pohledávky jsou postupovány takovým způsobem, že původce pohledávek ztrácí jakýkoliv právní vztah a vliv na tyto pohledávky. Takto vytvořené finanční nástroje jsou pak odolné vůči úpadku (Bankruptcy remote).

Ratingové agentury se na emitování strukturovaných finančních instrumentů podílely tím, že hodnotily jejich bonitu. Z každého poolu bylo vytvořeno nejčastěji 5 až 12, někdy i více tranší. Nejvyšší tranši, pro první pozici, které bude placeno, byl obvykle poskytnut rating AAA, tedy ohodnocení ukazující nejvíce bezpečnou investici. RMBS z další tranše získávaly buď stejné, nebo nižší ratingové ohodnocení. To, že první tranše, protože bude vyplácená ze všech nejdříve, dostávala vysoké ratingové ohodnocení, zpravidla tedy AAA, je velmi důležité pro pochopení nebezpečnosti tohoto systému u složitějších derivátů, u zajištěných dluhových obligací (CDO – collateralized debt obligation). **Jejich konstrukce společně se systémem vytváření ratingového hodnocení sehrály ve vytváření poslední finanční krize zásadní roli.**

### 3.4.3 CDO

Finanční instituce z Wall Street neskončily jen u vytváření a prodávání RMBS. Výsledkem inovace těchto komplexních finančních nástrojů byly již zmíněné CDO. CDO představují složitější finanční produkt, jehož podstatou je sekuritizování už sekuritizovaných aktiv. CDO obvykle obsahovaly RMBS z velkého množství, běžně 100 různých, hypotéčních poolů. Vedle RMBS obsahovaly CDO také jiné druhy aktiv, jako byly korporátní dluhopisy a jiné cenné papíry. Tyto CDO získávaly

---

<sup>47</sup> tamtéž

výnosy z podkladové RMBS a z ostatních aktiv. Vydávané CDO bylo možné dál sekuritizovat stejně jak tomu bylo u RMBS. Bylo tak možné nakoupit CDO kryté CDO kryté CDO atd., čímž vzniká velmi křehký vztah. Vedle těchto tzv. cash CDO byly vydávány i tzv. syntetické CDO, u kterých se spekulovalo na budoucí vývoj a bylo možné vydělávat i v případě, že podkladové aktiva ztrácela na hodnotě.

Jak je vidět, finanční deriváty se staly natolik komplexními, že prohlédnout jejich pravou strukturu a ohodnotit jejich rizikovost bylo velmi složité. Čím se komplexnost derivátů zvyšovala, tím se zároveň snižovala schopnost investorů samostatně ohodnotit jejich bonitu a zvyšovalo se jejich spoléhání se na hodnocení ratingových agentur. Velké riziko CDO spočívá v dělení na tranše a jejich ohodnocování, jak bylo upozorněno v sekci o RMBS. Stejně tak jako u RMBS bývaly seniorní tranše u CDO hodnoceny vysokým ratingovým stupněm.

Zásadní nebezpečí však tkvělo v tom, že se jako podkladová aktiva mohla použít aktiva s nízkým hodnocením (např. BBB – poslední investiční stupeň), ta byla smíchána v poolu a při vytváření tranší byla opět nejvyšší tranše, protože bude splácena nejdříve, považována za nejbezpečnější a mohla obdržet vysoké ratingové hodnocení, často AAA. Byl tak vytvořený cenný papír s hodnocením AAA, jehož podkladovým aktivem však byl mnohem méně bonitní aktivum s hodnocením BBB. Tedy vysoké ratingové hodnocení neodráželo přesně skutečnou bonitu tohoto cenného papíru.

Finanční instituce z Wall Street tímto způsobem vytvářely pomocí finančního inženýrství deriváty, ve kterých kombinovaly ratingy AAA s více rizikovými aktivy např. RMBS.<sup>48</sup> S vyšším rizikem se zpravidla pojí vyšší výnos. A jelikož podkladové aktivum bylo rizikové, umožňovalo analogicky vyšší zisky. Když byly tyto cenné papíry nakombinovány, byl výsledkem cenný papír, který oplýval vysokým ratingem AAA a zároveň sliboval vysokou ziskovost. *“Podle investičních preferencí každý investor preferuje více peněz než méně a každý investor preferuje méně rizika než*

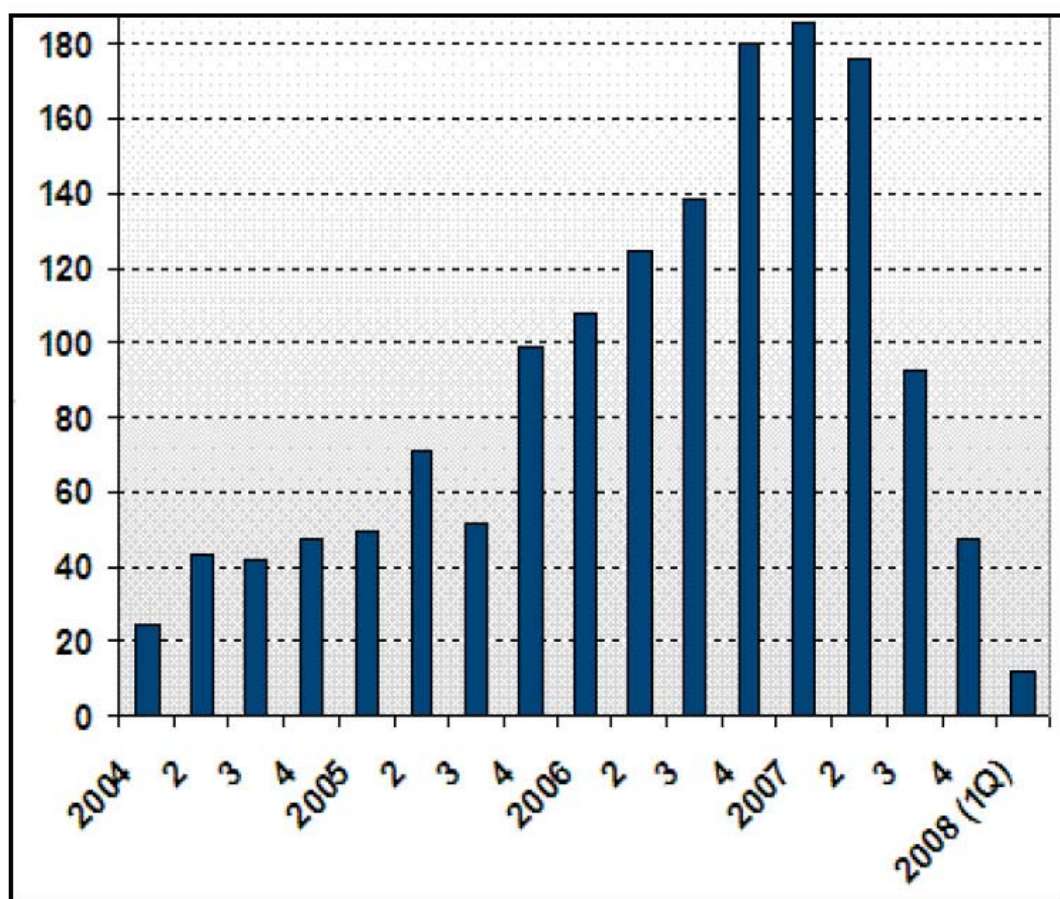
---

<sup>48</sup> United States Senate, Permanent Subcommittee On Investigations, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs Committee. *Opening Statement of Senator Carl Levin : Wall Street and the Financial Crisis : The role of Credit Rating Agencies*. 2010.

více.“<sup>49</sup> Takto vykonstruované cenné papíry, slibující vysoký příjem a malé riziko, se staly samozřejmě lákavou investicí a šly snadno na odbyt.

Oblibu těchto nových finančních nástrojů ilustruje graf č. 2, který jasně ukazuje velký nárůst emitování CDO mezi roky 2004 a 2007. Zatímco na začátku roku 2004 byly emitovány CDO v celkové hodnotě cca. 25 miliard USD, na konci roku 2005 už to byly emitovány CDO v hodnotě rovných 100 miliard dolarů. Tedy během dvou let se jedná o nárůst o 300 procent. Ještě rychlejší růst byl zaznamenán mezi prvním kvartálem 2006 a prvním kvartálem 2007, kdy se celková hodnota, za kterou byly emitovány CDO, dramaticky zvýšila z původních necelých 130 miliard na konečných 185 miliard dolarů.

Graf 2: Vydávání CDO (v miliardách USD)



Zdroj: Asset-Backet Alert, taktéž BARNETT-HART, Anna Katherine. *The Story of the CDO Market Meltdown : An Empirical Analysis*. Cambridge, Massachusetts : Harvard College, 2009. Dostupný na [www:< http://www.hks.harvard.edu/m-rcbg/students/dunlop/2009-CDOmeltdown.pdf>](http://www.hks.harvard.edu/m-rcbg/students/dunlop/2009-CDOmeltdown.pdf).

<sup>49</sup> MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*. Praha : Ekopress, 2006. 624 s. : il. ISBN 80-86119-37-8. Str. 17.

### 3.5 Postup tvorby ratingu<sup>50,51</sup>

Do půlky roku 2007, než nastalo masivní snižování ratingů, proces tvorby ratingu RMBS a CDO postupoval podle už zaběhnutých předem stanovených vzorců. Celý proces započal emitent sekuritizovaných cenných papírů, tzv. zajišťovatel, který poslal detailní nabídku ratingové agentuře. V roli zajišťovatele byla zpravidla investiční banka. Podaná nabídka obsahovala informace o možných RMBS nebo CDO a o poolech a popisu, jak derivát bude strukturovaný. Informace se lišily od nabídky k nabídce. Někdy se jednalo o informace o jednotlivých půjčkách, jindy zase o statistické informace o celém poolu či teprve o aktivech, které se zamýšlejí pro derivát získat – v některých případech byla data o skutečných aktivech dodávána jen několik málo dnů před uzavíráním CDO. Vedle těchto informací poskytl zajišťovatel také informace typu, kolik bude vytvořeno tranší a kolik z těchto tranší je koncipováno na obdržení investičního stupně. Dalším krokem bylo prozkoumání nabídky zajišťovatele analytiky ratingových agentur a její okomentování s návrhy. Pokud došlo shody, ratingová agentura souhlasila s nabídkou.

Analytici ratingové agentury spoléhali při vyhodnocování rizik převážně na ratingový model jejich firmy a zřídka prováděli dodatečné analýzy úvěrového rizika. Analytici se spíše soustředili na zkoumání zákonných struktur a snažili se pochopit, jak finanční instrument funguje. Použití ratingového modelu pro ohodnocení možného neplacení či případných ztrát byl první krok, který analytici prováděli. Ratingový model na ohodnocování RMBS používal statistické analýzy dat plnění dřívějších hypoték k vypočítání a předpovídání očekávané míry nesplacení či ztrát. Naproti tomu ratingový model na ohodnocování CDO používal spíše než statistické analýzy domněnky k vybudování simulací, které byly používány k zjišťování pravděpodobného krachu nebo ztrát z cenného papíru.

Analytici ratingové agentury běžně oslovovali emitenty cenného papíru, aby jim byly poskytnuty potřebné dodatečné informace a byla jim vysvětlena podstata fungování hodnocených cenných papírů. Emitenti cenných papírů pomáhali a spolupracovali

---

<sup>50</sup> United States Senate, Permanent Subcommittee On Investigations, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs. *Exhibits : Hearing on Wall Street and the Financial Crisis: The Role of Credit Rating Agencies*. Citovaný zdroj.

<sup>51</sup> viz kapitola 2.6 v teoretické části



s analytiky při ohodnocování průběhu příjmů z cenného papíru, při vypočítávání počtů a velikostí jednotlivých tranší a udělování ratingového ohodnocení. Emitenti cenných papírů si nechali od analytiků vysvětlovat, jak jednotlivé části z hodnoceného obchodu mohou ovlivnit konečné ohodnocení. Po skončení analýz a postoupení ke komisi, bylo navrhované ohodnocení schvalováno. Pokud schválení proběhlo úspěšně, ratingové ohodnocení se zveřejnilo. Celý proces hodnocení trval dva až šest týdnů. Po udělení produktu ratingového ohodnocení agentura sledovala jeho vývoj, aby mohla reagovat na změny a případně snížit či zvýšit ohodnocení.

Zde je možné, že informační asymetrie existovala nejenom ve vztahu investor a investiční banka, emitující a nabízející k prodeji cenné papíry, ale jistou dávkou asymetrie je možné vysledovat i ve vztahu investičních bank a ratingových agentur. Při představě, že analytik ratingové agentury spolupracuje při hodnocení cenných papírů, předkládaných investiční bankou, právě se zaměstnancem této banky, který má emisi na starosti, předkládané cenné papíry vytváří a má motivaci pro jejich co nejlepší ohodnocení spojené s následným dobrým prodejem, vyvstává otázka, do jaké míry byl emitent ochotný poskytovat relevantní informace. Jelikož předkládané deriváty byly stále složitější, v jejich struktuře se vyznal nejlépe ten, kdo je vytvořil. Pokud pak tento emitent pomáhal analytikovi rozklíčovat celou strukturu a nalézat možná úskalí, bylo pouze na emitentovi, které informace budou analytikovi předány a které zůstanou nevyřčené. Emitent tak byl v pozici, kdy mohl řídit, které informace bude analytik vědět, poskytovat jen vybrané informace a získávat výhodu z větší informovanosti. V neprospěch faktu, že ratingové agentury nebyly schopné správného hodnocení díky nedostatku informací, mluví např. rekordní nárůst příjmů obou hlavních agentur, viditelných především mezi roky 2004 a 2007 a do té doby hromadné snížení ratingů ratingovými agenturami v tak velké míře, které nemělo do té doby obdoby.

### 3.6 Rekordní příjmy<sup>52</sup>

Mezi roky 2004 a 2007 zaznamenaly všechny tři přední ratingové agentury nebyvalý nárůst příjmů. Nárůst příjmů pramenil ze stejně nebyvale velkého nárůstu počtu provedených a přidělených ratingů především RMBS a CDO. Z materiálů předložených S&P stálému podvýboru amerického senátu pro vyšetřování vyplývá, že mezi roky 2004 a 2007 agentura S&P přidělila více jak 5500 ratingů RMBS a více jak 835 ratingů hypotékám souvisejících s CDO. Stejně tak dle materiálů předložených podvýboru agenturou Moody's vyplývá, že ve stejném časovém rozpětí vydala agentura Moody's přes 4000 ratingových ohodnocení RMBS a přes 870 ohodnocení CDO. Tempo růstu vydávaných hodnocení se každým rokem ve zmíněném období zvyšovalo. Roční počet přidělených ratingů agenturou S&P vzrostl ze 700 RMBS ratingů v roce 2002 na 1600 v roce 2006. Pro CDO pak byl růst počtu hodnocení RMBS z 34 v roce 2002 na více jak 340 v roce 2006. Počty přidělených ratingů agentury Moody's byly velmi podobné. Ohodnocení bylo v roce 2002 vydáno 540 pro RMBS a 45 pro CDO, zatímco v roce 2006 agentura ohodnotila už 1200 RMBS a 360 CDO.

Ratingové agentury si účtovaly za ohodnocování produktů velké částky. Ohodnocení RMBS nebo CDO stálo v době jejich největšího rozmachu od 50 000 do 1 miliónu dolarů.<sup>53</sup><sup>54</sup> Částky za následné sledování ratingů se pohybovaly v rozmezí 5 000 až 50 000 dolarů za rok. Příjmy z RMBS a CDO se mezi roky 2002 a 2006 agentuře Moody's více jak ztrojnásobily – z 61 na 260 milionů dolarů. Agentura S&P si vedla ještě „lépe“, když se její příjmy z RMBS a CDO více jak čtyřnásobily – z částky 64 milionů v roce 2002 na částku 265 milionů dolarů. Celkové tržby tří hlavních agentur

---

<sup>52</sup> United States Senate, Permanent Subcommittee On Investigations, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs. *Exhibits : Hearing on Wall Street and the Financial Crisis: The Role of Credit Rating Agencies*. Citovaný zdroj, Str. 5.

United States Senate, Permanent Subcommittee On Investigations, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs. *Wall Street and the Financial Crisis : Anatomy of Financial Collapse*. Citovaný zdroj, Str. 30.

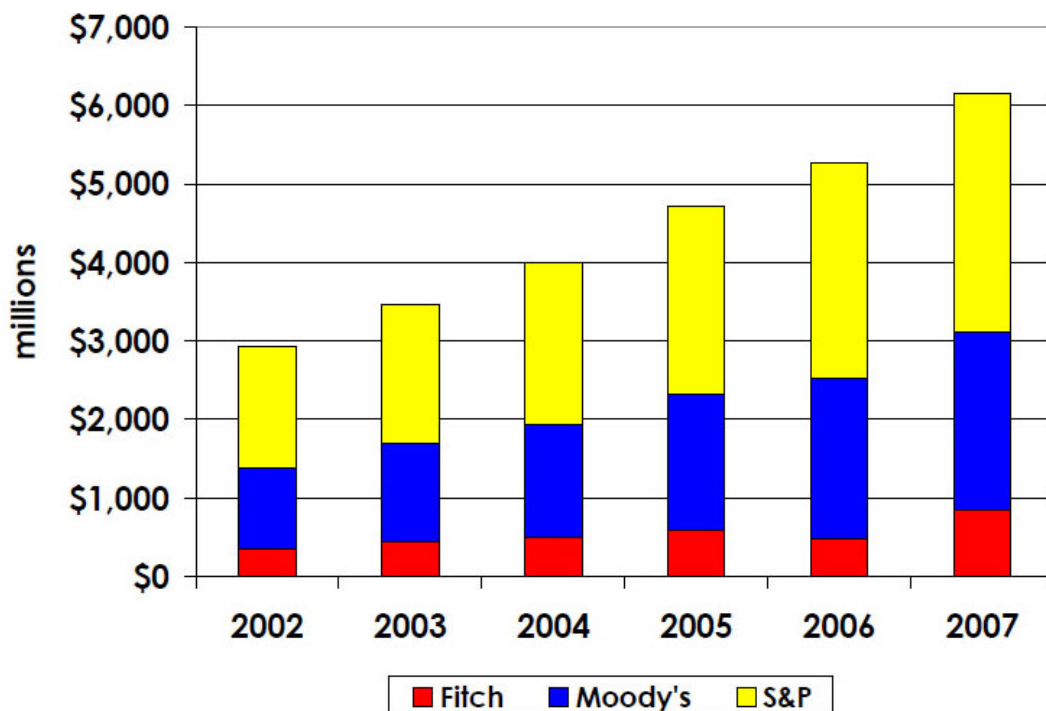
<sup>53</sup> Velký rozptyl je dán různou velikostí zakázky – tedy o jak komplexní cenný papír se jednalo a na kolik tranší byl rozdělen. Za ohodnocení jedné tranše RMBS bylo účtováno od 40 do 135 tisíc dolarů a u CDO od 30 do 750 tisíc dolarů.

<sup>54</sup> dle United States Senate, Permanent Subcommittee On Investigations, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs. *Exhibits : Hearing on Wall Street and the Financial Crisis: The Role of Credit Rating Agencies*. Citovaný zdroj, Str. 5

se skoro zdvojnásobily v průběhu let 2002 až 2007 z 3 na 6 miliard dolarů (viz graf č. 3), přičemž největší podíl si po všechny sledované roky udržela agentura S&P.

Tento nárůst v počtu vydávaných ratingů a vysokých tržeb mělo několik důvodů, které jsou rozepsány v následujících kapitolách (např. viz kapitola 3.8.1 Konkurenční boj nebo 3.8.3 Tlak investičních bank).

Graf 3: Příjem tří hlavních ratingových agentur mezi roky 2002 a 2007



Zdroj: [thismatter.com/money](http://thismatter.com/money)

### 3.7 Hromadné snižování ratingového hodnocení

Ratingové hodnocení je přidělováno RMBS a CDO jejich celou dobu životnosti. Obecně, jak již bylo v úvodní teoretické části řečeno, je snaha navrhovat v čase co nestabilnější ratingové hodnocení a stabilita hodnocení pak nepřímo odráží kvalitu a důvěryhodnost práce ratingové agentury. Poté, co je známka udělena, je cenný papír neustále sledován s cílem zohlednit v ratingovém hodnocení případné změny formou snížení nebo zvýšení ratingové známky. Nicméně, jakékoliv snižování ratingového hodnocení vždy vzbuzuje záporné emoce a nervozitu na trhu. Snižování ratingů cenných papírů v investičním stupni je pokládáno za celkem řídký jev a tak tomu také bylo v době před finanční krizí, kdy byl počet změn ratingových hodnocení

finančních derivátů poměrně malý. Nicméně v roce 2007 a 2008 došlo k do té doby nevidanému hromadnému snížení ratingových hodnocení, kdy Moody's a S&P nejdříve snížily stovky, později tisíce ohodnocení RMBS a CDO. Investoři, kteří spoléhali na důvěryhodnost informací ratingových agentur, utrpěli velké škody, když velkému počtu RMBS a CDO, původně ohodnocených v investičním stupni, byl náhle snížen rating. Tento nebyvalý hromadný pokles ratingového ohodnocení tak zanechal v rukou investorů kolikrát naprosto neprodejná a bezcenná cenná papíry a vedl tak ke zhroucení sekundárního trhu RMBS a CDO. Toto masivní snížení ratingových ohodnocení ukázalo, že původní ohodnocení byla nejen velmi vadná, ale také, že americký trh hypoték byl mnohem rizikovější, než jak byl před tím prezentován.<sup>55</sup>

Od roku 2004 do poloviny roku 2007 poskytl Moody's a S&P nejvyšší rating AAA většině strukturovaných cenných papírů RMBS a CDO, vydaných ve spojených státech. U některých cenných papírů bylo 90 procent jejich tranší ohodnoceno stupněm AAA.<sup>56</sup> Není překvapením, že pro vydávání nových CDO byly opakovaně používány především tranše s nízkou senioritou, které šly hůře na odbyt a muselo se tak z nich vyrobit další CDO s lepším ratingovým ohodnocením, zatímco nejvyšších tranší bylo použito pro novou sekuritizaci poměrně málo. Tento fakt ukazuje graf č. 4, který ukazuje nejčastěji používané tranše při emitování CDO. Na ose x jsou skupiny tranší (1 – tranše s nejvyšší senioritou, tedy nejdříve vyplacená tranše, 2 – o stupeň nižší tranše atd.), osa y ukazuje počet tranší, které byly emitovány a opakovaně použity v dalším cenném papíru.<sup>57</sup>

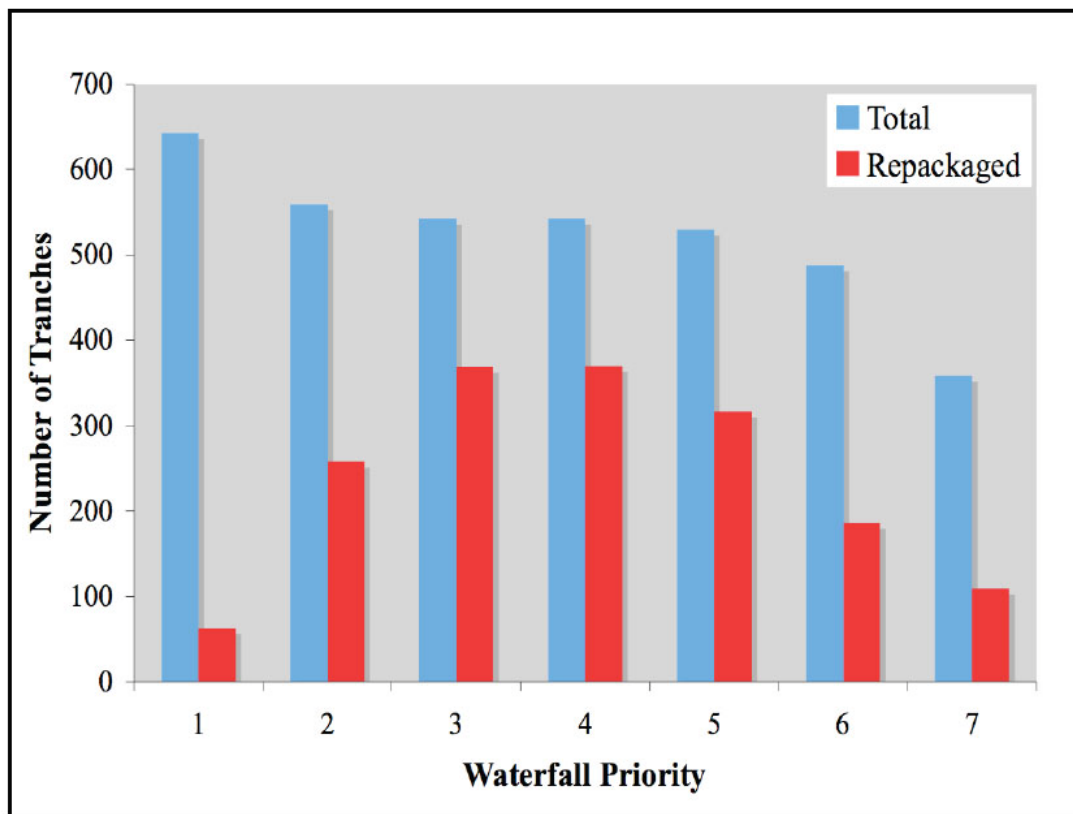
---

<sup>55</sup> United States Senate, Permanent Subcommittee On Investigations, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs. *Wall Street and the Financial Crisis : Anatomy of Financial Collapse*. Citovaný zdroj, str. 263.

<sup>56</sup> dle ASHCRAFT, Adam. GOLDSMITH-PINKHAM, Paul. VICKERY, James. MBS Ratings and the Mortgage Credit Boom. *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*. 2010, č. 448. Dostupný na WWW:< [http://www.newyorkfed.org/research/staff\\_reports/sr449.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr449.pdf)>. str. 1, tabulka 1, 2 a 3.

<sup>57</sup> BARNETT-HART, Anna Katherine. *The Story of the CDO Market Meltdown : An Empirical Analysis*. Cambridge, Massachusetts : Harvard College, 2009. Str. 12.

Graf 4: Nejčastěji opakovaně používané tranše při vytváření CDO



Zdroj: BARNETT-HART, Anna Katherine. *The Story of the CDO Market Meltdown : An Empirical Analysis*. Cambridge, Massachusetts : Harvard College, 2009. Dostupný na [www:<http://www.hks.harvard.edu/m-rcbg/students/dunlop/2009-CDOmeltdown.pdf>](http://www.hks.harvard.edu/m-rcbg/students/dunlop/2009-CDOmeltdown.pdf).

Snížit ratingová hodnocení začaly obě hlavní agentury v roce 2006, kdy narůstala míra nesplácení společně se ztrátami. Podle Americké centrální banky (Federal Reserve Bank) došlo k polovině všech ratingových snížení v prvních sedmi měsících roku 2007 a polovina z těchto snížení byla provedena během pouhých několika dnů počínaje 9. červencem.<sup>58</sup> Snížení ratingů bylo tak náhlé, že to zaskočilo investory a vyděsilo trhy. Při tomto hromadném snížení ratingů se jednalo v případě Moody's o 399 subprime RMBS v původní hodnotě 5,2 miliard amerických dolarů a u S&P o 612 subprime RMBS v celkové původní hodnotě 7,35 miliard dolarů. V říjnu 2007 začala agentura Moody's snížit ratingy u CDO. Snížila tehdy rating 270 CDO o původní hodnotě 10 miliard dolarů a pokračovala ve stejném trendu v prosinci, kdy

<sup>58</sup> ASHCRAFT, Adam. SCHUERMANN, Til. Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit. *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*. 2008, č. 318. Dostupný na WWW:< [http://www.newyorkfed.org/research/staff\\_reports/sr318.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr318.pdf)>. Str. 58.

snížila další CDO v původní hodnotě 14 miliard dolarů a další za celkové původní hodnoty 105 miliard dolarů dala na monitoring. Dle výpočtů Moody's tak vychází, že za rok 2007 bylo celkově sníženo 8725 ratingových hodnocení z 2116 obchodů a zvýšeno bylo jen 1954 ratingů ze 732 obchodů.<sup>59</sup> Agentura tedy snížila čtyřikrát více ratingů, než kolik jich zvýšila. Podobně na konci ledna 2008 snížila agentura S&P více jak 6300 RMBS a 1900 CDO cenných papírů v celkové původní hodnotě 270 miliard amerických dolarů.

Chyby v ratingových hodnoceních nabývaly nepředstavitelných rozměrů. Jak ukazuje tabulka č. 3, největších chyb bylo dopuštěných na subprime trhu. Právě subprime hypotéky se jako první zhroutily a vyvolaly v Americe hypoteční krizi následovanou a spojenou s finanční krizí. Tabulka potvrzuje to, co už bylo výše řečeno a to, že změny ratingů byly před krizí prováděny jen nepříliš často. Tabulka ukazuje inkriminované subprime RMBS cenné papíry, které byly oceněny ratingovým stupněm AAA a procentuální počet kolika z nich byl nakonec rating snížen do neinvestičního pásma. Tedy jinak řečeno, jak velkou chybu udělaly ratingové agentury při udílení hodnocení. Nejdůležitější v této tabulce jsou subprime hypotéky, protože ty se podílely na hypoteční krizi největší mírou.

**Tabulka 3: Podíl původních AAA ratingů, které byly sníženy pod investiční pásmo**

Doba vzniku	Prime fixed	Alt-A ARM	Subprime
2004	3%	17%	11%
2005	39%	81%	53%
2006	81%	98%	93%
2007	92%	96%	91%
Zdroj: BlackRock Solutions, připraveno Stálým podvýborem amerického senátu pro vyšetřování, 2010.			

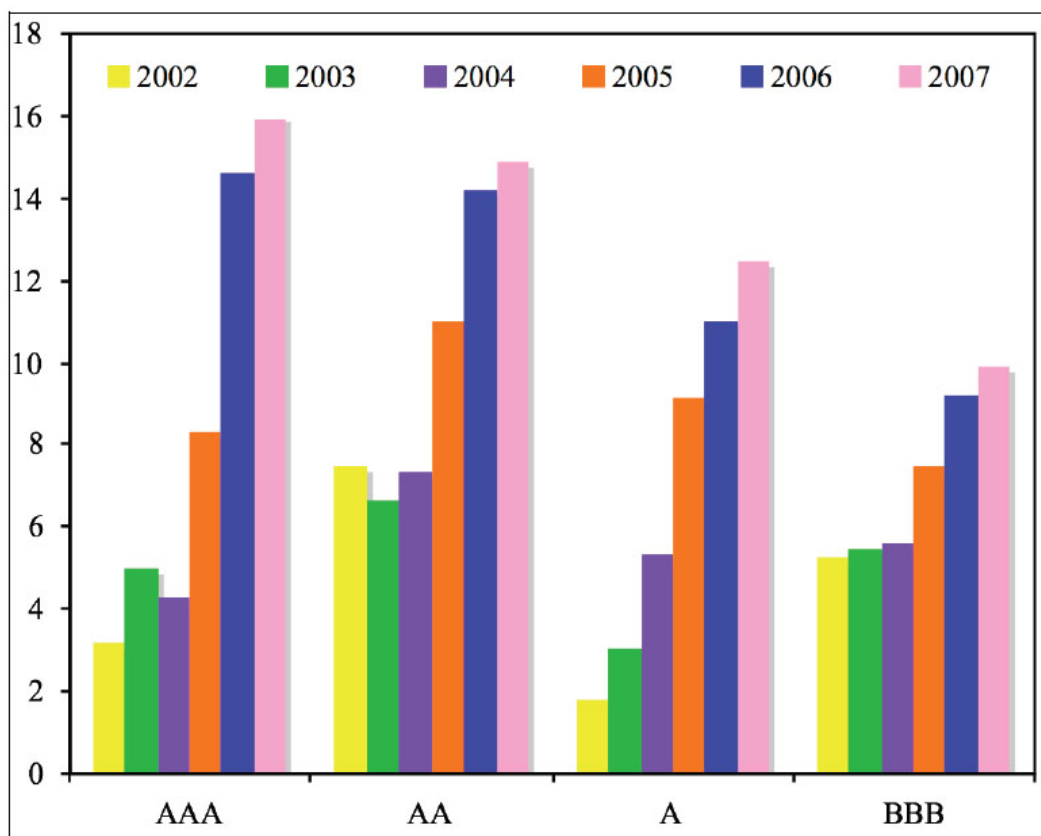
Tak RMBS oceněným v roce 2004, kdy byla investiční „zuřivost“ teprve v počátcích a ratingové agentury čelily menším tlakům, bylo ze všech AAA přidělených stupňů sníženo do neinvestičního pásma „pouhých“ 11 procent (nutno podotknout, že subprime hypotéky jsou samy o sobě rizikovější, protože jsou

<sup>59</sup> dle Moody's Credit Policy - Structured Finance Rating Transitions : 1983 – 2007. 2008, *Special Comment*. Dostupný na WWW:<  
<http://www.moodys.com/sites/products/DefaultResearch/2007000000475384.pdf>>.

dostupné i pro investory horší kvality). V nejhorších letech 2006 a 2007, kdy vypukly doslova závody a vydávaly se ratingová ohodnocení jak na běžícím pásu, pak přesnost ratingových agentur dosahovala mizivých výsledků. Ze všech RMBS ohodnocených stupněm AAA v letech 2006 a 2007 bylo následně neuvěřitelných 93 a 91 procent z nich sníženo do neinvestičního stupně. Pro složitější finanční deriváty než je RMBS byly čísla ještě horší (viz tabulka, sloupec Alt-A ARM). Všechna tato vysoká čísla přímo ukazují ztráty z investic do cenných papírů.

Graf č. 5 ukazuje, jak se projevil masivní snižování ratingů u CDO podle roku, kdy jim bylo uděleno ohodnocení. Na ose x jsou ratingová hodnocení AAA až BBB společně s roky, ukazující sledované období. Na ose y je stupnice, o kolik ratingových stupňů byl rating snižen, jedno číslo znamená posun o jedno ratingové hodnocení (1=AAA, 22=D). Jedná se o průměrné snížení ratingového ohodnocení určité tranše CDO podle roku vzniku ratingu.

**Graf 5: Snižování ratingů tranší CDO v průběhu času mezi roky 2002 a 2007**



Zdroj: BARNETT-HART, Anna Katherine. *The Story of the CDO Market Meltdown : An Empirical Analysis*. Cambridge, Massachusetts : Harvard College, 2009. Dostupný na [www:<http://www.hks.harvard.edu/m-rbg/students/dunlop/2009-CDOmeltdown.pdf>](http://www.hks.harvard.edu/m-rbg/students/dunlop/2009-CDOmeltdown.pdf).

Tato naprosto nebývalá, náhlá a ratingové agentury diskreditující masivní snižování ratingových hodnocení vedla k naprostému chaosu na trhu cenných papírů a vzniku naprosté nedůvěry a neochoty jak investovat, tak i půjčovat peníze. Investoři, jako jsou penzijní fondy nebo pojišťovny, byli nuceni rozprodávat svá aktiva, která ztratila potřebný investiční rating, hodnoty podílů v investičních společnostech prudce klesly a nově emitované cenné papíry nebyly schopné najít svého investora. Finanční krize tak začala.

### **3.8 Nedostatky ratingových hodnocení**

K selhání ratingových agentur a jejich hodnocení vedlo více faktorů. Hlavní roli hrály boj o podíl na trhu, tlak investičních bank, nesprávné ratingové modely, státní regulace, která omezila počet „uznaných“ ratingových agentur a umožnila rating shopping, neprovedení opakovaného ohodnocení již hodnocených cenných papírů při změně ratingového modelu a konflikt zájmů, do kterého se ratingové agentury dostaly.

#### **3.8.1 Konkurenční boj**

Tím, že SEC omezil počet agentur jen na ty, které sám uznal, silně zredukoval konkurenční boj mezi jednotlivými agenturami. Uznáno jich bylo jen několik a tak se nemusely bát o svojí existenci. Jako jednu z příčin nedostatků ratingových hodnocení lze uvést právě konkurenční boj. Zavedením NSRSO se totiž pokřivilo fungování hospodářské soutěže mezi ratingovými agenturami. Chyběl konkurenční boj, který by nutil agentury být pořád lepší, aby neztratily své postavení. Měly jistotu přijetí a jejich potřebnosti, nebyly nuceny, tak jako by byly bývaly nuceny na volném trhu, vylepšovat svoje modely, služby a dbát na svoji hodnověrnost. Nicméně, zavedení NSRSO přineslo úplně jiný konkurenční boj, spojený s velikostí podílu na trhu a tzv. rating shopping.

*„Rating shopping nastává, když emitent vybírá ratingovou agenturu podle toho, která z nich je ochotná přidělit pro něj nejvýhodnější rating, nebo která má mírnější kritéria umožňující dosáhnout požadovaný rating. Rating shopping je zřídka kdy praktikován u státních a podnikových obligací. Nicméně je však běžný u sekuritizovaných cenných papírů. Rating shopping je obzvláště účinný, když jedna ratingová*



*agentura používá mnohem volnějších kritérií než ostatní konkurenční agentury.*“<sup>60</sup>

Ratingové agentury se předháněly, která to které uvedené hodnocení provede, protože čím více provedených ratingů, tím větší výnosy. Tento jev měl neblahý důsledek v podobě emitenta cenného papíru, který obcházel ratingové agentury a sháněl co nejlepší rating, tedy jako by ho nakupoval. Toto jednání tlačilo standardy hodnocení ratingových agentur nepříznivě dolů, protože kdo nebyl ochotný udělit příznivý rating, nedostal zakázku - tím by ztrácel podíl na trhu a jeho tržby by klesly. Ratingové agentury tak doslova vycházejí vstříc emitentům cenných papírů, protože emitenti cenných papírů nechají ohodnotit své cenné papíry v té agentuře, kde dostanou pro ně nejlepší rating. Vznikl tedy jakýsi druh konkurenčního boje, kde nevyhrává ten nejlepší, ale ten „tvárnější“. V případě ratingových agentur také na úkor své budoucí hodnověrnosti i existence. Svou roky budovanou důvěryhodnost, na jejímž základě byly také celonárodně od SECu uznané, vyměnily ratingové agentury za krátkodobý, rychlý a velký profit.

### **3.8.2 Konflikt zájmů**

Při otázce, proč ratingové agentury vydávaly chybné ratingy, je jednou možnou odpovědí existence konfliktů zájmů. Zaváděním regulatorních restrikcí v oblasti ratingu, ač prováděné s dobrým úmyslem, vedlo k tomu, že ratingový byznys získával potenciál dostávat se do konfliktu zájmů. Původně, před regulací, bylo financování ratingu vystavěno na principu, že rating platí investor. Ten se chce dozvědět, jaká je pravděpodobnost, že jeho investice bude splacena, „*investor si tak kupuje informace o emitentovi*“<sup>61</sup>. A ratingová agentura se musela snažit odvést svoji práci co nejlépe, jinak se zdiskreditovala a ztratila zákazníky. Regulace ovlivnila banky, kterým bylo nařizováno, aby držely ve svých portfoliích cenné papíry s určitým ratingovým ohodnocením. Popřípadě se na základě hodnoty cenných papírů a jejich ratingového hodnocení vyžadovalo úměrně k jejich rizikovosti držet výši bankovních rezerv. Cílem banky je držet rezervy co nejmenší a disponovat tak

---

<sup>60</sup> Rating Shopping : Now the consequences. Nomura Fixed Income Research. 2006. Dostupný na WWW:< [http://www.securitization.net/pdf/Nomura/RatingShop\\_16Feb06.pdf](http://www.securitization.net/pdf/Nomura/RatingShop_16Feb06.pdf)>. Str. 1. A zároveň

BENMELECH, Efraim. DLUGOSZ, Jennifer. The Credit Rating Crisis. NBER Working Paper. 2008, č. 15045. Dostupný na WWW:< <http://www.nber.org/papers/w15045>>. Str. 16.

<sup>61</sup> HOLMAN, Robert. *Jak (ne)regulovat ratingové agentury*. Hospodářské noviny. Citovaný zdroj.

co největším objemem peněz a z toho důvodu se snaží držet co nejvíce bonitní cenné papíry. „Po bankách bylo dále vyžadováno, aby oceňovaly úvěrové riziko držných cenných papírů prostřednictvím ratingů.“<sup>62</sup> U institucí to vedlo k nahrazování vlastního ratingového vyhodnocování za ratingová hodnocení NSRSO agentur. Regulace ratingového průmyslu se dotýkala i např. penzijních fondů a pojišťoven, které mohly nakupovat cenné papíry jen určitého ratingového ohodnocení, zpravidla pouze toho nejvyššího.

„Těmito změnami získal rating téměř postavení regulačního nástroje.“<sup>63</sup> A celkem logicky se za této situace zájem kupovat ratingy přesunul od investora k emitentovi. Přešlo se tím na systém „emitent platí“, který je nebezpečný tím, že ratingové agentury jsou placené emitentem, jehož cenné papíry oceňují. To vedlo k nadhodnocování ratingových hodnocení a klamání investorů (banky, jak jim nařizovala regulace, mechanicky přebíraly tyto ratingy a používaly je k ohodnocování vlastních úvěrových rizik). Tím byla vlastně vyprodukována nedokonalá informace až dezinformace a co se týče informační asymetrie, více a lepšími informacemi disponovaly banky a ratingové agentury, které udržovaly pro svůj prospěch investory v nevědomosti. Při srovnání tezí z kapitoly informační asymetrie (ratingové agentury by měly spíše informační asymetrii v uvedeném vztahu snižovat, nežli zvyšovat), bylo chování ratingových agentur v rozporu s jejich původním cílem.

Důvodů ke změně, která se stala v 70. letech minulého století, z modelu „platí investor“ k modelu „platí emitent“ je několik a nebyly ještě plně definované. Jako hlavní důvody se však uvádějí tyto:<sup>64</sup>

- Ratingové agentury měly obavy, že prodeje jejich ratingových příruček zaznamenají ztráty kvůli novým rychlým kopírovacím strojům. Ty se v té době dostávaly do běžného používání a umožňovaly investorům půjčovat si mezi sebou zakoupené výstupy ratingových agentur a volně si je

---

<sup>62</sup> Tamtéž.

<sup>63</sup> Tamtéž.

<sup>64</sup> WHITE, Lawrence J. Markets : The Credit Rating Agencies. *Journal of Economic Perspectives*. 2010, roč. 24, č. 2, s. 211-226. Str. 214 – 215.

rozmnožovat, aniž by museli platit za originální výtisk mnohem větší částku ratingové agentuře.

- Úpadek firmy Penn-Central Railroad v roce 1970 vyvolal šok na trhu s cennými papíry a emitenti si uvědomili nutnost ujistit určitou cestou investory o nízké rizikovosti a byly tak ochotni platit ratingovým agenturám za jejich potvrzení o míře rizikovosti.<sup>65</sup> Šok na trhu s cennými papíry mohl zároveň nutit investory k ochotě platit ratingovým agenturám za informace o rizikovosti cenných papírů.
- Finanční regulace vyžadovala po emitentech pro vydávané cenné papíry zajištění ohodnocení od jedné nebo více agentur, aby je bylo možné dále nabízet na trhu na prodej finančním institucím, které mohly nakupovat jen ohodnocené cenné papíry.
- Ratingový průmysl prošel vývojem a stal se „dvojstranným“ trhem, kde platby za ratingové hodnocení mohly přijít z obou stran trhu – mohl být placen emitenty cenných papírů, mohl být placen investory či mohl být placen nějakou kombinací obou. Výsledek byl odrazem trendu v určité době.

Ratingové agentury s ohledem na zájem udržet si dobrou pověst v dlouhodobém měřítku, byly první tři dekády schopné držet konflikt zájmů pod kontrolou.<sup>66</sup> Vypořádat se s konfliktem zájmů pomohl ratingovým agenturám fakt, že existovalo tisíce institucí, které emitovaly cenné papíry, a proto by výhrůžky jednoho emitenta, že nechá cenný papír ohodnotit u jiné agentury, nebyly příliš účinné. Dále také existovaly korporace a vlády, jejichž dluhové hodnocení bylo velmi transparentní a jakýkoliv špatný rating by byl rychle zpozorován a poškodil by reputaci vydavatele takového ratingu.<sup>67</sup> V tomto období vyvstávala znepokojení nikoli kvůli tomu, že by ratingové agentury byly příliš poddajné tlaku emitentů, nýbrž kvůli tomu, že byly silné a mocné. Zdá se pak, že změna modelu z „investor platí“ na model „emitent platí“ příliš neovlivnila důvěryhodnost ratingových agentur, neboť po 30 let dokázaly ratingové agentury úspěšně odolávat konfliktu zájmu, ve kterém hodnotily cenné

---

<sup>65</sup> FRIDSON, Martin S. *Why Do Bond Rating Agencies Exist*. Extra Credit (Merrill Lynch), 1999.

<sup>66</sup> SMITH, Roy C. WALTER, Ingo. *Rating Agencies : Is There an Agency Issue*. In *Ratings, Rating Agencies, and the Global Financial System*. Ed. Richard M. Levich, Carmen Reinhart, Giovanni Majnori, Boston : Kluwer, 2002.

<sup>67</sup> WHITE, Lawrence J. *Markets : The Credit Rating Agencies*. 2010. Citovaný zdroj, str. 215.

papíry toho, kdo za hodnocení platil. Spíše se pak prokázaly nové finanční nástroje jakožto tvůrci změny společně se změnou struktury emitentů na finančním trhu. Nástup liberální ekonomiky na začátku 80. let, který umožnil rozkvět globalizace a rozvoj internetu v 90. letech podpořily vznikání nadnárodních korporací. Nabývající silou, plynoucí z působnosti po celém světě a úspor z rozsahu, rostly nadnárodní korporace pohlcováním svých konkurentů. Důsledkem byl menší počet institucí emitujících cenné papíry a lepší vyjednávací pozice těchto institucí. V tabulce č. 4 je seznam hlavních emitentů CDO, seřazených podle počtu obchodů, které přinesly ratingovým agenturám. Tabulka ukazuje, že největším emitentem byla brokerská společnost Merrill Lynch, která je také nepřekvapivě největší takovouto společností na světě. Ostatní následující pak také patří k největším investičním bankám na světě (především pak Deutsche Bank, Citygroup, Goldman Sachs, Credit Suisse atd.) Tabulka dále dokazuje už dříve zmíněný fakt, že S&P a Moody's mají hlavní podíl na trhu, zatímco Fitch je menší ratingovou agenturou.

### 3.8.3 Tlak investičních bank<sup>68</sup>

Investiční banky si mohly dovolovat provádět rating shopping právě díky konfliktu zájmů ratingových agentur, neboť to byly právě investiční banky, kdo jim přinášel zakázky. A ratingové agentury se snažily uzavřít obchod téměř za každou cenu (viz kapitola 3.8.1 Konkurenční boj). V září 2007 uvedl výkonný ředitel Moody's ve své výpovědi při soudním řízení:

„Co se stalo v roce 2004 a 2005 byl náš konkurenční boj, Fitch a S&P byli jak nepřítel, všechno bylo v investičním stupni.“<sup>69</sup>

---

<sup>68</sup> United States Senate, Permanent Subcommittee On Investigations, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs. *Wall Street and the Financial Crisis : Anatomy of Financial Collapse*. 2011. Citovaný zdroj. Str. 278 – 303.

<sup>69</sup> Tamtéž, str. 31.

Originál: What happened in 2004 and 2005 with respect to subordinated tranches is that our competition, Fitch and S&P, went nuts. Everything was investment grade.

**Tabulka 4: Největší klienti ratingových agentur**

Původce	Průměrné pořadí	Pořadí u Moody's (v mil. USD)	Pořadí u Fitch (v mil. USD)	Pořadí u S&P (v mil. USD)
Merrill Lynch	1	1 (\$76 908)	1 (\$31 269)	1 (\$77 275)
Citigroup	2	2 (\$28 497)	6 (\$2 972)	2 (\$29 106)
UBS	3	6 (\$17 124)	2 (\$6 962)	4 (\$20 396)
Wachovia	4	4 (\$20 328)	7 (\$2 527)	5 (\$20 337)
Calyon	5	7 (\$16 877)	3 (\$4 656)	7 (\$16 848)
Goldman Sachs	6	3 (\$22 477)	14 (\$789)	3 (\$22 617)
Deutsche Bank	7	10 (\$12 251)	5 (\$3 390)	8 (\$14 471)
Various Small Bank	8	5 (\$18 742)	13 (\$947)	6 (\$18 689)
Credit Suisse	9	8 (\$13 330)	8 (\$1 893)	9 (\$14 088)
RBS	10	12 (\$10 686)	9 (\$1 673)	12 (\$11 704)
Lehman Brothers	11	11 (\$11 985)	12 (\$1 085)	11 (\$12 024)
Bear Stearns	12	9 (\$13 352)	16 (\$296)	10 (\$13 530)
Unknown	13	13 (\$10 596)	11 (\$1 248)	13 (\$10 566)
Bank of America	14	14 (\$7 994)	10 (\$1 259)	14 (\$8 412)
WestLB	15	17 (\$4 178)	4 (\$3 935)	19 (\$1 345)
Dresdner Bank	16	15 (\$7 732)	xxx	15 (\$7 732)
Morgan Stanley	17	16 (\$6 091)	17 (\$242)	16 (\$6 091)
Barclays Capital	18	18 (\$3 005)	15 (\$479)	17 (\$3 417)
JP Morgan	19	19 (\$1 769)	xxx	18 (\$1 755)

Zdroj: BARNETT-HART, Anna Katherine. *The Story of the CDO Market Meltdown : An Empirical Analysis*. Cambridge, Massachusetts : Harvard College, 2009. Dostupný na [www:<http://www.hks.harvard.edu/m-rcbg/students/dunlop/2009-CDOmeltdown.pdf>](http://www.hks.harvard.edu/m-rcbg/students/dunlop/2009-CDOmeltdown.pdf).

Vyšetřování podvýboru navíc ukázalo, že ti klienti, kteří si stěžovali na ratingovou metodologii, kritéria nebo rozhodnutí, byli schopní tímto jednáním dosáhnout buď výjimky, nebo zvláštního zacházení.<sup>70</sup> Rozhodování agentur tak přecházelo z poskytování objektivního hodnocení k hodnocení, které zamezovalo ztrátě obchodu. Jelikož ratingový proces zahrnuje také jistou dávku subjektivního hodnocení analytiků, bylo možné touto cestou vyhovět představám zákazníka. Jasně důkazy o tomto praktikování byly nalezeny v elektronické komunikaci zaměstnanců ratingových agentur a investičních bank.

Jako příklad může posloužit komunikace mezi zaměstnancem Moody's a zaměstnancem investiční banky Chase, který si stěžoval, že určitý cenný papír má dostat podstatně nižší ratingové ohodnocení, než jaké je pro něj plánované od jiné ratingové agentury. „Rozdíl činí tři stupně, když bude obchod uzavřen, tak jak teď je.“ Po poradě s kolegy, informoval manažer z Moody's bankéře, že jeho agentura je schopná provést nějaké změny. „Mluvil jsem Osminem a ten mi potvrdil, že Jason se už zabývá tím, jak pozměnit metodologii tak, aby byla pro vás příhodnější.“<sup>71</sup>

V inkriminovaném období tlačily ratingové agentury své analytiky ke zvyšování podílu na trhu a tržeb. Investiční banky, emitující cenné papíry a přinášející tak ratingovým agenturám obchod, tlačily z druhé strany ty samé analytiky ke snižování ratingových standardů. Podle výpovědí bývalých analytiků z Moody's a S&P na ně tlačily investiční bankéři, aby byl jejich obchod co nejrychleji hotový, aby zvyšovali počty tranší, které obdrží ohodnocení AAA, a aby ignorovali množství faktorů, na které by mohlo být pohlíženo jako zvýšené úvěrové riziko. Popisovali také, jak jim bylo vyhrožováno ze strany investičních bankéřů, že přenesou zakázku ke konkurenční ratingové agentuře, pokud nedostanou příznivé zacházení, jaké vyžadovali (viz kapitola 3.8.1 Konkurenční boj).<sup>72</sup> Tlak investičních bank měl často dopad na ratingový proces a bankám umožňoval získat lepší ratingové ohodnocení,

---

<sup>70</sup> Tamtéž, str. 280.

<sup>71</sup> Tamtéž, str. 281.“

<sup>72</sup> Tamtéž, str. 278.

než jaké by za standardních podmínek dostaly. Investiční banky se snažily navíc o spojování ratingů, které by obdržely, s velikostí finanční částky, kterou by za toto hodnocení zaplatily.

Investiční banky dále ovlivňovaly přidělování jednotlivých analytiků k jejich zakázce. Analytici, kteří lpěli na standardech a vyžadovali detailní informace, se stávali u bank nepopulárními. Vedení ratingových agentur bohužel těmto nátlakům podléhalo a „nepohodlné“ analytiky z určitých zakázek, podle přání bank, stahovalo. To dosvědčují prohlášení takto nahrazovaných analytiků. Např. analytik Moody's Richard Michalek vypověděl, že mu bylo zakázáno pracovat na RMBS zakázkách několika bank, protože zkoumal zakázky příliš pečlivě. Vypověděl:

„V průběhu mého působení u Moody's mi bylo explicitně řečeno, že nejsem vítaný u zakázek některých bank. Bylo mi řečeno mým tehdejším nadřízeným, že byl požádán bankami (v tomto případě Credit Suisse First Boston, Merrill Lynch a Goldman Sachs) abych byl u všech jejich budoucích zakázek nahrazen někým jiným.“<sup>73</sup>

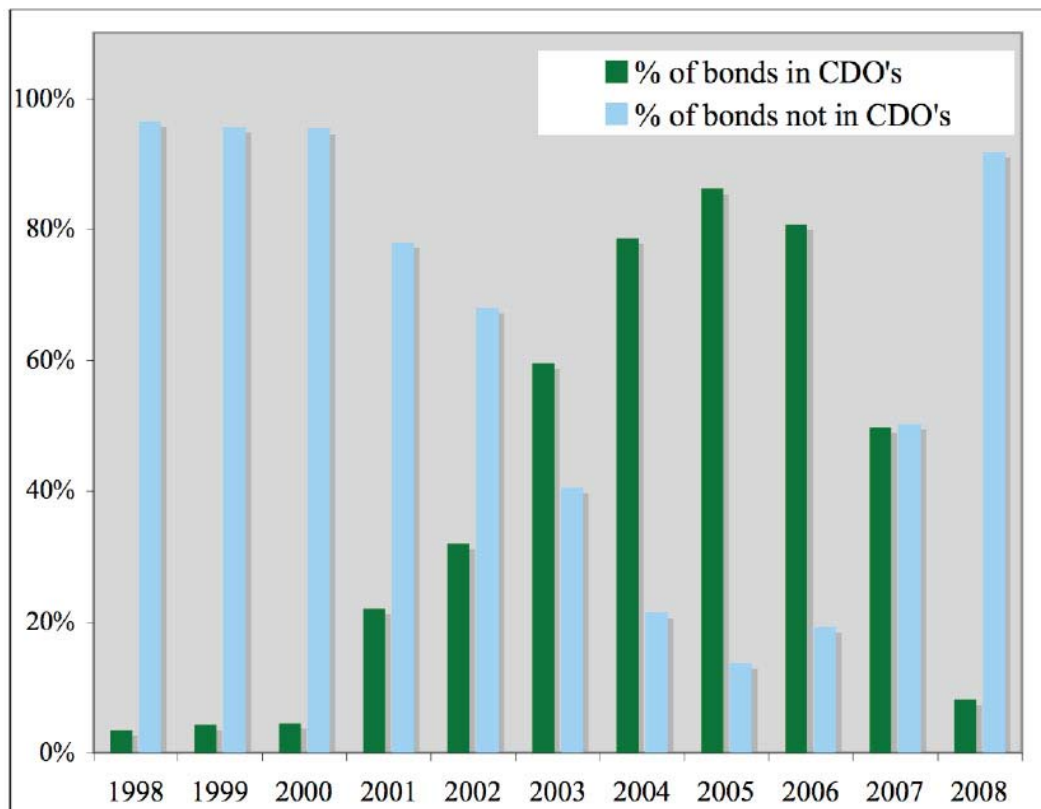
Tlak investičních bank a jejich snaha maximalizovat svůj zisk stále častěji vytvářením finančních derivátů ilustruje graf č. 6. Graf ukazuje, jak se vyvíjel poměr subprime dluhopisů, které nebyly součástí CDO a dluhopisů, které byly do CDO znovu zabaleny. Pozorovatelný nárůst zájmu o používání subprime dluhopisů je znatelný od roku 2001. Do roku 2004 rostl rychle zájem používat dluhopisy pro CDO v průměru o 20 procent ročně, z 20 procent na 80 procent. V roce 2005 pak vytváření CDO eskalovalo, když bylo pro jejich navržení použito asi 90 procent všech subprime dluhopisů. V roce 2006 zájem nepatrně poklesl, v roce 2007 se rovnal počet dluhopisů obsažených v CDO s dluhopisy nepoužitými pro CDO a v roce 2008 v souvislosti s krizí už nebylo vydávání CDO rentabilní a zájem vymizel.

---

<sup>73</sup> Tamtéž, str. 286.

Originál: During my tenure at Moody's, I was explicitly told that I was 'not welcome' on deals structured by certain banks. ...I was told by my then-current managing director in 2001 that I was 'asked to be replaced' on future deals by...CSFB (Credit Suisse first Boston), and then at Merrill Lynch.

Graf 6: Zabalování subprime dluhopisů do CDO



Zdroj: BARNETT-HART, Anna Katherine. *The Story of the CDO Market Meltdown : An Empirical Analysis*. Cambridge, Massachusetts : Harvard College, 2009. Dostupný na [www:<http://www.hks.harvard.edu/m-rcbg/students/dunlop/2009-CDOmeltdown.pdf>](http://www.hks.harvard.edu/m-rcbg/students/dunlop/2009-CDOmeltdown.pdf).

### 3.8.4 Neprovedení přehodnocení po změně modelu<sup>74</sup>

Dalším faktorem, který přispěl k nepřesnosti ratingových hodnocení, bylo hlídání ratingů už ohodnocených cenných papírů. Přesněji, ratingové agentury měnily v průběhu času modely, podle kterých byly ratingy vyhodnocovány. Tyto změny v modelech měly zohlednit vývoj v hodnocené oblasti a zavést nové postupy, které umožňovaly produkovat lepší výsledky. Modely byly měněny na základě vypořádaných problémů z předchozích hodnocení. Bylo však rozhodnuto, že budou použity pouze u nových zakázek a nikoli pro provedení přehodnocení již udělených ratingů. Protože z již přidělených ratingů byly vypořádané změny popř. chyby, z kterých byl nový model vytvořen, dalo se předpokládat, že hodnocení nemusela být úplně přesná a zasloužila si být přehodnocena podle nejnovějšího

<sup>74</sup> United States Senate, Permanent Subcommittee On Investigations, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs. *Wall Street and the Financial Crisis : Anatomy of Financial Collapse*. 2011. Citovaný zdroj, str. 297 – 303.



modelu. Nicméně přehodnocování nebylo provedeno i přes to, že mnoho produktů obsahovalo stejná aktiva a rizika, kvůli kterým byl model změněn, aby je adekvátně hodnotil.<sup>75</sup>

Nejdůležitější úprava modelu byla provedena v roce 2006. Byla určena na ohodnocování RMBS a CDO a přísnějšími kritérii měla zlepšovat předvídatelnost ztrát a defaultů. Obě hlavní agentury se rozhodly přesně tak, jak bylo popsáno výše, aplikovat nový model jen na nové RMBS a CDO i přes to, že nově hodnocené a dříve ohodnocené cenné papíry měly stejné složení. Pokud by ratingové agentury dbaly více na přidělování adekvátních ratingů či je zodpovědněji snižovaly, byly by tím snížily obrovský dopad toxických hypoték.<sup>76</sup> Ratingy RMBS a CDO by tak byly sníženy nejpozději v roce 2006, což by signalizovalo investorům zvěšující se riziko na trhu, zastavilo by se poměrně brzy vydávání nových strukturovaných cenných papírů a pravděpodobně tím snížilo velikost a dopad poslední finanční krize.

Aby byla zajištěna celoživotní platnost ratingů, zavazovaly se ratingové agentury za určitou roční úplatu (viz kap. 3.6 Rekordní příjmy) k jejich průběžnému sledování. Na sledování ratingů bylo vytvořeno speciální oddělení, které bylo kvůli obrovskému nárůstu emitování nových cenných papírů RMBS a CDO zodpovědné za hlídání desítek tisíců cenných papírů. Počet produktů připadajících na případné přehodnocení a dodatečné náklady na jeho provedení hrálo důležitou roli při rozhodování, zdali přehodnocovat nebo ne.

Podle Artura Cifuentesa z Moody's, neprovedení přehodnocení starých ratingů podle nového modelu vytváří dvě třídy cenných papírů, jednu kvalitnější a druhou horší, čímž vytváří nesrovnalosti na trhu. Investiční banky si byly vědomy, že nové modely jsou mnohem striktnější a pro ně méně výhodné (snižoval se počet tranší, které dostávaly vysoká hodnocení) a tak tlačili agentury k pozdržení zavedení modelů do praxe, čemuž také bylo vyhověno. Zrevidování starých modelů a následné jejich

---

<sup>75</sup> United States Senate, Permanent Subcommittee On Investigations, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs. *Exhibits : Hearing on Wall Street and the Financial Crisis: The Role of Credit Rating Agencies*. 2010. Citovaný zdroj, str. 8.

<sup>76</sup> United States Senate, Permanent Subcommittee On Investigations, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs Committee. *Opening Statement of Senator Carl Levin : Wall Street and the Financial Crisis : The role of Credit Rating Agencies*. 2010. Citovaný zdroj.

zavedení do praxe prováděly ratingové agentury až ve chvíli, kdy nešlo jednat jinak, kdy byla zaznamenána nadměrná míra nesplácení.

### 3.8.5 Nepřesné ratingové modely<sup>77</sup>

Dalším faktorem, který přispěl k vydávání nepřesných ratingových ohodnocení, byly chybné modely, které agentury používaly. Mezi roky 2004 až 2007 přepracovaly, jako odpověď na zvyšující se procento nesplácení a selhávání některých cenných papírů, agentury několikrát své modely. Nikdy však nebyly zrevidovány tak, aby jejich výsledkem byla správná předpověď blížící se krize na hypotéčním trhu a s ní spojené úpadky cenných papírů. Důvodů, proč ratingové agentury zklamaly, je v této souvislosti několik:

- při vyhodnocování ratingů byla používána nevhodná a nedostatečná data,
- dalším byla nejasná a neúplná kritéria pro hodnocení složitých finančních derivátů, poskytovaná ze strany ratingových agentur svým analytikům,
- a jako poslední bylo dlouhé otálení při zavádění nově vytvořeného modelu do praxe (viz kapitola 3.8.4 Neprovedení přehodnocení po změně modelu).

Používání nevhodných a nedostatečných dat bylo primárně ovlivněno rychlým vývojem na poli hypoték. Ty se významně změnily v posledních 10 letech, na trhu se vehementně rozšířily RMBS a jiné druhy nových hypoték, které nahrazovaly původní „klasické“, nízkorizikové a vázané na předem daný počet let a majetek. Analytici ratingových agentur se při vypočítávání pravděpodobností ztrát a defaultů určitých poolů spoléhali na kvantitativní ratingové modely své firmy. A jelikož došlo k rychlému vývoji, ratingové agentury neměly jednoduše žádná relevantní data, podle kterých by mohly predikovat vývoj rizikovějších hypoték v delším časovém období. Zatímco klasické hypotéky měly míru defaultů někde mezi jedním a dvěma procenty, u rizikovějších hypoték se očekávalo riziko větší, nikdo však nebyl schopný určit jeho výši. Ratingové agentury použily pro vytvoření svých ratingových modelů jen malé, v té době dostupné množství dat. Mezi roky 2004 až 2007, obsahovaly mnohé RMBS a CDO hypotéky, které byly odlišné od těch, které byly do té doby uzavírány. Změny v oblasti hypoték měly vliv na relevantnost historických

---

<sup>77</sup> United States Senate, Permanent Subcommittee On Investigations, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs. *Wall Street and the Financial Crisis : Anatomy of Financial Collapse*. 2011. Citovaný zdroj.

dat a tak ratingy vytvořené na základě těchto modelů se ukázaly být nepřesné. Řídící pracovník S&P k této situaci řekl:

*„Jsme si plně vědomi toho, že kvůli naší závislosti na analýzách historických dat, které sahají až do dob Velké recese, se některá z těchto dat ukázala nebyť už déle užitečná a spolehlivá, jak kdysi bývala.“<sup>78</sup>*

A bývalý generální ředitel oddělení strukturálních financí v Moody's popsal složitost s absencí relevantních dat takto:

*„Bylo to jako předpovídat počasí na Havaji na základě dat ze sto let dlouhého sledování počasí na Antarktidě.“<sup>79</sup>*

Ratingové agentury měly s vytvářením modelu na hodnocení nových hypoték takové problémy, že např. agentura Moody's nepoužívala svůj model na ohodnocování RMBS do prosince 2006. Do roku 2006 používala systém benchmarkingu, kdy byl hodnocen hypotéční pool pouhým srovnáním s jiným, již agenturou ohodnoceným poolem.<sup>80</sup>

Na druhou stranu vyšetřování ratingových agentur odhalilo, že pouze sama neexistující data nevedla k vytváření nepřesných ratingových modelů. Z vyšetřování vyplývá, že obě hlavní agentury, Moody's a S&P se zdráhaly vydávat prostředky na zlepšování svých modelů (i přes zvyšující tržby obou agentur, viz kapitola 3.6 Rekordní příjmy). Zvláště Moody's se zdráhala nakoupit jakákoliv data či programy, která by mohla použít pro vylepšení svého ratingového modelu a raději se snažila vše vyřešit tím, čím už disponovala. Co se týká RMBS, agentura mezi roky 2002 až 2006 nezískala žádná data pro vylepšení svého RMBS modelu a zlepšovala ho jinými způsoby. S&P jednala svědomitěji a nakupovala mezi roky 2002 až 2006 data, která však nepřinesla žádné výrazné užitečné výsledky. Analytici S&P však dokázali vytvořit lepší metody pro určování defaultů, ale jelikož se dotýkaly negativně mnoha

---

<sup>78</sup> Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises Hearing. The Role of Credit Rating Agencies in the Structured Finance Market. Serial No. 110-62. Washington, U.S. Government printing office, 2007. 179 s. Str. 147-173.

<sup>79</sup> LOWENSTEIN, Roger. Triple-A Failure. The New York Times. 27. dubna 2008.

<sup>80</sup> Securities and Exchange Commission. Examination Report for Moody's Investor Service, Inc. 2010. Str. 3.

produktů, nebyly nikdy přijaty do praxe. Evidentně tak ani v S&P nebyla vůle vytvářet nové modely a přesněji ohodnocovat RMBS. RMBS v té době dominovaly ratingovému trhu a lepší ratingové modely s přesnějšími výsledky (povětšinou s nižším ratingem) by nepomohly agenturám zvyšovat zisky.

Dokumentace e-mailové komunikace mezi zaměstnanci ratingových agentur vypovídá o frustraci a zmatení analytiků hodnotících RMBS a CDO pramenící z nejasnosti jak řídit vydávání ratingů a také ze způsobu, jakým ratingový proces probíhal. Analytici někdy pracovali bez vedení a používaná kritéria, kterých se museli při zpracovávání ratingu držet, byla nejasná stejně tak jako příkazy nadřízených. Jeden zaměstnanec S&P si stěžoval:

*„Nikdo tu nepodá žádnou přímou odpověď o čemkoliv...Co takhle, kdybychom určili nová kritéria a měly skutečně jasné parametry na to, co tu máme dělat.“<sup>81</sup>*

Problém byl i ve způsobu šíření zpráv o změnách modelů, metodologie a kritérií mezi zaměstnanci jednotlivých agentur a veřejnost. Situace působí dojem, že vedení ratingových agentur záměrně nevydávalo jasné zprávy, aby byla zajištěna možnost co nejvíce přizpůsobovat ratingový proces a hodnocení aktuálním potřebám a mohly se pružně měnit kritéria hodnocení. To se odrazilo v nekonzistentnosti vedení vyšších nadřízených, kteří dávali svým podřízeným analytikům odlišné instrukce.

*„V průběhu času různí nadřízení dávali odlišné instrukce v různých časech.“<sup>82</sup>*

Hodnotící modely ratingových agentur byly mezi zaměstnanci nazývány jako tzv. „černé skříňky“, protože jim nebylo snadné rozumět a nebyly předvídatelné. Navíc se čas od času změnily a nikdo nevěděl, kdy nastane další změna. Celkově analytici ratingových agentur zpochybňovali svoji schopnost správného hodnocení komplexních finančních derivátů a důvěryhodnost v práci, kterou odváděli.

---

<sup>81</sup> United States Senate, Permanent Subcommittee On Investigations, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs. *Exhibits : Hearing on Wall Street and the Financial Crisis: The Role of Credit Rating Agencies*. 2010. Citovaný zdroj, str. 296.

<sup>82</sup> Tamtéž, str. 296.

Díky nepřetržitému tlaku investičních bank museli však analytici za nejasných podmínek analyzovat a hodnotit velmi rychle komplexní deriváty. Kvůli dodržení stanoveného termínu ohodnocení tak byly přinuceni, viz kapitola 3.8.3 Tlak investičních bank, zařadit výjimky ze zavedené metodologie a kritérií a vytvářet precedent, na který se banky odvolávaly při dalších obchodech.

Moody's a S&P věděly, že jsou jejich předpovídající modely chybné a snažily se je nakonec nějakým způsobem zrevidovat. S&P vylepšila svůj model pro hodnocení CDO a RMBS v polovině roku 2005, ale jeho zavedení do praxe odkládala celý rok. Zároveň se snažila hledat logické vysvětlení, proč novým modelem nepřehodnotit všechna už přidělená ratingová ohodnocení (viz kapitola 3.8.4 Neprovedení přehodnocení po změně modelu). Z interní emailové komunikace je však zřejmé, že odkládání zavádění vylepšeného modelu do praxe, stejně tak i přehodnocování dle nového modelu již existující ratingová hodnocení bylo záměrné, kdy ratingové agentury sledovaly za tohoto stavu svůj prospěch v podobě finančních odměn. Práci, jak ji viděli analytici ratingových firem, může ukázat následující výpověď jednoho analytika z S&P:

*„Ratingové agentury pokračují ve tvoření ještě většího monstra – trhu CDO. Můžeme jenom doufat, že budeme všichni bohatí a v důchodu, až spadne tento dům postavený z karet.“<sup>83</sup>*

Situace byla natolik špatná, že když v roce 2007 SEC žádal po S&P, aby sestavila seznam ratingových kritérií, agentura nebyla schopná identifikovat všechna kritéria, sloužící pro rozhodování.

### **3.9 Zabraňování nafukování ratingů<sup>84</sup>**

SEC se v předkrizové době zabýval potřebou vyššího regulačního dohledu nad ratingovými agenturami. Tento zvýšený zájem SECu o ratingové agentury pramenil z účetních afér, především pádu společnosti Enron a WorldCom, který vedl

---

<sup>83</sup> United States Senate, Permanent Subcommittee On Investigations, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs. *Wall Street and the Financial Crisis : Anatomy of Financial Collapse*. 2011. Citovaný zdroj, str. 299.

<sup>84</sup> tamtéž

k odhalení selhání auditorských firem a ratingových agentur. Ty nebyly schopny do posledních dnů před krachem firmy předpovědět jejich bankrot a hodnotily je stále jako zdravé společnosti, kterými však nebyly. V roce 2002 byl vyšetřován pád Enronu, při kterém byly odhaleny nedostatky ratingových agentur. Závěry šetření sice odrážely skutečné problémy, kterým ratingové agentury čelily a nedostatky, kterých se dopustily, ale protože se stejnými problémy ratingové agentury potýkaly i v poslední finanční krizi, nebylo jejich ošetření po roce 2002 efektivně provedeno. Zpráva doporučovala „zvýšení dohledu nad ratingovými agenturami, aby bylo zajištěno, že veřejná důvěra v tyto instituce je správná.“<sup>85</sup>

Podle zákona Sarbanes-Oxley měl SEC v roce 2002 provést studii ratingových agentur a jejich role na trhu cenných papírů. Bylo tak rozhodnuto proto, že pád Enronu byl v souvislosti s ratingovým hodnocením závažný, neboť společnost Enron byla ještě 4 dny před vyhlášením bankrotu, ač už v té době se obecně vědělo o velkých problémech firmy, hodnocena ratingovými agenturami pořád v investičním pásmu. Na základě hloubkové analýzy vydal SEC závěrečnou práci<sup>86</sup>, ve které shrnul všechna svá zjištění. Zpráva SEC byla koncipována se dvěma hlavními cíly: „*zajistit integritu amerického kapitálového trhu a obnovit důvěru investorů pokulhávající po finančních skandálech z roku 2002*“<sup>87</sup> (již zmiňovaný Enron a WorldCom) a mířila na šetření především následujících bodů:

- role ratingových agentur v ohodnocování emitentů cenných papírů,
- důležitost této role pro investory a fungování trhu s cennými papíry,
- definování jakýchkoliv překážek pro přesné hodnocení finančních zdrojů a rizik emitentů cenných papírů ratingovými agenturami,
- stanovení jakýchkoliv překážek pro vstup firem na trh ratingových agentur a potřebných opatření na eliminování těchto bariér,
- definování jakýchkoli konfliktů zájmů v činnostech ratingových agentur a opatření vedoucí k zabraňování těchto konfliktů a zlepšení následků takovýchto konfliktů.

---

<sup>85</sup> Senate Committee on Governmental Affairs. *Financial Oversight of Enron : The SEC and Private-Sector Watchdogs*. 2008. Str. 6.

<sup>86</sup> jedná se o zprávu: Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets. 2003.

<sup>87</sup> Tamtéž, str. 3.

Mezi všemi vyjádřenými obavami zmíněnými ve zprávě ohledně ratingových agentur, byl jako jedno z hlavních znepokojení klasifikován potenciální konflikt zájmů díky modelu, ve kterém za rating platí emitent a jenž sehrál důležitou roli o několik let později v průběhu vzniku finanční krize.

Zhoršující se situací na finančních trzích a na realitním trhu si byl vědom i Kongres a SEC, jejichž reakcí na činnost ratingových agentur v této oblasti a růst jejich důležitosti vyústil v roce 2006 k přijetí zákona na reformování ratingových agentur<sup>88</sup>, přijít v platnost měl v roce září roku 2007. Zákon obsahoval regulační opatření, která vycházela ze zjištění ze zprávy SECu a dával SECu pravomoc určovat NRSRO agentury a povinnost nad nimi dohlížet. Určoval kritéria, která musí NSRSO agentury splňovat, aby mohly být zaregistrovány SECem. Dále uděloval SECu povinnost přijmout opatření, která budou muset všechny NSRSO agentury implementovat do svých strategií a postupů, aby se jednak zamezilo možnému zneužití neveřejných informací, tak se i zároveň eliminoval konflikt zájmů.

V souvislosti s hromadným snižováním ratingových hodnocení bylo v létě 2007, nezávisle na vydávání výše zmíněného zákona z roku 2006, zahájeno vyšetřování všech tří hlavních ratingových agentur s cílem pochopit metody ratingových agentur při hodnocení RMBS a CDO. Vyšetřování se soustředilo na poslední 4 roky a přišlo se závěry:<sup>89</sup>

- Ve sledovaných letech došlo k velkému nárůstu počtu a složitosti RMBS a CDO.
- Některé důležité části ratingových procesů nebylo možné vůbec identifikovat.
- Některé postupy a metody nebyly plně zdokumentovány.
- Postupy aplikované při průběžném sledování ratingů nebyly tak striktní jako při jejich udělování.
- Existovalo množství konfliktů zájmů, které ovlivňovalo ratingový proces. Bylo odhaleno, že ratingové agentury selhaly při ověřování přesnosti či kvality dat, používaných při určování ratingů.

---

<sup>88</sup> The Credit Rating Agency Reform Act

<sup>89</sup> United States Securities and Exchange Commission. *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*. 2008. Dostupný na [www:<http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf>](http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf). Str. 1-2.

Problémy v podobě nepřesných ratingových hodnocení, které postupně vyplouvaly na povrch, byly SEC i jiné vládní organizace schopné stále jasněji identifikovat. Ač je patrné, že SEC problém nepřesných ratingů odhalil, nebyl žádný z regulatorních orgánů dohlížejících na finanční trh schopný identifikovat problém dostatečně brzo a rychle zareagovat a pokusit se o omezení. Identifikování problému se dělo se značným zpožděním. V době příprav zákona na reformování ratingových agentur (2006) byly vydávány tisíce chybných ratingů, v roce kdy měl tento zákon vstoupit v platnost (2007) byla už hypoteční krize na svém vrcholu. Události nevšedního charakteru se však děly nejméně od roku 2004 a narůstaly exponenciálním tempem, přesto významnější krok jako reakce na jejich objevení a rozmach byl přijat teprve až v roce 2006 s působností od 2007. Aby bylo možné krizi úspěšně předcházet, byl by se býval musel zrychlit proces přijímání nových opatření a musela by se zvýšit důraznost, při jejich prosazování a zavádění do praxe.

Při vztažení k předešlým informacím, výsledky a doporučení z roku 2002 po pádu Enronu a dalších společností nebyly dostatečně důrazně prosazovány. Zvláště stěžejní konflikt zájmů, identifikován studií nařízenou podle Sarbanes-Oxley zákona, založený na modelu, kdy za rating platí emitent, nikoli investor, zůstal celkem nepovšimnut nevyřešen a nekontrolován.

Ratingové agentury byly vyšetřovány v roce 2002, kdy veřejnost šokoval fakt, že nebyly schopné ještě několik málo dnů před pádem Enronu či WorldComu správně ohodnotit jejich bankrotující stav. To nutně evokovalo otázky, jak to bylo možné, že ratingové agentury potřebovaly tolik času, aby správně určily špatnou finanční situaci obou firem. Stejná situace se nešťastně opakovala o několik let později v roce 2008, kdy hlavní ratingové agentury hodnotily Lehman Brother's, symbol začátku finanční krize, stále v investičním stupni ještě ráno v ten samý den, ve kterém společnost ohlásila bankrot v září roku 2008.<sup>90</sup> Proč se po tak závažném problému v roce 2002 nepřistoupilo k opatřením, které by omezovalo opakování této situace? A který ze subjektů, ratingové agentury nebo dohlížející orgány, nesou v tomto případě zodpovědnost za nezlepšení situace?

---

<sup>90</sup> WHITE, Lawrence J. Markets : *The Credit Rating Agencies*. 2010. Citovaný zdroj, str. 218.



Ratingové agentury kontruji tím, že jimi podávané dlouhodobé hodnocení je založeno na opakovaném hodnocení prováděného v určitých cyklech a nikoliv poskytováním naprosto aktuální informací. Tato strategie hodnocení v cyklech přímo determinuje, že ratingové agentury budou mít vždy zpoždění při podávání naprosto aktuálních hodnocení.<sup>91</sup> Při hodnocení rychlosti s jakou daný subjekt pracuje a reaguje na nové podněty, je pak s ohledem na fakt, že se situace z roku 2002 mohly opakovat i v roce 2008 (v následném šetření obou událostí byly nalezeny tytéž nedostatky ratingových agentur, tedy nepodařilo se je odstranit), možné říci, že orgány, které mají za povinnost dohlížet a objevovat potenciální hrozby, pracovaly ještě pomaleji, než ratingové agentury. Navíc obava o ratingové agentury a o moc, kterou svíraly ve svých rukou, byla jasně patrná už v 90. letech minulého století. Thomas Friedman, který je trojnásobným držitelem Pulitzerovy ceny, upozorňoval na jejich příliš velkou moc např. v roce 1996. Napsal doslova: „Dle mého názoru existují v současnosti na světě jen dvě supermoci. Jednou z nich jsou Spojené státy a druhou je ratingová agentura Moody's. Spojené státy vás mohou zničit svržením bomb, Moody's vás může zničit snížením ratingového ohodnocení vašeho cenného papíru. A věřte mi, někdy není úplně jasné, kdo z této dvojice je mocnější.“<sup>92</sup>

---

<sup>91</sup> Tamtéž, str. 218.

<sup>92</sup> PBS. *Free Market Society*. Transkript z přepisu rozhovoru, 28. února 1996. Dostupný na [www:<http://www.pbs.org/newshour/gergen/friedman.html>](http://www.pbs.org/newshour/gergen/friedman.html).

## 4 Regulace ratingových agentur<sup>93</sup>

### 4.1 Modely fungování ratingových agentur

Dle Bo Beckera, autora minulý rok vydané rozsáhlé studie Podnikohospodářské fakulty Harvardské univerzity na téma ratingové agentury a konkurence, jsou tři možné modely fungování ratingových agentur.<sup>94</sup>

- Prvním modelem je model, kdy platí emitent, používaný v současné době. „*Má zřejmé riziko ve vytváření tlaku produkovaní přívětivějších ratingů po vůli emitenta, především emitenta, který přináší ratingové agentuře velké obchody.*“<sup>95</sup>
- Druhým modelem je model používaný dříve, kdy za ratingové hodnocení platil investor. Tento model využívají v současnosti pouze několika jinak nevýznamnými ratingovými agenturami a má dva hlavní nedostatky. „*Zprvé je velmi závislý na schopnosti vynutit dodržování vlastnickým práv na informace, které se dají v současné době snadno šířit. Zadruhé předem vylučuje rozsáhlé sdílení ratingů - když jsou vytvářeny pro veřejnost zdarma, proč by za ně měli platit investoři?*“<sup>96</sup>
- Třetí typ modelu fungování ratingových agentur, který je také někdy v současnosti navrhován, je určitá forma fixních plateb. „*Určitá fixní částka je účtována pro emitování cenného papíru, která následně poslouží k úhradě ratingu.*“<sup>97</sup> Při tomto modelu nemá emitent mnoho na výběr. Musí zaplatit fixní poplatek a zároveň mu není dovoleno si vybrat ratingovou agenturu, která rating jím emitovaných cenných papírů provede. Zpřetrhání vazeb mezi emitentem a platbou je považováno možný způsob, jak předejít ratingům, které vychází vstříc emitentům. Tento způsob fungování ratingových agentur

---

<sup>93</sup> WHITE, Lawrence J. Markets : *The Credit Rating Agencies*. 2010. Citovaný zdroj.

také ROBERTS, Paul C. *Credit Rating Agencies : Their Role in the Financial Crisis and the Regulatory Price that They Must Now Pay*. 2009. Citovaný zdroj.

<sup>94</sup> BECKER, Bo. MILBOURN, Todd. *How did increased competition affect credit ratings?* Harvard Business School, 2010. Dostupný na [www:< http://www.hbs.edu/research/pdf/09-051.pdf>](http://www.hbs.edu/research/pdf/09-051.pdf).

<sup>95</sup> LAGACE, Martha. *Why Competition May Not Improve Credit Rating Agencies : Q&A with Bo Becker*. Harvard Business School, 2009. Dostupný na [www:< http://hbswk.hbs.edu/pdf/item/6260.pdf>](http://hbswk.hbs.edu/pdf/item/6260.pdf).

<sup>96</sup> Tamtéž

<sup>97</sup> Tamtéž

nebyl však do současnosti příliš otestován a dle Beckera je by bylo pravděpodobně velmi těžké takovýto systém zavést do praxe a největším problémem identifikuje jako nejasnost, jak se budou jednotlivé obchody přidělovat ratingovým agenturám.

Dle preferencí a příklonu k určitému modelu fungování ratingových agentur, každý stát začleňuje do zákonů a pravidel fungování trhu různá regulační pravidla a používá různé intenzity regulace. Po propadu ratingových agentur v krizi v roce 2001 a v poslední finanční krizi se regulační opatření v rozvinutých zemích ubírají podobným směrem, mají však i svá specifika. Zde jsou přijímána regulační opatření ve Spojených státech a v Evropské unii:

#### **4.2 Regulační snahy ve Spojených státech**

Především neadekvátní pomalost při snižování ratingového hodnocení u Enronu a WorldComu a nedávných chybných hodnocení v případě komplexních finančních derivátů, vyznačujících se přílišným optimismem vyvolaly vlnu kritiky, dopadající na přední tři ratingové agentury a podnítily pokusy dovolávající se určitých změn, týkajících se především omezení konfliktů zájmů a zvyšování transparentnosti činnosti agentur.

Zákon Sarbanes-Oxley uděloval agentuře SEC povinnost vytvořit pro Kongres zprávu týkající se ratingového odvětví a systému národně uznaných ratingových agentur (NRSRO). Předložená zpráva vyvolala celou řadu otázek, ale nic přímo neřešila. Především bylo potřeba vyřešit postavení SECu, jakožto překážky pro vstup dalších ratingových agentur na trh, což bylo vnímáno už v té době jako velký nedostatek zavedeného systému, kdy trh kontrolovaly tři hlavní ratingové agentury. SEC se snažil zvýšit počet národně uznaných agentur a v roce 2003 ustanovil NSRSO agenturou Dominion Bond Rating Services, následovanou v roce 2005 agenturou A. M. Best. Postupy SECu při udělování statusu národně uznaných agentur byly však nejasné a celkově chyběla jasná kritéria, podle kterých byl status SRSRO SECem udělován.

Provedené kroky pro lepší dohled a větší transparentnost:

#### 4.2.1 CRARA

Na základě neuspokojivé situace přijal americký Kongres v roce 2006 zákon na reformování ratingových agentur (CRARA)<sup>98</sup>. Ten výrazně omezoval SEC jakožto překážku dalším agenturám ve vstupu na ratingový trh, což bylo už v té době vnímáno jako velmi velký nedostatek zavedeného systému, kdy trh ovládaly tři hlavní agentury. SEC měl přesně specifikovat kritéria, podle kterých bude postupovat při rozhodování o udělování statusů NSRSO novým agenturám. Rozhodování SECu mělo být v této záležitosti více transparentní. Kongres navíc tímto zákonem omezil moc SECu dohlížet nad již zavedenými národně uznanými agenturami a zakazoval mu ovlivňovat jakýmkoliv způsobem ratingy a modely těchto agentur. SEC ustanovil v letech 2007 a 2008 v reakci na tento zákon celkem pět nových NSRSO agentur a celkový počet národně uznaných agentur stoupl na deset. Nicméně, rychlé zvýšení počtu národně uznaných ratingových agentur mělo jen velmi malý dopad. Po léta budované silné postavení tří hlavních ratingových agentur nemohlo být rychle změněno vstupem nových agentur, z kterých navíc tři měly ústředí mimo Spojené státy, jedna byla specialistou v pojišťovnictví a tři zbylé byly malé americké agentury.

V roce 2008 přistoupil americký Kongres k přehodnocení zákona CRARA s cílem zjistit, kde přesně se nacházejí slabiny zákona, které omezují regulační snahy. SECem byly navrženy tři základní dodatky k zákonu, z nichž většina byla na začátku roku 2009 Kongresem přijata:<sup>99</sup>

- Sada dodatků k existujícím směrnici NSRSO, zaměřující se na obavy o poctivost procesů a metodologií NSRSO agentur v souvislosti s rolí, jakou hrají při hodnocení finančních derivátů.
- Dodatek, který by povínoval NSRSO agentury rozlišit nějakým způsobem, např. jinou sadou ratingových známek ratingy finančních derivátů od ostatních ratingových hodnocení.

---

<sup>98</sup> Credit Rating Agency Reform Act

<sup>99</sup> ROBERTS, Paul C. *Credit Rating Agencies : Their Role in the Financial Crisis and the Regulatory Price that They Must Now Pay*. 2009. Citovaný zdroj.

- Třetím dodatkem se mělo ve směrnici zrušit používání pojmu NRSRO s tím důvodem, že používání tohoto pojmu v zákonech podněcuje k zbytečně velkému spoléhání se investorů na ratingy od NRSRO agentur.

Tyto dodatky měly následující cíle:

- Zlepšit zveřejňování a srovnávání ratingových statistik.
- Zlepšit zveřejňování informací o finančních derivátech.
- Vyžadování více informací o metodologiích a procesech určování ratingů pro finanční deriváty.
- Zesílení interních kontrolních procesů a snížení zbytečně velkého spoléhání na ratingy NRSRO agentur.

Přijaté dodatky vedou k zvýšení transparentnosti metodologií NRSRO agentur a jejich výkonů, zakázání NRSRO agenturám provozovat určité postupy, které vytvářejí konflikty zájmů a poskytování Komisy výsledkové zprávy umožňující lepší regulatorní dohled.

Nejdůležitějším výsledkem celé snahy CRARA bylo přijetí dodatku zaměřeného na konflikt zájmů. SEC vydal v roce 2008 a 2009 nařízení regulující národně uznané agentury, které omezovalo konflikty zájmů vznikající díky modelu, kdy platí emitent. Dle těchto nařízení je ratingové agentuře zakázáno, aby hodnotila komplexní finanční deriváty, které sama pomáhala vytvářet, bylo přikázáno, aby se analytici ratingových agentur nezapojovali do vyjednávání o výši poplatků apod.<sup>100</sup> Bylo např. také vyžadováno, aby ratingové agentury prozradily podrobné informace o svých metodologiích, domněnkách a dosavadních výsledcích ve vytváření ratingů s cílem dosáhnout větší transparentnosti. Stejně tak v Evropě byla v roce 2009 přijata řada opatření s cílem řešit konflikt zájmů, do kterých se dostávaly ratingové agentury, a záležitosti ohledně jejich transparentnosti. V Evropě dokonce sílily v roce 2008 hlasy po bojkotování amerických ratingových agentur. V takovém případě, pokud by

---

<sup>100</sup> Paragraf c směrnice 17g-5 zakazuje NRSRO agenturám vydávání nebo udržování ratingu tam kde: (i) agentura NRSRO poskytla doporučení o firemní nebo právní struktuře, aktivech, závazcích nebo aktivitách týkajících se objektu hodnocení; (ii) poplatek za provedení ratingu byl projednáván nebo sjednán osobou z NRSRO agentury, která je zapojená do schvalovacího procesu nebo do metodologického procesu ratingové agentury. (ROBERTS, Paul C. *Credit Rating Agencies : Their Role in the Financial Crisis and the Regulatory Price that They Must Now Pay*. 2009. Citovaný zdroj, str. 6.)

banky využily některou ratingovou agenturu ze Spojených států, rating by byl neplatný.<sup>101</sup>

Přijatá nařízení byla uznáním chyb ratingových agentur a snaha nastavit regulační opatření takovým způsobem, aby už k podobným pochybením nemohlo docházet. Regulační opatření tohoto ražení však vedou ke snižování inovativních snah a odrazují další agentury od vstupu na trh. Dále také snižují flexibilitu, zvyšují náklady a snaha o transparentní ratingové agentury zasahuje do intelektuálního vlastnictví jednotlivých agentur a z dlouhodobého hlediska snižuje jejich ochotu toto intelektuální vlastnictví nějakým způsobem zlepšovat a vytvářet. Paradoxně takovéto regulační snahy spíše nahrávají velkým již zavedeným agenturám.

Toto omezování moci ratingových agentur je ukázkou alternativního přístupu, který je možné k agenturám zastávat. Takovýto přístup vyžaduje, aby regulační orgány odebraly ratingovým agenturám všechna jejich „zmocnění na bezpečné posudky“, protože za těchto podmínek ztrácejí úsudky ratingových agentur sílu práva.<sup>102</sup>

#### **4.2.2 Zákon na ochranu investorů**

Vedle těchto aktivit se do řešení situace kolem ratingových agentur vložilo i americké ministerstvo financí (Treasury Department), které navrhlo v roce 2009 vlastní zákon na ochranu investorů<sup>103</sup>. Tento návrh zákona se zabýval především:

- konfliktem zájmů,
- transparentností a zveřejňováním
- pravomocí SEC a dohledem
- snižování závislosti na NRSRO agenturách
- kroky SECu vůči NRSRO agenturám.

Výsledky navrhovaného zákona by byly následující:

- NRSRO agentury budou mít zakázáno poskytovat poradenské služby společností, kterým provádějí ratingy,

---

<sup>101</sup> ŠÍSTKOVÁ, Dagmar. *Oficiální bojkot amerických ratingových agentur*. 2008. Dostupné na [www:< http://www.opojisteni.cz/ekonomika/oficialni-bojkot-americkych-ratingovych-agentur>](http://www.opojisteni.cz/ekonomika/oficialni-bojkot-americkych-ratingovych-agentur).

<sup>102</sup> SEC je v tomto ohledu nerozhodný a někdy podniká kroky, které se navzájem vylučují.

<sup>103</sup> Investor Protection Act of 2009

- NRSRO agentury budou muset zveřejňovat odměny placené emitenty a zároveň odkrýt celkovou sumu odměn, které emitent zaplatil agentuře za předcházející dva roky,
- emitentovi bude udělena povinnost zveřejnit všechny předběžné ratingy od různých NRSRO agentur, tak aby mohl investor podle své potřeby určit, zdali nedochází k rating shoppingu a zdali nejsou nějaké nesrovnalosti v konečném ratingu.
- bude vyžadováno po NRSRO agenturách, aby používaly jinou specifickou sadu známek na odlišení ratingu finančních derivátů,
- bude založeno specializované oddělení v rámci SECu, které se bude zabývat dohledem nad NRSRO agenturami,
- pro všechny ratingové agentury vznikne povinnost registrace.

#### 4.2.3 ATRAA

V říjnu roku 2009 konečně se konečně zapojil Kongres do snah regulovat ratingové agentury a přijal v platnost většinu článků z navrhovaného zákona H.R. 3890 Zodpovědnost a transparentnost v ratingových agenturách (ATRAA)<sup>104</sup>. Předložen byl Paulem E. Kanjorskim a vyžadoval, aby NRSRO agentury nechávaly třetinu členů ze správní rady nezávislími a jejich finanční ohodnocení nebylo propojováno s výkony firmy. Tito nezávislí členi správní rady by měli dále za úkol dohlížet:

1. na postupy a procedury při vyhodnocování ratingu,
2. na postupy a procedury s ohledem na konflikty zájmů,
3. na interní kontrolní systém s ohledem na postupy při vytváření ratingu.

Zákon ATRAA zároveň ukládá po SECu, aby vytvářel pravidla, která by vyžadovala:

1. užívání náležitých metodologií,
2. zajišťování informací pro investory, aby mohli lépe porozumět ratingu,
3. upozorňovat investory a emitenty na změnu modelů NSRSO agentury,
4. po NRSRO agenturách používání odlišné ratingové škály pro ratingy finančních derivátů a zbývající ratingy.

---

<sup>104</sup> Accountability and Transparency in Rating Agencies Act

Nejdále jdoucím návrhem v tomto zákoně je možnost jednotlivce podat žalobu na ratingové agentury. Do doby před návrhem byly ratingové agentury před podobnou možností chráněny statutární výjimkou z odpovědnosti vycházející z některých zákonů<sup>105</sup>.

### 4.3 Regulatorní snahy Evropské unie

*„Ratingové agentury fungují v Evropské unii v samo se regulujícím prostředí, kde hraje Komise evropských regulačních úřadů pro cenné papíry (CESR)<sup>106</sup> jen roli dohlázele, zatímco ve Spojených státech má SEC opravdu dozorčí sílu.“<sup>107</sup>* Evropský parlament se explicitně a oficiálně nechal slyšet, že ratingové agentury zcela jasně podcenily riziko a zklamaly snížením ratingů jakožto odpovědí na zhoršující se podmínky na trhu. V roce 2009 se tak Evropská unie snažila zabývat těmito záležitostmi, když Evropský parlament přijal řadu reforem ratingových agentur:<sup>108</sup>

- Všechny ratingové agentury, které chtějí být činné v Evropské unii, se musí zaregistrovat u CESR. CESR musí řídit databázi výkonů ratingových agentur podnikajících na území EU. To má umožnit rychlé zjištění přesnosti ratingových agentur a porovnání s konkurenčními firmami.
- Ratingové agentury budou odpovědné za své výkony a mohou tak čelit sankcím ze strany Evropské unie v případě, že bude prokázána jejich vina z profesionálního pochybení, vedoucí k ztrátám licencí pro činnost ve státech EU.
- Ratingové agentury musí mít organizační strukturu, umožňující kontrolování vlastní práce a musí také mít minimálně dva nezávislé členy dozorčí rady, jejichž finanční ohodnocení není závislé na výkonech agentury. Alespoň jeden z těchto členů musí být specialistou v oblasti cenných papírů a strukturovaných financí.

---

<sup>105</sup> Sekce 11 zákona o cenných papírech z roku 1993 (Securities Act of 1993) a zákonem CRARA.

<sup>106</sup> The Committee of European Securities Regulators

<sup>107</sup> European Securities Markets Experts Group (ESME). Role of Credit Rating Agencies. 2008. Dostupný na [www:<http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/esme/report\\_040608\\_en.pdf>](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/report_040608_en.pdf). Str. 8.

<sup>108</sup> SHORTER, Gary. SITZINGER, Michael V. *Credit Rating Agencies and Their Regulation*. 2009. Citovaný zdroj.



- Ratingové agentury musí zveřejňovat každoročně transparentní zprávu.
- Ratingové agentury musí zveřejnit jména hodnocených firem, které se podílejí na příjmech ratingové agentury více jak 5 procenty. Je jim také zakázáno hodnotit firmy, v nichž drží analytici agentury nějaký podíl. Ratingové agentury budou mít také zakázáno, poskytovat firmám konzultantské a poradenské služby a zároveň je hodnotit. Analytici ratingových agentur budou muset na svých pozicích rotovat, aby se předešlo hlubším vazbám na některý sektor.
- Ratingové agentury budou muset rozdílnými ratingovými známkami rozlišovat rating finančních derivátů a ostatních produktů.
- Ratingové agentury se sídlem mimo EU dostanou dva roky na vyhovění novým pravidlům, z kterých pro ně plyne uvést regulačnímu orgánu své modely a metody.
- Evropské pobočky mimoevropských agentur jako Moody's a S&P, budou muset mít schválený rating z mateřské firmy.

#### 4.4 Je regulace správnou cestou?

Ratingové agentury samy uvádějí a používají na svojí obhajobu, že „*úvěrový rating je pouze objektivní a nezávislý názor na relativní schopnost emitenta nebo určité emise cenných papírů dostát svým závazkům vyjádřenou na standardizované stupnici. Upozorňují však, že nepředstavuje tedy žádné investiční doporučení, ani nezaručuje, že nedojde k selhání hodnoceného emitenta nebo hodnocené emise.*“<sup>109</sup> Je tedy možné, že ze strany malých investorů došlo k dezinterpretaci a špatnému pochopení smyslu ratingových agentur a výstupům jejich práce - ratingů a ze strany velkých investorů buď též k dezinterpretaci či k zahrávání si s morálním hazardem. Úloha ratingu tak mohla být v poslední finanční krizi „*přeceněna a zaměněna, neboť úvěrový rating hodnotí v zásadě riziko selhání emise či emitenta, nehodnotí však už např. tržní riziko*“.<sup>110</sup> Přílišné spoléhání se na ratingové hodnocení naznačuje též na chybu investorů, kdy pro některé z nich rating nahradil jakýkoliv možná i povrchní

<sup>109</sup> SŮVOVÁ, Helena. Regulace ratingových agentur. Pojistný obzor 8.4.2009, str. 28. Dostupný na [www:<http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/clanky\\_rozhovory/media\\_2009/cl\\_09\\_090408a.html>](http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2009/cl_09_090408a.html).

<sup>110</sup> Tamtéž.

zájem o zkoumání, do čeho je vlastně přesně investováno. Železné pravidlo Warren Buffeta, jednoho z nejúspěšnějších spekulantů na finančním trhu všech dob, říká, investování jen a pouze do firmy, kterou velmi dobře zná, tak nedošla naplnění. Na druhou stranu, přestože ratingové agentury nenesou za vzniklou situaci samy celou zodpovědnost, pro investory neexistuje žádný jiný tak kvalitní nástroj, jakým byly v minulosti ratingové agentury. Dohled nad nimi a jejich regulace vážně ovlivňuje stav, jak budou vypadat finanční trhy a díky nim docházelo k přeceňování ratingů a spoléhání se na ně ze strany investorů. Proto je důležité se zabývat tím, zdali je lepší ratingové agentury regulovat větší či menší mírou.

Jak představila předcházející kapitola, snaha zamezit opakování situací, které napomohly ke vzniku poslední finanční krize, byla v posledních letech značná, jak ve Spojených státech, tak i v Evropě. Jedná se někdy o velká regulační opatření, značně ovlivňující budoucí vývoj v oblasti ratingů. Jak Evropská unie, tak i Spojené státy se přiklánějí spíše k výraznější regulaci, pevnějšímu utažení pravidel. Jak už bylo několikrát v této práci řečeno, lví podíl na vzniku výše popisovaných problémů se přisuzuje změně modelu, kdy platí za rating investor, na model „emitent platí“ (např. kap. 3.8.2 Konflikt zájmů). Nicméně, stejně jako v případě SECu, tak i v reformačních snahách Evropské unie není řešen konflikt zájmů, který je často označován za fundamentální problém, od kterého by mělo být upuštěno.<sup>111</sup>

Nejenom dle Roberta Holmana, bývalého vrchního ředitele České národní banky, není regulace správnou cestou. Tvrdí, že „*Spojené státy a Evropský unie jdou v regulačních snahách evidentně nad rámec návratu ke zdravým principům fungování finančních trhů*“<sup>112</sup> a že je třeba se opět navrátit k původnímu principu fungování ratingového trhu, kdy za rating platí investor. Především Evropská unie představuje ve svých návrzích velmi silnou formu regulace. Především povinné zveřejňování metod a modelů, jakými ratingové agentury vypočítávají rating, se projeví kontraproduktivně. Vzhledem k tomu, že bude vše veřejné, bude docházet ke sjednocování ratingových modelů, zmizí prostor a pohnutka pro inovace a konkurenční boj. Navíc v důsledku těchto kroků hrozí nová forma morálního

---

<sup>111</sup> SHORTER, Gary. SITZINGER, Michael V. *Credit Rating Agencies and Their Regulation*. 2009. Citovaný zdroj, str 17.

<sup>112</sup> HOLMAN, Robert. *Jak (ne)regulovat ratingové agentury*2009. Citovaný zdroj.

hazardu, protože část odpovědnosti za rating bude regulací přesunuta na regulační orgány. „*Ratingový trh ještě více zkosnatí a jeho funkce se bude dále vyprazdňovat.*“<sup>113</sup>

Stejně tak, na první pohled dobře vypadající návrh na používání dvou různých ratingových stupnic, jednu pro strukturované produkty, druhou pro ostatní produkty, bude mít také jedno velké úskalí. Právě díky paralelně existujícím dvou stupnicím, nebude možné oba druhy produktů navzájem srovnávat. Zároveň, díky odlišným přístupům Spojených států a Evropské unie k regulačním opatřením, dojde k segmentování trhu a nebude možné srovnávat ratingová hodnocení vznikající v odlišných regulačních segmentech.

Ratingu by prospěla naopak konkurence metod a modelů nežli jejich sjednocování a uměle vytvořené výsady plynoucí z regulací. Jednoduše řečeno, ratingu prospěje více konkurence a méně regulace.

---

<sup>113</sup> Tamtéž

## 5. Závěr

Finanční krize v roce 2008 byla výsledkem několik let dlouhého procesu. V něm finanční instituce prováděly vysoce rizikové úvěrové strategie za účelem vytvoření rychlého zisku. Ve složitých strukturovaných finančních derivátech míchaly dohromady kvalitní cenné papíry s řadou cenných papírů nízké kvality. Výsledkem byl produkt, finanční derivát, který vypadal důvěryhodně, nesl malé riziko a vysoké zisky. Navíc takto zkonstruované cenné papíry přenášely rizika z věřitele na dlužníka, tedy banky za svoje rizikové jednání nenesly žádnou odpovědnost. Aby byly tyto cenné papíry prodejné, musely se finanční instituce obrátit na ratingové agentury a zažádat o přidělení ratingu. Ohodnocováním komplexních cenných papírů pomohly ratingové agentury ke vzniku finanční krize - zde můžeme spatřit roli ratingových agentur ve finanční krizi, téma této práce.

Ratingové agentury nesou neoddiskutovatelný podíl na vzniku poslední finanční krize a její hloubky a závažnosti pro finanční trhy na celém světě. Je však již diskutabilní, jak velký je to podíl a zdali to byl ze strany ratingových agentur spíše záměr se jistým způsobem chovat nebo byly do této role vtaženy jinými subjekty. Zejména finanční instituce vytvářely v čase stále složitější finanční deriváty, kterým ke konci mohli rozumět snad už jen pouze jejich autoři a nikdo jiný. Na druhou stranu však existují důkazy, výpovědi zaměstnanců a e-mailová korespondence, která odhaluje zapojení ratingových agentur do těchto operací. Případ ratingových agentur se dostal kvůli své závažnosti i před americký soud.

Ratingové agentury hodnotily strukturované cenné papíry, které se ve vztahu k vzniku finanční krize staly klíčové. Jedná se o nové finanční nástroje, které byly natolik složité, že investoři neměli možnost svými prostředky samostatně provést hodnocení a staly se závislými na posudku ratingových agentur. To dávalo ratingovým agenturám do rukou velkou moc.

Z hodnocení finančních derivátů plynuly ratingovým agenturám vysoké zisky. Příjmy všech tří vedoucích agentur se díky těmto nástrojům zdvojnásobily mezi roky 2002 a 2007. Ratingy těchto cenných papírů se časem ukázaly jako velmi nepřesné a musely být zrevidovány. K hromadnému a masivnímu snižování došlo v roce 2007 a 2008.

Byla identifikována řada faktorů, které vysvětlují jednání ratingových agentur, a které ovlivňovaly přesnost a adekvátnost ratingových hodnocení RMBS a CDO.

- Jako hlavním problémem se jeví v současné době praktikovaný model „emitent platí“. Dochází tak ke střetu zájmů, protože ratingová agentura je placena emitujícím subjektem, jehož cenný papír hodnotí. Tento model sice fungoval bezproblémově třicet let, ale v posledních letech neobstál kvůli jistým změnám – především vzniku velkých transnacionálních korporací, které měly lepší vyjednávací pozici než menší investoři a také příchodem finančních derivátů.
- Dalším identifikovaným faktorem byl konkurenční boj mezi agenturami. Díky regulaci byl ratingový trh poněkud rigidní a tři hlavní ratingové agentury měly jisté pozice. Trh sestávající se z malého počtu subjektů na obou stranách vedl k tzv. rating shoppingu. Emitent v takovém případě vybírá ratingovou agenturu podle toho, která je mu ochotná přidělit co nejvýhodnější rating. Hrozí agenturám přenesením obchodu ke konkurenci a tlačí tak na snižování standardů, protože ratingová agentura si nechce nechat obchod ujít.
- Třetím faktorem je tlak investičních bank, které požadovaly speciální zacházení. Snažily se donutit ratingové agentury k pro ně příznivému ratingovému hodnocení. Tlačily na analytiky agentur, aby „ohýbaly“ metodologii a postupy tvorby ratingů, aby bylo hodnocení provedeno co nejrychleji, aby se navýšil počet tranší, které obdrží hodnocení AAA a v neposlední řadě ovlivňovaly přidělování analytiků přiřazených na hodnocení jejich zakázky.
- Následujícím faktorem je neprovedení přehodnocení ratingů po změně modelu. RMBS a CDO jsou novější finanční nástroje a ratingové agentury pro ně musely po čase měnit modely, aby zohlednily všechny nové poznatky a zajistily adekvátní rating. Ratingové agentury sice tyto modely nakonec do praxe implementovaly, ale rozhodly se jimi hodnotit jen nové obchody a dříve vydané ratingy nepřehodnotit. Vzhledem k tomu, že modely byly revidovány na základě údajů, které vykazovaly tyto dříve vydané hodnocení, byly by přehodnocením zamezily pozdějšímu masivnímu snižování ratingů (viz výše) a snížily by obrovský dopad toxických hypoték.

- Agentury měly problém vytvořit modely pro ohodnocování RMBS a CDO. V ratingových agenturách však nebyla v rámci šetření nákladů příliš velká vůle nějaký model vytvářet. Nicméně ratingové agentury nakonec vytvořily kvalitnější modely, ale vzhledem k tomu, že nové modely byly přísnější, ratingové agentury oddalovaly jejich přijetí do praxe a hodnotily dále pomocí méně dokonalých modelů.

Po finanční krizi se vzedmula vlna regulačních snah. Ratingovým agenturám tak na základě snah Spojených států a Evropské unie bude zakázáno hodnotit komplexní finanční deriváty, které sama pomáhala vytvářet a analytici se nebudou smět zapojovat do vyjednávání o výši poplatků. Po agenturách bude vyžadováno, aby prozradily informace o svých metodologiích a dosavadních výsledcích s cílem dosáhnout větší transparentnosti. Ratingové agentury musí mít dále v dozorčí radě minimálně dva nezávislé členy, jejichž ohodnocení nebude závislé na výkonech agentury. Nejpřevratnějším je však návrh, aby ratingové agentury byly právně odpovědné za svoji práci a jednotlivec na ně mohl podat žalobu. Žádná regulační opatření neřeší model „emitent platí“

Regulace agentur však může přinášet řadu problémů. Regulatorní snahy nejsou vedeny v kooperaci Spojených států a Evropské unie. Může se tak snadno stát, že díky různým přístupům k regulacím a jejich přísnosti nebude možné celosvětově porovnávat ratingy. Zavedením různých stupnic pro deriváty a ostatní cenné papíry také povede k nemožnosti vzájemného porovnávání. Zveřejňování modelů povede k jejich sjednocování a bude docházet k poklesu konkurenčního boje, představovaného především inovacemi. Navíc část odpovědnosti bude přesunuta na regulační orgány, čímž se vytváří prostor pro morální hazard. Regulace se z těchto důvodů jeví jako nepříliš vhodné řešení. Ve skutečnosti dle mého názoru regulace a nastavování umělých pravidel vytvořilo „podhoubí“ pro vznik krize. Vždy bude vytvářet nestandardní podmínky a některé subjekty budou požívat výsad plynoucích z regulace - a odtud, jak se mohl každý sám přesvědčit nejen v této práci, je jen malý krůček zneužití svého prominentního postavení ve svůj prospěch. Proto, z mé strany, menší míra regulace a větší míra konkurenčního boje by byla ratingovým agenturám více než prospěšná. Zároveň však ratingové agentury potřebují dohled, který jim bude pomáhat vypořádávat se s konfliktem zájmů. Musí se jednat o velmi fundovaný a kvalitní dozor, který bude schopen včas rozpoznávat nové trendy a odhadovat

jejich nebezpečí, ale hlavně o instituci, která bude schopna jednat rychle a rozhodně, aby se předešlo eskalacím problémů, pokřívání pravidel a benefitování z informační asymetrie.

## Seznam pojmů<sup>114</sup>

### **Bonita**

Výraz pro hodnocení spolehlivosti dlužníka.

### **CDO**

„Collateralized Debt Obligation“ je souhrnný pojem pro cenné papíry, které jsou zajištěny souhrnem různých majtkových předmětů.

### **Finanční derivát**

Finanční deriváty jsou instrumenty, jejichž hodnota je odvozena z hodnoty tzv. podkladového aktiva. Jejich podstatou je forma termínového obchodu, tzn. že dochází k určitému zpoždění mezi sjednáním obchodu a jeho plněním.

### **Investiční banka**

Její obchodní činnosti zahrnují hlavně správu majetku zákazníků, obchod s cennými papíry, podporu firem při navyšování kapitálu (např. při vstupu na burzu). Podporují obchodování na finančních trzích.

### **Portfolio**

Stav zásoby cenných papírů jednoho vlastníka.

### **Sekuritizace**

Proces sekuritizace spočívá ve shromáždění aktiv s podobnou charakteristikou a v emisi nového dluhového cenného papíru (emitovaného jen pro tento účel vytvořenou společností (SPV). Ze souboru objemově menších a zpravidla i méně likvidních aktiv je vytvořen obchodovatelný cenný papír.

### **SPV, Special Purpose Vehicle**

Účelové společnosti, sloužící úvěrovým ústavům jako „dopravní prostředek“ k prokličkování složitými transakcemi. Tímto skrytým způsobem investovalo mnoho bank do amerického hypotečního trhu, aby se v jejich vlastní bilanci neobjevilo podstoupené riziko. To vedlo k následnému „prasknutí bubliny“.

### **Strukturované produkty**

Jsou to velmi složité úložky kapitálu, v kterých se skrývají různé složky jako akcie, deriváty, dluhopisy a další. Tím se upravuje celkové riziko.

### **Úvěrové riziko**

Věřitel podstupuje riziko, že dlužník nebude moci splnit své platební povinnosti. Takový případ je možno řešit např. insolvenčí (vyhlášením platební neschopnosti) dlužníka. Platí to i pro dlužní úpisy a certifikáty, na rozdíl od fondů.

---

<sup>114</sup> vytvořeno dle T. Anne. *Chamtivost bez hranic : Burzovní makléřka vypovídá : Kdo stojí za ekonomickou krizí?* Praha, IFP Publishing & Engineering s.r.o., 2010. 201 s. ISBN 978-80-87383-01-8. a <http://cs.wikipedia.org/>



## Seznam použité literatury

- 1) ALTMAN, Edward. RIJKEN, Herbert. How rating agencies achieve rating stability. In *Journal of Banking & Financial*, č. 28, 2004. Dostupné na www:< [www.elsevier.com/locate/jbf](http://www.elsevier.com/locate/jbf)>.
- 2) ASHCRAFT, Adam. GOLDSMITH-PINKHAM, Paul. VICKERY, James. MBS Ratings and the Mortgage Credit Boom. [online]. In *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*. 2010, č. 448. [cit. 2011-09-20]. Dostupný na WWW:< [http://www.newyorkfed.org/research/staff\\_reports/sr449.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr449.pdf)>.
- 3) ASHCRAFT, Adam. SCHUERMANN, Til. Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit. [online]. In *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*. 2008, č. 318. [cit. 2011-09-22]. Dostupný na WWW:< [http://www.newyorkfed.org/research/staff\\_reports/sr318.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr318.pdf)>.
- 4) BAR-ISAAC, Heski, SHAPIRO, Joel. Credit rating accuracy and analyst incentives. In *American Economic Review : Papers & Proceedings*, 101:3, s. 120-124, 2011. Dostupné na www:< <http://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/aer.101.3.120>>.
- 5) BARNETT-HART, Anna Katherine. *The Story of the CDO Market Meltdown : An Empirical Analysis*. Cambridge, Massachusetts : Harvard College, 2009. Dostupný na www:< <http://www.hks.harvard.edu/m-rbg/students/dunlop/2009-CDOmeltdown.pdf>>.
- 6) BECKER, Bo. MILBOURN, Todd. *How did increased competition affect credit ratings?* Harvard Business School, 2010. Dostupný na www:< <http://www.hbs.edu/research/pdf/09-051.pdf>>.
- 7) BENMELECH, Efraim. DLUGOSZ, Jennifer. The credit rating crisis. In *NBER working papers series*. Dostupné na www:< <http://www.nber.org/papers/w15045.pdf>>.
- 8) BENMELECH, Efraim. DLUGOSZ, Jennifer. The Credit Rating Crisis. In *NBER Working Paper*. 2008, č. 15045. Dostupný na WWW:< <http://www.nber.org/papers/w15045>>.
- 9) BOSTELMAN, John T. *The Sarbanes-Oxley Deskbook*. Practising Law Institute, 2008. § 21:1.3, na 21-5 až 21-6. ISBN 9781402403040.
- 10) BROOKS, Robert. FAFF, Robert. HILLIER, David. HILLIER, Joseph. The national market impact of sovereign rating changes. In *Journal of Banking & Financial*, č. 28, 2004. Dostupné na www:< [www.elsevier.com/locate/jbf](http://www.elsevier.com/locate/jbf)>.
- 11) BUČKOVÁ, Veronika. *Sekuritizace : novodobý globální trend a následky krize*. 2010. [online]. [cit. 2011-11-05]. Dostupné na WWW:< <http://www.finance.cz/zpravy/finance/261776-sekuritizace-novodoby-globalni-trend-s-nasledky-krize/>>
- 12) COSKUN, Deniz. Credit rating agencies in a post-Enron world: Congress revisits the NRSRO concept. In *Palgrave journals*. Dostupné na www:< [www.palgrave-journals.com/jbr](http://www.palgrave-journals.com/jbr)>.
- 13) DARCY, Deryn. Survey, Credit Rating Agencies and the Credit Crisis: How the “Issuer Pays” Conflict Contributed and What Regulators Might Do About

- It. [online] *Colum. Bus. L. Rev.* 605, 611, 2009. [cit. 2011-09-28]. Dostupný na <https://litigation-essentials.lexisnexis.com/webcd/app?action=DocumentDisplay&crawlid=1&doctype=cite&docid=2009+COLUM.+BUS.+L.+REV.+605&srctype=smi&rcid=3B15&key=d12a51564537aca9094cea065483e3a5>>.
- 14) DASH, Eric. AAA Rating Is a Rarity in Business. [online]. In *The New York Times*. 3.8.2011. [ cit. 2011-10-15]. Dostupný na <http://www.nytimes.com/2011/08/03/business/aaa-rating-is-a-rarity-in-business.html?pagewanted=all>>.
  - 15) DEVINE, Elizabeth. The collapse of an empire? : Rating agency in the wake of the 2007 financial crisis. In *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 16, 1, s. 177-202. 2011.
  - 16) EICHENGREEN, Barry. The financial crisis and global policy reforms. *Federal Reserve Bank of San Francisco, Asia Economic Policy Conference*, October 18-20, 2009.
  - 17) EL-SHAGI, Makram. The role of rating agencies in financial crises : event studies from the Asian flu. [online]. In *Cambridge Journal of Economics Advance Accedd.* 17.8.2009, [cit. 2010-03-22]. Dostupný na doi:<[doi:10.1093/cje/bep049](https://doi.org/10.1093/cje/bep049)>.
  - 18) European Securities Markets Experts Group (ESME). *Role of Credit Rating Agencies*. [online] 2008. [cit. 2011-09-24]. Dostupný na [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/esme/report\\_040608\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/report_040608_en.pdf)>.
  - 19) FRIDSON, Martin S. Why Do Bond Rating Agencies Exist? [online]. In *Extra Credit (Merrill Lynch)*, 1999. [cit. 2011-11-12].
  - 20) HILL, Claire A., Regulating the Rating Agencies. In *Washington University Law Quarterly*. 2004, Vol. 82, p. 43. Dostupný na SSRN:<<http://ssrn.com/abstract=452022>>.
  - 21) HOLEK, Ondřej. Americká finanční krize : Pomohla by bankovní regulace? In *Euro*, č. 43, roč. 10, 20.10.2008. Dostupné na [www: < www.euro.cz >](http://www.euro.cz).
  - 22) HOLMAN, Robert. Jak (ne)regulovat ratingové agentury. In *Hospodářské noviny*. 18.8.2009. Dostupný na [www: < http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/clanky\\_rozhovory/media\\_2009/cl\\_09\\_090818.html >](http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2009/cl_09_090818.html).
  - 23) HUNT, John Patrick. "Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement". In *Columbia Business Law Review*, 2009. 1 (2009): 109-209. [cit. 2011-09-28]. Dostupný také na WWW:<[http://works.bepress.com/john\\_hunt/1](http://works.bepress.com/john_hunt/1)> a <[http://www2.wiwi.hu-berlin.de/finanz/skript\\_semfin/t12.pdf](http://www2.wiwi.hu-berlin.de/finanz/skript_semfin/t12.pdf)>.
  - 24) HUSTÁK, Zdeněk. *Komentář k připravovanému nařízení ratingových agenturách*. [online]. [cit. 2011-12-28]. Dostupné na [www: < www.bankovnipoplatky.cz >](http://www.bankovnipoplatky.cz).

- 25) JANÁČEK, Kamil. Finanční krize : příčiny a řešení finanční krize. In *Euro*, č. 44, roč. 10, 27.10.2008, s. 54. Dostupné na [www:< www.euro.cz>](http://www.euro.cz).
- 26) KOHOUT, Pavel. Nechtěná moc ratingových agentur. In *E15*. 7. května 2010.
- 27) KRÄUSSL, Roman. Do credit rating agencies add to the dynamics of emerging market crisis? In *Journal of Financial Stability*, č. 1, 2005. Dostupné na [www:< www.elsevier.com/locate/jfstabil>](http://www.elsevier.com/locate/jfstabil).
- 28) LAGACE, Martha. *Why Competition May Not Improve Credit Rating Agencies : Q&A with Bo Becker*. Harvard Business School, 2009. Dostupný na [www:< http://hbswk.hbs.edu/pdf/item/6260.pdf>](http://hbswk.hbs.edu/pdf/item/6260.pdf).
- 29) LANGOHR, Herwig. LANGOHR, Patricia. *The Rating Agencies and Their Credit Ratings : What They Are, How They Work, and Why They are Relevant*. Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2008. ISBN 978-0-470-01800-2.
- 30) LOWENSTEIN, Roger. Triple-A Failure. [online]. In *The New York Times*. 27. dubna 2008. [cit. 2011-11-01]. Dostupný na [www:< http://www.nytimes.com/2008/04/27/magazine/27Credit-t.html?pagewanted=all>](http://www.nytimes.com/2008/04/27/magazine/27Credit-t.html?pagewanted=all).
- 31) MÄHLMANN, Thomas. Rating agencies and the role of rating publication rights. In *Journal of Banking & Financial*. Dostupné na [www:< www.elsevier.com/locate/jbf>](http://www.elsevier.com/locate/jbf).
- 32) MALKOVIC, Tony. Rating the rating agencies. In *Cahrter*, září 2008. roč. 79, č. 8. str. 22-24.
- 33) MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*. Praha : Ekopress, 2006. 624 s. : il. ISBN 80-86119-37-8.
- 34) Moody's Credit Policy. Structured Finance Rating Transitions : 1983 – 2007. 2008, In *Special Comment*. Dostupný na WWW:< <http://www.moodys.com/sites/products/DefaultResearch/2007000000475384.pdf>>.
- 35) MORA, Nada. Sovereign credit ratings: Guilty beyond reasonable doubt? In *Journal of Banking & Financial*, č. 30, 2006. Dostupné na [www:< www.elsevier.com/locate/jbf>](http://www.elsevier.com/locate/jbf).
- 36) NACHER, Patrik. *Ratingové agentury : spoluviník, co dále kibicuje*. [online]. [cit. 2011-12-28]. Dostupné na [www:< http://www.bankovnipoplatky.com/ratingove-agentury--spoluvinik-co-dal-kibicuje-7730.html>](http://www.bankovnipoplatky.com/ratingove-agentury--spoluvinik-co-dal-kibicuje-7730.html).
- 37) Nomura. Rating Shopping : Now the consequences. In *Nomura Fixed Income Research*. 2006. Dostupný na WWW:< [http://www.securitization.net/pdf/Nomura/RatingShop\\_16Feb06.pdf](http://www.securitization.net/pdf/Nomura/RatingShop_16Feb06.pdf)>.
- 38) OČKO, Petr. *Ekonomika podniku v éře informační společnosti*. Praha, 2010. 83 s., 6 s. příl. Univerzita Karlova v Praze, Filosofická fakulta, Ústav informačních studií a knihovnictví. Dostupný na [www:< http://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CDIQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.informacniveda.cz%2Fdwn%2](http://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CDIQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.informacniveda.cz%2Fdwn%2)

[F1003%2F1164\\_ekonomika\\_podniku.pdf&ei=9Lb4TuOGLomp4gS4pdmRCA&usq=AFQjCNH4wwAkV2gqS67OzkTslLLakbWVog](http://www.ekonomika-podniku.pdf&ei=9Lb4TuOGLomp4gS4pdmRCA&usq=AFQjCNH4wwAkV2gqS67OzkTslLLakbWVog)>.

- 39) OČKO, Petr. *Klíčové aspekty rozvoje obchodních modelů informační ekonomiky na počátku 21. století*. Praha – UISK FF UK, 2007. 13 s. Univerzita Karlova v Praze, Filosofická fakulta, Ústav informačních studií a knihovnictví. Dostupný na [www](http://texty.jinonice.cuni.cz/studijni-texty/ocko-petr/ocko_01.pdf/view):< [http://texty.jinonice.cuni.cz/studijni-texty/ocko-petr/ocko\\_01.pdf/view](http://texty.jinonice.cuni.cz/studijni-texty/ocko-petr/ocko_01.pdf/view)>.
- 40) PBS. *Free Market Society*. Transkript z přepisu rozhovoru, 28. února 1996. Dostupný na [www](http://www.pbs.org/newshour/gergen/friedman.html):< <http://www.pbs.org/newshour/gergen/friedman.html>>.
- 41) PILIP, Ivan. Rating za všechny peníze. *In Ekonom*, č. 18, s. 48, 6.5.2010. Dostupné na [www](http://www.ekonom.ihned.cz):< [www.ekonom.ihned.cz](http://www.ekonom.ihned.cz)>.
- 42) POSPÍŠIL, Josef. Rating: co je rating a jaký je jeho význam (1. díl). [online]. *In Idnes.cz: Finance*. 2001. [cit. 2011-01-16]. Dostupné z [www](http://finance.idnes.cz/rating-co-je-rating-a-jaky-je-jeho-vyznam-1-dil-f3g-/inv.aspx?c=A010412_082522_fi_osobni_1902):< [http://finance.idnes.cz/rating-co-je-rating-a-jaky-je-jeho-vyznam-1-dil-f3g-/inv.aspx?c=A010412\\_082522\\_fi\\_osobni\\_1902](http://finance.idnes.cz/rating-co-je-rating-a-jaky-je-jeho-vyznam-1-dil-f3g-/inv.aspx?c=A010412_082522_fi_osobni_1902)>.
- 43) POSPÍŠIL, Josef. Rating: historie, původ a vlastnictví ratingových agentur (2. díl). [online]. *In Idnes.cz: Finance*. 2001. [cit. 2011-01-20]. Dostupné z [www](http://finance.idnes.cz/rating-historie-puvod-a-vlastnici-ratingovych-agentur-2-dil-pqc-/inv.aspx?c=A010510_164846_fi_osobni_2086):< [http://finance.idnes.cz/rating-historie-puvod-a-vlastnici-ratingovych-agentur-2-dil-pqc-/inv.aspx?c=A010510\\_164846\\_fi\\_osobni\\_2086](http://finance.idnes.cz/rating-historie-puvod-a-vlastnici-ratingovych-agentur-2-dil-pqc-/inv.aspx?c=A010510_164846_fi_osobni_2086)>.
- 44) PRCHAL, Miroslav. Šéf, který věděl, ale nezasáhl. *In Ekonom*, č. 47, 20.11.2008. Dostupné na [www](http://www.ekonom.ihned.cz):< [www.ekonom.ihned.cz](http://www.ekonom.ihned.cz)>.
- 45) Radiožurnál. *Dnes duel Radiofóra o příčinách a dopadech světové finanční krize*. 24.09.2008. Mod. Jan bumba, hosté L. Niedermayer, M. Zámečník.
- 46) REINHART, Carmen M. *Sovereign Credit Ratings Before and After Financial Crises*. Dostupné na [www](http://www.puaf.umd.edu/papers/reinhart.htm):< [www.puaf.umd.edu/papers/reinhart.htm](http://www.puaf.umd.edu/papers/reinhart.htm)>.
- 47) REISS, David. Rating failure : the need for a consumer protection agenda in rating agency regulation. *In Banking & Financial Services Polic. Report*, listopad 2009. roč. 28, č. 11, s. 12-22.
- 48) ROBERTS, Paul C. *Credit Rating Agencies : Their Role in the Financial Crisis and the Regulatory Price that They Must Now Pay*. Bryant Burgher Jaffe & Roberts LLP, 2009. Dostupný na [www](http://www.bbjllp.com/2C0296/assets/files/News/Rating_Agency_Article.pdf):< [http://www.bbjllp.com/2C0296/assets/files/News/Rating\\_Agency\\_Article.pdf](http://www.bbjllp.com/2C0296/assets/files/News/Rating_Agency_Article.pdf)>.
- 49) Senate Committee on Governmental Affairs. *Financial Oversight of Enron : The SEC and Private-Sector Watchdogs*. 2008. Dostupný na [www](http://hsgac.senate.gov/100702watchdogsreport.pdf):< <http://hsgac.senate.gov/100702watchdogsreport.pdf>>.
- 50) SHORTER, Gary. SITZINGER, Michael V. Credit Rating Agencies and Their Regulation. *In Congressional Research Service*. 2009. 24 s.
- 51) SMITH, Roy C. WALTER, Ingo. Rating Agencies : Is There an Agency Issue? *In Ratings, Rating Agencies, and the Global Financial System*. Ed. Richard M. Levich, Carmen Reinhart, Giovanni Majnori, Boston : Kluwer, 2002. s. 289-318. Dostupný na [www](http://www):<

- [http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/2451\\_26532.pdf?abstractid=1294460&mirid=1](http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/2451_26532.pdf?abstractid=1294460&mirid=1)>.
- 52) SOJKA, Milan. *Asymetrické informace a jejich důsledky pro metodologii ekonomie*. [online]. Praha, 2001. [cit. 2011-12-1]. Přepis přednášky Asymetrické informace – nová cesta ke zdůvodnění státních zásahů? Dostupný také na WWW:<  
<http://www.cepin.cz/cze/prednaska.php?ID=241>>.
- 53) Standard & Poor's. *2010 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions*. 2011. Dostupný na www:<  
<http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?assetID=1245302234237>>.
- 54) STIGLITZ, Joseph E. *Asymetrie informací a ekonomické politiky*. [online]. Project Syndicate, 2001. [cit. 2011-09-20]. Dostupný také na WWW:<  
<http://www.project-syndicate.org/commentary/stiglitz9/Czech>>.
- 55) Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises Hearing. *The Role of Credit Rating Agencies in the Structured Finance Market*. Serial No. 110-62. Washington, U.S. Government printing office, 2007. 179 s. Dostupný na www:<  
[http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=110\\_house\\_hearings&docid=f:39541.pdf](http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=110_house_hearings&docid=f:39541.pdf)>.
- 56) SŮVOVÁ, Helena. *Regulace ratingových agentur*. In *Pojistný obzor*, 8.4.2009, str. 28. Dostupný na www:<  
[http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/clanky\\_rozhovory/media\\_2009/cl\\_09\\_090408a.html](http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2009/cl_09_090408a.html)>.
- 57) SY, Amadou N. R. *Rating the rating agencies : Anticipating currency crises or debt crises?* In *Journal of Banking & Financial*. Dostupné na www:<  
[www.elsevier.com/locate/jbf](http://www.elsevier.com/locate/jbf)>.
- 58) ŠÍSTKOVÁ, Dagmar. *Oficiální bojkot amerických ratingových agentur*. 2008. Dostupné na www:<  
<http://www.opojisteni.cz/ekonomika/oficialni-bojkot-americkyh-ratingovyh-agentur>>.
- 59) T. Anne. *Chamtivost bez hranic : Burzovní makléřka vypovídá : Kdo stojí za ekonomickou krizí?* Praha, IFP Publishing & Engineering s.r.o., 2010. 201 s. ISBN 978-80-87383-01-8.
- 60) U.S. Securities and Exchange Commission. *Report on the Role and Function of Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*. 2003. Dostupný na www:<  
<http://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>>.
- 61) United States Securities and Exchange Commission. *Examination Report for Moody's Investor Service, Inc.* 2010. Dostupný na www:<  
[http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn\\_media/fcic-testimony/2010-0602-sec-ocie-report.pdf](http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-testimony/2010-0602-sec-ocie-report.pdf)>.
- 62) United States Securities and Exchange Commission. *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*. 2008. Dostupný na www:<  
<http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf>>.

- 63) United States Senate, Permanent Subcommittee On Investigations, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs. *Exhibits : Hearing on Wall Street and the Financial Crisis: The Role of Credit Rating Agencies*. 2010. 581 s. Dostupný na www:< [http://hsgac.senate.gov/public/files/Financial\\_Crisis/042310Exhibits.pdf](http://hsgac.senate.gov/public/files/Financial_Crisis/042310Exhibits.pdf)>.
- 64) United States Senate, Permanent Subcommittee On Investigations, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs. *Wall Street and the Financial Crisis : Anatomy of Financial Collapse*. 2011. 646 s. Dostupný na www:< [http://hsgac.senate.gov/public/files/Financial\\_Crisis/FinancialCrisisReport.pdf](http://hsgac.senate.gov/public/files/Financial_Crisis/FinancialCrisisReport.pdf)>.
- 65) United States Senate, Permanent Subcommittee On Investigations, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs Committee. *Opening Statement of Senator Carl Levin : Wall Street and the Financial Crisis : The role of Credit Rating Agencies*. 2010. Dostupný na www:< [http://hsgac.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&&FileStore\\_id=69b17696-b034-4583-a4c6-dc10a3c0e9f6](http://hsgac.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&&FileStore_id=69b17696-b034-4583-a4c6-dc10a3c0e9f6)>.
- 66) United States Senate, Permanent Subcommittee On Investigations, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs Committee. *Opening Statement of Senator Tom Coburn : Wall Street and the Financial Crisis : The role of Credit Rating Agencies*. 2010. Dostupný na www:< [http://hsgac.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&&FileStore\\_id=380aecc0-99cb-47c7-a1f6-c6bb10e94663](http://hsgac.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&&FileStore_id=380aecc0-99cb-47c7-a1f6-c6bb10e94663)>.
- 67) UTZIG, Siegfried. The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective. *In ADBI Working paper series*, č. 188, 2010.
- 68) VALOVÁ, Ivana. *Podíl ratingu na současné finanční krizi*. [online]. [cit. 2011-09-12]. Dostupné na ww:< [www.finance.cz](http://www.finance.cz)>.
- 69) VINŠ, Petr. LIŠKA, Václav. *Rating*. Praha : C. H. Beck, 2005. 109 s : il. ISBN 80-7179-807.
- 70) WADE, Robert. The first-world debt crisis of 2007-2010 in global perspectives. *In Challenge*, červenec 2008. s. 23-54. Dostupné na www:< [www.challengemagazine.com/extra/023\\_054.pdf](http://www.challengemagazine.com/extra/023_054.pdf)>.
- 71) Wall Street Journal. Raters Fail to See Defaults Coming. *In Wall Street Journal*, 12.8.2011.
- 72) WHITE, Lawrence J. Markets : The Credit Rating Agencies. *In Journal of Economic Perspectives*. 2010, roč. 24, č. 2, s. 211-226. Dostupný na www:< <http://pubs.aeaweb.org/doi/pdf/10.1257/jep.24.2.211>>.
- 73) ZLATUŠKA, Jiří. Informační společnost. *In Zpravodaj ÚVT MU*. 1998, roč. VIII, č. 4, s. 1-6. ISSN 1212-0901. Dostupný na www:< <http://www.ics.muni.cz/bulletin/articles/122.html>>.

## Evidence výpůjček

Prohlášení:

Dávám svolení k půjčování této diplomové práce. Uživatel potvrzuje svým podpisem, že bude tuto práci řádně citovat v seznamu použité literatury.

V Praze, 28. 12. 2011.

Jan Kratochvíl

Jméno	Katedra / Pracoviště	Datum	Podpis