

## **NAŘÍZENÍ O RATINGOVÝCH AGENTURÁCH - „OBVYKLÁ“ REAKCE NA FINANČNÍ KRIZI?**

ZDENĚK HUSTÁK

Fakulty of Law, Masaryk University, the Czech Republic

### **Abstract:**

THE AUTHOR HAS NOT DULY SUBMITTED ANY ABSTRACT.

### **Key words:**

Credit rating agencies; financial crisis; regulation; *acquis communautaire*.

### **1. ÚVODEM**

Krize na finančním trhu vždy vyvolává potřebu reagovat na její příčiny a průběh. Každá z krizí je určitým způsobem specifická, nicméně obvyklé reakce mají na jednu stranu podobu restriktce či prohibice určitých typů jednání na finančním trhu a na druhou stranu zahrnují úpravu kompetencí orgánů dohledu - a to vždy směrem k jejich rozšiřování. Typickým příkladem prvního typu reakcí je ukládání nových požadavků na tvorbu a šíření informací na finančním trhu a regulace dosud neregulovaných institucí. Vždy vyvstává otázka přiměřenosti takovýchto reakcí ve vztahu důvodům a průběhu příslušné krizové situace.

V rámci odpovědi na současnou finanční krizi je regulace informací zpracovávaných a šířených ratingovými agenturami jednou z oblastí, na kterou se ve svých „akčních programech“ zaměřují všechny vyspělé země světa, Evropskou unii nevyjímaje. Nedávno schválené nařízení o ratingových agenturách<sup>1</sup> (dále jen „Nařízení“) představuje první ucelený pokus Společenství o vytvoření jednotného právního rámce pro regulaci ratingů a ratingových agentur. Vedle zavedení komplexní regulace celého jednoho odvětví finančního trhu přináší toto nařízení řadu inovativních právních řešení a naznačuje nový trend, kterým se může evropská legislativa finančního trhu dále ubírat. Záměrem tohoto příspěvku je stručně popsat hlavní prvky nového regulatorního režimu zavedeného v EU pro ratingové agentury a nastínit hodnocení některých jeho kritických bodů a precedenčních řešení v něm obsažených.

### **2. K ČINNOSTI RATINGOVÝCH AGENTUR**

Činnost ratingových agentur si můžeme přiblížit jako sběr informací o konkrétním emitentovi investičního nástroje nebo o investičním nástroji, o situaci v daném hospodářském sektoru a celkové makroekonomické situaci. Na základě analýzy a vyhodnocení těchto informací je ratingovou agenturou vypracováno standardizované hodnocení (rating), které vyjadřuje pravděpodobnost, s jakou bude posuzovaná osoba schopna splnit své finanční závazky obecně nebo vztahu k určitému investičnímu nástroji. Toto hodnocení je výsledkem použití určité

---

<sup>1</sup> Text příspěvku vychází z dokumentu 2008/0217 (COD) Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies- Outcome of the European Parliament's first reading (Strasbourg, 21 to 24 April 2009). Jedná se o kompromisní znění Nařízení dojednané mezi Radou EU a Evropským parlamentem. Publikace oficiálního textu Nařízení v Úředním věstníku se předpokládá v září tohoto roku.

standardizované metodologie a modelů, které jsou specifickým know-how každé ratingové agentury.

Ratingové hodnocení má strukturovanou povahu - podle kvality posuzované osoby nebo finančního nástroje je rating členěn do příslušných stupňů, které odpovídají očekávání ratingové agentury ohledně pravděpodobnosti s jakou bude posuzovaná osoba schopna splnit své finanční závazky. Rating tak představuje určitou indikaci o bonitě posuzované osoby a příslušného investičního nástroje a o riziku, které je s investicí do takového investičního nástroje spojeno. Konkrétní hodnota ratingu je tedy důležitou informací pro rozhodování potenciálních investorů o tom, jaké riziko příslušná investice představuje, zda příslušný investiční nástroj zakoupí či nikoliv, a jakou cenu jsou ochotni zaplatit. Obecně lze říci, že pro investory jsou obecně atraktivnější investiční nástroje, které mají rating, neboť investoři o nich mají více informací a určitou referenční základnu pro svá investiční rozhodnutí oproti investičním nástrojům bez ratingu. Z hlediska posuzované osoby např. emitentů investičních nástrojů představuje rating indikativní informaci o tom, jak budou investoři vnímat nabízený investiční nástroj a za jakých podmínek budou moci získat od investorů kapitál - ať při úpisu akcií či při poskytnutí úvěru. To platí jak pro emitenty z korporátní sféry, tak samozřejmě i pro státy a mezinárodní organizace. Vedle těchto „klasických investičních“ a úvěrových ratingů existují i ratingy speciální, které zohledňují určité specifické aspekty - např. ratingy exportní.

První ratingy se objevili na počátku 20. století ve Spojených státech v souvislosti s hodnocením důvěryhodnosti emitentů akcií obchodovaných na burzách. Nicméně dlouhou dobu byla činnost ratingových agentur zcela mimo jakoukoliv regulaci. Až v 70. letech minulého století americká Komise pro cenné papíry zavedla proces „uznávání“ ratingových agentur, které vydávaly ratingy emitentů kótovaných na amerických burzách. Nicméně, jednalo se pouze o faktické uznání těchto ratingových agentur, které již byly trhu aktivní. Zásadní podněty pro regulaci ratingů však přinesly až asijská finanční krize a finanční skandály firem Enron a Parmalat. Tyto negativní události vyvolaly zásadní pochybnosti o důvěryhodnosti ratingů a o schopnostech ratingových agentur efektivně zohledňovat ve svých ratingových hodnoceních negativní hospodářský vývoj u emitentů finančních nástrojů či makroekonomických faktorů. Regulační odezva měla různou podobu - například v Austrálii přijali legislativu pro ratingové agentury již v roce 2001<sup>2</sup>, s doplněním v letech 2003 a 2005. Ve Spojených státech byl v roce 2006 přijat zákon o regulaci ratingových agentur.<sup>3</sup> Odpovědí v globálním měřítku byl kodex mezinárodní organizace regulátorů kapitálového trhu (IOSCO) pro ratingové agentury z roku 2004,<sup>4</sup> který však měl pouze povahu doporučení.

Současná finanční krize, která odstartovala právě v USA, přinutila všechny vyspělé státy hledat adekvátní odpověď na její příčiny. Mezi mnoha důvody vzniku krize bývá uváděna také negativní role ratingových agentur. Především neúplnost či nesprávnost jejich ratingů, nedostatečnost informací poskytovaných investorům ohledně strukturovaných finančních

---

<sup>2</sup> The Corporation Act 2001.

<sup>3</sup> Credit Rating Agencies Reform Act (2006).

<sup>4</sup> IOSCO Code of conduct fundamentals for Credit rating Agencies (2004), International Organisation of Securities Commissions, Madrid, 2004.

nástrojů, jejichž podkladovými aktivy byly hypotéky a jiné finanční nástroje, či neadekvátní metodologie. Významným problémem byl též střet zájmů, kdy ratingové agentury jsou primárně placeny právě emitenty investičních nástrojů jejichž hodnocení provádějí. V neposlední řadě byla je předmětem kritiky také pomalá reakce ratingových agentur na nové negativní informace a opožděné snižování příslušných ratingů.

### **3. PŘÍSTUP EVROPSKÉ UNIE K REGULACI RATINGŮ**

Regulace ratingových agentur a ratingů v evropském právu byla doposud upravena pouze omezeným způsobem. Jedná se například o pravidla pro uznávání ratingových agentur, jejichž ratingy mohou využívat banky ve svých modelech pro stanovování kapitálových požadavků je stanoveno v konsolidované bankovní směrnici<sup>5</sup>. Dále o ratingových agenturách hovoří směrnice o zneužívání trhu,<sup>6</sup> která zmiňuje povinnosti ratingových agentur zajistit adekvátní prezentaci ratingů a uveřejňování informací o případných střetech zájmů při jejich činnosti.

O potřebě komplexní regulace činnosti ratingových agentur se zmiňuje usnesení Evropského parlamentu z roku 2004<sup>7</sup> na jehož základě iniciovala Evropská komise v roce 2005 vyhodnocení činnosti ratingových agentur a standardů pro vydávání ratingů v rámci EU. Na základě zprávy CESR<sup>8</sup> provedla Komise analýzu hlavních problémů při činnosti ratingových agentur a možných tržních selhání. Výsledky této analýzy vedly Radu EU a Komisi k rozhodnutí o potřebě legislativní reakce na zjištěné nedostatky. Nicméně teprve v létě 2008 byly předloženy k veřejné diskusi hlavní teze legislativního řešení, které mělo vést k odstranění nejzásadnějších nedostatků v činnosti ratingových agentur. V návaznosti na výsledky veřejné diskuse připravila Komise návrh nařízení o ratingových agenturách, který uveřejnila počátkem listopadu loňského roku. Po projednání návrhu v Radě EU a Evropském parlamentu bylo kompromisní znění Nařízení o ratingových agenturách (dále jen „Nařízení“) schváleno na konci dubna. Formální schválení oficiálních verzí Nařízení ve všech úředních jazycích Evropské unie a jejich vydání v Úředním věstníku EU se předpokládá v září tohoto roku.

### **4. K PRÁVNÍMU ZÁKLADU NAŘÍZENÍ O RATINGOVÝCH AGENTURÁCH**

Přestože název Nařízení hovoří pouze o ratingových agenturách má toto nařízení dvě oblasti působnosti. V první oblasti specifikuje, které osoby a ve kterých situacích jsou povinny používat pouze ratingy vydané evropskými ratingovými agenturami. Druhá oblast působnosti nařízení nastavuje podmínky a předpoklady pro vydávání ratingů v EU a pravidla pro registraci a činnost ratingových agentur. Výstižnější název pro nařízení s takto vymezenou působností by mohl být například „nařízení o pravidlech pro vydávání a využívání ratingů“. Důvod pro tuto „dualitu“ působnosti Nařízení lze dovodit z právního základu pro jeho vydání.

---

<sup>5</sup> Směrnice 2006/48/ES Evropského parlamentu a Rady ze dne 14. června 2006 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o její výkonu.

<sup>6</sup> Směrnice 2003/125/ES Evropské komise 22. prosince 2003 provádějící směrnici 2004/6/ES Evropského parlamentu a Rady o poctivé prezentaci investičních doporučení a uveřejňování střetů zájmů.

<sup>7</sup> European Parliament resolution on Role and Methods of Rating Agencies (2003/2081 (INI))

<sup>8</sup> Committee of European Securities Regulators.

Právním základem deklarovaným v úvodním ustanovení navrhovaného nařízení je článek 95 Smlouvy o evropských společenstvích („Smlouva“). Článek 95<sup>9</sup> pojednává o opatřeních přijímaných k ochraně jednotného vnitřního trhu včetně ochrany spotřebitelů a beze sporu odůvodňuje nastavením určitých kvalitativní požadavků na ratingy a informace o nich. Podle úvodního odstavce tohoto článku by však měl být aplikován pouze v případech, kdy jiná ustanovení Smlouvy neobsahují speciální úpravu. měl by tedy jít o ustanovení, které je využíváno spíše doplňkově.

Ohledně stanovení podmínek pro činnost ratingových agentur a stanovení povinnosti získat speciální podnikatelské oprávnění pro vydávání ratingů v celém Společenství, však může být otázkou, zda Komise neměla zvolit jako právní základ spíše článek 47 Smlouvy<sup>10</sup> a jeho druhý odstavec. Tento článek upravuje přijímání opatření na úrovni Společenství k zajištění práva volného pohybu osob a usazování a je standardním právním základem evropských předpisů v oblasti finančního trhu, které regulují výkon činnosti finančních institucí. Argumentace předkládaná Komisí pro zahrnutí pravidel pro činnost ratingových agentur pod článek 95 (2) Smlouvy uvádí, že imanentním předpokladem zajištění dostatečné kvality ratingů využívaných na vnitřním trhu je také stanovení adekvátních podmínek pro osoby, které tyto ratingy vytváří a šíří. Přestože se v některých fázích přípravy nařízení objevovalo silné volání po zákazu výkonu jiných podnikatelských činností než je tvorba ratingů ze strany ratingových agentur, výsledný text Nařízení výkon dalších podnikatelských činností ratingovým agenturám umožňuje. Pro výkon dalších činností se však uplatňují určitá omezení vyplývající zejména z požadavků na prevenci střetu zájmů při vydávání ratingů. Lze se domnívat, že pokud by došlo k restrikci podnikatelské činnosti ratingových agentur pouze na vydávání ratingů mohla by být shledána neadekvátnost právního základu Nařízení pro takovéto omezení.

---

<sup>9</sup> Článek 95 Smlouvy o Evropském společenství stanoví: „1. Odchylně od článku 94, a není-li v této smlouvě stanoveno jinak, použijí se k dosažení cílů uvedených v článku 14 následující ustanovení. Rada postupem podle článku 251 po konzultaci s Hospodářským a sociálním výborem přijímá opatření ke sbližování ustanovení právních a správních předpisů členských států, jejichž účelem je vytvoření a fungování vnitřního trhu.

2. Odstavec 1 se nevztahuje na ustanovení o daních, ustanovení týkající se volného pohybu osob, ani na ustanovení týkající se práv a zájmů zaměstnanců.

3. Komise bude ve svých návrzích podle odstavce 1 týkajících se zdraví, bezpečnosti, ochrany životního prostředí a ochrany spotřebitele vycházet z vysoké úrovně ochrany a přihlédne přitom zejména k novému vývoji založenému na vědeckých poznatcích. V rámci svých pravomocí usilují o tento cíl též Evropský parlament a Rada. (...)“

<sup>10</sup> Článek 47 Smlouvy o Evropském společenství stanoví „1. Za účelem usnadnění přístupu osob k samostatně výdělečným činnostem a jejich výkonu přijme Rada postupem podle článku 251 směrnice upravující vzájemné uznávání diplomů, osvědčení a jiných dokladů o kvalifikaci.

2. Za stejným účelem přijímá Rada postupem podle článku 251 směrnice ke koordinaci právních a správních předpisů členských států, jež se týkají přístupu k samostatně výdělečným činnostem a jejich výkonu. Rada rozhoduje postupem podle článku 251 jednomyslně o směrnicích, k jejichž provedení jsou alespoň v jednom členském státě zapotřebí změny stávajících zásad zákonné právní úpravy jednotlivých povolání týkajících se vzdělání a podmínek přístupu fyzických osob k nim. V ostatních případech Rada rozhoduje kvalifikovanou většinou. (...)“

Pro volbu článku 95 jako právního základu se Komise rozhodla ještě z jednoho relativně prozaického důvodu, který je svou povahou politicko-legislativně-technický. Komise chtěla docílit rychlé závaznosti nových pravidel pro ratingové agentury v rámci celého Společenství. Článek 95 Smlouvy totiž narozdíl od článku 47 umožňuje Komisi vydávat Nařízení, což jsou, jak je obecně známo, právní předpisy, které nevyžadují transpozici do národních právních řádů a jsou přímo závazné ve všech členských státech. Že k tomuto rozhodnutí ohledně právní báze došlo až v posledním stadiu příprav Komisního návrhu svědčila dikce řady ustanovení v textu původního komisního návrhu, která odpovídá standardnímu jazyku směrnic a relativní obecnosti ustanovení směrnic, nikoliv konkrétnosti a podrobnosti jazyka, kterým by měly být psány nařízení. Při vyjednávání v Radě EU a v Parlamentu došlo k významnému přepracování komisního návrhu směrem k preciznějšímu vymezení povinností a pravidel pro ratingové agentury, uživatele ratingů a orgány dohledu tak, aby při praktické aplikaci vznikalo co nejméně nejasností.

Vzhledem k tomu, že se jedná o první pokus Společenství komplexně regulovat celý sektor ratingových agentur má rozhodnutí o volně formy příslušného legislativního nástroje v podobě nařízení celou řadu kritiků. Velká část členských států preferovala formu směrnice, nicméně vzhledem ke zvolenému právnímu základu a povaze spolurozhodovacího procesu<sup>11</sup> již nebylo možné formu předloženého předpisu změnit ani ze strany Rady a Parlamentu. Pro svou argumentaci o větší vhodnosti formy nařízení oproti směrnici pro regulaci sektoru ratingových agentur Komise používala relativně účelově skutečnost, že v řadě členských států doposud neexistovala žádná právní úprava činnosti ratingových agentur.

Dalším argumentem pro formu nařízení prezentovaným Komisí je zařazení poměrně rozsáhlých a velmi detailních příloh. Tyto přílohy bude možné relativně flexibilně novelizovat procesem komitologie.<sup>12</sup> V rámci vyjednávání Komise argumentovala, že právě tato detailní pravidla uvedená v přílohách doplňují relativně obecně formulované povinnosti ve vlastním textu Nařízení. Lze se domnívat, že by bylo systematicky vhodnějším řešením dodržení standardní struktury právních předpisů připravovaných v rámci Lamfalussyho procesu - tj. vydání obecné rámcové směrnice, která vymezí základní mantinely pro regulaci sektoru ratingových agentur, na kterou by navázaly detailní technické prováděcí opatření v podobě nařízení. Ve prospěch dodržení standardní Lamfalussyho struktury svědčí také to, že Nařízení předpokládá vydání celé řady doporučení ze strany CESR, které tvoří tzv. třetí úroveň Lamfalussyho procesu.

## **5. REGULACE POUŽÍVÁNÍ RATINGŮ**

Ohledně pravidel pro uživatele ratingů se v Nařízení objevuje v čl. 4 požadavek, aby evropské finanční instituce v určitých situacích používaly výhradně ratingy vydané evropskými ratingovými agenturami. Mělo by se jednat o situace, kdy používání ratingů předepisují evropské směrnice, které upravují činnost příslušných finančních institucí - Nařízení zde

---

<sup>11</sup> Jedná se o postup podle čl. 251 Smlouvy o Evropském společenství. Návrh příslušného legislativního aktu předkládá Komise, přitom forma právního aktu vychází ze zvoleného právního základu.

<sup>12</sup> Jedná se o postup podle Rozhodnutí Rady ze dne 28. června 1999 o postupech pro výkon prováděcích pravomocí svěřených Komisi, konkrétně o tzv. Regulační postup s kontrolou (Regulatory procedure with scrutiny) podle článků 5a (1) až (4) a čl. 7. Tato procedura zahrnuje předložení návrhu Komisí a jeho skrutinium ze strany Rady EU a Evropského parlamentu.

hovoří o využívání ratingů pro „regulatorní účely“. Například se jedná o využívání ratingů v rámci výpočtu kapitálové přiměřenosti ze strany bank a obchodníků s cennými papíry podle směrnice o kapitálových požadavcích,<sup>13</sup> a také o používání ratingů při stanovování požadavků na solventost pojišťoven a zajišťoven podle připravované směrnice o solventnosti. Dále o využívání ratingů hovoří směrnice UCITS<sup>14</sup> u některých přípustných aktiv standardních fondů kolektivního investování a u některých aktiv zaměstnaneckých penzijních institucí podle směrnice o zaměstnaneckých penzijních institucích.<sup>15</sup>

Dalším projevem „ochranné povahy“ Nařízení a materializací právního základu - tj. článku 95, je zařazení specifické povinnosti pro emitenty a další osoby veřejně nabízející cenné papíry podle příslušných ustanovení směrnice o prospektu, resp. prováděcího nařízení k této směrnici<sup>16</sup>, do článku 4 (1) Nařízení. Obsahem této povinnosti je, aby v případě kdy je v prospektu uvedena informace o ratingu uděleného příslušnému cennému papíru, který je předmětem veřejné nabídky, byla zároveň uvedena jednoznačná a zřetelná informace o tom, zda je předmětný rating vydán v souladu s Nařízením či nikoliv. Cílem této povinnosti je umožnit čtenářům prospektu, kteří jsou potenciálními investory, vyhodnotit adekvátně informaci o předmětném ratingu a udělat si informovaný úsudek o jeho důvěryhodnosti. Uvedená formulace je výsledkem rozsáhlé diskuse mezi těmi členskými státy, které preferují větší reglementaci informací užívaných investory na finančním trhu prosazujícími používání výhradně evropských ratingů, a liberálnějšími zeměmi.

Nastavené pravidlo vychází z předpokladu, že ratingy vydané podle Nařízení tj. ratingy vydané evropskými agenturami, a ratingy endorsované nebo certifikované, jsou na kvalitativně vyšší úrovni než ratingy, které tyto podmínky nesplňují. Je otázkou pro praxi, zda skutečně dojde k takovému kvalitativnímu rozrůznění ratingů, že uvedená informace bude pro investory skutečně zásadní. Na druhou stranu může být pravdou, že u ratingů splňujících podmínky Nařízení, bude patrně pro evropské investory snazší ověřit si informace o použité metodologii, předpokladech a informacích použitých k vytvoření ratingu, o historické úspěšnosti ratingů příslušné ratingové agentury apod. Rovněž může být relativně jednodušší pro uživatele ratingů podat případnou stížnost příslušnému orgánu dohledu nebo CESR v případě, že má investor podezření na „zavádějící“ informaci obsaženou v předmětném ratingu.

Dlužno podotknout, že původní návrh Komise obsahoval v podstatě úplný zákaz používání ratingů vydaných mimo EU jak pro finanční instituce a centrální banky, tak fakticky i pro

---

<sup>13</sup> Směrnice 2006/49/ES Evropského parlamentu a Rady ze dne 14. června 2006 o kapitálové přiměřenosti investičních podniků a úvěrových institucí.

<sup>14</sup> Směrnice Rady 85/611/ES ze dne 20. prosince 1985 o koordinaci právních a správních předpokladů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP).

<sup>15</sup> Směrnice 2003/41/ES Evropského parlamentu a Rady ze dne 3. června 2003 o činnostech institucí zaměstnaneckého penzijního pojištění a dohledu nad nimi.

<sup>16</sup> Konkrétně povinnost uvádět ratingy v prospektu cenného papíru pro dluhové cenné papíry je uvedena v bodě 7.5 Přílohy V Nařízení Komise (ES) č. 809/2004 ze dne 29. dubna 2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, uvádění údajů ve formě odkazu, zveřejňování prospektů a šíření inzerátů, ve znění nařízení Komise (ES) č. 1787/2006 a č. 211/2007.

soukromé investory. Původní návrh Komise také fakticky zakazoval obchodování s investičními nástroji, které by měly rating vydaný mimo EU. Samotné vyjednávání v Radě a Parlamentu bylo opět ve znamení intenzivních střetů zastánců ochrannářského přístupu a liberálů a výsledkem těchto diskusí je relativně balancovaný režim, který umožňuje využívat i ratingů ze třetích zemí, které splní určité podmínky.

Celkově ohledně restriktce používání ratingů obsažené v Nařízení lze mít silné kritické výhrady. Přestože je toto omezení koncipováno jako opatření směřující na ochranu spotřebitelů má toto opatření až znaky cenzury, kdy brání volnému přístupu k informacím o emitentech a investičních nástrojích, které mohou být zásadní pro adekvátní investiční rozhodnutí. Resp. jsou informace vytvořené mimo EU „oceňchovány“ jako informace druhé jakosti či dokonce nepodstatné, ač jsou svojí povahou zcela shodné s informacemi vytvořenými procedurami aprobovanými tímto Nařízením. Je rovněž poměrně pikantní, že finanční instituce - banky, pojišťovny, které by měly být absolutními profesionály na finančním trhu a měly by mít adekvátní aparát pro hodnocení důvěryhodnosti ratingů, investičních nástrojů a jejich emitentů, jsou doslova „vedeny za ručičku“ a je jim administrativně předepsáno, které ratingy jsou ty „dobré“ a které nikoliv. Celkově je poměrně neradostné, že nová evropská legislativa zavádí ve jménu ochrany spotřebitele a stability trhu opatření, která významně nad rámec přiměřený hrozícím rizikům omezují svobodu spotřebitelů a finančních institucí využívat volně informací významných z hlediska fungování trhu a jejich investičního rozhodování.

Stručně zmiňme také konsekvence pro uživatele ratingů v případě zrušení registrace ratingové agentury (čl. 17), porušení podmínek pro endorsement (čl. 4) a ekvivalenci s certifikací (čl. 4a). Tyto skutečnosti mají ve smyslu čl. 4 (1) za následek zánik oprávnění užívat příslušné ratingy, které byly předmětem těchto režimů v EU. To znamená, že evropské finanční instituce tyto ratingy nebudou moci nadále používat pro regulatorní účely. Přestože Nařízení v čl. 21 (2) stanovuje určité přechodné období pro řešení takovýchto případů může zrušení oprávnění k užívání ratingů vést k nutnosti urychleně navýšit či jinak upravit regulatorní kapitál všech finančních institucí, které příslušný rating či ratingy používaly, či k masivnímu prodeji investičních nástrojů, kterých se příslušný rating týkal. Vzhledem k aktuální situaci na finančním trhu (jaro 2009) lze mít jisté obavy, zda takovéto důsledky právního předpisu připraveného v reakci na finanční krizi skutečně mohou přinést zvýšení stability finančního trhu či zda náhodou nemohou naopak přispět k ještě větší destabilizaci finančního trhu v krizových dobách.

## **6. PODMÍNKY PRO UŽÍVÁNÍ RATINGŮ ZE TŘETÍCH ZEMÍ**

Přestože původní návrh Komise vůbec nepředpokládal možnost používání ratingů vydaných mimo EU finančními institucemi a dalšími osobami v rámci Společenství, finálně schválený text Nařízení toto umožňuje. Nutno podotknout, že Nařízení však neobsahuje obecnou povinnost finančních institucí používat výhradně evropské ratingy, resp. povinnost investovat do finančních nástrojů s evropským ratingem. Na druhou stranu nařízení také neobsahuje požadavek, aby všechny investiční nástroje, které jsou využívány finančními institucemi a investorskou veřejností měly rating resp. rating vydaný podle tohoto Nařízení.

Ovšem podmínky, které musí být splněny ohledně ratingu vydaného mimo EU jsou poměrně restriktivní. Konkrétně Nařízení zavádí dva režimy pro „import“ ratingů ze třetích zemí, které jsou svou konstrukcí prakticky zcela nové alespoň v evropské právní úpravě finančního trhu. Jedná se o režim tzv. endorsementu a o režim tzv. ekvivalence s certifikací.

Režim endorsementu<sup>17</sup> upravený v čl. 4 (2) a násl. spočívá v tom, že ratingová agentura, která je registrovaná v EU převezme rating vydaný ratingovou agenturou se sídlem v zemi mimo EU. Podmínkou je, že tato ratingová agentura patří do stejného podnikatelského seskupení. Evropská ratingová agentura za tento převzatý rating odpovídá tak, jako by jej vydala sama. Předpokladem pro takovéto převzetí ratingu je, že evropská ratingová agentura prověří splnění celé řady podmínek - jednak předpokladů ohledně ratingové agentury ze třetí země, jednak podmínek týkajících se této třetí země, jejího právního řádu, existence a postavení příslušného orgánu dohledu nad činností ratingových agentur či existence adekvátní smlouvy o spolupráci mezi příslušným evropským orgánem dohledu a orgánem dohledu ze třetí země.

Druhý režim nazvaný ekvivalence a certifikace je upraven v čl. 4a Nařízení a představuje poměrně neobvyklou kombinaci posuzování ekvivalence (srovnatelnosti) právního řádu třetí země z hlediska regulace ratingových agentur s regulací ratingových agentur v EU, a procesu certifikace, který spočívá v posuzování rozsahu a způsobu užívání ratingů v rámci EU a splnění určitých kritérií ze strany ratingové agentury ze třetí země. Oproti „standardnímu“ režimu ekvivalence tak, jak je zaveden například v transparenční směrnici a ve směrnici o prospektu<sup>18</sup>, není v tomto režimu důsledkem rozhodnutí vydaného Komisí o ekvivalenci regulatorního režimu v příslušné třetí zemi zavedení „obecné“ ekvivalence pro všechny ratingy a ratingové agentury z příslušné posuzované třetí země. Rozhodnutí o ekvivalenci v tomto režimu je pouze předpokladem pro to, aby na ratingy a ratingové agentury z příslušné třetí země nebyly aplikovány některé požadavky stanovené v režimu endorsementu. Nařízení však stanovuje ještě doplňující podmínky týkající se konkrétní ratingové agentury, která by chtěla využít tohoto režimu a ratingů, které vydává. Zejména se jedná o podmínku, že rating vydaný dotčenou ratingovou agenturou je používán v EU v relativně malé míře a nemá systemický dopad na finanční trh v jednom či více členských státech a že ratingová agentura je relativně malá. Pokud by nebyly splněny tyto dodatečné podmínky, nebylo by možné využít režimu ekvivalence a certifikace a ratingová agentura, která by chtěla, aby její ratingy byly využívány v EU, by se musela podrobit režimu endorsementu a zřídit v EU dceřinou společnost, která by získala příslušnou registraci.

Ze stručné charakteristiky těchto režimů je poměrně zřejmé, že oba představují poměrně výraznou administrativní zátěž pro ratingové agentury ze třetích zemí. Lze říci, že některé ze stanovených podmínek mají až ochranný charakter a vytvářejí bariéry volnému obchodu a poskytování služeb. Z hlediska nastavených podmínek je možno mít kritické výhrady ke skutečnosti, že u obou dvou režimů je nastavena řada podmínek jejichž splnění je zcela mimo dispoziční sféru dotčené ratingové agentury (ať evropské, tak ze třetí země), která hodlá daného režimu využít. Stejně tak je mimo sféru vlivu ratingové agentury zajištění trvání těchto podmínek. V praxi může tedy dojít porušení podmínek stanovených nařízením

---

<sup>17</sup> Pozn. z angl. endorse - odsouhlasit, potvrdit.

<sup>18</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/109/ES ze dne 15. prosince 2004 o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a o změně směrnice 2001/34/ES, čl. 23 a násl.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES, zejména čl. 44 a 67.



i jednáním příslušného orgánu dohledu, který má kontrolovat jejich plnění - např. v případě, že vypoví dohodu o spolupráci s orgánem dohledu ze třetí země.

Přestože cílem popsaných postupů je zajistit dostatečnou kvalitu „importovaných“ ratingů do EU a umožnit, aby evropské finanční instituce mohly i nadále ratingy vydané ve třetích zemích používat, procedurální složitost uvedených konstrukcí se může v praxi ukázat jako obtížně životaschopná. Evropská unie by tak musela hledat alternativní řešení této situace.

## 7. PODMÍNKY PRO ČINNOST RATINGOVÝCH AGENTUR

Pro činnost ratingových agentur stanovuje Nařízení celou řadu velmi detailních povinností. Jejich cílem je zajistit především minimalizaci střetu zájmů, nezávislost ratingových agentur při vydávání ratingů a kvalitu vydávaných ratingů - tedy oblastí, ve kterých je spatřováno největší pochybení ratingových agentur v souvislosti s finanční krizí.

V oblasti střetu zájmů nastavuje Nařízení velmi přísný standard, který je obdobný požadavkům kladeným například na investiční firmy podle MiFID.<sup>19</sup> Obsahem tohoto standardu je povinnost identifikovat, eliminovat nebo řídit a uveřejňovat střety zájmů. Mezi konkrétní opatření, jejichž přijetí Nařízením ratingovým agenturám ukládá, patří požadavek na minimální počet nezávislých ředitelů<sup>20</sup> v dozorčím orgánu nebo ve správní radě ratingové agentury. Těmto nezávislým ředitelům nařízení také svěřuje výkon řady specifických kontrolních činností, například monitoring efektivity vnitřního kontrolního systému, sledování a hodnocení efektivity opatření proti střetu zájmů či kontrolu revizí ratingových metodologií a modelů. Mezi další požadavky patří povinnost zřídit útvar compliance, což je kontrolní útvar, který je obvyklý u jiných druhů finančních institucí a v neposlední řadě zákaz poskytování poradenských služeb osobám, jejich hodnocení ratingová agentura provádí, pravidla pro archivaci dokumentů nebo omezení pro investice zaměstnanců ratingové agentury. Je zajímavé, že v rámci zajištění adekvátní nezávislosti ratingových agentur stanovuje Nařízení výslovně zákaz interference do činnosti ratingových agentur ze strany členských států či jejich organizačních složek (čl. 20 (1)). Recitál (28) poté vysvětluje, že v případě nátlaku má CRA informovat CESR a Komisi, které by měli zjednat nápravu.

V souvislosti s požadavky na omezování střetu zájmů obsahuje Nařízení podrobná pravidla pro činnost analytiků, kteří analyzují podklady a zpracovávají ratingy a členů ratingových výborů, kteří ratingy schvalují. Navrhovaná úprava stanovuje například specifické požadavky na jejich rotaci tak, aby byla omezena možnost střetu zájmů vyplývající z dlouhodobé vazby mezi osobami, které vypracovávají a schvalují ratingy a posuzovanými emitenty. Dále Nařízením vyžaduje, aby nejen analytici, ale i osoby ve vedení ratingové agentury měly adekvátní znalosti a zkušenosti z finančního trhu, které jsou nezbytné pro řádnou tvorbu ratingů. A také specifikuje určité konkrétní kontrolní pravomoci, které musí být vykonávány prostřednictvím nezávislých členů dozorčí rady.

---

<sup>19</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, ve znění směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/31/ES.

<sup>20</sup> Nezávislým ředitelem (*independent director*) se rozumí osoba, která nemá jinou přímou vazbu ke společnosti a splňuje podmínky podle části III. bodu 13. Doporučení Komise ze dne 15. února 2005 o úloze nevykonných členů správní rady nebo členů dozorčí rady a o výborech správní nebo dozorčí rady společností kótovaných na burze (2005/162/ES).

Významný je také požadavek na zajištění systematického vyhodnocování ratingových metodologií a na průběžné sledování a vyhodnocování předpokladů pro vydání jednotlivých ratingů. V případě zjištění zásadních změn v podmínkách na jejichž základě byl rating vydán musí ratingová agentura provést přehodnocení stávajícího ratingu a pokud je to důvodné, také provést jeho změnu. V neposlední řadě ukládá nařízení ratingovým agenturám povinnost zajistit adekvátní informování uživatelů ratingů a investorské veřejnosti o ratingových hodnoceních, o tom jakou metodologií byly vypracovány, a co je jejich přesným obsahem. Ratingové agentury budou mimo jiné povinny uveřejňovat informace o historické „výkonnosti“ ratingů, tedy o tom s jakou spolehlivostí se jejich ratingová hodnocení v minulosti naplnila a dále informace o změnách ratingů a o jejich četnosti. Velmi rozsáhlé informační povinnosti jsou dále uloženy v případě, že ratingová agentura vydává ratingy investičních nástrojů vydaných v rámci sekuritizace. Zde je nutno vedle informací o metodologii, modelech uvést také výsledky stresových testů a jejich podrobné vysvětlení, které musí být ve formě srozumitelné investorské veřejnosti. Každoročně budou ratingové agentury vydávat tzv. „transparenční zprávu“, která má obsahovat především informace o opatřeních k prevenci střetu zájmů a k zajištění adekvátní kvality ratingů. Vedle uveřejňování informací jsou ratingové agentury povinny řadu údajů předávat orgánům dohledu a CESR, který povede centrální databázi těchto informací, které budou veřejně přístupné. CESR také bude pravidelně publikovat na roční bázi souhrn hlavních trendů a změn v činnosti registrovaných ratingových agentur.

## **8. REGISTRACE A DOHLED**

Jádrem nařízení je požadavek, aby ratingové agentury působících v Evropské unii byly registrovány a aby podléhaly příslušnému dohledu. V případě skupiny ratingových agentur působících ve více členských státech bude nezbytné, aby příslušnou registraci získala každá z ratingových agentur působících ve skupině. Tato registrace by měla umožnit ratingovým agenturám vydávat ratingy v celém Společenství. V rámci příslušného řízení o registraci by ratingové agentury měly doložit orgánům dohledu splnění poměrně rozsáhlých organizačních a personálních požadavků, postupů a modelů pro tvorbu ratingů. Podobně jako u jiných finančních institucí, požaduje nařízení po ratingových agenturách například vytvoření dostatečného systému vnitřní kontroly, systému pro identifikaci a prevenci střetů zájmů.

Vzhledem ke specifické povaze činnosti ratingových agentur a potenciálnímu dopadu vydávaných ratingů na celý vnitřní trh je výsledná konstrukce registračního procesu a organizace dohledu zcela novátorským řešením v rámci evropského finančního trhu. Registrace k činnosti ratingové agentury vydaná podle čl. 13 Nařízení na základě rozhodnutí příslušného orgánu dohledu v jednom členském státě automaticky opravňuje ratingovou agenturu k výkonu činnosti ve všech ostatních členských státech. Ratingová agentura může přímo na základě této registrace provádět hodnocení osob se sídlem ve všech členských státech a investičních nástrojů vydaných v rámci celého Společenství, aniž by byl potřebný proces passportování jako je to obvyklé u jiných institucí působících na finančním trhu např. bank či obchodníků s cennými papíry.<sup>21</sup> Rovněž ratingy vydané v jednom členském státě,

---

<sup>21</sup> Srov. např. čl. 31 Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, ve znění směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/31/ES, čl. 25 a násl. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/48/ES ze dne 14. června 2006 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o jejím výkonu (přepracované znění).

jakožto „produkty“ ratingových agentur, bude možné využívat ve všech členských státech bez dalšího - tedy nebude potřebné proběhnutí notifikační procedury jako je tomu u prospektu cenných papírů či u fondů kolektivního investování.<sup>22</sup> Nařízení předpokládá, že kolegium bude vytvořeno pro každou ratingovou agenturu resp. pro každou skupinu ratingových agentur. Očekává se, že těchto kolegií bude v první fázi méně než dvaceti.

Proto, aby byla zajištěna adekvátní možnost národních orgánů dohledu vyjádřit se k žádosti o registraci obsahuje Nařízení zcela nový mechanismus pro koordinaci rozhodování národních orgánů dohledu. Jedná se o určitou nadstavbu systému kolegií, tak jak jsou zavedeny např. v rámci konsolidovaného dohledu nad bankovními skupinami podle konsolidované bankovní směrnice<sup>23</sup>. Specifika tohoto nového režimu zahrnují především (i) inkluzivní členství v kolegiu, (ii) jednomyslnost rozhodování kolegia při registraci, (iii) ustanovením tzv. facilitátora, kterým může být i jiný orgán dohledu než z domovského státu ratingové agentury a (iv) zásadní metodickou a mediační roli CESR v rámci činnosti kolegia.

Oproti kolegiím orgánů dohledu zavedeným v rámci regulace konsolidovaných bankovních finančními skupinami, kde kritériem členství existence banky ze skupiny či pobočky na území příslušného členského státu, jsou podmínky pro členství v kolegiu dohlížejícím ratingovou agenturu podstatně volnější. Krom kritéria pobočky obsahuje čl. 25 (3) kritérium diskreční a to, že na území příslušného členského státu jsou nebo budou využívány ratingy vydané dotčenou ratingovou agenturou. Vedle členů kolegia se může orgán dohledu ze kteréhokoliv členského státu účastnit jednání kolegia. V praxi patrně bude docházet k tomu, že u velkých ratingových agentur budou členy kolegií orgány dohledu ze všech členských států.

Jednomyslnosti rozhodování kolegia o registraci ratingové agentury je také významné novum v evropských předpisech pro finanční trh. Hlavním důvodem pro jeho zavedení je konstrukce oprávnění ratingové agentury, kdy na základě registrace udělené v jednom členském státě může vykonávat činnost v celé unii, aniž by bylo nutné podstoupit proces passportování nebo notifikace (viz výše). Jednomyslnost rozhodování dává fakticky kterémukoliv členku kolegia právo veta ohledně udělení registrace. Na druhou stranu, aby byla omezena diskrece členů kolegia při rozhodování a nebylo možné bez objektivního důvodu odmítat souhlas s registrací, stanovuje Nařízení velmi podrobně, jaké podklady musí být předloženy ze strany ratingových agentur a splnění jakých kritérií je předpokladem udělení registrace.

Koordinací činnosti kolegia je pověřen facilitátor, kterým může být orgán dohledu i z jiného než domovského státu ratingové agentury. Nařízení výslovně nestanovuje, ze kterého členského státu má být orgán dohledu, který bude zastávat roli facilitátora. Facilitátora si volí členové kolegia, přičemž mají brát v potaz určitá kritéria mj. rozsah užívání ratingů vydaných příslušnou ratingovou agenturou v jednotlivých členských státech či administrativní vhodnost.

---

<sup>22</sup> Srov. čl. 17 a násl. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES, čl. 44 a násl. Směrnice Rady 85/611/ES ze dne 20. prosince 1985 o koordinaci právních a správních předpokladů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP).

<sup>23</sup> Srov. čl. 125 a násl. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/48/ES ze dne 14. června 2006 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o jejím výkonu (přepracované znění).

Nařízení předpokládá, že nejméně jednou za pět let členové kolegia přehodnotí, zda určený facilitátor je nadále tím nejvhodnějším a případně zvolí facilitátora nového.

Výboru CESR přiznává nařízení celou řadu nových oprávnění a povinností ovšem stále v rámci mezí daných Smlouvou a rozhodnutím Komise o jeho zřízení.<sup>24</sup> To mimo jiné znamená, že CESR sám nemůže vydávat právně závazná rozhodnutí, taková rozhodnutí mohou vydávat pouze národní orgány dohledu. V rámci řízení o registraci CESR přijímá žádost od ratingové agentury, distribuuje žádost orgánům dohledu všech členských států, posuzuje úplnost žádosti. Po ustanovení kolegia a poté co členské orgány dohledu posoudí žádost a navrhnou rozhodnutí se CESR vyjadřuje k tomu návrhu rozhodnutí. Členové kolegia musí při svém finálním rozhodování brát v potaz stanovisko CESR a pokud se od něj odchýlí musí tento postup náležitě odůvodnit. CESR má také oprávnění vést mediaci mezi orgány dohledu v případě sporů. Nařízení předvídá, že CESR také vydá celou řadu doporučení pro orgány dohledu, které mj. upravují postup při hodnocení žádostí o registraci a posuzování splnění jednotlivých předpokladů pro registraci stanovených Nařízením.

Vedle role v rámci registračního řízení mají kolegia zásadní význam v rámci dohledu nad činností ratingových agentur. Přestože každodenní dohledové činnosti budou vykonávány primárně domovským orgánem dohledu a kolegium bude průběžně informováno o operativním výkonu dohledu a bude zajišťovat operativní koordinaci dohledových činností. Nařízení stanovuje, že kolegium projednává podněty ohledně porušení povinností ze strany ratingových agentur a že se podílí na vedení řízení o udělení opatření k nápravě či sankcí. V těchto případech však rozhodovací procedura není jednomyslná - výsledné rozhodnutí je v odpovědnosti domovského orgánu dohledu. Nařízení však stanovuje povinnost konzultace tohoto rozhodnutí s ostatními členy kolegia a s CESR a pro případ, že se domovský orgán dohledu odchýlí od názoru kolegia či CESR, musí svůj postup náležitě odůvodnit. Ve srovnání s jinými evropskými předpisy pro finanční trh je taková to míra koordinace a provázanosti dohledové a rozhodování národních orgánů dohledu výrazným krokem k větší harmonizaci jejich činnosti. Rovněž posílení role CESR z hlediska informací, které dostává, konzultací a stanovisek, které poskytuje, a mediační role, která je mu nařízením svěřen je doslova průlomové.

## **9. SHRNU TÍ**

Nařízení o ratingových agenturách, které je jedním z opatření EU přijatým v reakci na finanční krizi obsahuje vedle prvků „standardní reakce“ na jednu z příčin krize - selhání ratingových agentur, také řadu aspektů, které s krizí přímo nesouvisí. Tyto nové „nekrizové“ elementy spíše vycházejí z rostoucí integrace vnitřního trhu a politicky pocíťované či deklarované potřeby pokročit ve sjednocování nejen pravidel pro činnost účastníků finančního trhu, ale i pravidel pro dohled a také více harmonizovat vlastní činnost národních orgánů dohledu. Rovněž aspekt určité politické snahy o získání vedoucí pozice EU na poli regulace finančního trhu v globálním měřítku také přispěl k vytvoření poměrně přísných až ochrannářských pravidel, které musí být splněny ze strany ratingových agentur působících ve třetích zemích proto, aby jimi vydané ratingy mohly být používány v EU. Přestože diskuse o reformě dohledu nad finančním trhem v rámci EU se intenzivně rozpoutala až po jeho

---

<sup>24</sup> Rozhodnutí Komise ze dne 23. ledna 2009 o zřízení Evropského výboru regulátorů trhů s cennými papíry (2009/77/ES).

schválení, Nařízení do značné míry reflektuje volání po větší harmonizaci dohledu v EU, a přitom využívá až do samých limitů současný institucionální právní rámec.

Vedle těchto konsekvencí Nařízení má výrazný potenciál skutečně přispět k posílení ochrany investorů. Beze sporu by mělo přinést investorům podstatně více informací o ratingových hodnoceních a o činnosti ratingových agentur. Nově stanovené požadavky na adekvátní procesy tvorby ratingu, aktualizaci ratingových metodologií a promptní přehodnocení ratingů v případě nových zásadních informací o emitentovi také mohou přinést zvýšení kvality ratingů a jejich vypovídací schopnosti.

V čem tedy představuje Nařízení jinou než klasickou reakci na finanční krizi? Vedle regulace celého sektoru ratingových agentur - v čemž lze spatřovat obvyklou reakci na krizovou situaci jde Nařízení mnohem dále a pod heslem o boji proti finanční krizi zcela novým způsobem řeší režim importu informací v podobě ratingů do Unie, ukládá určitým typům finančních používání pouze určitých informací a vytváří zcela bezprecedentní institucionální a procesní rámec pro dohled nad finančním trhem v EU. Nařízení je ještě zcela „čerstvé“, dosud nebylo ani vyhotoven v oficiálních jazykových verzích a má být doplněno celou řadou doporučení CESR. Nicméně již dnes je zřejmé, že hlavní změny, kterou Nařízení přináší není samotná regulace sektoru ratingových agentur, ale větší harmonizace dohledu v rámci EU a extenze principu ochrany vnitřního trhu a spotřebitele do nových oblastí. Bude otázkou praktické aplikace Nařízení, zda tyto změny skutečně přinesou Evropskému trhu více stability, či zda převáží náklady a byrokracie. Riziko, že ze standardní regulace sektoru ratingových agentur se stane spíše noční můra investorů a finančních institucí je bohužel poměrně velké.

**Reviewer:**

**Martin Svoboda**

**Contact – email:**

*zdenek.hustak11@centrum.cz*