

7. ledna 2011

Evropská komise – veřejná konzultace:

Ratingové agentury

STANOVISKO ČESKÉ NÁRODNÍ BANKY

Obecně

Česká národní banka dlouhodobě sleduje problematiku externích ratingů. Ve svém stanovisku vychází z toho, že externí rating je produktem, který vznikl na trhu přirozenou cestou, bez působení regulací. Jeho existence je tedy dlouhodobá, trhem vyžádaná a prověřená. Účastníci trhu, emitenti, investoři i další si na něj – i přes všechna úskalí – zvykli a používají ho k různým účelům. Pro regulatorní účely začal být rating používán až později, tj. s velkým odstupem po jeho vzniku, a toto využívání ratingu lze chápat jako netržní. Úvěrový rating z definice nelze považovat za investiční doporučení, ale pouze za názor hodnotící relativní pravděpodobnost selhání emitenta nebo emise. Tento názor vychází nejen z hodnocení historických dat (daného dlužníka, či odvětví apod.), ale obsahuje určité předpoklady o budoucnosti, které se mohou ve skutečnosti více či méně naplnit, a zahrnuje z velké míry i expertní úsudek. Z těchto důvodů jej nelze považovat za deterministický, jde pouze o jakýsi nejpravděpodobnější scénář budoucího vývoje v určité oblasti (v tomto případě v oblasti úvěrového, ale nikoliv třeba tržního rizika) a v určitém časovém horizontu. Není-li rating součástí regulace, mají účastníci trhu volbu rating používat, nebo nepoužívat.

Česká národní banka obecně a dlouhodobě preferuje ve vztahu k ratingům řešení, která vycházejí z přirozených vlastností trhu a nepřinášejí další distorze trhu, u nichž se později pracně hledá náprava. Zavedení ratingů do regulace a nynější hledání způsobů jejich eliminace jsou příkladem tohoto postupu. Podporujeme tedy zvýšenou míru zveřejňování v oblasti ratingů, týkající se např. metodik ratingů, maximálního informování trhu o významu ratingu a omezeních při jeho používání daných jeho charakterem. Odmítáme přílišné a neuvážené regulatorní zásahy či zapojování státu a veřejných zdrojů do emise ratingů.

Stanoviska a odpovědi na jednotlivé bloky otázek

Questions 1-6:

(1) Should the use of standardized approaches based on external ratings be limited to smaller/less sophisticated firms? How could the category of firms which would be eligible to use standardised approaches be defined?

(2) How do you assess the reliability of internal models/ratings? If negatively, what could be done to improve them?

(3) Do you agree that the requirement to use at least two external ratings for calculating capital requirements could reduce the reliance on ratings and would improve the accuracy of the regulatory capital calculation?

(4) What alternative measures of credit risk could be used in regulatory capital frameworks? What are the pros and cons of market based risk measures (such as bond prices, CDS spreads) compared to external credit ratings? How could pro-cyclical effects be mitigated if market prices were used as alternative measures of credit risk in regulatory capital regimes?

(5) Would it be appropriate to restrict institutions'/insurance or reinsurance undertakings' investment only to those securitisation positions for which capital requirements can be reliably assessed? To what extent could the requirement to internally rate all or at least most underlying exposures restrict the potential investor base for securitisations?

(6) Can the existing "supervisory formula" based approach in the Capital Requirements Directive be considered to be sufficiently risk sensitive to become the standard for all securitisation capital requirements? If not, how could its risk sensitivity be improved without placing reliance on institutions' internal estimates other than default probability and loss for the underlying exposures? In the insurance sector, how do you assess the approach to credit risk for structured exposures used in QIS 5?

Návrh stanoviska ČNB:

Podle našich zkušeností není třeba používání standardizovaných přístupů regulatorně limitovat na menší firmy, neboť tato tendence je přirozená. Přímé uložení povinnosti pro velké, „sofistikované“ firmy používat vlastní posouzení nezaložené na externím ratingu, může být pro tyto firmy velmi nákladné a neefektivní, pokud by jejich expozice vůči instrumentům vyžadujícím rating byly nízké.

Spolehlivost interních modelů určených pro regulatorní účely, které podléhají validaci i pravidelným dohlídkám, považujeme za dobrou. V interním řízení rizik však regulované instituce používají i další modely, obvykle dílčího charakteru, které nejsou dohledem validovány ve stejné míře, protože se nepoužívají pro regulatorní účely. U nich se při dohlídkách kontroluje naplnění principů pro řízení rizik. Obecně je však třeba u každého modelu počítat mj. s modelovým rizikem.

Nesouhlasíme se zavedením povinnosti využít dvou ratingů jen pro splnění regulatorní povinnosti v případě kapitálových požadavků. Je-li však více ratingů k dispozici, lze jejich využití považovat za obezřetnější. Stejně tak lze připustit, že expozice pouze s jedním ratingem bude považována za expozici bez ratingu (obdoba Basel I).

Alternativní způsoby vyjádření úvěrového rizika se nejeví pro účely regulace jako použitelné (např. nejsou dostupné pro všechny emise či emitenty, při nízké likviditě mohou mít nedostatečnou vypovídací schopnost). Řešením v regulaci by mohla být kombinace externích ratingů a tržních ukazatelů úvěrového rizika definovaná vytvořenou regulatorní škálou. Tuto možnost je však nutno dále prozkoumat. Šlo by v zásadě o rozpracování tzv. „Market Implied Ratings“ (se kterými již přišly některé ratingové agentury). Tržní signály reagují zpravidla rychleji než externí ratingy, procykličnost vyplývá z jejich podstaty. Možnou cestou k utlumení procykličnosti mohou být klouzavé průměry, ale jde o jasný „trade-off“: čím delší referenční perioda, tím omezenější vypovídací hodnota ve vztahu k aktuálnímu vývoji úvěrového hodnocení sledované entity. Za určitou alternativu lze proto považovat i návrat k rizikově necitlivým kapitálovým požadavkům (např. obdoba Basel I), které nejsou procyklické. Chceme však zdůraznit, že je třeba jednoznačně vybrat cíl, který bude regulace sledovat (riziková citlivost versus riziková necitlivost). Připomínáme, že cílem regulace Basel

II, který ČNB rovněž podporovala a podporuje, bylo zvýšení rizikové citlivosti konceptu, což se mimo jiné zavedením ratingů do regulace podařilo.

Obecně již v současné době platí, že regulovaná instituce by měla investovat pouze do produktů (nástrojů), kterým rozumí a umí vyhodnotit, monitorovat a řídit rizika s nimi spojená. Pokud nejsou rizika dostatečně pokryta minimálním kapitálovým požadavkem, musí to regulovaná instituce zohlednit ve vnitřně stanoveném kapitálu. Explicitní omezení investic pouze do sekuritizací, u nichž lze spolehlivě vyhodnotit požadavky na kapitál prostřednictvím interního ratingu podkladových expozic, považujeme za příliš restriktivní a excesivní.

Pokud jde o přístupy používané v pojišťovnictví v rámci kvantitativní dopadové studie QIS 5, nemáme připomínky.

Questions 7-11:

(7) Should firms be explicitly obliged to carry out their own due diligence and to have internal risk management processes in place which do not exclusively rely on external ratings?

(8) What information should be disclosed to supervisors in order to enable them to monitor the internal risk management processes of firms with particular focus on the use of external credit ratings in these processes?

(9) To what extent do firms currently use credit risk models for their internal risk management? Are the boards of directors or other governing bodies of these firms involved in the review of the use of credit ratings in their investment policies, risk management processes and in investment mandates?

(10) What further measures, in addition to the disclosure proposals included in Articles 8a and 8b of the proposal amending the current CRA Regulation could be envisaged?

(11) Would you agree with the assessment that sovereign debt ratings are primarily based on publicly available data, implying that rating agencies do not have advanced knowledge? Do you consider that all financial firms would be able to internally assess the credit risk of sovereign debt?

Návrh stanoviska ČNB:

Souhlasíme, že firmy (regulované instituce) by měly provádět vlastní ohodnocení finanční situace protistrany/emitenta cenného papíru a neměly by plně spoléhat na ratingy vydané ratingovou agenturou, přičemž výjimky by se měly týkat pouze nevýznamných expozic. Procesy interního řízení rizik by měly vždy odpovídat významu předmětných expozic a výši podstupovaného rizika.

Používání modelů úvěrového rizika se zvyšuje, největší rozšíření je mezi bankami, případně pojišťovnami. Obecně je používají zejména větší finanční instituce a dceřiné společnosti velkých finančních institucí nebo finančních skupin, neboť jde o finančně, odborně i datově náročnou činnost. Použití modelů úvěrového rizika se však netýká významově okrajových portfolií, kde by bylo příliš zatěžující. Zapojení vrcholového vedení do interních procesů řízení rizik je jedním z vyžadovaných požadavků.

Zveřejňování informací o strukturovaných cenných papírech by nemělo být omezeno žádnými podmínkami a mělo by být přístupné co nejširšímu okruhu účastníků trhu. Vede to k vyšší transparentnosti trhu, možnosti získat rating i od jiných ratingových agentur a ne jen od agentury najaté, a umožňuje provádět interní finanční analýzy i v menších finančních institucích.

Rating státního dluhu je primárně založen na veřejně přístupných datech. Ovšem ne všechny finanční instituce (zejména malé) mají dostatečné zdroje, aby mohly provádět spolehlivé

ohodnocení rizika zemí, protože se jedná o náročnou činnost, a tedy není smysluplné požadovat interní ohodnocení rizika zemí v případě, kdy expozice finanční instituce je nevýznamná.

Questions 12-15:

(12) Should there be a "flexibility clause" in investment mandates and policies which would allow investment managers to temporarily deviate from external rating thresholds (e.g. by keeping assets for a limited time period after a downgrading)?

(13) Should investment managers be obliged to introduce measures to ensure that the proportion of portfolios that is solely reliant on external credit ratings is limited? If yes, what limitations could be considered appropriate? Should such limitation be phased in over time?

(14) What alternative measures of credit risk could be used to define the minimum standard of credit quality for a portfolio? Are rolling averages of bond prices/CDS spreads a suitable risk measure for this purpose?

(15) What other solutions could be promoted in order to limit references to external credit ratings in investment policies and mandates?

Návrh stanoviska ČNB:

Obecně odmítáme myšlenku regulatorně zavést „*flexibility clause*“ do investičních mandátů nebo strategií. Podle našeho názoru jde o možnost, která je otázkou smluvních vztahů mezi klienty a investičními manažery. Její povinné zavedení by mohlo poškozovat klienty. Ze stejných důvodů nepodporujeme zavedení povinnosti omezit závislost portfolií na externím ratingu.

Sledování vývoje spreadu vůči referenčnímu titulu/benchmarku či klouzavé průměry cen dluhopisů považujeme za vhodné doplňkové indikátory k externímu ratingu. Interní hodnocení rizik je však klíčové. Již ve směrnici UCITS IV¹ je obsažen požadavek na provádění analýz ekonomické výhodnosti obchodů a stanovení prognózy toho, jak investice ovlivní skladbu majetku, likviditu a rizikový profil fondu kolektivního investování.

Questions 16-18:

(16) What is your opinion regarding the ideas outlined above? How can the transparency and monitoring of sovereign debt ratings be improved?

(17) Should sovereign debt ratings be reviewed more frequently? If so, what maximum time period do you consider to be appropriate and why? What could be the expected costs associated with an increase of the review frequency?

(18) Which could be the advantages and disadvantages of informing the relevant countries three days ahead of the publication of a sovereign debt rating? How could the risk of market abuse be mitigated if such a measure were to be introduced?

Návrh stanoviska ČNB:

Zavedení požadavku informovat danou zemi minimálně 3 pracovní dny před zveřejněním ratingu považujeme za nevhodné. Přináší sice možnost opravit faktické chyby, avšak existuje zde riziko zneužívání trhu (*market abuse*). Za důležitější považujeme požadavek na konzultování relevantních dat s vládou předem, tj. v průběhu ratingového procesu, nikoliv až na konci. Klíčové je, aby všechny informace zpracovávané veřejně publikovanou metodikou

¹ Vyhláška, která toto implementuje, by měla platit od 1.7.2011.

byly aktuální a nezkrácené, a to platí i pro emitenta dat. Přímý požadavek na konkrétní zkrácení období pro revizi ratingů (vyjádřený délkou období) považujeme za nevhodný. Doporučovali bychom ho nahradit kvalitativním požadavkem, aby revize proběhla téměř okamžitě po zveřejnění zásadních (tj. překvapivých či neočekávaných) dat.

Zvýšení transparentnosti ratingového procesu lze vnímat jako oprávněný a rozumný požadavek. K jeho naplnění by mohla přispět povinnost ratingových agentur publikovat (i) detailní metodiku pro rating státního dluhu, kterou agentura používá a (ii) pro každý individuální rating pak podrobnou zprávu, jak byla tato metodika na konkrétních číslech naplněna. Tento postup by nepochybně umožnil uživatelům ratingu lepší orientaci v důvodech a načasování konkrétní ratingové akce a přispěl tak k jejich lepší celkové informovanosti.

Ke zvýšení transparentnosti státního dluhu a tím i jeho ratingu by přispěla lepší úroveň zveřejňování údajů o stavu veřejných financí (např. zveřejňování v přehledných tabulkách na jednom místě a podle konzistentní metodiky). Jde o myšlenku, kterou v současné době rozpracovává také CESR.

Questions 19-22:

(19) What is your opinion on the need to introduce one or more the proposed measures?

(20) More specifically, could a rule, according to which credit ratings on sovereign debt would be published after the close of business of European trading venues be useful? Could such a rule be extended to all categories of ratings?

(21) Could a commitment of EU Member States not to pay for the evaluation by credit rating agencies reduce potential conflicts of interest?

(22) What other measures could be considered in order to enhance investors' understanding of a sovereign debt rating action?

Návrh stanoviska ČNB:

Ratingové agentury jsou již dnes povinny zveřejňovat metodologii, používané modely a klíčové předpoklady. Požadavek na publikování ještě detailnějšího vysvětlení předpokladů, parametrů, omezení a nejistot spojených s modely a metodologiemi pro nastavení ratingu státního dluhu podle našeho názoru směřuje k dalšímu zmírnění problémů informační asymetrie na trzích se státním dluhem a zvyšuje důvěryhodnost ratingového procesu. Návrhy na novou povinnost pořádat pravidelné (2x ročně) schůzky k metodologiím, nepovažujeme za správné. Ratingové agentury v případě potřeby a zájmu pořádají podobné schůzky dobrovolně. Povinné zřízení mailové schránky pro dotazy týkající se metodologie a zveřejňování otázek a odpovědí na webové stránce však lze považovat za krok zvyšující transparentnost ratingu, neboť webové stránky k dispozici všem a kdykoliv. Podněty tazatelů navíc mohou přispívat k tržnímu tlaku na zlepšování metodologií ratingu.

Ratingy se v současnosti mají podle regulatorních požadavků zveřejňovat na neselektivním základě a v aktuálním čase. S myšlenkou zavedení regulatorní povinnosti zveřejňovat ratingy až po uzavření obchodů v Evropě nesouhlasíme. Zastáváme názor, že je nelogické regulovat okamžik zveřejnění jen vůči obchodům v EU a že je třeba ponechat rozhodnutí na ratingové agentuře. Analogicky by bylo možné regulatorně požadovat, že se zveřejněním ratingu musí agentura čekat na uzavření obchodů v USA, v Austrálii apod. Domníváme se, že nový rating nepřináší natolik překvapivou zásadní informaci, u níž hrozí asymetrické rozšíření na trhu. Nepodporujeme ani povinnou individuální konzultaci ratingové agentury s příslušným státem týkající se okamžiku publikace ratingu, neboť jde o určitou manipulaci ratingu.

Pokud jde o platbu ratingovým agenturám za rating státních dluhopisů, domníváme se, že za tyto ratingy, které mají povahu nevyžádaných ratingů, by se platit nemělo. Nicméně podporujeme sjednocení této praxe ze strany ratingových agentur, a to obecně, nejen v EU.

Questions 23-30:

(23) How could new players be encouraged to enter the credit rating agency sector?

(24) Could it be useful to explore ways in which the ECB would provide ratings to be used for regulatory purposes by European financial institutions? If yes, which asset classes (corporate, sovereign, structured finance instruments etc) could be considered?

(25) Could it be useful to explore ways in which EU National Central Banks would be encouraged to provide in-house credit rating services? Could the development of external credit rating services also be considered? If so, which asset classes (corporate, sovereign, structured finance instruments etc.) could be targeted? What are the potential advantages and disadvantages of this approach?

(26) Could it be useful to explore ways in which Member States could be encouraged to establish new credit rating agencies at national level? How could such agencies be structured and funded and what entities and products should they rate? What are the potential advantages and disadvantages of this approach?

(27) Is there a need to create a new independent European Credit Rating Agency? If so, how could it be structured and financed and what entities and products should it rate (corporate, sovereign, structured finance instruments)? Should it be mandatory for issuers to obtain ratings from such a credit rating agency? What are the potential advantages and disadvantages of this approach?

(28) Is further intervention needed to lower barriers to entry or expansion in the credit rating agency sector in general or as regards specific segments of the credit ratings business? What actions could be envisaged at EU and at Member State level?

(29) Would the creation of a European Network of Small and Medium Sized Credit Rating Agencies help increase competition in the credit rating agency sector? What are the potential advantages and disadvantages of this approach?

(30) Do you consider that there are any further measures that could be adopted to enhance competition in the rating business?

Návrh stanoviska ČNB:

Současný počet ratingových agentur vzniklých přirozenou cestou postačuje obsloužit trh. Zájem o registraci ratingové agentury podle příslušného nařízení v EU projevil dostatečný počet subjektů². Proto zásadně odmítáme vznik European Credit Rating Agency či vznik dalších agentur, navíc subvencovaných z veřejných zdrojů. V takovém případě by nebylo možno ani hovořit o konkurenčních a nezávislých subjektech. Navíc si takové subjekty nemohou důvěru trhů vynutit. Zastáváme také silný názor, že by regulace ratingových agentur neměla být dále zbytečně zvyšována a vytvářet tím další, umělé překážky pro eventuelní nově vznikající subjekty (tj. přirozenou konkurenci). Nařídít opatření ke vzniku nových agentur bychom považovali za zbytečné plýtvání veřejnými prostředky.

Vydávání ratingů ECB nebo národními centrálními bankami by mohlo trpět řadou nedostatků (reputační riziko, konflikty zájmů plynoucí z obchodů centrálních bank s cennými papíry, příp. z paralelního fungování centrální banky jako orgánu dohledu). To by mohlo vést mj. k toleranci pochybení, pokud by vzniklo v regulované instituci špatným ratingem. Pokud však

² Pozn.: podle našich informací jde o více jak 20 subjektů.

centrální banky na základě vlastního rozhodnutí takové ratingy produkují, měly by jejich ratingy podléhat analogicky pravidlům uplatňovaným na soukromé ratingy včetně zveřejňování podrobných metodologií. Považovali bychom např. pro účastníky trhů za přínosné, aby byl zprůhledněn současný proces tvorby haircutů používaných ECB a bylo provedeno jejich explicitní navázání na ekonomické fundamentály emitentů, aniž by bylo třeba vytvářet nový ratingový systém.

Questions 31-33:

(31) Is there a possible need to introduce a common EU level principle of civil liability for credit rating agencies?

(32) If so, what could be the appropriate standard of fault? Should rating agencies only be liable for gross negligence and intent?

(33) Should such a potential liability regime cover solicited as well as unsolicited ratings?

Návrh stanoviska ČNB:

Pro sjednocení režimů občanskoprávní odpovědnosti v EU nevidíme důvod. Naopak se obáváme, že by zpřísnění režimů občanskoprávní odpovědnosti vedlo k nezájmu o poskytování veřejných ratingů, případně vedlo k produkci ratingů s nižší vypovídací schopností. Posilování odpovědnosti agentur by navíc mohlo dávat falešný signál pro investory, že nemusejí provádět vlastní hodnocení investovaných prostředků a že mohou svá špatná rozhodnutí přenést na ratingové agentury nejen morálně, ale i právně. Tento návrh je tedy v přímém rozporu s návrhy na posílení interního řízení rizik, které lze zejména u institucionálních investorů považovat za klíčové. Proto je nutné ho odmítnout.

Questions 34-36:

(34) Do you agree that there could be a distorting influence of a fee-paying issuer over the determination of a credit rating?

(35) What is your opinion on the proposed options/alternatives to reduce conflicts of interest due to the “issuer-pays” model? If so please indicate which alternatives appear to be the most feasible ones and why.

(36) Are there any other alternatives to be considered? If so please explain.

Návrh stanoviska ČNB:

Současný převažující model, kdy rating je placen emitentem, nepovažujeme za ideální. Nicméně i další modely nejsou prosty konfliktu zájmů, jen jsou tyto konflikty jiné povahy. Lze akceptovat model úhrady ratingů investory (tento model do jisté míry již dnes funguje, např. zpoplatňováním přístupu k některým podrobnějším informacím na webových stránkách ratingových agentur) nebo model úhrady obchodními místy, pokud je bude akceptovat i trh. Pokud EK zamýšlí rozpracovat některé alternativní modely a předložit je trhu, doporučujeme se zaměřit spíše na model úhrady obchodními místy (tzv. „*trading venue pays*“), který je zatím paradoxně v návrhu EK s nejstručnějším popisem, nebo na jiný podobný model placený investory. Zásadně odmítáme návrh na komplikovaný model fondu (tzv. „*payment upon results*“ model) i modely „*government as hiring agent*“ nebo „*public utility*“. Tyto modely jsou zcela netržního charakteru, vnášejí jen další distorze trhu a konflikty zájmů a zvyšují výdaje z veřejných rozpočtů.

Question:

(37) Are there any other issues that you consider should be tackled in the forthcoming review of the CRA Regulation?

Návrh stanoviska ČNB:

Nejsou.