

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA

Evidenčné číslo: 101006/B/2020/36122163602081540

ESMA a regulácia ratingových agentúr

Bakalárska práca

2020

Jakub Karas

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA

ESMA a regulácia ratingových agentúr

Bakalárska práca

Študijný program:	Financie, bankovníctvo a investovanie
Študijný odbor:	Financie, bankovníctvo a investovanie
Školiace pracovisko:	Katedra financií
Vedúci záverečnej práce:	Ing. Martin Alexy, PhD.

Pod'akovanie

Týmto by som chcel pod'akovať môjmu vedúcemu bakalárskej práce Ing. Martinovi Alexymu, PhD. za konštruktívnu spoluprácu, usmernenie a vedenie počas písania tejto práce. Vďaka patrí aj mojej rodine, ktorá mi vždy bola podporou.

ABSTRAKT

KARAS, Jakub: *ESMA a regulácia ratingových agentúr*. – Ekonomická univerzita v Bratislave. Národohospodárska fakulta, Katedra financií. – Vedúci záverečnej práce: Ing. Martin Alexy, PhD.. – Bratislava: NHF, EU, 2020, počet strán 48 s.

Cieľom tejto práce je posúdiť akou mierou ovplyvnil vznik orgánu dohľadu ESMA trh s ratingom v EÚ a ratingové agentúry pôsobiace na tomto trhu. Pri týchto agentúrach budeme sledovať dopad vzniku ESMA. Práca je rozdelená do 5 kapitol. Obsahuje 10 grafov a 6 tabuliek. Prvá kapitola sa venuje definovaniu základných pojmov ako ratingová agentúra, rating, vysvetleniu ratingových stupníc, biznis modelov a predstaveniu najvyššieho vedenia ESMA. V druhej kapitole je uvedený cieľ práce a čiastkové ciele. Tretia kapitola je venovaná metodike, ktorú sme použili pri tvorbe praktickej časti. Praktická časť je zameraná na skúmanie stavu legislatívy regulujúcej ratingový sektor v EÚ a následného vplyvu vzniku ESMA na tento sektor. Tento dopad sme sledovali porovnaním zmien vo vybraných ekonomických ukazovateľoch v období pred a po vzniknutí orgánu dohľadu ESMA. Porovnávali sme 3 najväčšie ratingových agentúry pôsobiace v EÚ – Standard & Poor's, Moody's a Fitch. V poslednej kapitole sú prezentované zistenia a odporúčania.

Kľúčové slová:

ESMA, ratingová agentúra, regulácia, rating, finančná kríza

ABSTRACT

KARAS, Jakub: *ESMA and regulation of Credit Rating Agencies*. – University of Economics in Bratislava. Faculty of National Economy; Department of Finance. – Thesis Supervisor: Ing. Martin Alexy, PhD. – Bratislava: NHF, EU, 2020, 48 pages

The aim of this work is to evaluate the extent to which the foundation of the supervisory authority ESMA has affected the EU credit rating market and credit rating agencies operating in this market. The impact of the establishment of ESMA on these agencies will be monitored. This bachelor thesis is divided into 5 chapters. It contains 10 graphs and 6 tables. The first chapter deals with the definition of basic terms such as credit rating agency, rating, explanation of rating scales, business models and the introduction of the top management of ESMA. The second chapter presents the main and secondary aims of the thesis. The third chapter is devoted to the methodology we used in the practical part. The practical part is focused on examining the state of legislation governing the rating sector in the EU and the subsequent impact of the establishment of ESMA on this sector. We monitored this impact by comparing changes in selected economic indicators before and after the establishment of ESMA's supervisory authority. We compared the 3 largest rating agencies operating in the EU - Standard & Poor's, Moody's and Fitch. The last chapter presents the findings and recommendations.

Key words:

ESMA, credit rating agency, regulation, rating, financial crisis

Obsah

Úvod.....	7
1. Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí.....	9
1.1 Ratingová agentúra.....	10
1.2 Rating	12
1.3 Ratingové hodnotenie podľa agentúr	13
1.4 Biznis modely ratingových agentúr	14
1.5 Konflikt záujmov	16
1.6 ESMA.....	17
2. Cieľ práce.....	20
3. Metodika práce a metódy skúmania	21
4. Výsledky práce	22
4.1 Regulácia trhu s ratingom v EÚ pred finančnou krízou 2008.....	22
4.2 Analýza finančných ukazovateľov ratingových agentúr 2003-2009	24
4.3 Regulácia trhu s ratingom v EÚ po finančnej kríze 2008	30
4.4 Analýza finančných ukazovateľov ratingových agentúr 2011-2019	35
Diskusia.....	41
Záver	43
Zoznam použitej literatúry	44

Úvod

Ratingové agentúry pôsobia na trhu ako nezávislé inštitúcie, ktorých činnosťou je snaha o objektívne posúdenie rizík a rôznych faktorov vplývajúcich na finančnú stabilitu spoločností a následné ohodnotenie týchto subjektov pomocou priradenia hodnotenia na stupnici. Tieto agentúry pôsobiace v Európskej únii nepodliehali v období pred finančnou krízou v roku 2008 žiadnemu orgánu dohľadu a neboli nijakým spôsobom regulované. Zároveň je ich činnosť významná pri zabezpečovaní stability finančných trhov. Nimi vydávané hodnotenia boli vo veľkej miere využívané emitentmi cenných papierov alebo dlhových inštrumentov, štátmi, bankami alebo investormi. Tento stav fakticky neexistujúcej regulácie dôležitého odvetvia so sebou niesol 2 hlavné riziká – konflikt záujmov medzi ratingovými agentúrami a emitentmi, ktorý je hlavným rizikom vo veľkej miere využívaného „emitent platí“ (issuer-paid) modelu. Druhým rizikom bolo prílišné spoliehanie sa účastníkov trhu na hodnotenia vydané ratingovými agentúrami.

Po finančnej kríze v roku 2008 vznikli tlaky na reguláciu tohto odvetvia a zo strany Európskej únie boli podniknuté kroky, ktoré viedli k vytvoreniu Európskeho orgánu pre cenné papiere a trhy (ESMA), ktorého činnosťou je aj regulácia ratingových agentúr.

Kritériom pre výber témy bol pre mňa istý druh sympatie k ratingovému hodnoteniu, ktoré dokáže podať komplexné a zložité informácie a analýzy za nimi jednoduchou a rýchlo pochopiteľnou formou zrozumiteľnou bežnému človeku.

Práca je rozdelená do viacerých kapitol. Obsahuje úvodnú teoretickú časť, cieľ práce, metodológiu, praktickú časť (skúmanie) a diskusiu. V teoretickej časti sa venujeme definíciám základných pojmov ako ratingová agentúra, rating, konflikt záujmov a podobne. Stručne sme opísali históriu najväčších ratingových agentúr a vysvetlili ich stupnice ratingového hodnotenia. V skratke sme opísali členov najužšieho vedenia orgánu dohľadu ESMA.

V druhej časti sme si určili ciele našej práce a oblasť skúmania. V tretej časti sme určili spôsob a metodiku, akou budeme postupovať pri skúmaní a indikátory, na ktoré sa pri výskume zameriame.

Vo štvrtej kapitole, teda v praktickej časti práce, skúmame vybrané ratingové agentúry podľa zmien vo vybraných ukazovateľoch a taktiež skúmame právne úpravy regulácie trhu s ratingom v Európskej únii pred vznikom regulátora, po finančnej kríze a po

vzniku regulačného orgánu ESMA. Analyzujeme dopady vzniku ESMA na ratingové agentúry pomocou zmien vybraných ukazovateľov a dopady vzniku ESMA na právnu úpravu trhu s ratingom v Európskej únii.

V piatej kapitole, v diskusii, prinášame zhrnutie výsledkov skúmania a prichádzame s návrhmi na ďalší výskum v tejto problematike.

1. Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

Európska agentúra pre cenné papiere (ďalej ESMA) vznikla ako následok nedostatočného dohľadu a regulácie odvetvia cenných papierov a trhu v reakcii na finančnú krízu na prelome rokov 2008 a 2009. Táto potreba vznikla v dôsledku jej hlbšej analýzy. Konkrétne sa ratingové agentúry podieľali na hodnotení tzv. hypoték rizikových klientov (subprime mortgages). V týchto rokoch nastal prudký nárast nesplácania (defaultu) tohto špeciálneho druhu hypoték. Tieto hypotéky sa od tých štandardných líšia tým, že sú poskytované aj klientom s horším ratingovým hodnotením. Títo klienti boli vysoko rizikoví v zmysle, že by pri zhoršení podmienok neboli schopní ďalej splácať svoje záväzky. Z tohto dôvodu týmto klientom väčšinou neboli poskytované štandardné hypotéky. Túto situáciu označujeme ako zrútenie systému hypoték rizikových klientov (subprime meltdowns) (Kenton, 2019; Kopp, 2019).

S dostupnejšími hypotékami si viac ľudí mohlo dovoliť kúpiť nehnuteľnosť a preto tento sektor rýchlo rástol až dosiahol úroveň realitnej bubliny. Išlo o stav, kedy ceny nehnuteľností stúpajú rapídny tempom poháňaným rastom dopytu, obmedzenou ponukou a nakupovaním pod vplyvom emócií. Rast cien nehnuteľností priťahuje špekulantov, ktorí len ďalej tlačia ceny nahor. Tento fenomén sa nazýva bublinou, pretože v istom momente bublina praskne a ceny nehnuteľností sa vrátia naspäť na prirodzenú úroveň. (bankrate.com)

Ďalšou vlastnosťou hypoték rizikových klientov (subprime mortgages) je ich pohyblivý úrok, ktorý je kompenzáciou pre veriteľov za vyššiu rizikovosť. Úroky hypoték rizikových klientov (subprime mortgages) po začiatku krízy išli skutočne hore a mnoho ľudí, ktorí boli postihnutí stratou zamestnania, alebo podobnými finančnými ťažkosťami, ich už neboli schopní ďalej splácať. To prispelo k prehĺbeniu a zhoršeniu finančnej krízy. V analýze zrútenia systému hypoték rizikových klientov (subprime meltdowns) z rokov 2007 až 2009 boli ratingové agentúry obvinené zo silnej zodpovednosti pri zhoršovaní krízy, pretože boli príliš laxné pri hodnotení určitých štruktúrovaných úverových produktov (Mathis a kol. 2009).

ESMA vznikla 1. januára 2011. Sídli v Paríži, jej predsedom je Steven Maijoor a má približne 200 zamestnancov. Jej úlohou je „zlepšovať ochranu investorov a podporovať stabilné, riadne fungujúce finančné trhy“, ako sama uvádza na svojej internetovej stránke.

V rámci zodpovedností pod ňu spadá aj dohľad a regulácia ratingových agentúr. (esma.europa.eu)

Na trhu s ratingom sú v súčasnosti 3 dominantné spoločnosti, tzv. „Big three“ (veľká trojka). Ide o spoločnosti Standard&Poor's (S&P), Moody's a Fitch. Tieto 3 firmy spolu v roku 2019 pokrývali až 92,10 % trhu s ratingom v Európskej únii, zatiaľ čo zvyšných 7,9 % trhu pokrývalo ostatných 23 ratingových agentúr (Report on CRA Market Share Calculation 2019, s. 8). Vzhľadom na malý počet dominantných účastníkov trhu s vysokým trhovým podielom môžeme označiť trh s ratingovým hodnotením ako oligopol. (euroekonom.sk). Vysoké zastúpenie Veľkej trojky nie je len záležitosťou Európskej únie, napríklad na trhu s ratingom v USA majú tieto 3 spoločnosti celkový trhový podiel 96 %, pričom dominujú hlavne S&P (48,9 %) a Moody's (34,2 %). Agentúra Fitch má trhový podiel iba 12 %, ale zároveň sú jej hodnotenia veľmi dôležité ak sa hodnotenia ostatných dvoch líšia, pretože slúžia ako indikátor správnosti hodnotenia ak sú ratingy S&P a Moody's odlišné (theconversation.com).

1.1 Ratingová agentúra

Ratingová agentúra je nezávislá spoločnosť, ktorá hodnotí finančnú situáciu emitentov dlhových nástrojov a následne prideliuje hodnotenie, ktoré zodpovedá schopnosti emitenta splácať svoje záväzky (businessdictionary.com). Ratingové agentúry teda transformujú komplexné informácie o hodnotenom subjekte do jednoduchého a ľahko porozumiteľného ohodnotenia, ktoré ďalej môžu využívať všetci účastníci trhu. Ony ich radi nazývajú „názory“.

Hlavným dôvodom vzniku ratingových agentúr bola úspora nákladov potrebných na podrobnú analýzu finančnej stability skúmaného subjektu. Tieto náklady predstavujú napríklad náklady na získanie dát, čas potrebný na analýzu týchto dát, vypracovanie vlastnej metodiky analýzy týchto dát, vyhľadanie odborníkov potrebných na prevedenie analýzy, náklady na ich mzdy a podobne. Medzi najväčšie a najznámejšie ratingové agentúry vo svete patria Standard&Poor's, Moody's a Fitch.

Standard & Poor's

História spoločnosti Standard & Poor's (ďalej S&P) sa začala písať v roku 1860 v Spojených štátoch amerických kde Henry Varnum Poor prvý krát vydal publikáciu

“História železníc a plavebných kanálov v USA.” Kniha poskytovala ucelené informácie o finančnom a prevádzkovom stave železničných spoločností v USA a pokladá sa za predchodcu súčasného reportingu a analýzy spoločností.

V roku 1906 vznikla spoločnosť Standard Statistics a začala vydávať ratingy podnikových, štátnych a komunálnych dlhopisov. Tieto dve spoločnosti sa zlúčili v roku 1941 a vytvorili Standard and Poor's Corporation. Táto spoločnosť bola neskôr v roku 1966 prevzatá spoločnosťou The McGraw Hill Companies. S&P sa stala známou vďaka svojim indexom, napríklad indexu S&P 500, ktorý zachytuje aktuálny vývoj 500 najväčších spoločností podľa trhovej kapitalizácie voľne obchodovaných na americkom akciovom trhu. Zároveň je S&P 500 dôležitým nástrojom pre investorov ako zdroj informácií o pohyboch trhu a reflektuje vývoj americkej ekonomiky (Kagan, 2019; Finney, 2019; standardandpoors.com).

Moody's

V roku 1900 spoločnosť Moody's, založená Johnom Moodym (1868 – 1958), po prvý krát vydala „Moody's Manual“. Išlo o publikáciu, v ktorej boli uverejňované všeobecné informácie o akciách a dlhopisoch z rôznych priemyselných odvetví. Publikácia sa do 2 mesiacov vypredala. Do roku 1903 už bol Moodyho Manuál známy v celých Spojených štátoch. Moody bol v roku 1907 pod vplyvom finančných problémov zapríčinených pádom akciového trhu nútený predat' svoj biznis týkajúci sa manuálu. Napriek tomu sa v roku 1909 John Moody vrátil na finančný trh s novým nápadom vydávať vlastné analýzy dostupných dát namiesto ich prostého uverejňovania. Výsledkom analýzy subjektu bolo jeho hodnotenie pomocou písmen, podobne, ako bolo zaužívané od konca 19. storočia. V roku 1913 rozšíril portfólio analyzovaných spoločností, pridal priemyselné firmy. V roku 1914 vznikla Moody's Investors Service, ktorá v nasledujúcej dekáde analyzovala a vydávala ratingy pre takmer 100% amerického akciového trhu. Počas Veľkej hospodárskej krízy sa spoločnosti s vysokým hodnotením od Moody's ukázali ako stabilné. V 70tych rokoch 20. storočia začali veľké ratingové agentúry (medzi nimi aj Moody's) účtovať poplatky emitentom cenných papierov. Vysvetľovali to tým, že emitenti by sa mali podieľať na nákladoch na rating, ktorý im prináša hodnotu v podobe prístupu na trh. Takisto celková komplexnosť finančného trhu zvýšila náklady ratingových agentúr. V tomto období Moody's začala hodnotiť komerčné cenné papiere a bankové depozitá, čím sa stala

ratingovou agentúrou v plnom rozsahu čo sa týka poskytovaného ratingu (Finney, 2019; moodys.com).

Fitch

V roku 1913 John Knowles Fitch založil vydavateľstvo Fitch Publishing Company, ktoré vydávalo „The Fitch Stock and Bond Manual“ a taktiež „The Fitch Bond Book.“ Išlo o publikácie, v ktorých publikoval finančné štatistiky potrebné pre investičnú sféru. Zameriaval sa najmä na akcie a dlhopisy. V roku 1924 Fitch predstavil ratingový systém. Pozostával z písmen abecedy, kde AAA bola najlepšia hodnota a D najhoršia. Tento spôsob vyjadrenia ratingového hodnotenia sa stal štandardom pre celé odvetvie. S cieľom stať sa globálnou ratingovou agentúrou s kompletným pokrytím hodnotených oblastí sa agentúra Fitch spojila s londýnskou IBCA, dcérskou spoločnosťou francúzskeho holdingu Fimalac. Nasledovali akvizície konkurentov ako Thomson Bank Watch a Duff & Phelps Credit Ratings. Spoločnosť Fitch začala rozvíjať dcérske spoločnosti špecializujúce sa na riadenie podnikových rizík, dátové služby a školenie v oblasti finančného priemyslu, ktoré sa začalo v roku 2014 akvizíciou kanadskej spoločnosti Algorithmics a vytvorením Fitch Solutions and Fitch Training. V súčasnosti je agentúra Fitch najmenšou z tzv. Veľkej trojky (Smith, 2019; Finney, 2019; fitchratings.com).

1.2 Rating

Rating je možné definovať ako hodnotiaci nástroj, ktorý analytik alebo ratingová agentúra prideluje akcii alebo dlhopisu. (Kenton, 2019) Ratingové agentúry sa obzvlášť venujú tzv. „credit ratingu“ (úverový rating). Úverový rating môžeme definovať ako kvantifikované hodnotenie úverovej bonity dlžníka vo všeobecnosti alebo s ohľadom na konkrétny dlh alebo finančný záväzok. (Kagan, 2019) Tento rating má zvyčajne podobu trojmiestneho číselného alebo abecedného meradla, napr. AAA. Konkrétnu podobu ratingového hodnotenia si volí každá ratingová agentúra samostatne.

Samotné agentúry sa o ratingu rady vyjadrujú ako o „názore“, napríklad Standard&Poor's na svojej webovej stránke uvádza, že „úverové ratingy sú názory na kreditné riziko. Môžu vyjadriť výhľadový názor na schopnosť a ochotu účtovnej jednotky plniť svoje finančné záväzky v čase ich splatnosti...“ (spglobal.com).

1.3 Ratingové hodnotenie podľa agentúr

Standard & Poor's

S&P využíva celkovo 17 ratingových hodnotení, ktoré priradzuje ku korporátnym a štátnym dlhom. Hodnotené inštrumenty nachádzajúce sa v pásme AAA až BBB sú považované za tzv. „investičný stupeň“ (investment grade), čo znamená, že je u nich očakávaná vysoká pravdepodobnosť splnenia svojich záväzkov a teda sú dostatočne vhodné na bezpečné investovanie. Pri inštrumentoch hodnotených medzi stupňami BB+ až D je vysoká neistota týkajúca sa schopnosti splnenia svojich záväzkov v budúcnosti, preto sa označujú ako „špekulatívne“. V zásade platí, že čím nižšie je ratingové hodnotenie subjektu, tým je jeho riziko nenaplnenia záväzkov vyššie (Chen, 2020).

Moody's Investors Service

Moody's pre vyjadrenie stupňa ratingu používa písmená, ktoré ohodnocujú stupeň rizikovosti. Investičný stupeň začína stupňom Aaa (najvyššie možné hodnotenie) a pokračuje nižšími hodnoteniami až k hranici Baa, pri ktorej môžeme očakávať mierne úverové riziko. Zároveň sa očakáva, že dlžník s týmto hodnotením je schopný dostať svojim krátkodobým záväzkom. Pod týmto stupňom sa nachádza tzv. špekulatívny stupeň, ktorý je charakteristický vyššími mierami výnosu ale zároveň pomerne vysokou rizikovosťou. Toto pásmo sa nachádza medzi hodnotami Ba až C. Pravdepodobnosť nesplnenia záväzku narastá s tým ako klesá známka ratingu (Chen, 2020).

Fitch

Ratingové hodnotenie agentúry Fitch je veľmi podobné hodnoteniu agentúry S&P, keďže obe využívajú písmená. Základné rozdelenie je na 2 skupiny – investičný stupeň (investment grade) a neinvestičný stupeň (non-investment grade). V investičnom stupni sú 4 ratingové hodnotenia:

- AAA: spoločnosti výnimočne vysokej kvality (renomované, s konzistentnými peňažnými tokmi)
- AA: stále vysoká kvalita; o niečo väčšie riziko ako AAA

- A: nízke riziko zlyhania; o niečo citlivejšie na obchodné alebo hospodárske faktory
- BBB: nízke očakávanie zlyhania; obchodné alebo ekonomické faktory by mohli mať nepriaznivý vplyv na spoločnosť

V neinvestičnom stupni používa Fitch nasledovné hodnotenia:

- BB: zvýšená zraniteľnosť voči riziku zlyhania, náchylnejšia na nepriaznivé zmeny v obchodných alebo hospodárskych podmienkach; stále finančne flexibilná
- B: zhoršujúca sa finančná situácia; vysoko špekulatívne
- CCC: reálna možnosť zlyhania, neschopnosti dlžníka dostať svojim záväzkom (defaultu)
- CC: veľká pravdepodobnosť zlyhania, neschopnosti dlžníka dostať svojim záväzkom (defaultu)
- C: začalo sa zlyhanie alebo proces, ktorý k nemu smeruje
- RD: emitent nesplnil platbu
- D: zlyhanie, neschopnosť dlžníka dostať svojim záväzkom (default)

(Chen, 2018)

1.4 Biznis modely ratingových agentúr

Ratingové agentúry sú vo svojej podstate súkromnými spoločnosťami, ktorých hlavným cieľom je dosahovať zisk, v ich prípade formou hodnotenia úverovej bonity skúmaných subjektov. Spôsob, akým tento zisk dosiahnuť, nazývame biznis model. Ide o „*plán úspešného fungovania podniku, identifikáciu zdrojov výnosov, predpokladanej zákazníckej základne, poskytovaných produktov alebo služieb a podrobností financovania*“ (lexico.com). V prípade ratingových agentúr sú rozšírené 2 základné biznis modely:

1. Investor-platí model (Investor-paid model)
2. Emitent-platí model (Issuer-paid model)

Investor-platí model

V prípade investor-platí modelu ide o poskytovanie ratingov zo strany agentúry pre zákazníkov formou predplatného. Zákazník (často inštitucionálni investori) platí pravidelný (napr. mesačný) poplatok a za to dostáva pravidelné aktuálne informácie alebo prístup k zverejneným ratingom. Tento model bol využívaný v počiatkoch ratingových agentúr až do začiatku 70tych rokov 20. storočia, kedy 3 hlavné ratingové agentúry (Standard&Poor's, Moody's, Fitch) prešli na emitent-platí model. K tomuto prechodu prispelo rozšírenie kopírok a následné voľné šírenie prieskumov, z čoho ratingové agentúry dosahovali straty (Deb-Murphy, 2009).

Hlavná nevýhoda tohto modelu spočíva vo fakte, že výsledky ratingu nie sú verejne dostupné. Takto vnikajú 2 skupiny investorov – tí, ktorí majú prístup k informáciám a tí, ktorí ho nemajú. Táto informačná asymetria môže mať za následok vytvorenie nerovnováhy na finančnom trhu (investmenteurope.net). Táto skutočnosť je eliminovaná pri emitent-platí modeli. Navyše sa ratingové hodnotenia pri investor-platí modeli zostavujú výhradne z verejne dostupných informácií, keďže manažment emitenta nie je zainteresovaný v procese tvorby, a teda výpovedná hodnota ratingu môže byť čiastočne skreslená (Caprio Jr. et al., 2013).

Emitent-platí model

Pri tomto modeli je naopak zdrojom financovania emitent, ktorý žiada ratingovú agentúru o vydanie ratingu svojej úverovej kapacity (creditworthiness) za určitý poplatok. Ide o *rozsah, v akom sa osoba alebo spoločnosť považuje za vhodnú na získanie finančného úveru, často založená na ich spoľahlivosti pri splácaní peňazí v minulosti* (lexico.com). V súčasnosti je emitent-platí model prevažujúcim modelom na svetovom trhu s ratingom (Caprio Jr. et al., 2013).

Zmiešaný biznis model

V tomto prípade ide skôr o poukázanie na skutočnosť, že hoci 3 najväčšie CRA fungujú v rámci investor-platí modelu, na druhej strane poskytujú rating vo forme symbolov (napr. AAA) bezplatne. Predplatitelia ale majú prístup ku kompletným materiálom a k detailom vysvetľujúcim udelené hodnotenie. Príjmy CRA z predplatného sa hýbu v rozpätí 5-10% celkových príjmov. Ratingové agentúry však niekedy zverejňujú aj nikým

nevyžiadané ratingové hodnotenia na doplnenie vydaných ratingov alebo ako nástroj získania nových klientov z danej oblasti (Caprio Jr. et al., 2013).

1.5 Konflikt záujmov

Ako konflikt záujmov sa zvyčajne rozumie situácia, v ktorej sú osobné záujmy jednotlivca v rozpore s jeho profesionálnymi záujmami, ktoré má voči svojmu zamestnávateľovi alebo spoločnosti, v ktorej je zainteresovaný. Konflikt záujmov nastáva, keď osoba koná za účelom dosiahnutia osobného zisku na úkor povinností voči organizácii, v ktorej je zainteresovaným subjektom, alebo nejakým (iným) spôsobom využíva svoje postavenie na osobný zisk (Segal, 2019).

V prípade ratingových agentúr nachádzame pomerne časté prípady výskytu konfliktu záujmov. Už zo samotnej podstaty emitent-platí modelu vyplýva riziko možného výskytu takýchto prípadov, pretože je v záujme ratingovej agentúry udeliť klientovi čo možno najviac pozitívne hodnotenie, keďže CRA je platená priamo týmto klientom. Klienti platia agentúre poplatok, ktorý závisí od rozsahu a komplexnosti úkonov. Môže byť takisto účtovaný ako percento z emisie dlhov. Pri veľkých klientoch agentúry zvyknú využívať poskytovanie hromadnej zľavy.

Kritika tohto systému spočíva v tom, že tento model povzbudzuje agentúry k udeľovaniu lepších alebo „prilepšených“ ratingov bohatším klientom, aby si ich udržali. Prípadné zníženie ratingového hodnotenia by mohlo mať vplyv na výnosy ratingových agentúr, keďže títo klienti by mohli byť povzbudení hľadať priaznivejšie hodnotenie u konkurencie.

Ako príklad si môžeme uviesť prípad americkej investičnej banky Lehman Brothers. Táto banka, ktorá skrachovala 15. septembra 2008, si udržala „A“ rating od ratingovej agentúry S&P. Tento rating je najvyšší možný, pri ktorom by spoločnosť mala byť schopná bezproblémovo plniť svoje záväzky. Agentúra Moody's čakala ešte dlhšie a rating Lehman Brothers znížila iba jeden pracovný deň predtým, ako banka vyhlásila bankrot (Frydman-Goldberg, 2013).

1.6 ESMA

ESMA (European Securities and Markets Authority), v preklade Európsky orgán pre cenné papiere a trhy, je nezávislý orgán EÚ, ktorý prispieva k zabezpečeniu stability finančného systému Európskej únie zvýšením ochrany investorov a podporou stabilných a usporiadaných finančných trhov (esma.europa.eu).

ESMA vykonáva svoju činnosť v 4 základných oblastiach:

1. Hodnotenie rizík pre investorov, trhy a finančnú stabilitu

Účelom hodnotenia rizík pre investorov, trhy a finančnú stabilitu je včasné odhalenie vznikajúcich trendov, rizík a slabých miest. Ak je to možné, ESMA v predstihu prijíma náležité opatrenia. ESMA zároveň využíva svoje jedinečné postavenie na identifikáciu vývoja trhu, ktorý ohrozuje finančnú stabilitu, ochranu investorov alebo správne fungovanie finančných trhov. Pri posudzovaní miery rizika vychádza z hodnotení európskych orgánov dohľadu (ESA) a príslušných vnútroštátnych orgánov (NCA) a dopĺňa ich. Zároveň tým prispieva k systematickej práci Európskeho výboru pre systémové riziká (ESRB), ktorý sa čoraz viac zameriava na riziká stability finančných trhov. Interne posudzovanie rizika prispieva k tvorbe jednotného regulačného rámca a zlepšeniu dohľadu. Pozitívnym efektom je podpora transparentnosti a ochrany investorov sprístupňovaním informácií investorom prostredníctvom verejných registrov a databáz a v prípade potreby vydávaním upozornení investorom. Analýzou rizika ESMA podrobne monitoruje prínosy a riziká finančnej inovácie v EÚ (esma.europa.eu).

2. Finalizácia jednotného súboru pravidiel pre finančné trhy EÚ

Účelom vytvorenia jednotného súboru pravidiel pre finančné trhy je posilniť jednotný trh EÚ vytvorením rovnakých podmienok pre investorov a emitentov v celej EÚ. ESMA prispieva k zvyšovaniu kvality jednotného súboru pravidiel pre finančné trhy EÚ vypracovaním technických štandardov a poskytovaním poradenstva inštitúciám EÚ v oblasti legislatívy. Táto úloha pri stanovovaní štandardov bola hlavnou úlohou ESMA v jej počiatkovej fáze (esma.europa.eu).

3. Zjednotenie dohľadu

Pod zjednotením dohľadu myslíme dôsledné vykonávanie a uplatňovanie rovnakých pravidiel pomocou podobných prístupov vo všetkých členských štátoch. Účelom podpory zjednotenia v oblasti dohľadu je zabezpečiť rovnaké podmienky pre kvalitnú reguláciu a dohľad bez regulačnej arbitráže alebo súperenia medzi členskými štátmi, čo by sa prejavilo neželaným zmiernovaním opatrení. Dôsledné vykonávanie a uplatňovanie pravidiel zaisťuje bezpečnosť finančného systému, chráni investorov a organizuje trhy. Zjednocovanie v oblasti dohľadu znamená zdieľanie najlepších postupov a dosahovanie zvýšenia efektívnosti pre zodpovedné authority na národnej úrovni ako aj pre finančný priemysel. Táto činnosť sa vykonáva v úzkej spolupráci s vnútroštátnymi orgánmi hospodárskej súťaže (esma.europa.eu).

4. Priamy orgán dohľadu nad konkrétnymi finančnými subjektmi

ESMA je priamym orgánom dohľadu nad: ratingovými agentúrami a obchodnými depozitármi. Tieto subjekty sú podstatnou súčasťou trhovej infraštruktúry EÚ (esma.europa.eu).

Vo vzťahu k ratingovým agentúram ESMA vykonáva registračný proces, ktorý je povinný. Dohľad je vykonávaný kombináciou externej a internej kontroly. Externá kontrola spočíva v:

- pravidelnej analýze informácií, ktoré ratingové agentúry predkladajú orgánu ESMA
- analýze sťažností podaných účastníkmi trhu
- kontrole oznámení o významných zmenách oproti pôvodným podmienkam pri registrácii
- monitorovaní ratingových dát predložených ratingovými agentúrami orgánu ESMA

V rámci svojej dozornej činnosti vykonáva ESMA vyšetrovania, ktoré môžu alebo nemusia zahŕňať návštevy na mieste.

ESMA má právomoc prijať vhodné donucovacie opatrenia, ak zistí porušenie nariadenia o ratingových agentúrach. Tieto akcie sa môžu pohybovať od uloženia pokút až po zrušenie registrácie (esma.europa.eu).

2. Cieľ práce

Cieľom tejto práce je porovnať stav regulácie ratingových agentúr a trhu s ratingom v priestore Európskej únie pred vytvorením orgánu dohľadu ESMA, po finančnej kríze a po jeho vytvorení, so zameraním na 3 najväčšie ratingové agentúry. Taktiež budeme sledovať vývoj vybraných ukazovateľov 3 najväčších ratingových agentúr v období pred a po vzniku orgánu ESMA.

Cieľ práce dosiahneme naplnením čiastkových cieľov, ktoré sme si stanovili, a rozdelili sme ich na čiastkové ciele teoretickej a praktickej časti.

Čiastkové ciele teoretickej časti:

- definovanie pojmu ratingová agentúra
- priblíženie histórie 3 najväčších ratingových agentúr
- definovanie pojmu rating + popis a vysvetlenie využívaných stupníc ratingového hodnotenia 3 najväčších ratingových agentúr
- definovanie pojmu biznis model a vysvetlenie 2 základných biznis modelov
- stručný popis členov najvyššieho vedenia orgánu dohľadu ESMA

Čiastkové ciele praktickej časti:

- analýza stavu právnej regulácie trhu s ratingom pred finančnou krízou v roku 2008
- analýza zmien vybraných ekonomických ukazovateľov 3 najväčších ratingových agentúr v rokoch 2003-2009
- analýza stavu právnej regulácie trhu s ratingom po finančnej kríze a po vzniku orgánu dohľadu ESMA
- analýza zmien vybraných ekonomických ukazovateľov 3 najväčších ratingových agentúr v rokoch 2011-2019
- priniesť zhodnotenie dopadov vzniku orgánu dohľadu ESMA na trh s ratingom v priestore EÚ

3. Metodika práce a metody skúmania

Pri metodike práce a skúmania sme si v úvode práce zadefinovali základné pojmy ako rating, ratingová agentúra, biznis model a konflikt záujmov. Predstavili sme si regulačný orgán EÚ, ESMA, pod ktorý spadajú ratingové agentúry, jeho stručnú históriu a stručný popis členov najvyššieho vedenia ESMA.

V praktickej časti si priblížime legislatívnu úpravu regulácie ratingových agentúr v EÚ platnú pred finančnou krízou v roku 2008. Prevedieme analýzu 3 najväčších ratingových agentúr pôsobiach v EÚ v období pred vznikom ESMA, konkrétne v rokoch 2003-2009. Vybranými ukazovateľmi budeme sledovať výkon daných ratingových agentúr v priebehu sledovaného obdobia. Sledovanými ukazovateľmi sú: výška ročných tržieb, čistá ročná marža, počet zamestnancov, miera tržieb na zamestnanca a koncoročná cena akcie pri agentúrach kótovaných na burze. Zanalyzujeme aj vplyv finančnej krízy na hospodársky výkon ratingových agentúr.

Ďalej si predstavíme legislatívnu úpravu regulácie ratingových agentúr v EÚ prijatú po finančnej kríze, vznik ESMA a ďalšie právne úpravy. Prevedieme analýzu 3 najväčších ratingových agentúr pôsobiach v EÚ v období po vzniku ESMA, konkrétne v rokoch 2011-2019. Vybranými ukazovateľmi budeme sledovať výkon daných ratingových agentúr v priebehu sledovaného obdobia. Sledovanými ukazovateľmi sú: výška ročných tržieb, počet zamestnancov, miera tržieb na zamestnanca a koncoročná cena akcie pri agentúrach kótovaných na burze.

V závere prinesieme zhodnotenie dopadov vzniku orgánu dohľadu ESMA na trh s ratingom a takisto zhodnotíme dopad vzniku ESMA na výkon vybraných ratingových agentúr v sledovanom období.

V práci používame štandardné logické metódy skúmania a pre lepšiu interpretáciu skúmaných subjektov používame taktiež grafický aparát.

4. Výsledky práce

Pri legislatívnej úprave sme sa vybrali opatrenia týkajúce sa spoločného trhu v EÚ alebo udalosti, kde bola EÚ nejakým spôsobom zastúpená (napríklad vo forme členského štátu). Po vzniku orgánu dohľadu ESMA sme sa zamerali na novelizáciu nariadení EÚ týkajúcich sa tohto orgánu.

Za ratingové agentúry, ktorých finančné a ekonomické ukazovatele sme skúmali, sme zvolili agentúry patriace do tzv. „Big three“, teda Veľkej trojky. Ide o dlhodobu najväčšie ratingové agentúry pôsobiace na globálnom trhu. Podľa správy ESMA o výpočte trhového podielu ratingových agentúr z roku 2019 mali agentúry S&P, Moody's a Fitch spoločný podiel na trhu s ratingom v EÚ vo výške 92,10% (Report on CRA Market Share Calculation 2019, s. 8).

4.1. Regulácia trhu s ratingom v EÚ pred finančnou krízou 2008

Regulačné opatrenia týkajúce sa ratingových agentúr boli v období pred finančnou krízou v roku 2008 v EÚ veľmi slabé alebo neboli vôbec prítomné. Jeden z dokumentov EÚ, kde sa ratingové agentúry v nejakej súvislosti spájajú s reguláciou je Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2006/48/ES o začatí a vykonávaní činností úverových inštitúcií, kde sa ratingové agentúry priamo neregulujú, ale nimi emitované ratingy slúžia ako hodnotenie rizika zlyhania (defaultu) úverových inštitúcií alebo finančných a úverových inštrumentov. V praxi prebiehala regulácia ratingových agentúr na národnej úrovni, avšak, ako neskôr uvádza Európsky parlament a Rada v nariadení č. 1060/2009: *„väčšina členských štátov nereguluje činnosti ratingových agentúr ani podmienky vydávania úverových ratingov. Napriek ich veľkému významu pre fungovanie finančných trhov podliehajú ratingové agentúry právnym predpisom Spoločenstva len v obmedzených oblastiach“* (Nariadenie EÚ Parlamentu a Rady č. 1060/2009, s. 1). V podobnom duchu sa o tomto období na svojich stránkach zmieňuje aj Národná banka Slovenska, ktorá píše, že sektor ratingových agentúr a poskytovateľov úverových ratingov bol *„doteraz veľmi slabo regulovaný“*.

Za počiatok regulácie a dohľadu nad ratingovými agentúrami môžeme považovať aktivity Medzinárodnej organizácie komisií pre cenné papiere (ďalej IOSCO). Táto organizácia združuje svetové regulačné orgány cenných papierov (k roku 2020 je členom

159 krajín) a je uznávaná ako globálny tvorca štandardov pre sektor cenných papierov (iosco.org). IOSCO v záujme ochrany investorov a zabezpečenia trhov s cennými papiermi tak, aby poskytovali rovnosť príležitostí, transparentnosť a zredukovali systematické riziko vydala 25. septembra 2003 dokument *IOSCO Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies* (ďalej Princípy). V ňom uvádza, že: „súbor zásad IOSCO, pokiaľ ide o činnosti ratingových agentúr, by bol užitočným nástrojom pre regulačné orgány cenných papierov, ratingové agentúry a iné subjekty, ktoré chcú zlepšiť fungovanie ratingových agentúr a spôsob, akým účastníci trhu využívajú stanoviská ratingových agentúr“ (IOSCO Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies, 2003, s. 1).

V druhej polovici Princípov IOSCO odporúča dohľad nad 4 hlavnými oblasťami týkajúcimi sa ratingových agentúr:

1. Kvalita a integrita ratingového procesu
2. Nezávislosť a konflikt záujmov
3. Transparentnosť a včasnosť zverejňovania ratingov
4. Dôvernoscť informácií

Jednotlivé opatrenia týkajúce sa týchto oblastí sú ďalej podrobnejšie vymenované.

IOSCO však priamo nezavádza povinnosť regulácie, skôr to poníma v rámci odporúčania, ako aj uvádza v Princípoch: „V závislosti od okolností by sa tieto zásady mohli uplatňovať prostredníctvom regulačných požiadaviek“ (IOSCO Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies, 2003, s. 1).

Ďalším krokom k regulácii bol dokument *IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* z decembra 2004. Zámerom bolo vytvoriť „súbor spoľahlivých, praktických opatrení, ktoré slúžia ako pomôcka a rámec na vykonávanie cieľov Princípov“ (Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, 2004, s. 2). Vznikol ako výsledok spolupráce členov IOSCO, ratingových agentúr a zástupcov Bazilejského výboru pre bankový dohľad. Ako v prípade Princípov, takisto Code of Conduct Fundamentals nebol pre regulátorov na národnej úrovni záväzný. IOSCO to odôvodnila tým, aby sa „zohľadnili rôzne trhové, právne a regulačné okolnosti, v ktorých ratingové agentúry pôsobia, a rôzna veľkosť a obchodné modely ratingových agentúr, spôsob, akým sa zásady mali vykonávať, zostal otvorený“ (Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, 2004, s. 1). V dokumente taktiež nie je spomenutý sankčný mechanizmus v prípade nedodržania

pravidiel. To "vyslalo jasný signál, že zákonodarcovia uprednostňujú samoregulačný prístup. Tento prístup sa zdal byť úspešný, pretože všetky veľké ratingové agentúry sa prihlásili k kódexu. V Európskej únii (EÚ) bol tento prístup podporený konsenzom medzi Výborom európskych regulátorov cenných papierov (CESR) a Európskou komisiou, že nariadenie by sa malo zatiaľ pozastaviť. Táto stratégia bola mimoriadne pozoruhodná vzhľadom na to, že v roku 2006 zákon o reforme ratingových agentúr podrobil ratingové agentúry v USA prvýkrát regulácii štátu." (Utzig 2010, s. 1).

Na základe týchto informácií sme toho názoru, že procesy smerujúce k vzniku orgánu dohľadu istým spôsobom začali prebiehať už v tomto období, teda pred finančnou krízou. Nie je ale isté ako dlho by trvalo, kým by bol ustanovený riadny regulačný orgán s právomocami, pokiaľ by celý proces nebol urýchlenný práve spomínanou finančnou krízou.

4.2. Analýza finančných ukazovateľov ratingových agentúr 2003-2009

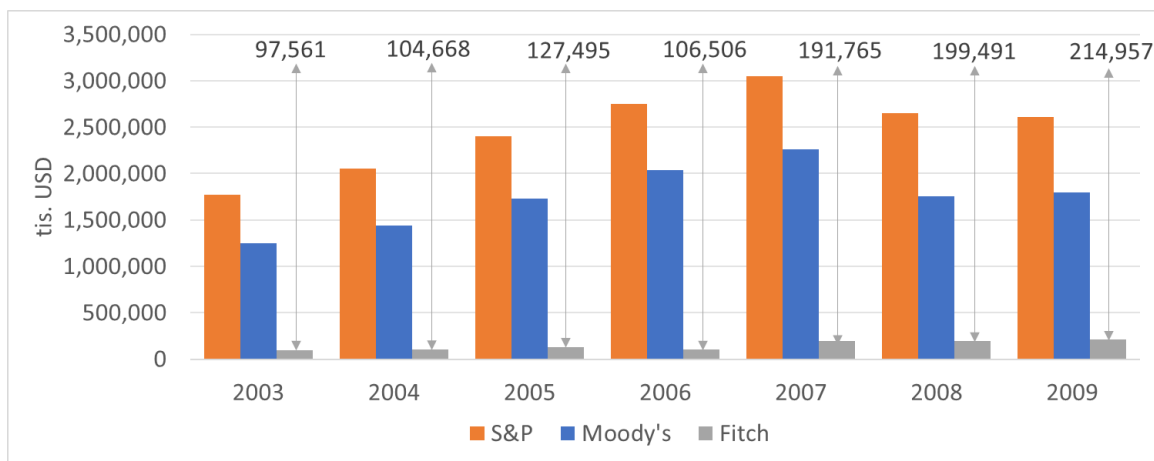
V tejto časti si zanalyzujeme vybrané výkonnostné ukazovatele 3 najväčších ratingových agentúr – Standard&Poor's, Moody's a Fitch. Pomocou týchto ukazovateľov budeme sledovať ako sa ratingovým agentúram hospodársky darilo v období pred vznikom ESMA. Za sledované obdobie sme zvolili roky 2003 až 2009. Sledovanými ukazovateľmi sú ročné tržby, čistá marža, počet zamestnancov, výška tržieb na zamestnanca a u agentúr obchodovaných na burze aj koncoročná cena akcie. Čistá marža je finančný ukazovateľ a je vypočítaná ako podiel čistého príjmu a čistého obratu v danom roku. Výška tržieb na zamestnanca vyjadruje mieru efektívnosti využitia zamestnancov. Je vypočítaná ako podiel ročných tržieb a počtu zamestnancov.

Ako prvý ukazovateľ sme analyzovali výšku ročných tržieb. Tento ukazovateľ nám udáva veľkosť danej agentúry na trhu. Na **Grafe 1** môžeme vidieť porovnanie ročných tržieb sledovaných agentúr. Z grafu vyplýva, že najväčšie ročné tržby dosiahla každý rok v sledovanom období agentúra S&P, dokonca sú v každom roku väčšie ako súčet ročných tržieb ostatných dvoch agentúr. Preto môžeme agentúru S&P považovať za dominantnú z pohľadu veľkosti. Agentúra Fitch bola jedinou, ktorá počas finančnej krízy nezaznamenala pokles tržieb, naopak, dokázala ich zvýšiť.

Skutočnosť, že S&P je výrazne najväčšou agentúrou z trojice vidíme aj na **Grafe 2**, ktorý ukazuje dosiahnutý podiel jednotlivých agentúr na čistých ročných tržbách týchto

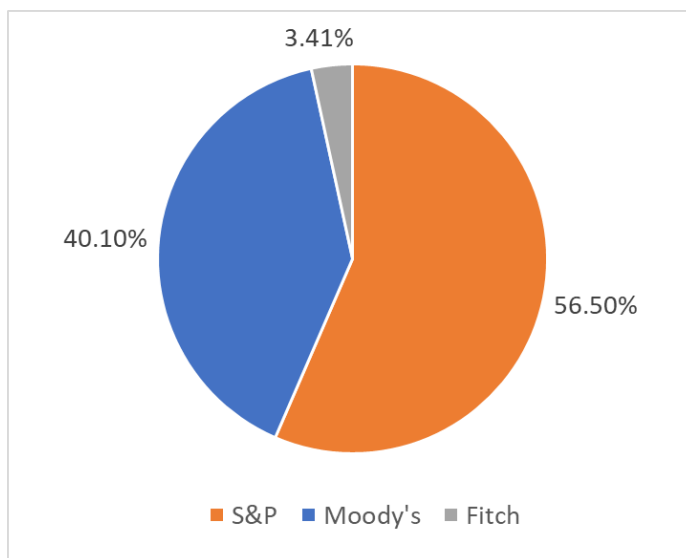
3 agentúr v sledovanom období. Vidíme, že agentúra S&P skutočne bola za sledované obdobie najdominantnejšou zo sledovaných troch, s priemernými ročnými tržbami vo výške 56,50% na spoločných ročných tržbách troch agentúr. Druhou najväčšou bola Moody's s podielom okolo 40% a najmenšou Fitch s podielom 3,41%.

Graf 1 Vývoj ročných tržieb za obdobie 2003-2009



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov MIHAELAJMÉNO 2015, s. 638-640; výročné správy S&P, Moody's, Fitch 2003-2009

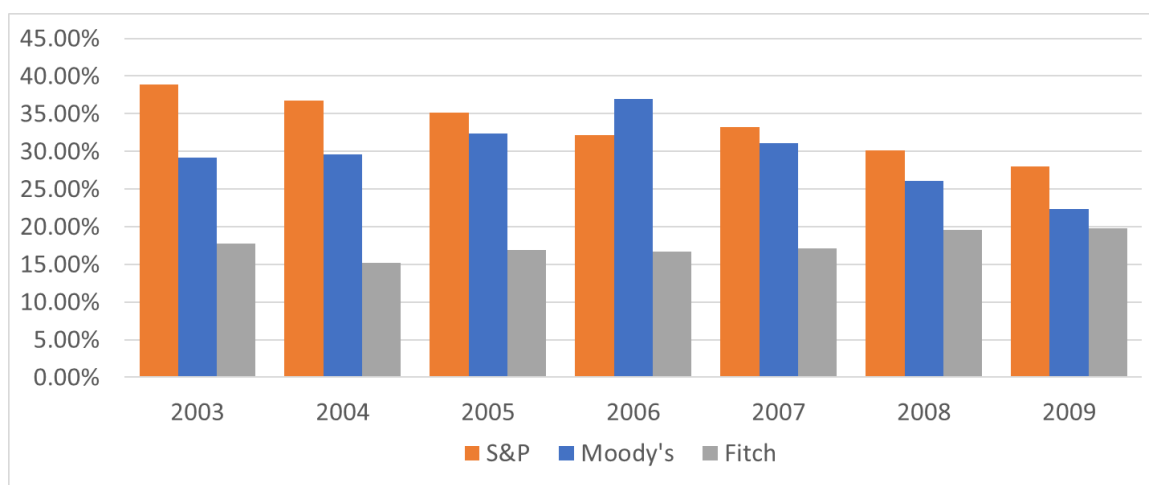
Graf 2 Podiel ratingových agentúr na spoločných ročných tržbách 2003-2009



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov MIHAELAJMÉNO 2015, s. 638-640; výročné správy S&P, Moody's, Fitch 2003-2009

Druhým sledovaným ukazovateľom je čistá ročná marža. Tento finančný ukazovateľ udáva mieru ziskovosti spoločnosti v relatívnom vyjadrení. Vypočítame ho ako podiel čistého príjmu a čistého obratu. Pri ratingovej agentúre S&P sme použili čistý príjem za celú spoločnosť McGraw Hill, nakoľko vo výročnej správe udáva tento údaj spolu za všetky entity a neboli sme schopní verne odhadnúť veľkosť čistého príjmu pochádzajúcu z ratingových aktivít. Na **Grafe 3** vidíme, že najefektívnejšou agentúrou v dosahovaní zisku je väčšinu rokov S&P, druhou je Moody's a poslednou Fitch. Agentúra Fitch je opäť jedinou, ktorá počas finančnej krízy dokázala zvýšiť svoju čistú ročnú maržu.

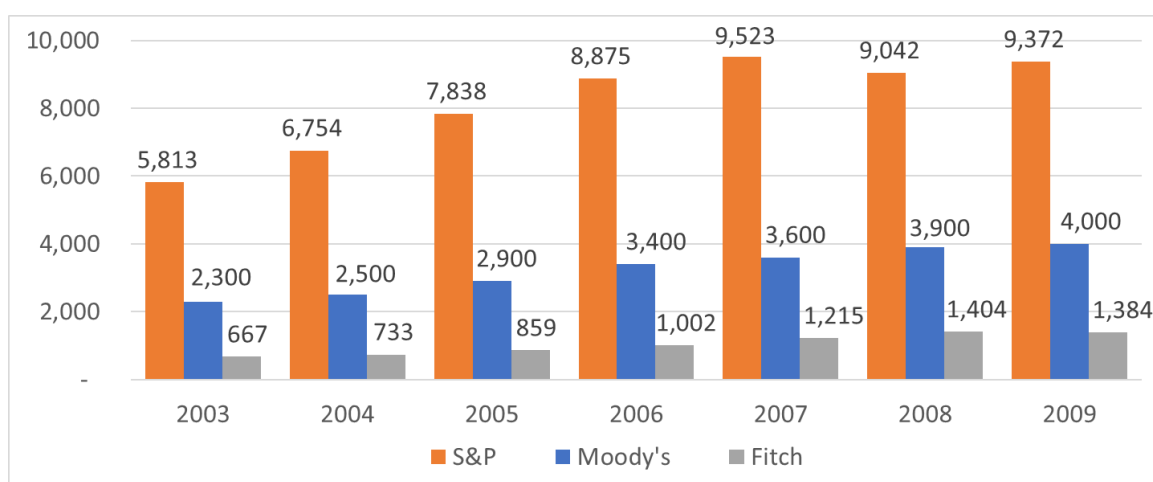
Graf 3 Miera čistej ročnej marže v období 2003-2009



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov MIHAELAJMÉNO 2015, s. 638-640; výročné správy S&P, Moody's, Fitch 2003-2009

Na nasledujúcom **Grafe 4** vidíme vývoj počtu zamestnancov v sledovanom období. V prípade agentúry S&P sme na základe nedostatočných dát (dáta k dispozícii za celú spoločnosť McGraw Hill) odhadli počet zamestnancov z výročných správ na základe tržieb z ratingovej časti biznisu.

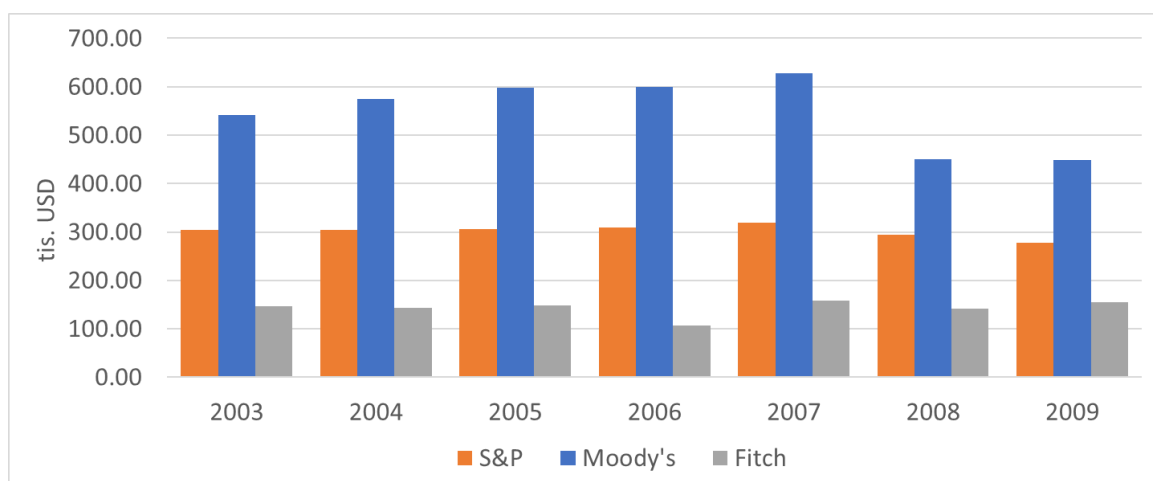
Graf 4 Vývoj počtu zamestnancov v období 2003-2009



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov MIHAELAJMÉNO 2015, s. 638-640; výročné správy S&P, Moody's, Fitch 2003-2009

Ďalším sledovaným ukazovateľom je miera tržieb na zamestnanca, tzv. „revenue per employee ratio“. Vypočítame ho ako podiel ročných tržieb a počtu zamestnancov. Tento podiel vyjadruje efektivitu využitia ľudských zdrojov, cieľ je dosiahnuť čím vyššiu hodnotu ukazovateľa a dosahovať jeho rast v čase, teda zvyšovať produktivitu zamestnancov. Výsledky jednotlivých agentúr môžeme vidieť na **Grafe 5**.

Graf 5 Miera tržieb na zamestnanca 2003-2009



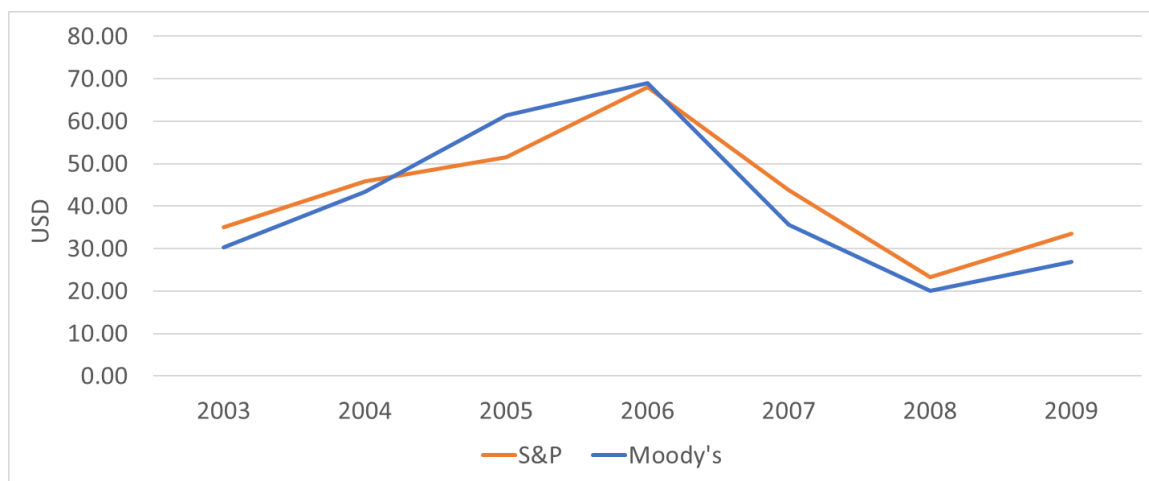
Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov MIHAELAJMÉNO 2015, s. 638-640; výročné správy S&P, Moody's, Fitch 2003-2009

Z grafu vidíme, že najvyššiu mieru tržieb na zamestnanca dosahuje agentúra Moody's. Druhá v poradí je agentúra S&P, ktorá v sledovanom období priemerne dosahovala okolo 56% produktivity Moody's. Pri agentúre Fitch vidíme ešte nižšiu mieru efektivity ako u S&P. Fitch v sledovanom období dosahovala v priemere iba približne 27% efektivity zamestnancov u Moody's. V rokoch finančnej krízy 2008 a 2009 vidíme prepád ukazovateľa u Moody's, zatiaľ čo u S&P klesol iba mierne a u Fitch klesol ukazovateľ v roku 2008 iba mierne, v roku 2009 už dokonca rástol.

Z perspektívy pohľadu tržieb na zamestnanca pokles Moody's počas krízy pomohol vyrovnať hodnoty tohto ukazovateľa medzi ratingovými agentúrami. V roku 2003 S&P dosahovala 56,15% z tržieb na zamestnanca Moody's, v roku 2009 to už bolo 62%. Fitch v roku 2003 dosahovala 27% z tržieb na zamestnanca Moody's, v roku 2009 to už bolo 34,6%.

Ratingové agentúry S&P a Moody's sú kótované na burze, takže sme získali informácie o cene ich akcií. To nám ukázalo, akú dôveru do týchto spoločností vkladali investori a trh. Takisto nám to pomohlo ilustrovať celkový obraz trhu o týchto agentúrach. Spoločnosť Fitch nie je kótovaná na burze, preto sme ju vynechali z nasledujúceho porovnania. Výsledky môžeme vidieť na **Grafe 6**.

Graf 6 Vývoj koncoročnej cenný akcií v rokoch 2003-2009



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov vo výročných správach S&P, Moody's 2003-2009

V **Tabuľke 1** si ukážeme zmenu nami sledovaných štatistík za sledované obdobie. Zelenou farbou je označený najlepší výkon v danej štatistike za dané obdobie, červenou, naopak, najhorší.

Na základe analýzy výkonnostných ukazovateľov predkrízového obdobia (2003-2007) mala najlepší celkový výkon agentúra Fitch, ktorá dosiahla najlepšie výsledky v takmer všetkých štatistikách. Najhorší celkový výkon mala agentúra S&P. Celkovo však všetky 3 agentúry výrazne rástli a dosiahli výborné výsledky v sledovaných ukazovateľoch.

Tabuľka 1 Porovnanie zmeny sledovaných ukazovateľov za obdobie 2003-2009

	2003	2007	priem. ročné tempo rastu 2003-2007	2008	zmena 08/07	2009	zmena 09/08	priem. ročné tempo rastu 2008-2009
S&P								
(tis. USD)								
tržby	1,769,093	3,046,229	14.58%	2,654,287	-12.87%	2,610,123	-1.66%	-7.27%
počet zamestnancov	5,813	9,523	13.19%	9,042	-5.05%	9,372	3.65%	-0.70%
čistá marža	38.87%	33.27%	-1.4 p.b.	30.12%	-3.15 p.b.	28.01%	-2.11 p.b.	-2.63 p.b.
tržby na zamestnanca	304.35	319.88	1.26%	293.55	-8.23%	278.50	-5.13%	-6.68%
cena akcie (USD)	34.96	43.81	9.97%	23.19	-47.07%	33.51	44.50%	-1.28%
Moody's								
(tis. USD)								
tržby	1,246,600	2,259,000	16.08%	1,755,400	-22.29%	1,797,200	2.38%	-9.96%
počet zamestnancov	2,300	3,600	11.95%	3,900	8.33%	4,000	2.56%	5.45%
čistá marža	29.19%	31.05%	+0.47 p.b.	26.07%	-4.99 p.b.	22.37%	-3.70 p.b.	-4.34 p.b.
tržby na zamestnanca	542.00	627.50	3.75%	450.10	-28.27%	449.30	-0.18%	-14.22%
cena akcie (USD)	30.28	35.70	12.25%	20.09	-43.73%	26.80	33.40%	-5.16%
Fitch								
(tis. USD)								
tržby	97,561	191,765	23.17%	199,491	4.03%	214,957	7.75%	5.89%
počet zamestnancov	667	1,215	16.25%	1,404	15.56%	1,384	-1.42%	7.07%
čistá marža	17.71%	17.09%	-0.16 p.b.	19.55%	+2.46 p.b.	19.81%	+0.26 p.b.	+1.36 p.b.
tržby na zamestnanca	146.27	157.83	5.42%	142.09	-9.97%	155.32	9.31%	-0.33%

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov MIHAELAJMÉNO 2015, s. 638-640; výročné správy S&P, Moody's, Fitch 2003-2009

Krízu najlepšie zvládla agentúra Fitch, ktorá v priemere za roky 2008-2009 dosiahla najlepšie výsledky z 3 agentúr. Najviac kríza zasiahla agentúru Moody's, ktorá mala v priemere za roky 2008-2009 najhorší výkon vo všetkých sledovaných ukazovateľoch okrem zmeny v počte zamestnancov. Môžeme povedať, že finančná kríza v roku 2008 ratingové agentúry veľmi zasiahla ale zároveň po kríze nastúpili na cestu rýchleho zotavenia.

4.3. Regulácia trhu s ratingom v EÚ po finančnej kríze 2008

Finančná kríza 2008/2009 silno zasiahla celý svet. Spoluzodpovednosť za ňu bola pripisovaná aj ratingovým agentúram a silneli politické tlaky na ich prísnejšiu reguláciu. Na konferencii G-20 padli aj konkrétne návrhy. „*Podľa vedúcich predstaviteľov krajín G-20 bolo cieľom štátnej regulácie zabrániť konfliktu záujmov. Uznesenia skupiny G-20 uverejnené v Londýne 2. apríla 2009 stanovili lehoty, ktoré je potrebné prijať, a stanovili lehotu na ich vykonanie. Do konca roku 2009 sa mal napríklad vo všetkých štátoch skupiny G-20 zaviesť systém dohľadu a registrácie ratingových agentúr (G-20 2009)*“ (Utzig 2010, s. 9). Potrebu regulácie v EÚ dokazovali taktiež mnohé „finančné škandály významných nadnárodných spoločností viedli európske regulačné orgány k tomu, aby sa zamerali na úlohu, ktorú zohrávajú ratingové agentúry vo finančnom systéme.“ (Cavallaro-Trotta, 2019, s. 217).

Ako východiskový materiál regulácie bola okrem iného použitá správa, ktorú vypracoval Jacques de Larosiére spolu so svojím tímom. Vypracovanie správy bolo zadané za poradným účelom prezidentom Európskej komisie Manuelom Barrosom. Táto správa bola zverejnená vo februári 2009 a pomenovala viaceré nedostatky v regulácii ratingových agentúr. Správa popísala akým spôsobom ratingové agentúry znižovali vnímanie rizika pri dlhových inštrumentoch CDO, ďalej odhalila nedostatky v ratingových metodikách pri hodnotení rizika zlyhania (defaultu) finančných nástrojov zabezpečených hypotekárnymi záložnými listami. Práve nedostatky v metodikách boli považované za zásadný problém (Utzig 2010, s. 2).

EÚ aplikovala doporučenia správy a de Larosiéra a vydala *Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady č. 1060/2009 zo 16. septembra 2009 o ratingových agentúrach*. Cieľom nariadenia bolo zaviesť „*spoločný regulačný prístup na zvýšenie integrity, transparentnosti, zodpovednosti, dobrého riadenia a spoľahlivosti ratingových činností, ktoré tak prispievajú ku kvalite úverových ratingov vydávaných v Spoločenstve*“ (Nariadenie EÚ Parlamentu a Rady č. 1060/2009, s. 8). Hneď v úvode nariadenia 1060/2009 popisuje spôsob, akým chce zabezpečiť, aby sa problémy ratingových agentúr, ktoré nakoniec pomohli k vzniku krízy, už neopakovali: „*Toto zlyhanie môžu najlepšie napraviť opatrenia vzťahujúce sa na konflikty záujmov, kvalitu úverových ratingov, transparentnosť ratingových agentúr, ich vnútorné riadenie a dohľad nad činnosťami ratingových agentúr.*“ (Nariadenie EÚ Parlamentu a Rady č. 1060/2009, s. 1).

Už v úvode je definované, že prístup k regulácii v EÚ má byť spoločný: „*Je potrebné ustanoviť spoločný rámec na zlepšenie kvality úverových ratingov, najmä kvality úverových ratingov, ktoré používajú príslušné finančné inštitúcie a osoby podliehajúce harmonizovaným pravidlám Spoločenstva* (Nariadenie EÚ Parlamentu a Rady č. 1060/2009, s. 2). Ak by sa v EÚ nepostupovalo spoločne, hrozilo by narušenie jednotného trhu, čo by prinieslo komplikácie a možnosť existencie rôznych štandardov regulácie.

Jedným z najdôležitejších bodov novej regulácie je uvedený v článku 4 odseku 1, ktorý ustanovuje, že úverové ratingy, úverové inštitúcie a poisťovacie spoločnosti môžu na regulačné účely používať úverové ratingy, iba ak ich vydávajú ratingové agentúry registrované v súlade s postupom stanoveným v tomto zákone. Teda bez splnenia podmienok regulátora nie je ratingovej agentúre umožnené pôsobiť na trhu v EÚ.

Nariadenie z roku 2009 sa zakladá na týchto cieľoch:

1. predchádzanie konfliktom záujmov alebo aspoň ich riešenie
2. zlepšenie metodík a kvality ratingu
3. zvýšenie transparentnosti stanovením oznamovacích povinností pre ratingové agentúry
4. efektívny rámec registrácie a dohľadu

(Cavallaro-Trotta, 2019, s. 218)

Hlavné body Nariadenia 1060/2009 môžeme vidieť zhrnuté v **Tabuľke 2**

Tabuľka 2 Dôležité body Nariadenia č. 1060/2009

Regulácia ratingových agentúr	Dôležité body regulácie	Článok
Nariadenie EU Parlamentu a Rady č. 1060/2009	Systém ekvivalentného postavenia agentúr z tretích krajín voči agentúram registrovaným v členských štátoch EÚ.	čl. 5
	Nariadenia a postupy riadenia a predchádzania konfliktom záujmov	čl. 6; príloha I, oddiel A a B
	Systém rotácie finančných analytikov	čl. 7, príloha I, oddiel C
	Odmeny a hodnotenie výkonnosti ratingových analytikov nesúvisia s príjmami ratingových agentúr získaných od hodnotených subjektov	čl. 7
	Ratingovým analytikom nie je dovolené zúčastňovať sa na jednaniach o honorároch	čl. 7
	Metodológie musia byť dôsledné, systematické, aktualizované a opierajúce sa o historické údaje	čl. 8
	Transparentnosť: zverejniť postupy a metodiky použité pri určovaní ratingu; označiť iným symbolom ratingové kategórie štruktúrovaných finančných nástrojov, ktoré sa týkajú finančných nástrojov alebo finančných záväzkov; zverejňovať nariadenia a postupy týkajúce sa nevyžiadaných úverových ratingov	čl. 10; príloha I, oddiel D
	CESR musí viesť centrálny archív, v ktorom sú uložené všetky informácie o vydaných ratingoch	čl. 11
	Povinný registračný systém pomocou cez CESR pre agentúry vydávajúce rating v EÚ	čl. 14-20
	Dohľad nad ratingovými agentúrami je zverený vnútroštátnym orgánom	čl. 22-35
	Vnútroštátne orgány stanovujú sankčné opatrenia	čl. 36
	Nezlučiteľnosť medzi poradenskými službami a ratingovou činnosťou	príloha I, oddiel B
	Správa a riadenie spoločností najmenej 1/3, nie však menej ako 2/3, členov správnej alebo dozornej rady sú nezávislí členovia, ktorí sa nepodieľajú na žiadnych ratingových aktivitách	príloha I, oddiel A

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov CAVALLARO-TROTTA; 2019, s. 218

Týmto pôvodným nariadením sa zaviedla zásada povinnej registrácie pre ratingové agentúry pôsobiace v Európe, nebolo však jasné, kto bude dohliadať na ratingové agentúry. Európska komisia potom 2. júna 2010 navrhla revíziu tohto nariadenia s cieľom vytvoriť celoeurópsky orgán - Európsky orgán pre cenné papiere a trhy (alebo „ESMA“), ktorý by bol výhradným dozorným orgánom nad ratingovými agentúrami registrovanými v Európe. Tento návrh predstavoval udelenie nových právomocí budúcemu orgánu ESMA na vyšetrovanie, ukladanie pokút a pozastavenie alebo ukončenie platnosti licencie ratingových agentúr (OECD Competition and Credit Rating Agencies, 2010, s. 50).

Nariadením Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 1095/2010 sa zriadil Európsky orgán dohľadu (Európsky orgán pre cenné papiere a trhy), teda ESMA. Svoju činnosť začala 1. januára 2011 a zároveň nahradila Výbor európskych regulačných orgánov cenných papierov (CESR), ktorý bol sieťou orgánov EÚ a ktorý presadzoval dôsledný dohľad v celej EÚ a poskytoval poradenstvo Európskej komisii (esma.europa.eu).

Po vzniku ESMA bolo v roku 2011 prijaté *Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 513/2011* z 11. mája 2011, ktoré menilo a doplnilo pôvodné nariadenie 1060/2009 o ratingových agentúrach. Nariadenie sa zaoberá hlavne orgánom ESMA, ktorý získava nové právomoci, ktoré sú uvedené v **Tabuľke 3**. Pod ESMA takisto prechádzajú všetky úlohy, ktoré spadali pod Výbor európskych regulačných orgánov (CESR) a pod

vnútroštátne orgány (článok 2-5). Taktiež ruší kolégiá orgánov dohľadu. Dôležitá je zmena v článku č. 36, ktorá oprávňuje ESMA ukladať sankcie ratingovým agentúram, ktoré úmyselne alebo z nedbalosti porušia ustanovenia pravidiel (Cavallaro-Trotta, 2019, s. 219).

Tabuľka 3 Hlavné zmeny prijaté Nariadením č. 513/2011

Regulácia ratingových agentúr	Hlavné zmeny	Revidované články
Nariadenie EÚ Parlamentu a Rady č. 513/2011	ESMA preberá právomoci v oblasti ratingových agentúr, ako aj záležitosti týkajúce sa ratingov vydávaných ratingovými agentúrami so sídlom v tretích krajinách, ktoré pôsobia v EÚ.	čl. 2-5
	ESMA preberá všeobecnú právomoc týkajúcu sa registrácie ratingových agentúr	čl. 15-20
	Zákaz pre ESMA zasahovať do obsahu úverového ratingu alebo metodík	čl. 23
	ESMA preberá kompetencie priebežného dohľadu nad registrovanými ratingovými agentúrami	čl. 21-24
	ESMA môže na účely vykonávania svojich povinností požadovať informácie, vykonávať všetky potrebné všeobecné vyšetrovania a kontroly na mieste.	čl. 23.3, 23.4, 23.5
	Príslušné národné orgány sú zodpovedné za dohľad a presadzovanie článku 4(1): použitie úverového ratingu	čl. 25.2
	Kolégiá príslušných orgánov sa rozpúšťajú	čl. 28 a 29 (odstránené)
	ESMA môže ratingovej agentúre ukladať pokuty a pravidelné platby penále	čl. 36.2, 36.3, 36.4, 36.5, 36.6

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov CAVALLARO-TROTTA; 2019, s. 219

Po právnych úpravách v roku 2011 došlo ešte k jednej úprave. Počas dlhovej krízy v eurozóne došlo k tlakom na európske finančné trhu a na euro napriek tomu, že k poklesom ratingového hodnotenia nedošlo u všetkých krajín, ale iba u krajín ako Grécko, Írsko, Portugalsko a Španielsko (Arezki et al., 2011, s. 3). Preto bolo prijaté *Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 462/2013* z 21. mája 2013, ktoré menilo nariadenie č. 1060/2009 o ratingových agentúrach. Európsky parlament a Rada (EÚ) sa v dôsledku spomínaných udalostí týkajúcich sa dlhovej krízy rozhodli zamerať najmä na nadmerné spoliehanie sa účastníkov trhu na ratingové hodnotenia. „*Nadmerné spoliehanie na úverové ratingy by sa malo obmedziť a postupne by sa mali odstrániť všetky automatické vplyvy odvodené z úverových ratingov. Úverové inštitúcie a investičné firmy by mali byť nabádané k zavedeniu interných postupov, aby vykonávali svoje vlastné posúdenie kreditného rizika, a mali by povzbudzovať investorov k realizácii hĺbkovej analýzy. V tomto kontexte sa v tomto nariadení stanovuje, že finančné inštitúcie by sa nemali výhradne alebo mechanicky spoliehať na úverové ratingy.*“ (Nariadenie EÚ Parlamentu a Rady č. 462/2013, s. 2). Jedno z nových opatrení ako dosiahnuť väčšiu nezávislosť od hodnotení ratingových agentúr, a zároveň posilniť konkurencieschopnosť tohto odvetvia, je uvedené v článku 8d, kde sa odporúča

využívanie viacerých ratingových agentúr. Z toho aspoň jedna nemá mať celkový podiel na trhu väčší ako 10% (Nariadenie EÚ Parlamentu a Rady č. 462/2013, s. 18). Všetky ostatné dôležité zmeny sú uvedené v **Tabuľke 4**.

Tabuľka 4 Hlavné zmeny prijaté Nariadením č. 462/2013

Regulácia ratingových agentúr	Hlavné zmeny	Revidované články
Nariadenie EÚ Parlamentu a Rady č. 462/2013	Opatrenia na zníženie nadmerného spoliehania sa na úverový rating	čl. 5.2, 5.3, 5.4
	Ratingová agentúra je povinná každoročne zverejňovať kalendár, v ktorom sú stanovené dátumy zverejnenia vyžiadaných aj nevyžiadaných ratingov štátnych dlhopisov (maximálne tri dátumy)	čl. 8.2; príloha I, oddiel D, časť III
	Pravidlá na zvýšenie hospodárskej súťaže v odvetví úverových ratingov pomocou využívania ratingov menších ratingových agentúr	čl. 8.5
	Nové opatrenia na zníženie konfliktov záujmov v dôsledku modelu "issuer-pays"; povinný mechanizmus rotácie ratingových agentúr emitentom; dvojité úverové rating štruktúrovaných finančných nástrojov; odhaliť potenciálny konflikt záujmov akcionárov	príloha I, oddiel B; čl. 6a; 6b; čl. 8c
	režim občianskoprávnej zodpovednosti úverových agentúr v prípade, že porušujú nariadenie o ratingových agentúrach	čl. 35a-36a; príloha III
	uverejňovanie ratingov na Európskej ratingovej platforme	čl. 11 a

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov CAVALLARO-TROTTA; 2019, s. 221

ESMA – registračný proces

Registračným procesom v ESMA musí prejsť každá ratingová agentúra, ktorá chce pôsobiť v EÚ a je jej udelená registrácia iba v prípade, že splní požiadavky regulátora. Preto považujeme za dôležité priblížiť si priebeh tohto procesu. Registračný proces má 2 fázy.

V prvej fáze sa od žiadateľa žiada, aby predložil okrem iného podstatné informácie o svojich obchodných plánoch, dohodách o zdrojoch, štruktúrach riadenia, politikách a postupoch na zabezpečenie dodržiavania nariadenia o ratingových agentúrach, ako aj o svojich ratingových metodikách.

V druhej fáze ESMA vykonáva podrobnú analýzu toho, či návrh žiadateľa spĺňa požiadavky nariadenia o ratingových agentúrach. Na konci posúdenia súladu rozhodnutie o tom, či je žiadateľovi udelený štatút registrovaného, prijíma rada orgánov dohľadu ESMA, ktorá pozostáva z vyšších predstaviteľov príslušných vnútroštátnych orgánov (NCA) z každého členského štátu EÚ.

Na začiatku procesu registrácie je potrebné uhradiť správny poplatok. Výpočet poplatkov, ako je vymedzený v delegovanom nariadení Komisie EÚ / 272/2012 („nariadenie o poplatkoch“), sa zakladá na niekoľkých faktoroch, ako sú napríklad počet zamestnancov, či už žiadateľ má alebo plánuje mať pobočky v inom členskom štáte alebo v treťom štáte, alebo či má v úmysle vydávať ratingy na štruktúrované finančné nástroje. Ratingové agentúry, ktorých ročné príjmy sú vyššie ako 10 mil. eur, platia orgánu ESMA taktiež ročný poplatok za dohľad. (esma.europa.eu)

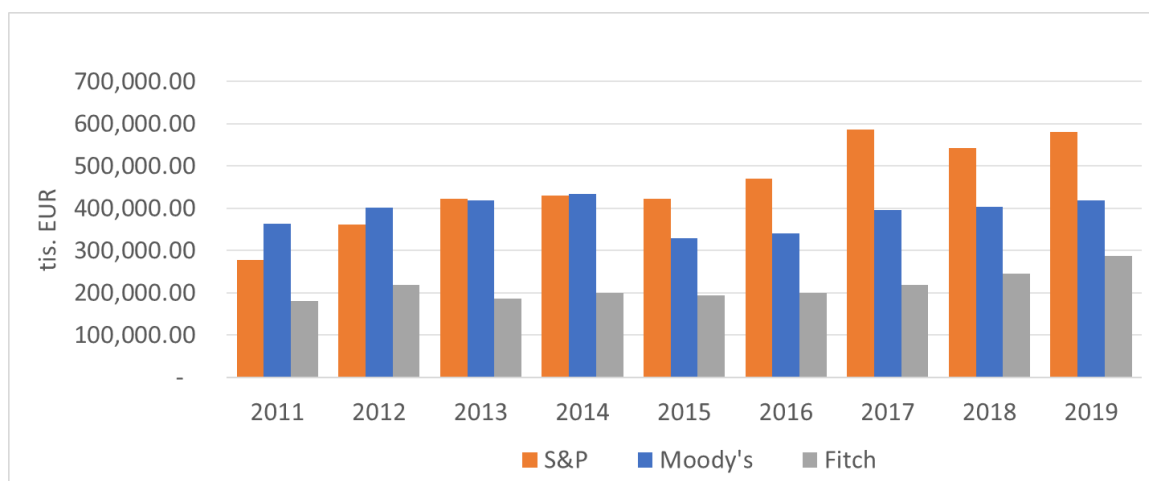
Rozsah a mieru zavedených regulácií v období po vzniku ESMA považujeme za primeranú. Súčasná miera regulácie zabezpečuje zvýšenie kvality dôveryhodnosti ratingových hodnotení. Zároveň je apel na využívanie menších agentúr, podľa nášho názoru, správnym krokom k zvýšeniu konkurencie v tomto odvetví. Zriadenie jedného spoločného orgánu dohľadu je vhodným nástrojom k zatraktívneniu európskeho trhu pre ratingové agentúry, najmä tie menšie, nakoľko jednotná regulácia vo vysokom počte štátov znižuje náročnosť vstupu na trh a zvyšuje konkurencieschopnosť menších agentúr.

4.4. Analýza finančných ukazovateľov ratingových agentúr 2011-2019

V tejto časti práce si analyzujeme vybrané ukazovatele 3 sledovaných ratingových agentúr (S&P, Moody's a Fitch) za obdobie po vzniku ESMA. Konkrétne za roky 2011 až 2019. Údaje sme získali z ročných správ o transparentnosti, ktoré tieto agentúry zverejňujú. Ide o čísla pobočiek týchto agentúr registrovaných v EÚ. Sledovali sme ročnú výšku tržieb, počet zamestnancov, pomer tržieb na zamestnanca a pri ratingových agentúrach kótovaných na burze aj cenu ich akcií.

Na **Grafe 7** môžeme vidieť porovnanie ročných tržieb. Podľa výšky tržieb bola agentúra Moody's najväčšou na začiatku obdobia, ale postupne prišla o prvenstvo a v roku 2019 bola druhou najväčšou. Agentúra Fitch je tretou v poradí podľa veľkosti tržieb.

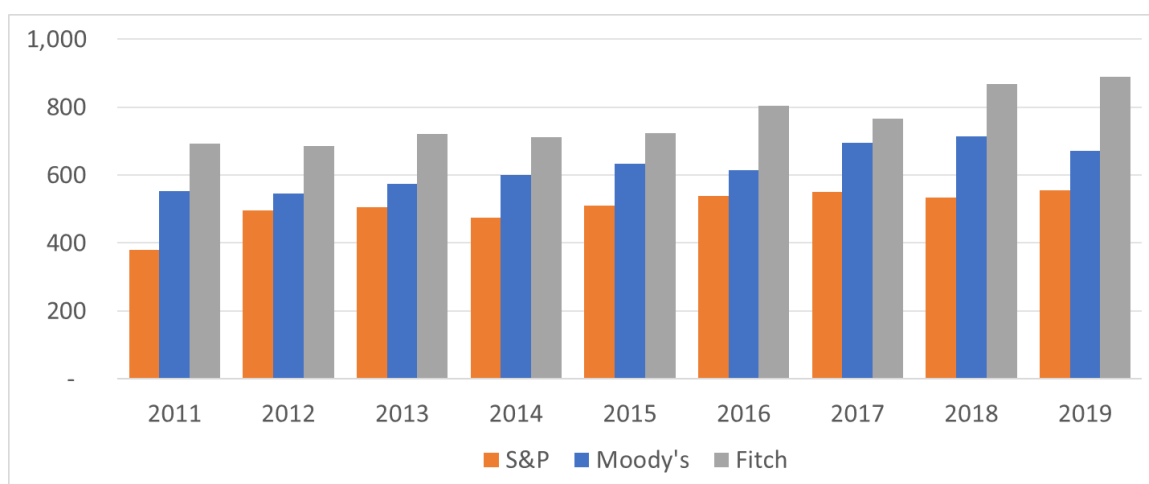
Graf 7 Výška ročných tržieb za roky 2011-2019



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov EU Transparency Report agentúr S&P, Moody's, Fitch 2011-2019

Počet zamestnancov v priebehu sledovaného obdobia zobrazuje **Graf 8**. Agentúra Fitch má v pobočkách registrovaných v EÚ najviac zamestnancov spomedzi 3 porovnávaných agentúr. Druhou v poradí je Moody's a tretou S&P. Toto poradie sa v priebehu sledovaného obdobia nezmenilo.

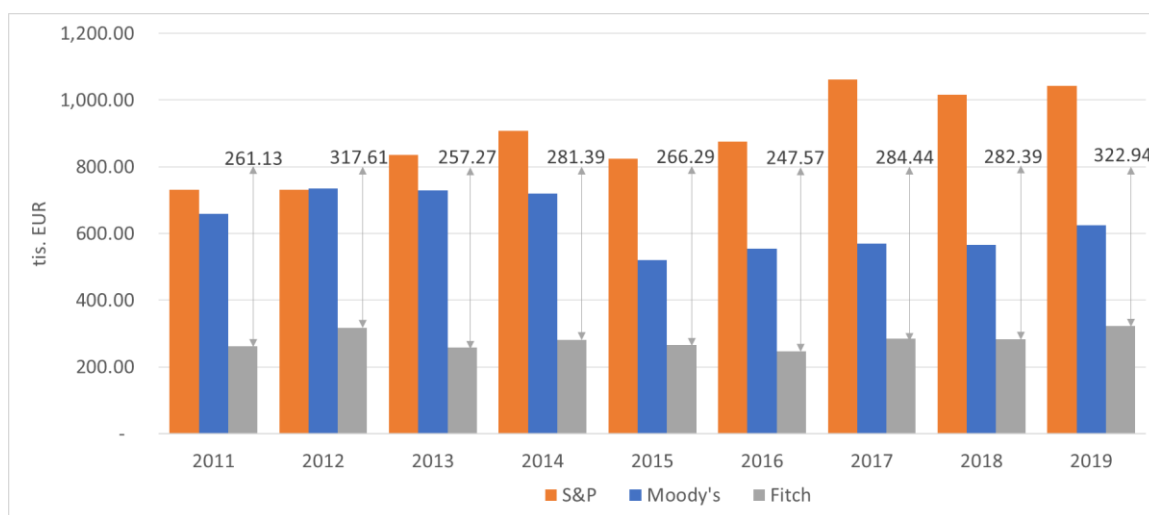
Graf 8 Vývoj počtu zamestnancov v rokoch 2011-2019



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov EU Transparency Report agentúr S&P, Moody's, Fitch 2011-2019

Na **Grafe 9** sledujeme mieru výšky tržieb na zamestnanca. Vypočítame ju ako podiel ročných tržieb a počtu zamestnancov. Tento podiel vyjadruje efektivitu využitia ľudských zdrojov, cieľ je dosiahnuť čím vyššiu hodnotu ukazovateľa a dosahovať jeho rast v čase, teda zvyšovať produktivitu zamestnancov. Z grafu vidíme, že najvyššiu efektivitu ľudských zdrojov dosahuje agentúra S&P, v rokoch 2017-2019 ešte navýšila svoju efektivitu oproti konkurenčným agentúram. Agentúre Moody's začala po väčšom poklese v roku 2015 opäť rásť miera tržieb na zamestnanca (okrem mierneho poklesu v roku 2018). Agentúra Fitch zaznamenala v roku 2019 najvyššiu hodnotu tohto ukazovateľa za sledované obdobie.

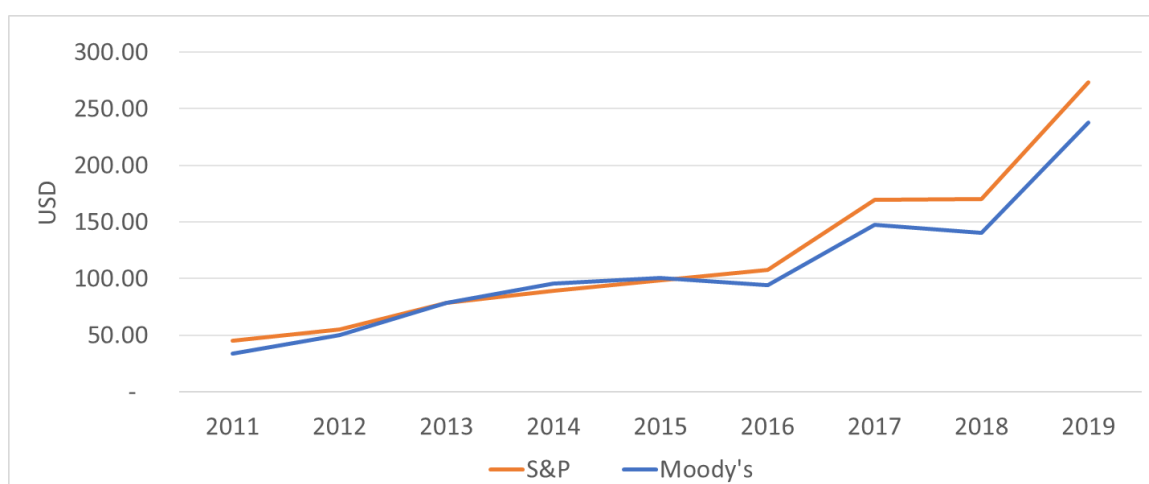
Graf 9 Vývoj miery tržieb na zamestnanca v rokoch 2011-2019



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov EU Transparency Report agentúr S&P, Moody's, Fitch 2011-2019

Graf 10 zobrazuje koncoročnú cenu akcií agentúr S&P a Moody's, ktoré sú kótované na burze. Agentúra Fitch nie je kótovaná na burze, z toho dôvodu ju z porovnania vynechávame. Zdrojom údajov sú výročné správy týchto ratingových agentúr, okrem hodnoty Moody's za rok 2019, keďže výročná správa nebola v čase písania práce zverejnená. Môžeme vidieť, že cena akcií sa držala na podobnej úrovni. V roku 2016 ale cena akcií Moody's klesla, zatiaľ čo cena akcií S&P stúpala. Príčinou môže byť poplatok vo výške 863,8 milióna USD podľa dohody o urovnaní s ministerstvom spravodlivosti USA a generálnym prokurátorom 21 štátov USA a okresom Columbia (Moody's Annual report 2016, s. 2). Od tohto roku mala agentúra S&P stále vyššiu cenu za akciu.

Graf 10 Vývoj koncoročnej ceny akcií v rokoch 2011-2019



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov EU Transparency Report agentúr S&P, Moody's 2011-2019, finance.yahoo.com

V **Tabuľke 5** si ukážeme zmenu nami sledovaných štatistík za sledované obdobie. Zelenou farbou je označený najlepší výkon v danej štatistike za dané obdobie spomedzi agentúr, červenou, naopak, najhorší. Môžeme vidieť, že všetkým agentúram sa darilo veľmi dobre. Ani u jednej agentúry sme nezaznamenali záporné priemerné ročné tempo rastu v nejakom ukazovateli. Najlepšie výsledky dosiahla agentúra S&P, ktorá mala najviac ukazovateľov s najväčšou mierou nárastu za sledované obdobie. Najmenej úspešnou z 3 sledovaných agentúr bola agentúra Moody's, ktorá zaznamenala iba vyššie priemerné tempo rastu hodnoty akcií za rok ako S&P.

Tabuľka 5 Porovnanie priemerného ročného tempa rastu sledovaných ukazovateľov za v období 2011-2019

	2011	2019	priem. ročné tempo rastu 2011-2019
S&P			
(tis. USD)			
tržby*	277,602	580,144	10.32%
počet zamestnancov	380	556	5.34%
tržby na zamestnanca	730.53	1,043.42	4.97%
cena akcie (USD)	44.97	273.05	27.10%
Moody's			
(tis. USD)			
tržby**	363,476	418,836	2.44%
počet zamestnancov	552	670	2.60%
tržby na zamestnanca	658.47	625.13	0.12%
cena akcie (USD)	33.68	237.41	30.89%
Fitch			
(tis. USD)			
tržby	180,703	287,097	6.52%
počet zamestnancov	692	889	3.35%
tržby na zamestnanca	261.13	322.94	3.52%

*pri prepočte použitý kurz 1 GBP = 1.2 EUR

**pri prepočte použitý kurz 1 USD = 0.835 EUR

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov EU Transparency Report agentúr S&P, Moody's, Fitch 2011-2019; finance.yahoo.com

V **Tabuľke 6** porovnáваме priemerné ročné tempá rastu vybraných ukazovateľov za prvé sledované obdobie, teda za roky 2003-2009 s druhým, teda za roky 2011-2019. Prvé obdobie reprezentuje dobu pred vznikom orgánu dohľadu ESMA a zavedenia regulácie ratingových agentúr. Druhé obdobie reprezentuje dobu regulácie ratingových agentúr. Zelenou farbou sú označené ukazovatele v období po vzniku ESMA, ktoré vykazujú lepšie hodnoty oproti hodnotám pred ESMA.

Vidíme, že každá z agentúr vykazuje veľmi pozitívne čísla v obidvoch sledovaných obdobiach. Musíme brať do úvahy aj fakt, že v prvom sledovanom období zasiahla ratingové agentúry finančná kríza. O to viac sú ich výsledky prekvapivo dobré. Najväčšie priemerné ročné tempá rastu sme zaznamenali u ceny akcií v období „post ESMA“. Viac ako polovica zo sledovaných ukazovateľov vykazuje lepšie hodnoty v dobe „post ESMA“. Z toho usudzujeme, že regulácia a obmedzenia s ňou spojené nemali zásadný vplyv na hospodárske výsledky a ekonomické zdravie týchto spoločností.

Tabuľka 6 Porovnanie priemerného ročného tempa rastu skúmaných ukazovateľov v 2 sledovaných obdobiach

	priem. ročné tempo rastu 2003-2009	priem. ročné tempo rastu 2011-2019
S&P		
(tis. USD)		
tržby	7.30%	10.32%
počet zamestnancov	8.56%	5.34%
tržby na zamestnanca	-1.39%	4.97%
cena akcie (USD)	6.22%	27.10%
Moody's		
(tis. USD)		
tržby	7.40%	2.44%
počet zamestnancov	9.79%	2.60%
tržby na zamestnanca	-2.24%	0.12%
cena akcie (USD)	6.45%	30.89%
Fitch		
(tis. USD)		
tržby	17.41%	6.52%
počet zamestnancov	13.19%	3.35%
tržby na zamestnanca	3.50%	3.52%

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov EU Transparency Report agentúr S&P, Moody's, Fitch 2011-2019;
finance.yahoo.com

Diskusia

V našej práci sme sa zaoberali orgánom ESMA a reguláciou ratingových agentúr. V EÚ sa regulácia ratingových agentúr začala realizovať až po vzniku centrálného orgánu dohľadu ESMA. Priblížili sme si udalosti procesy v Európe a vo svete, ktoré viedli k vzniku tohto úradu. Náš prínos spočíval v porovnaní právneho stavu regulácie tohto odvetvia v čase pred finančnou krízou a po vzniku ESMA spolu s procesmi, ktoré k tomuto vzniku viedli. Následky zavedenia regulácie tohto odvetvia sme sledovali porovnaním vybraných hospodárskych ukazovateľov 3 najväčších agentúrach pôsobiacich v EÚ.

Z právneho pohľadu nebola regulácia zo strany EÚ záväzná. Prijaté dokumenty Medzinárodnej organizácie komisií pre cenné papiere (IOSCO) z rokov 2003 (*IOSCO Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies*) a *IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* z decembra 2004 naznačili smer budúcej regulácie, ale nebol pre regulátorov na národnej úrovni záväzný. Takisto priamo nezavádza povinnosť regulácie, skôr to poníma v rámci odporúčania. Zmena nastala po finančnej kríze prijatím nariadenia č. 1060/2009, ktoré považujeme za začiatok regulácie v EÚ. Týmto pôvodným nariadením sa zaviedla zásada povinnej registrácie pre ratingové agentúry pôsobiace v Európe, nebolo však jasné, kto bude dohliadať na ratingové agentúry. Táto nejasnosť bola vyriešená nariadením č. 1095/2010, ktorým sa zriadil Európsky orgán dohľadu (Európsky orgán pre cenné papiere a trhy), teda ESMA. Po vzniku ESMA bolo v roku 2011 prijaté nariadenie č. 513/2011, ktoré menilo a doplnilo pôvodné nariadenie 1060/2009 o ratingových agentúrach. Dôležitá bola aj, ktorá oprávnila ESMA ukladať sankcie ratingovým agentúram. Posledná zásadná právna úprava bola prijatá počas dlhovej krízy v eurozóne. Bolo to nariadenie č. 462/2013. Riešilo problém nadmerného spoliehania sa účastníkov trhu na ratingové hodnotenia. Takisto odporúčalo využívanie viacerých ratingových agentúr, z toho aspoň jedna by nemala mať celkový podiel na trhu väčší ako 10%. Tieto zmeny v prístupe k regulácii ratingových agentúr považujeme za zásadné a zabezpečujúce vyššiu kvalitu, transparentnosť a dôveryhodnosť vydávaných ratingov.

V analytických častiach praktickej časti sme si za sledovanú vzorku vybrali 3 najväčšie agentúry v EÚ – Standard&Poor's, Moody's a Fitch. Tieto agentúry sme sledovali na hospodárskych ukazovateľoch v 2 obdobiach, ktorých výsledky sme medzi sebou porovnali. Prvým obdobím boli roky 2003 až 2009, teda obdobie pred vznikom ESMA. Druhým obdobím boli roky 2011-2019, teda roky po vzniku orgánu dohľadu ESMA.

Sledovanými ukazovateľmi týchto agentúr boli ročné tržby, počet zamestnancov, miera tržieb na zamestnanca a cena akcií u spoločností kótovaných na burze, v našej práci ide o spoločnosti S&P a Moody's. V prvom období sme na základe obsiahlejších dostupných dát sledovali aj ukazovateľ čistá marža.

Výsledky za prvé obdobie nám ukázali výraznú nerovnováhu vo veľkosti týchto agentúr. Napriek tomu najmenšia agentúra Fitch sa na základe výsledkov sledovaných ukazovateľov ukázala byť v najlepšej hospodárskej kondícii. Takisto ako jediná zo sledovaných agentúr dokázala krízu využiť ako príležitosť a posilnila svoju pozíciu na trhu. S&P a Moody's dosiahli za celé prvé sledované obdobie veľmi podobné výsledky.

Ukazovatele za druhé sledované obdobie, teda za obdobie „post ESMA“ ukázali, že ratingové agentúry naďalej rástli. Agentúra S&P dosiahla v druhom období výborné výsledky, naopak agentúra Fitch rástla pomalším tempom.

Z porovnania výsledkov z oboch období je vidieť, že každá z agentúr vykazuje veľmi pozitívne čísla v obidvoch sledovaných obdobiach. V prvom období to bolo napriek finančnej kríze. Z porovnania výsledkov vyplýva, že viac ako polovica zo sledovaných ukazovateľov vykazuje lepšie hodnoty v dobe „post ESMA“. Takisto na tento trend zareagoval aj trh, keďže najväčšie priemerné ročné tempá rastu ceny akcií sme zaznamenali v období „post ESMA“. Na základe týchto zistení usudzujeme, že prijaté regulačné opatrenia a obmedzenia s ňou spojené nemali zásadný vplyv na hospodárske výsledky a ekonomické zdravie týchto spoločností. Dokonca sa ekonomická výkonnosť javí byť lepšia ako v období bez regulácie. Odporúčame zachovať minimálne súčasnú mieru regulácie, nakoľko jej zmiernenie by, vzhľadom na historické skúsenosti, mohlo prispieť k návratu neželaných javov, ako napríklad konflikt záujmov alebo posilnenie oligopolistického charakteru trhu s ratingom.

Ďalší výskum regulácie ratingových agentúr a tohto odvetvia je podľa nášho názoru veľmi potrebný a všeobecne prospešný pre všetky zúčastnené strany. Ratingovým agentúram môže priniesť presnejšie ratingové hodnotenia, z toho ťažia emitenti, investori a štát. Zlepšiť sa môže takisto stabilita finančných trhov, ktorých najväčším nepriateľom je neistota.

Záver

Regulácia ratingových agentúr sa po finančnej kríze ukázala byť potrebná, následkom čoho vznikol orgán dohľadu ESMA. V bakalárskej práci sme skúmali hlavné dopady vzniku ESMA na ratingové agentúry a trh s ratingom po finančnej kríze v roku 2008. Ciele práce sme naplňali v teoretickej a praktickej časti.

V teoretickej časti sme si zadefinovali základné pojmy ako ratingová agentúra, priblížili sme si históriu 3 najväčších agentúr, zadefinovali sme si pojem rating a vysvetlili ratingové stupnice týchto 3 najväčších agentúr. Popísali sme si 2 základné biznis modely používané v tomto odvetví. Definovali si konflikt záujmov a pozreli sa na slabiny jednotlivých biznis modelov z pohľadu možného konfliktu záujmov. V závere teoretickej časti sme si stručne popísali členov najvyššieho vedenia orgánu dohľadu ESMA.

V úvode praktickej časti sme sa bližšie pozreli na stav právnej regulácie trhu s ratingom v EÚ v období pred finančnou krízou v roku 2008. Zistili sme, že sektor ratingu bol takmer neregulovaný. Boli prijaté kroky k postupnej regulácii, ale neboli záväzné.

V prvej polovici praktickej časti sme analyzovali 3 najväčšie ratingové agentúry pôsobiace v EÚ. Analyzovali sme vybrané finančné ukazovatele, ako napríklad výšku tržieb, v rokoch 2003 až 2009. Výsledkom analýzy bol výrazný nepomer vo veľkosti týchto agentúr a pozitívny vývoj sledovaných ukazovateľov napriek kríze v roku 2008.

V druhej polovici praktickej časti sme si opäť zanalyzovali právnu reguláciu ratingových agentúr po vzniku ESMA spolu s procesmi, ktoré viedli k jej vzniku. Popísali sme vybrané prijaté opatrenia, ako aj tie, ktoré boli prijaté v ďalších rokoch. Rovnako sme postupovali pri zmene alebo doplnení legislatívy.

V závere praktickej časti sme opätovne analyzovali 3 najväčšie ratingové agentúry pomocou rovnakých ukazovateľov. Pre nedostatok vhodných dát sme sa rozhodli vynechať ukazovateľ čistá marža. Predmetná analýza sa týkala obdobia po vzniku ESMA, konkrétne išlo o roky 2011-2019.

V diskusii sme priniesli výsledky nášho skúmania a odporučili sme, vzhľadom na výsledky analýzy finančných a výkonnostných ukazovateľov vybraných ratingových agentúr, zachovať minimálne súčasnú mieru regulácie. Uviedli sme príklady, ako môže ďalší výskum v tomto odvetví pomôcť všetkým zúčastneným stranám.

Zoznam použitej literatúry

Knižné zdroje a články v odborných časopisoch

1. CAPRIO Jr., G. et al. *Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions and Infrastructure*. 1. vyd. San Diego : Academic Press, 2013. 611 s. ISBN 978-0-123-97873-8.

Elektronické zdroje

1. MATHIS, J. et al. Rating the raters: Are reputation concerns powerful enough to discipline rating agencies?. In *Journal of Monetary Economics* [online]. Elsevier, 13.5.2009, vol. 56, no. 5, s. 657-74 [cit. 21.4.2020]. Dostupné na: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304393209000609>
2. ESMA. Report on CRA Market Share Calculation [online]. 29.11.2019. 13 s. [cit. 21.4.2020]. ESMA33-9-340. Dostupné na: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-9-340_cra_market_share_calculation_2019.pdf
3. KIESEL, F. Credit ratings: old risks and new challenges for financial markets. In *The Conversation* [online]. 10.6.2019, [cit. 16.11.2019]. Dostupné na: <https://theconversation.com/credit-ratings-old-risks-and-new-challenges-for-financial-markets-118081>
4. KENTON, W. Rating. In *Investopedia* [online]. aktualizované 2.12.2019, [cit. 16.11.2019]. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/terms/r/rating.asp>
5. KAGAN, J. Credit Rating. In *Investopedia* [online]. aktualizované 8.4.2020, [cit. 16.11.2019]. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/terms/c/creditrating.asp>
6. FINNEY, D. A Brief History Of Credit Rating Agencies. In *Investopedia* [online]. aktualizované 4.12.2019, [cit. 16.11.2019]. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/articles/bonds/09/history-credit-rating-agencies.asp>
7. SMITH, K. History of Credit Rating Agencies and How they Work. In *Money Crashers* [online]. [cit. 30.1.2020]. Dostupné na: <https://www.moneycrashers.com/credit-rating-agencies-history/>
8. CHEN, J. Investment Grade. In *Investopedia* [online]. aktualizované 5.3.2019, [cit. 30.1.2019]. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/terms/i/investmentgrade.asp>

9. CHEN, J. Fitch Ratings. In *Investopedia* [online]. aktualizované 19.3.2018, [cit. 30.1.2019]. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/terms/f/fitch-ratings.asp>
10. KOPP, C.M. Subprime Mortgage. In *Investopedia* [online]. aktualizované 8.4.2020, [cit. 30.1.2019]. Dostupné na: https://www.investopedia.com/terms/s/subprime_mortgage.asp
11. KENTON, W. Subprime Meltdown. In *Investopedia* [online]. aktualizované 16.2.2020, [cit. 30.1.2019]. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/terms/s/subprime-meltdown.asp>
12. DEB, P. - MURPHY, G. Credit Rating Agencies: An Alternative Model [elektronický zdroj]. [2009], online. 27 s. [cit. 21.3.2020]. Dostupné na: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/summary?doi=10.1.1.363.3088>
13. SEGAL, T. Conflict of Interest. In *Investopedia* [online]. aktualizované 29.4.2019, [cit. 4.4.2020]. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/terms/c/conflict-of-interest.asp>
14. FRYDMAN, R. – GOLDBERG, M.D. Lehman Brothers collapse: was capitalism to blame?. In *The Guardian* [online]. 13.9.2013, [cit. 22.4.2020]. Dostupné na: <https://www.theguardian.com/business/2013/sep/13/lehman-brothers-was-capitalism-to-blame>
15. IOSCO. IOSCO Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies [online]. 25.9.2003. 4 s. [cit. 18.4.2020]. Dostupné na: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf>
16. IOSCO. Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies [online]. 2004. 11 s. [cit. 18.4.2020]. Dostupné na: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>
17. EÚ. Nariadenie EÚ Parlamentu a Rady č. 1060/2009 [online]. 16.9.2009. 31 s. [cit. 18.4.2020]. Dostupné na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009R1060&from=SK>
18. UTZIG, S. The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective [online]. 188. vyd. Tokyo : Asian Development Bank Institute, 2010. 22 s. [cit. 18.4.2020]. Dostupné na: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1592834
19. STANDARD & POOR'S. Annual report [online]. 2011-2019. [cit. 19.4.2020].
Dostupné na:

- <http://investor.spglobal.com/Annual-Reports/Index?KeyGenPage=1073751495>
20. STANDARD & POOR'S. Annual report [online]. 2003-2019. [cit. 19.4.2020].
Dostupné na: <http://investor.spglobal.com/10Qs-10Ks-Other-Filings>
21. MOODY'S. Annual report [online]. 2003-2018. [cit. 19.4.2020]. Dostupné na:
<http://www.annualreports.com/Company/moodys-corp>
22. STANDARD & POOR'S. EU Transparency report [online]. 2014-2019.
[cit. 21.4.2020]. Dostupné na:
https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/regulatory/disclosures
23. STANDARD & POOR'S. EU Transparency report [online]. 2011. [cit. 21.4.2020].
Dostupné na:
https://www.standardandpoors.com/en_US/delegate/getPDF?articleId=1498204&type=COMMENTS&subType=REGULATORY
24. STANDARD & POOR'S. EU Transparency report [online]. 2012. [cit. 21.4.2020].
Dostupné na:
https://www.standardandpoors.com/en_EU/delegate/getPDF?articleId=1497938&type=COMMENTS&subType=REGULATORY
25. STANDARD & POOR'S. EU Transparency report [online]. 2013. [cit. 21.4.2020].
Dostupné na:
https://www.standardandpoors.com/en_EU/delegate/getPDF?articleId=1498277&type=COMMENTS&subType=REGULATORY
26. MOODY'S. . EU Transparency report [online]. 2011-2019. [cit. 21.4.2020].
Dostupné na: https://www.moodys.com/pages/reg001007.aspx?stop_mobi=yes
27. FITCH. EU Transparency report [online]. 2011-2019. [cit. 21.4.2020].
Dostupné na: <https://www.fitchratings.com/regulatory>
28. MIHAELAJMÉNO, M.. Credit Rating Agency Performance in Terms of Profit In. *Procedia Economics and Finance* [online]. 2015. č. 30. s. 631-642. [cit. 19.4.2020].
10.1016/S2212-5671(15)01276-9. Dostupné na:
https://www.researchgate.net/publication/284114041_Credit_Rating_Agency_Performance_in_Terms_of_Profit/citation/download
29. CAVALLARO, G. - TROTTA, A. Role and Regulation of Credit Rating Agencies: The European Way. In *International Journal of Accounting and Financial Reporting* [online]. Roč. 9, č. 1, 2019. 209 s. [cit. 20.4.2020]. ISSN 2162-3082. Dostupné na:

https://www.researchgate.net/publication/331094235_Role_and_Regulation_of_Credit_Rating_Agencies_The_European_Way

30. OECD. Competition and Credit Rating Agencies [online]. 2010. [cit. 21.4.2020]. Dostupné na: <http://www.oecd.org/daf/competition/sectors/46825342.pdf>
31. EÚ. Nariadenie EÚ Parlamentu a Rady č. 513/2011 [online]. 11.5.2011. 27 s. [cit. 21.4.2020]. Dostupné na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/PDF/?uri=CELEX:32011R0513&from=SK>
32. EÚ. Nariadenie EÚ Parlamentu a Rady č. 462/2013 [online]. 21.5.2013. 33 s. [cit. 21.4.2020]. Dostupné na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R0462&from=SK>
33. AREZKI, R. et al. Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis [online]. IMF Working Paper, 2011. 27 s. [cit. 21.4.2020]. Dostupné na: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Sovereign-Rating-News-and-Financial-Markets-Spillovers-Evidence-from-the-European-Debt-Crisis-24757>

Internetové zdroje

1. <https://www.bankrate.com/glossary/r/real-estate-bubble/>
2. <https://www.euroekonom.sk/servis/poradna/ekonomicky-slovník/?q=oligopol>
3. <http://www.businessdictionary.com/definition/credit-rating-agency.html>
4. https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/esma_sk
5. <https://www.moody's.com/Pages/atc001.aspx>
6. <https://www.spglobal.com/ratings/en/products-benefits/products/credit-ratings>
7. https://www.lexico.com/definition/business_model
8. <https://www.lexico.com/en/definition/creditworthiness>
9. <https://www.esma.europa.eu/about-esma/who-we-are>
10. <https://www.esma.europa.eu/supervision/credit-rating-agencies/supervision>
11. <https://www.esma.europa.eu/about-esma/esma-in-short/whos-who>

12. <https://www.nbs.sk/sk/dohlad-nad-financnym-trhom/dohlad/ratingove-agentury>
13. https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco
14. <https://finance.yahoo.com/quote/MCO/history?period1=1541721600&period2=1578009600&interval=1d&filter=history&frequency=1d>