

**VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE
FAKULTA MEZINÁRODNÍCH VZTAHŮ**

DIPLOMOVÁ PRÁCE

2014

Bc. Stanislav Beníšek

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE FAKULTA MEZINÁRODNÍCH VZTAHŮ



Obor: Mezinárodní obchod

Mezinárodní rating a jeho využití pro veřejný sektor (diplomová práce)

Autor: Bc. Stanislav Beníšek
Vedoucí práce: doc. Ing. Josef Taušer, Ph.D.

Prohlášení:

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma „Mezinárodní rating a jeho využití pro veřejný sektor“ vypracoval samostatně. Použité zdroje uvádím v přiloženém seznamu a všechny citace z pramenů jsem vyznačil.

Dále prohlašuji, že názory a postoje vyjádřené v této diplomové práci jsou pouze názory autora a nemusí být tedy v soulady s oficiálními postoji ratingových agentur. Stejně tak veškeré předpoklady činěné autorem nesmí být zaměňovány za oficiální názory ratingových agentur.

The views and opinions expressed in this research paper are those of the author and do not necessarily reflect the official position or opinion of any rating agency. Similarly, any assumptions made by the author do not reflect official position of any rating agency.

V Praze dne 15. 12. 2014

.....
podpis studenta

Poděkování:

Na tomto místě bych moc rád poděkoval panu doc. Ing. Josefu Taušerovi, Ph.D. za pomoc, cenné rady, ochotu a profesionální přístup při vedení mé diplomové práce.

Obsah

Obsah	1
Seznam zkratek	3
Úvod	4
Teoretická část	6
1. Veřejný sektor jako součást národního hospodářství	6
1.1. Příčiny existence veřejného sektoru	9
1.1.1. Poslání veřejného sektoru	11
1.2. Finance veřejného sektoru	12
1.2.1. Rozpočtový deficit	14
1.2.2. Veřejný dluh	15
2. Finanční trhy a jejich vliv na národní hospodářství	20
2.1. Finanční systém a trh, finanční instrument	20
2.2. Typy finančních instrumentů	21
2.2.1. Dluhový instrument	21
2.2.2. Kapitálový instrument	22
2.3. Finanční trh a jeho funkce	23
2.4. Klasifikace finančních trhů	24
2.4.1. Peněžní trh	24
2.4.2. Kapitálový trh	24
2.5. Informační asymetrie na finančních trzích	25
3. Mezinárodní kreditní rating a jeho funkce na finančních trzích	25
3.1. Historie kreditního ratingu	25
3.2. Definice kreditního ratingu	26
3.3. Význam ratingu a důvody pro jeho zpracování	28
3.4. Principy ratingového hodnocení	30
3.5. Omezení spojená s ratingem	33
3.6. Negativa a nedostatky kreditního ratingu	34
3.7. Mezinárodní ratingová stupnice	36
3.8. Druhy ratingu	38
3.9. Ratingový výhled	43
3.10. Popis ratingového procesu	43
Praktická část	44
4. Analýza kreditních ratingů udělených subjektům veřejného sektoru	44
4.1. Odvětvové členění kreditních ratingů agentury Moody's	45
4.1.1. „Infrastructure and Project Finance“	45
4.1.2. „Sovereign and Supranational“	46
4.1.3. „U.S. Public Finance“	47
4.2. „Sub-Sovereign“	47
4.2.1. Analýza portfolia dle typu subjektu	48
4.2.2. Analýza dle sídla emitenta	50
4.2.3. Analýza vývoje počtu ratingů v jednotlivých regionech a sub-sektorech	54
4.2.4. Kreditní rating jako nástroj pro přilákání investic a podporu decentralizačního procesu	59
4.2.5. Subjekty bez dluhových závazků s kreditním ratingem	62
4.2.6. Způsoby financování, které utlumují rozvoj využívání kreditního ratingu mezi územními samosprávami	63

4.3. Vyhodnocení praktické části.....	66
Závěr	70
Seznam použité literatury	72
Seznam tabulek.....	81
Seznam grafů	81
Seznam obrázků.....	81

Seznam zkratek

HDP	hrubý domácí produkt
ECB	Evropská centrální banka European Central Bank
IMF	Mezinárodní měnový fond International Monetary Fund
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj Organisation for Economic Co-operation and Development
USA	Spojené státy americké United States of America
USD	americký dolar United States Dollar
BIS	Bank pro mezinárodní platby Bank for International Settlements
RMS	Regionální a místní samosprávy

Úvod

Finanční trhy mají velký podíl na rozvoji naší společnosti. Je tomu tak proto, že jejich prostřednictvím byla umožněna alokace kapitálu od subjektů, kteří ho mají přebytek (investoři), k subjektům, kteří ho potřebují na uskutečnění svých záměrů. Kdyby finanční trhy tuto funkci neplnily, mnoho významných vynálezů, staveb či obchodních transakcí by pravděpodobně nikdy nebylo uskutečněno. K efektivnímu fungování trhů je mimo jiné nutné, aby byla co nejmenší informační asymetrie mezi investorem a subjektem hledajícím kapitál. Je to důležité proto, že výnos, který investoři požadují za poskytnutí kapitálu, odráží míru rizika, kterou přisuzují konkrétní transakci. Nedostatek informací o jeho protistraně pro investora zvyšuje míru rizika a tedy i „cenu“ jím poskytovaného kapitálu. Ta může být ve výsledku tak vysoká, že znemožní subjektu hledajícímu kapitál jeho projekt realizovat.

Jedním z nástrojů, které pomáhají snižovat informační asymetrie na finančních trzích je mezinárodní kreditní rating. Jeho přínos spočívá v tom, že investorům do dluhových finančních instrumentů umožňuje na jednoduché stupnici porovnat relativní riziko toho, že jim jejich pohledávka nebude splacena řádně a včas. Výhodou mezinárodního kreditního ratingu je jeho porovnatelnost jak napříč státy, tak i jednotlivými sektory světového hospodářství. Především první z jmenovaných faktorů se s postupující globalizací světové ekonomiky a propojeností finančních trhů stává stále relevantnějším. Ratingové hodnocení a udělení výsledné známky je prováděno nezávislými ratingovými agenturami. Jednou z nich je například agentura Moody's Investors Service (Moody's) a převážně její data a postupy budou v této práci použity a zkoumány, jelikož se mi podařilo získat přístup k detailnějším informacím o jejím portfoliu než v případě ostatních ratingových agentur.

Není překvapující, že svůj kreditní rating má většina států, které pravidelně vydávají dluhové cenné papíry na peněžním a kapitálovém trhu. Více překvapující může však být fakt, že svůj kreditní rating má i celá řada dalších subjektů veřejného sektoru, jako například mexický stát Tabasco nebo univerzita v anglickém Manchesteru.

Cílem této práce je prozkoumat do jaké míry využívají subjekty veřejného sektoru kreditní rating, jaké motivy a okolnosti je k tomu vedou a co způsobuje rozdíly ve využívání ratingu v rámci jednotlivých geografických regionů.

Svou práci jsem rozdělil na teoretickou a praktickou část. V první kapitole teoretické části nejdříve definuji veřejný sektor, popisuji jeho roli v národním

hospodářství a nakonec také ekonomická specifika subjektů veřejného sektoru. V další kapitole se zabývám teorií finančních trhů, jejich vlivem na národní hospodářství a nedostatky spojenými s jejich fungováním. Poté následuje definice ratingu a přehled jeho jednotlivých druhů. Tato sekce je zakončena popisem teoretických důvodů jeho vzniku, hodnoty, kterou by měl přinášet jak hodnoceným stranám tak investorům, ale také jeho nedostatkům a možným negativním dopadům.

Praktická část začíná popisem aktuálního portfolia kreditních ratingů agentury Moody's a vymezením skupin zabývajících se veřejným sektorem. V další kapitole pak analyzuji kreditní ratingy udělené subjektům veřejnému sektoru podle různých kritérií (například typ subjektu, geografická koncentrace, růst počtu ratingů ve specifických segmentech) s cílem identifikovat specifika či odchylky v rámci jednotlivých kategorií. Hlavní trendy či odchylky poté přibližuji na krátkých případových studiích. Snažím se přitom odpovědět na otázky typu: „Existují rozdíly v typu uděleného ratingu mezi rozvinutými a rozvojovými zeměmi? Existují subjekty, které mají kreditní rating, avšak mají nulovou zadluženost? V jaké zemi aktuálně dochází k nejrychlejšímu růstu počtu udělených ratingů a proč?“ Odpovědi na tyto a další otázky nám následně pomohou pochopit, jak je kreditní rating v rámci veřejného sektoru využívám a jakou funkci mu jednotlivé subjekty přisuzují.

Teoretická část

1. Veřejný sektor jako součást národního hospodářství

Národní hospodářství každého státu je velice složitý systém, který je však možné členit podle různých hledisek, což nám usnadňuje jeho pochopení a analýzu. Typickým příkladem je dělení podle odvětví (výroba nebo služby) či sektoru (primární až kvintární).¹ Pro tuto diplomovou práci jsou však důležitější jiná kritéria. Prvním z nich je **vlastnictví** (aktiv či výrobních faktorů), podle něhož můžeme národní hospodářství dělit na:

- **Soukromý sektor**, „ve kterém je přesně, konkrétně definována fyzická nebo soukromá právnická osoba jako konkrétní vlastník, který je z titulu vlastnictví kompetentní o svém vlastnictví rozhodovat, ale také nést důsledky svého rozhodnutí.“²
- **Veřejný sektor**, „ve kterém je vlastníkem některý ze subjektů veřejné správy“³. Veřejný sektor pak z hlediska vlastnictví členíme na státní sektor a samosprávný sektor.“⁴ Jak název napovídá, vlastníkem ve státním sektoru je stát, zatímco v samosprávném sektoru se jedná o obec či některý vyšší územní samosprávný celek (kraj, provincie, apod.).⁵ Halásek⁶ samosprávný sektor dále dělí na územní a zájmový, čímž do samosprávného sektoru zahrnuje například i neziskové organizace.

Druhým možným kritériem je **financování provozu a rozvoje**. To dělí národní hospodářství na:

- **Ziskový (tržní) sektor** – subjekty operující v tomto sektoru se primárně financují prodejem zboží a služeb na trhu, kde dochází k tvorbě ceny díky interakci nabídky a poptávky. Hlavní motivací subjektů v ziskovém sektoru je dosažení

¹ Strecková, Y., Malý, I. a kolektiv. *Veřejná ekonomie pro školu i praxi*. 1. vydání. Praha : Computer Press, 1998, s. 5

² Strecková, Y., Malý, I. a kolektiv. *Veřejná ekonomie pro školu i praxi*. 1. vydání. Praha : Computer Press, 1998, s. 6

³ Podle Haláska je veřejnou správou v našich podmínkách právního státu možno definovat jako „kvalifikovanou řídicí činnost správních orgánů, vykonávanou ve veřejném zájmu.“ Veřejnou správu dále dělíme na státní správu a samosprávu. Pod veřejnou správu spadají všechny činnosti, které můžeme chápat jako zájem veřejnosti. Zájem veřejnosti jsou myšleny oblasti, kde zájem skupiny převládá nad zájmem jednotlivce. Citováno a zpracováno na základě Haláska, D. *Veřejná ekonomika*. 2. vydání. Opava. : Optys, 2007, s. 55 a 57.

⁴ Strecková, Y., Malý, I. a kolektiv. *Veřejná ekonomie pro školu i praxi*. 1. vydání. Praha : Computer Press, 1998, s. 6

⁵ Strecková, Y., Malý, I. a kolektiv. *Veřejná ekonomie pro školu i praxi*. 1. vydání. Praha : Computer Press, 1998, s. 6

⁶ Halásek, D. *Veřejná ekonomika*. 2. vydání. Opava. : Optys, 2007, s. 55.

zisku a tím zvýšení svého vlastního disponibilního důchodu. Tento sektor je charakterizován konkurenčním prostředím, kde se může dlouhodobě dařit jen těm subjektům, které mají nějakou konkurenční výhodu. Jimi produkováné statky či služby poté přinášejí spotřebitelům v jejich subjektivním pohledu vyšší užitek, což těmto subjektům umožní prodávat jimi produkováné či distribuované zboží a služby. Z logiky věci vyplývá, že dlouhodobě ztrátové subjekty nemohou v ziskovém sektoru existovat.

- **Neziskový (netržní) sektor** – cílem subjektů v neziskovém sektoru není dosažení zisku, ale dosažení určitého užitku. Tento sektor se financuje dvěma základními způsoby:

a. Z veřejných financí⁷ - finanční prostředky jsou v tomto případě získávány z veřejných rozpočtů a to buď ve výši předpokládaných nákladů nebo i pod touto úrovní. Je-li subjektům poskytováno méně peněžních prostředků, než jsou jejich náklady, pak si tento rozdíl kompenzují prodejem zboží a služeb za ceny, které jsou většinou nižší než v případě ziskového sektoru. Prodávat pod tržními cenami si neziskové subjekty mohou dovolit právě díky této částečné dotaci z veřejného rozpočtu. Pro proces tvorby cen za těchto podmínek, se používá označení tvorba na základě veřejného zájmu.⁸

b. Ze soukromých financí - finanční prostředky jsou získané od fyzických či právnických osob, které tyto prostředky většinou poskytují na nějaký předem stanovený účel a neočekávají, že jim tento vklad přinese nějaký finanční zisk.

Strečková ve své publikaci⁹ uvádí, že primární kritérium pro vymezení veřejného sektoru je pro ni právě hledisko financování a ne pouze poněkud užší hledisko vlastnictví. Veřejný sektor by v tomto smyslu mohl být definován jako ta část národního hospodářství, ve které je produkce a spotřeba statků a služeb plně či částečně

⁷ Veřejnými financemi se v tomto případě myslí zdroje ve veřejných rozpočtech, které zahrnují rozpočet státu, krajů, měst a jiných územně samosprávných celků. Zdroje se do veřejných rozpočtů získávají od obyvatelstva především formou daní.

⁸ Strečková, Y., Malý, I. a kolektiv. *Veřejná ekonomie pro školu i praxi*. 1. vydání. Praha : Computer Press, 1998, s. 6

⁹ Strečková, Y., Malý, I. a kolektiv. *Veřejná ekonomie pro školu i praxi*. 1. vydání. Praha : Computer Press, 1998, s. 7

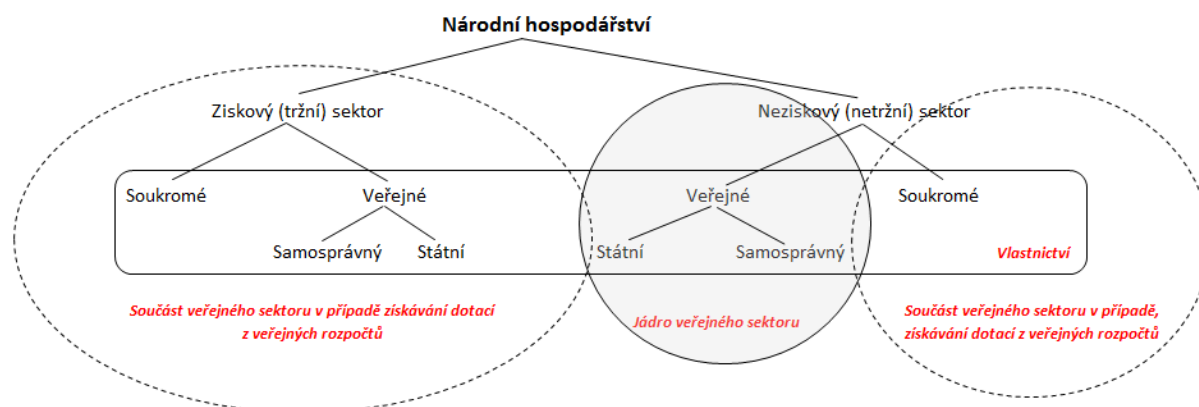
financována z veřejných financí. Pro Peckovou, Pilného a Jetmara¹⁰ je však při vymezení veřejného sektoru důležité splnění vícero kritérií. Veřejný sektor je v jejich pohledu tou částí národního hospodářství která (1) zabezpečuje produkci veřejných statků na neziskovém principu, (2) je financována z veřejných rozpočtů, (3) je řízena veřejnou správou, (4) o množství či kvalitě statků jí produkovaných se rozhoduje veřejnou volbou¹¹ a (5) podléhá veřejné kontrole, buď prostřednictvím občanů nebo specifických kontrolních orgánů.

Vztah mezi vlastnictvím a způsobem financování

Přestože dominantní formou vlastnictví v ziskovém sektoru je vlastnictví soukromé, existují zde i podniky, jejichž vlastníkem je stát či samosprávný subjekt. Motivace veřejného sektoru pro vstup do ziskového sektoru mohou být různé, avšak především se jedná o snahu zvýšit příjmy veřejných rozpočtů, kontrolovat oblast s mimořádným významem pro nějakou funkci státu (obrana, telekomunikace, ochrana přírodního prostředí) či poskytovat službu v oblasti, která není pro soukromé subjekty ekonomicky zajímavá.

V neziskovém sektoru se také setkáváme se oběma formami vlastnictví. Veřejně vlastněná část se poté nazývá neziskový veřejný sektor, zatímco část ve vlastnictví soukromých osob se nazývá neziskový soukromý sektor. Nejenže je neziskový soukromý sektor často příjemcem grantů a dotací z veřejných rozpočtů, většinou jsou mu také sníženy či prominuty daně.

Schéma 1 Struktura národního hospodářství podle typu vlastnictví a zdroje financování



Zdroj: Zpracováno na základě - Strecková, Y., Malý, I. a kolektiv. *Veřejná ekonomie pro školu i praxi*. 1. vydání. Praha : Computer Press, 1998

¹⁰ Peková, J., Pilný, J., Jetman, M. *Veřejná správa a finance veřejného sektoru*. 3. přepracované vydání. Praha : ASPI, 2008, s. 32 a 33.

¹¹ „Veřejná volba označuje kolektivní rozhodování buď všemi, kterých se důsledek rozhodnutí dotýká, nebo těmi, kteří byli těmito všemi zvoleni jako jejich zástupci.“ Strecková, Y., Malý, I. a kolektiv. *Veřejná ekonomie pro školu i praxi*. 1. vydání. Praha : Computer Press, 1998, s. 7.

1.1. Příčiny existence veřejného sektoru

Pecká, Pilný a Jetmar jako hlavní příčinu existence veřejného sektoru označují takzvané selhávání trhu.¹² Trh má v národním hospodářství nezastupitelnou roli, jelikož napomáhá efektivní alokaci ekonomických zdrojů a důchodů mezi jednotlivé tržní subjekty. Správné fungování trhu tedy zvyšuje efektivitu národního hospodářství tím, že nutí výrobce produkovat takové statky a služby, které se shodují s potřebami spotřebitelů a zároveň nutí výrobce efektivně využívat zdroje, aby mu rozdíl mezi prodejní cenou a náklady přinesl co největší zisk. Trh však může existovat pouze v případě, že jeho účastníci dodržují určitá pravidla. Jedná se především o důvěru účastníků směny v to, že jim bude garantován volný přístup na trhy, že jejich vlastnictví bude ochráněno a uzavřené smlouvy budou dodržovány. Neexistence těchto elementárních podmínek odrazuje ekonomické subjekty od směny na trzích, což ohrožuje efektivní alokaci zdrojů v hospodářství.

Avšak i v případě, že jsou tyto podmínky naplněny, se trh jako takový vyznačuje určitými tendencemi, které ohrožují efektivitu národního hospodářství. Jedná se především o tendence k¹³:

- **monopolizaci**, a to především ve výrobním sektoru,
- **polarizaci bohatství a chudoby**, což snižuje míru využívání zdrojů a omezuje spotřebu,
- zaměření na **krátkodobý horizont** a dosažení krátkodobých zisků, což oslabuje dlouhodobý ekonomický rozvoj obsahující prvky kvalitativního charakteru jako například kvalita životního prostředí,
- **nedostatečné produkci statků, ze kterých má užitek celá společnost** a ne pouze spotřebitel, který si ho opatřil,
- nedostatečnému zaměření na rozvoj lidského potenciálu.

Existenci veřejného sektoru je možné odůvodnit například pomocí teorie potřeb. Podle postavení určitého statku v reprodukčním procesu dělíme potřeby na **výrobní** a **finální**. Potřeby finální jsou vnímány spotřebiteli, jako důsledek jejich snahy zachovat svou existenci nebo její kvalitu. Prostředkem uspokojení finálních potřeb jsou spotřební statky, k jejichž produkci dochází v národním hospodářství. Sektor spotřeby by však

¹² Peková, J., Pilný, J., Jetman, M. *Veřejná správa a finance veřejného sektoru*. 3. přepracované vydání. Praha : ASPI, 2008, s. 29.

¹³ Převzato ze Strecková, Y., Malý, I. a kolektiv. *Veřejná ekonomie pro školu i praxi*. 1. vydání. Praha : Computer Press, 1998, s. 16.

nemohl existovat bez sektoru výroby a proto existují i výrobní potřeby, které pociťují právě ty subjekty, které jsou součástí výrobního procesu, v případě, že se jim nedostává statků, které potřebují k výrobě. Nejsou-li tedy uspokojeny potřeby výrobní, nemohou být uspokojeny ani potřeby finální.

Uspokojování výrobních potřeb je doménou ziskového sektoru, avšak existují i určité výjimky. Tou jsou tzv. statky technické infrastruktury (dopravní, rozvodové, transformační sítě atd.),¹⁴ které slouží jak k uspokojování výrobních, tak finálních potřeb. Využívají je jak výrobci, tak finální spotřebitelé, tudíž na jejich stavu a rozvoji má zájem v podstatě každý. Jedná se tedy o tzv. veřejný zájem. Vysoká kvalita a dostupnost infrastruktury zároveň vytváří jednu ze základních podmínek technického rozvoje. Má vliv nejen na efektivitu výroby, dostupnou úroveň spotřeby, ale ovlivňuje také mnoho kvalitativních faktorů lidského života. Z výše uvedeného plyne, že na financování a produkci infrastruktury se většinou podílí jak soukromý tak veřejný sektor.

a proto pro tuto práci budou dále podstatné především potřeby finální. Ty se dále dělí na potřeby **společenské** a **individuální**. Potřeby individuální má každý z nás už když se narodí, jako například potřebu dostupnosti stravy či příbytku, avšak potřeby společenské vznikly díky tomu, že se lidský druh začal organizovat do stále větších a komplexnějších skupin. Potřeby finální společenské jsou tradiční doménou veřejného sektoru. Jde například o potřebu osobní bezpečnosti a ochrany majetku, zajištění spravedlnosti nebo zajištění systému organizace společnosti. Naproti tomu potřeby individuální každý spotřebitel pociťuje čistě z důvodu toho, že je lidskou bytostí. Obecně je možné říci, že čím podstatnější je uspokojení určité potřeby pro zachování existence určitého jedince, tím vyšší je i jeho zájem na spotřebě statků uspokojujících tuto potřebu. Tohoto zájmu si je poté vědom tržní sektor, pro který bude tedy produkce těchto statků lukrativní. Naproti tomu zájem tržního sektoru o uspokojování méně esenciálních potřeb¹⁵ je nižší a proto na jeho místo většinou nastupuje veřejný sektor. Uspokojování těchto druhotných potřeb totiž většinou směřuje k uchování a kultivaci lidského potenciálu, významně ovlivňuje kvalitu života nebo podporuje ekonomický růst a tím blahobyt celé společnosti. Lidský potenciál je možné definovat jako „*předpoklady*

¹⁴ Strečková, Y., Malý, I. a kolektiv. *Veřejná ekonomie pro školu i praxi*. 1. vydání. Praha : Computer Press, 1998, s. 16.

¹⁵ Například potřeba vzdělání, poznání či estetických zážitků.

člověka k činnostem, které realizuje ve všech svých základních sociálněekonomických funkcích, a to ve funkci občana, člena rodiny, pracovníka, spotřebitele i vlastníka.“¹⁶

Mezi další funkce veřejného sektoru patří vytvořit podmínky proto, aby každý člen společnosti měl stejnou možnost spotřebovávat statky, které uchovávají a kultivují jeho lidský potenciál. Zajištění rozvoj lidského potenciálu vede k výraznému zkvalitnění prožitku ze života ve společnosti pro každého jedince. Význam rozvoje lidského potenciálu dále roste s postupnou automatizací výrobních činností, větší závislostí celé společnosti na pokračujícím vědeckém pokroku či s celosvětově rostoucím významem demokratických forem vládnutí, jejichž efektivita závisí na rozvoji lidského potenciálu.

1.1.1. Poslání veřejného sektoru

Posláním veřejného sektoru je podle Streckové „*předcházení a řešení důsledků selhávání trhu v ekonomickém a sociálním růstu a především rozvoji.*“¹⁷ Toho veřejný sektor dosahuje buď produkcí statků nebo poskytováním sociální podpory. Jedná se o statky, které nejsou vůbec nebo v dostatečné míře zajišťovány trhem. Sociální podpora se od produkce statků liší tím, že finanční prostředky z veřejných rozpočtů plynou přímo k obyvatelstvu. Těmito dvěma základními činnostmi veřejný sektor dosahuje naplnění svých cílů ve čtyřech hlavních oblastech: **ekonomické, sociální, politické a etické**. Dojde-li k naplnění cílů v jednotlivých oblastech, můžeme pak říci, že veřejný sektor naplil i své celkové poslání.

Jako příklady cílů veřejného sektoru v ekonomické oblasti Strecková¹⁸ uvádí:

- *“Zajistit produkci potřebného množství statků, které z objektivních příčin není schopen zajistit ziskový sektor a které jsou pro ekonomický růst a rozvoj významné”,*
- *“Přispět k zajištění růstu spotřeby v příjmově nižších skupinách obyvatelstva”,*
- *“Přispět k vytvoření pracovních příležitostí jak v tržním, tak veřejném sektoru”,*
nebo
- *“Přispět k vytvoření podmínek pro prostorově rovnoměrný růst a rozvoj v národním hospodářství i ve světové ekonomice.”*

¹⁶ Strecková, Y., Malý, I. a kolektiv. *Veřejná ekonomie pro školu i praxi*. 1. vydání. Praha : Computer Press, 1998, s. 23.

¹⁷ Strecková, Y., Malý, I. a kolektiv. *Veřejná ekonomie pro školu i praxi*. 1. vydání. Praha : Computer Press, 1998, s. 29.

¹⁸ Strecková, Y., Malý, I. a kolektiv. *Veřejná ekonomie pro školu i praxi*. 1. vydání. Praha : Computer Press, 1998, s. 29 a 30.

Mezi cíle sociální funkce řadí:

- *“Vytvoření podmínek pro kvalitu života jako vrcholnou kategorii sociálního rozvoje produkcí statků, které ji především svojí kvalitou podmiňují,”*
- *“Zajistit podmínky pro uspokojení finálních individuálních potřeb těm členům společnosti, kteří si je objektivně nemohou zajistit sami.”*

Jedním ze stěžejních cílů veřejného sektoru v politické oblasti podle Streckové patří:

- *“Přispět k podpoře demokratického uspořádání společnosti a to především podporou uchování a kultivace lidského potenciálu i rozhodováním veřejnou volbou.”*

Ačkoliv to docentka Strecková ve své knize výslovně neuvádí, je třeba dodat, že cíle veřejného sektoru se mohou bezpochyby lišit v závislosti na kulturních zvyklostech a rozdílném přístupu k organizaci společnosti v jednotlivých částech světového hospodářství. Přestože se plně ztotožňuji s tím, že jedním z prvořadých cílů veřejného sektoru má být podpora demokratického uspořádání, věřím, že není možné tento cíl chápat jako objektivní a globálně platný fakt, neboť je pravděpodobné, že experti na fungování veřejného sektoru například v některých zemích na Blízkém východě by toto jako cíl veřejného sektoru neuváděli.

1.2. Finance veřejného sektoru

Veřejné finance jsou klíčovým prvkem veřejného sektoru, jelikož vymezují jeho rozsah a významným způsobem ovlivňují jeho organizaci a fungování. Podle Streckové jsou veřejnými financemi myšleny *„peněžní vztahy, které se týkají činností veřejných institucí a zájmů a kde vystupuje jako jeden ze subjektů veřejná moc (vláda na nejrůznějších úrovních tj. stát, regionální samosprávy, obec).“*¹⁹ Typickým rysem veřejných financí je jejich fungování (ve většině případů) na principech nenávratnosti, neekvivalence a nedobrovolnosti. Zjednodušeně tyto principy vyjadřují, že platbou do veřejných rozpočtů nevzniká danému subjektu nárok na vrácení tohoto finančního obnosu, tento subjekt zároveň neví, na jaký účel budou jeho prostředky použity a jestli za toto plnění získá nějakou protihodnotu a v neposlední řadě, že subjekty musejí být k platbám do veřejných rozpočtů, až na výjimky, donuceny.

¹⁹ Strecková, Y., Malý, I. a kolektiv. *Veřejná ekonomie pro školu i praxi*. 1. vydání. Praha : Computer Press, 1998, s. 77.

Veřejným financím se běžně přisuzují tři základní funkce: **(1) alokační, (2) distribuční a (3) stabilizační.**²⁰ Plněním těchto funkcí poté dochází k realizaci celkového poslání veřejných financí, za které Strecková pokládá snahu „*zajistit fungování neziskového a především veřejného sektoru a přispět tak k dosažení stability a efektivnosti národního hospodářství.*“²¹ Alokační funkce spočívá v rozhodnutí subjektů veřejných financí o tom, které veřejné statky a v jaké míře budou produkovány. Určitými mechanismy však dochází také k ovlivnění toho, jaký podíl zdrojů bude v rámci národního hospodářství použit na produkci soukromých statků a veřejných statků. Prostřednictvím distribuční funkce veřejných financí dochází k přerozdělení části důchodů mezi jednotlivé skupiny obyvatel, například od majetných k nezaměstnaným. Funkce stabilizační spočívá ve využití veřejných financí jako nástroje k ovlivnění některých agregátních ekonomických veličin / makroekonomických indikátorů požadovaným směrem, jako například snížení nezaměstnanosti nebo zrychlení růstu hrubého domácího produktu.

Hospodaření s veřejnými finančními prostředky se uskutečňuje prostřednictvím tzv. **rozpočtové soustavy**. Ta zahrnuje **soustavu veřejných rozpočtů, rozpočtová pravidla a také orgány řízení, správy a kontroly veřejných financí.**²² Soustava veřejných rozpočtů se v jednotlivých zemích liší podle toho, jaké je správní uspořádání tohoto státu, avšak ve většině případů se bude rozpočtová soustava skládat ze státního rozpočtu, rozpočtu vyššího územně správního celku (například kraj nebo provincie) a místního či municipálního rozpočtu.²³ V širším pojetí poté literatura do veřejných rozpočtů řadí i rozpočty subjektů, které získávají podstatnou část svých příjmů z některého z výše uvedených primárních rozpočtů a rozpočty účelových státních fondů. Jednotlivé rozpočty většinou získávají určitou část příjmů svou vlastní činností či díky specifickým pravomocem a zbytek poté prostřednictvím transferů z jiné úrovně veřejného rozpočtu. V České republice jsou například obce přímým příjemcem daně z nemovitostí, zatímco daň z příjmu právnických osob putuje prvotně do státního rozpočtu a její poměrná část je poté na základě předem stanoveného vzorce přeposlána do obecního

²⁰ Strecková, Y., Malý, I. a kolektiv. *Veřejná ekonomie pro školu i praxi*. 1. vydání. Praha : Computer Press, 1998, s. 78.

²¹ Strecková, Y., Malý, I. a kolektiv. *Veřejná ekonomie pro školu i praxi*. 1. vydání. Praha : Computer Press, 1998, s. 78.

²² Strecková, Y., Malý, I. a kolektiv. *Veřejná ekonomie pro školu i praxi*. 1. vydání. Praha : Computer Press, 1998, s. 79

²³ Strecková, Y., Malý, I. a kolektiv. *Veřejná ekonomie pro školu i praxi*. 1. vydání. Praha : Computer Press, 1998, s. 79

rozpočtu.²⁴ Rozpočtovými pravidly, která jsou součástí rozpočtové soustavy, se myslí zákony upravující daňové určení, dovolené či povinné přesuny mezi jednotlivými veřejnými rozpočty, možnosti přesunů mezi jednotlivými rozpočtovými kapitolami a také sankce, které následují v případě, že nějaký orgán veřejné správy použije zdroje rozpočtu na jiný než předem vymezený účel.²⁵ Do rozpočtové soustavy jsou v neposlední řadě zahrnovány také orgány, které mají na starost správu a řízení veřejných prostředků, jako například finanční úřady nebo ministerstvo financí.

Klíčovou součástí rozpočtové soustavy většiny zemí je **státní rozpočet**. Je možné ho chápat například jako bilanci *příjmů a výdajů*, přičemž příjmy i výdaje se většinou dělí na *běžné a kapitálové*. Za běžné jsou označovány ty příjmy (výdaje), které mají trvalý charakter. Jedná se tedy například o vybrané daně či platby sociálního pojištění (podpora v nezaměstnanosti, výdaje na vzdělání, zdravotnictví, obranu, atd.). Kapitálovými výdaji se myslí různé investiční projekty, které nelze financovat v rámci jednoho roku.²⁶ Finanční prostředky nejsou tedy v tomto případě „spotřebovány“, ale naopak vynakládány na vytvoření jiného aktiva. Z výše uvedeného vyplývá, že státní rozpočet je sestavován na tzv. tokovém principu, v nejjednodušším popisu se jedná o souhrn příchozích a odchozích plateb za určité období. Důležitost státního rozpočtu se projevuje tím, že je schvalován na úrovni zákona.

1.2.1. Rozpočtový deficit

Důležitým fenoménem veřejných financí je tzv. fiskální nerovnováha. Jedná se o situaci, kdy jsou celkové rozpočtové výdaje v určitém období vyšší než rozpočtové příjmy. Vzniká poté rozpočtový deficit, který je nutné profinancovat. Podle způsobu jejich vzniku můžeme typy deficitů dělit do následujících dvou kategorií:²⁷

- a. Strukturální, které vznikají v důsledku rozhodnutí výkonného orgánu veřejné správy, například ve snaze podpořit ekonomický růst investiční aktivitou, vypořádat se s následky povodní nebo pouze zvýšit disponibilní důchod určité části populace.

²⁴ Finanční správa [online]. *Daňové příjmy rozpočtů krajů a obcí dle zákona o rozpočtovém určení daní*. 1. ledna 2014. [online] Převzato 25. listopadu 2014.

²⁵ Strecková, Y., Malý, I. a kolektiv. *Veřejná ekonomie pro školu i praxi*. 1. vydání. Praha : Computer Press, 1998, s. 81

²⁶ Strecková, Y., Malý, I. a kolektiv. *Veřejná ekonomie pro školu i praxi*. 1. vydání. Praha : Computer Press, 1998, s. 82

²⁷ Strecková, Y., Malý, I. a kolektiv. *Veřejná ekonomie pro školu i praxi*. 1. vydání. Praha : Computer Press, 1998, s. 93

- b. Cyklické, které jsou následkem vnějších faktorů mimo kontrolu veřejné správy. Jako příklad je možné uvést zpomalení hospodářské výkonnosti či stěhování obyvatelstva. Oba tyto jevy většinou povedou k poklesu daňových příjmů veřejných rozpočtů. Možnost orgánů veřejné správy tomuto poklesu v krátkém období nějak zabránit je zároveň velice omezená, jelikož daně (jakožto hlavní zdroj příjmů) jsou vymezeny zákonem, stejně jako podstatná část veřejných výdajů. Nejflexibilnější částí výdajové struktury jsou kapitálové investice.

Existuje několik způsobů, jak mohou orgány veřejné správy financovat rozpočtový deficit. První možností je prodej majetku ve vlastnictví veřejného sektoru, neboli privatizace. Někteří autoři však namítají, že tyto prodeje jsou součástí kapitálových příjmů a proto by se mělo o deficitu mluvit až po jejich započítání. Je-li rozpočet deficitní i poté, co se vzaly do úvahy kapitálové příjmy, vládě zbývají v podstatě dvě možnosti:²⁸

- **Emisní financování** – při emisním financování je věřitelem veřejného sektoru centrální banka, která nakupuje dluhové cenné papíry emitované (vydané) veřejným sektorem. Dochází tím však k růstu peněz v ekonomice, což může ve výsledku způsobit rostoucí inflaci. Nedochází však k nárůstu veřejného dluhu.
- **Dluhové financování** – subjekty veřejného sektoru přijímají úvěr či vydávají dluhové cenné papíry, které jsou nejčastěji nakupovány penzijními fondy, pojišťovnami, bankami či velkými korporacemi, neboť obligace veřejného sektoru jsou většinou považovány za investici s nízkou mírou rizika a vysokou likviditou. V tomto případě dochází k nárůstu veřejného dluhu.

1.2.2. Veřejný dluh

Veřejný dluh je možné definovat jako „**souhrn pohledávek ostatních ekonomických subjektů vůči státu, obcím, regionům apod. bez ohledu vznikly-li tyto pohledávky rozpočtovou cestou či jinak.**“²⁹ Pro určení, jestli se jedná o veřejný dluh není podstatné, jak určitý závazek vznikl, ale naopak to, jak bude uhrazen. Veřejný dluh totiž vždy představuje pohledávku vůči současným i budoucím daňovým platbám obyvatelstva.³⁰ Veřejným dluh tedy nemusí zákonitě vznikat pouze dluhovým

²⁸ Strečková, Y., Malý, I. a kolektiv. *Veřejná ekonomie pro školu i praxi*. 1. vydání. Praha : Computer Press, 1998, s. 95 a 96.

²⁹ Halásek, D. *Veřejná ekonomika*. 2. vydání. Opava : Optys, 2007, s. 138

³⁰ Strečková, Y., Malý, I. a kolektiv. *Veřejná ekonomie pro školu i praxi*. 1. vydání. Praha : Computer Press, 1998, s. 95 a 96.

financováním rozpočtových deficitů. Dalším významných důvodem nárůstu veřejného dluhu je také převzetí závazků soukromých osob státem.

Podle toho, kde sídlí jednotliví věřitelé se veřejný dluh dělí na vnitřní a zahraniční. Dluhové financování rozpočtových schodků je zajišťováno různými typy cenných papírů. Na krytí negativního salda mezi běžnými příjmy a výdaji v rámci jednoho roku se většinou používají tzv. pokladniční poukázky. Na financování investičních záměrů poté veřejný sektor spíše využívá dlouhodobé a střednědobé dluhové cenné papíry. Dluhopisy, jejichž vydavatelem je přímo centrální vláda nějaké země, jsou díky výsadnímu postavení státu většinou v rámci dané ekonomiky považovány za bezrizikovou investici.³¹ Předpokládám, že důvodem je fakt, že je velice obtížné najít v dané ekonomice subjekt, který by měl takové možnosti z hlediska potenciálního zvyšování svých příjmů. Stát, prostřednictvím své výkonné a zákonodárné moci, má například možnost zavést nové daně či poplatky a tím, ve většině případů, téměř automaticky navýšit své rozpočtové příjmy. Dále má stát ještě možnost získat peněžní prostředky ve spolupráci s centrální bankou, jak bylo zmíněno výše. Samozřejmě ne vždy jsou tyto teoretická možnosti z mnoha různých důvodů proveditelná a i stát se tak může dostat do situace, kdy není schopen dostát svým závazkům.

V poslední době je asi nejznámějším případ řecké vlády, která se díky svému vysokému zadlužení³² dostala do finanční tísně, následně obdržela finanční pomoc z IMF, Evropské Centrální Banky a ostatních zemí eurozóny, a i přesto vše vyvrcholilo tím, že byly investorům v březnu 2012 směněny jejich původní dluhopisy za obligace poskytující o 70% nižší čistou současnou hodnotu³³, což pro investory znamená výraznou ztrátu. Přestože s tímto krokem více než 80% držitelů těchto obligací souhlasilo, ratingová agentura Moody's ho ohodnotila jako nedodržení závazku a státní bankrot.³⁴

Podobně jako v Řecku, i v mnoho dalších rozvinutých tržních ekonomikách se nyní veřejný sektor potýká s vysokým zadlužením. Hrubý dluh veřejného sektoru v poměru k hrubému domácímu produktu této skupiny zemí, tak jak je definována

³¹ Halásek, D. *Veřejná ekonomika*. 2. vydání. Opava. : Optys, 2007, s. 138

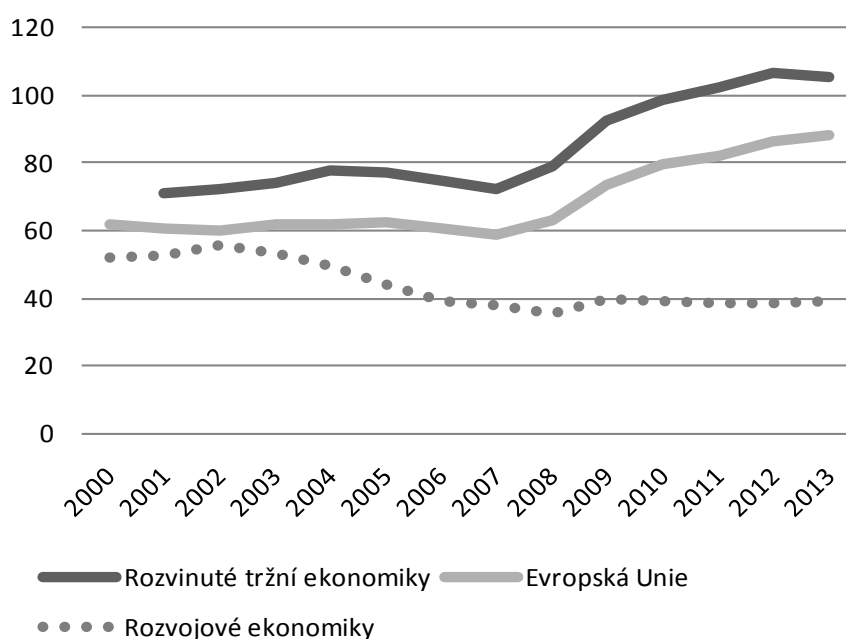
³² V roce 2011 dosáhl podle IMF dluh řeckého veřejného sektoru 170%, což bylo nejvíce mezi státy Eurozóny a podstatně více než druhá Itálie s 121%. International Monetary Fund. World Economic Outlook Database. October 2014. [on-line]. Staženo 20. listopadu 2014.

³³ Rejnuš čistou současnou hodnotu finančního instrumentu definuje jako „rozdíl mezi součtem diskontovaných peněžních příjmů získaných z investice za celou dobu jejího trvání (neboli současnou hodnotu investice) a náklady vynaloženými na její pořízení.“ Rejnuš, O. *Peněžní ekonomie (finanční trhy)*. 6. aktualizované vydání. Brno : CERM, 2012, s. 151.

³⁴ Moody's Investors Service. Announcement: Moody's Comments on Greek Debt Exchange. March 9, 2012.

Mezinárodním měnovým fondem (International Monetary Fund, IMF)³⁵, dosáhl v roce 2013 v průměru 105%. Jak dokládá graf č. 1, k výraznému nárůstu začalo docházet od vypuknutí poslední finanční a hospodářské krize v roce 2007, kdy průměrné zadlužení dosahovalo hodnoty kolem 70%.³⁶ Hlavním důvodem tohoto nárůstu byly vysoké rozpočtové deficity, které vznikly následkem silného výpadku daňových příjmů v důsledku všeobecného poklesu ekonomické aktivity na jedné straně a nárůstu sociálních transferů v důsledku rostoucí nezaměstnanosti na straně druhé. V některých případech byla také kapacita veřejných rozpočtů použita na rekapitalizaci postižených finančních institucí³⁷ či na oživení ekonomické aktivity prostřednictvím rostoucích vládních investic. Graf č. 1 zároveň ukazuje, že s těmito problémy se potýkal především veřejný sektor v rozvinutých tržních ekonomikách. Zadlužení rozvojových zemí zůstalo ve stejném období stabilní na úrovni kolem 40% hrubého domácího produktu.

Graf 1 Hrubý dluh veřejného sektoru jako podíl na hrubém domácím produktu ve vybraných částech světové ekonomiky, v %, 2000-2013



Zdroj: International Monetary Fund. *World Economic Outlook Database*. October 2014. [on-line].

Tabulka 1, jejíž hodnoty byly spočítány na základě dat vydaných Bankou pro mezinárodní platby (Bank for International Settlements, BIS) a IMF, dokládá, že valná

³⁵ „Hrubý dluh se skládá ze všech závazků, které musí být k určitému budoucímu datu splaceny bez ohledu na to, jestli se na ně vztahuje platba úroků.“ Vlastní překlad na základě International Monetary Fund. *World Economic Outlook Database*. October 2014. [on-line]. Převzato 20. listopadu 2014.

³⁶ International Monetary Fund. *World Economic Outlook Database*. October 2014. [on-line]. Staženo 20. listopadu 2014.

³⁷ Bloomberg L.P. [on-line]. *Ireland's Budget Deficit Widens on Bank-Recapitalization Costs*. 2 September 2011 [on-line]. Převzato 21. listopadu 2014.

většina dluhu veřejného sektoru je v rozvinutých ekonomikách financována vydáním dluhových cenných papírů. K razantnějšímu poklesu této relativně stabilní hodnoty došlo od roku 2010 v podstatě jen u zemí, které získaly mezinárodní finanční pomoc tedy Řecko, Irsko a Portugalsko.³⁸

Tabulka 1 Podíl dluhu veřejného sektoru, který je financován prostřednictvím emise dluhových cenných papírů, vybrané země, v %, 2000-2013

Země / Rok	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Rakousko	85%	86%	87%	89%	88%	88%	90%	90%	88%	88%	87%	86%	85%	87%
Belgie	93%	94%	95%	96%	94%	94%	93%	96%	95%	93%	95%	95%	93%	92%
Francie	77%	79%	81%	82%	83%	83%	83%	82%	83%	84%	84%	85%	84%	84%
Německo	63%	64%	67%	68%	70%	71%	72%	74%	72%	73%	74%	77%	76%	76%
Řecko	70%	72%	77%	82%	87%	90%	83%	85%	93%	94%	87%	78%	35%	29%
Irsko	56%	48%	54%	65%	71%	71%	71%	66%	53%	80%	67%	51%	47%	55%
Itálie	86%	85%	84%	83%	83%	82%	81%	82%	83%	83%	84%	84%	83%	84%
Holandsko	79%	80%	81%	82%	84%	83%	83%	81%	82%	78%	79%	79%	78%	79%
Portugalsko	83%	82%	82%	82%	84%	88%	88%	80%	83%	84%	86%	70%	61%	58%
Slovensko	34%	50%	54%	57%	59%	65%	76%	80%	89%	91%	93%	90%	87%	85%
Španělsko	85%	85%	86%	87%	87%	88%	88%	88%	89%	92%	92%	91%	83%	86%

Zdroj: Vytvořeno na základě - Bank for International Settlements. Securities - Debt Securities Statistics. Table 18: Total debt securities by residence of issuer. [on-line], International Monetary Fund. World Economic Outlook Database. October 2014. [on-line], a European Central Bank. Statistics. Exchange rates. Statistical Data Warehouse – Interactive data access. All bilateral exchange rates time series. Daily – USD. [on-line]

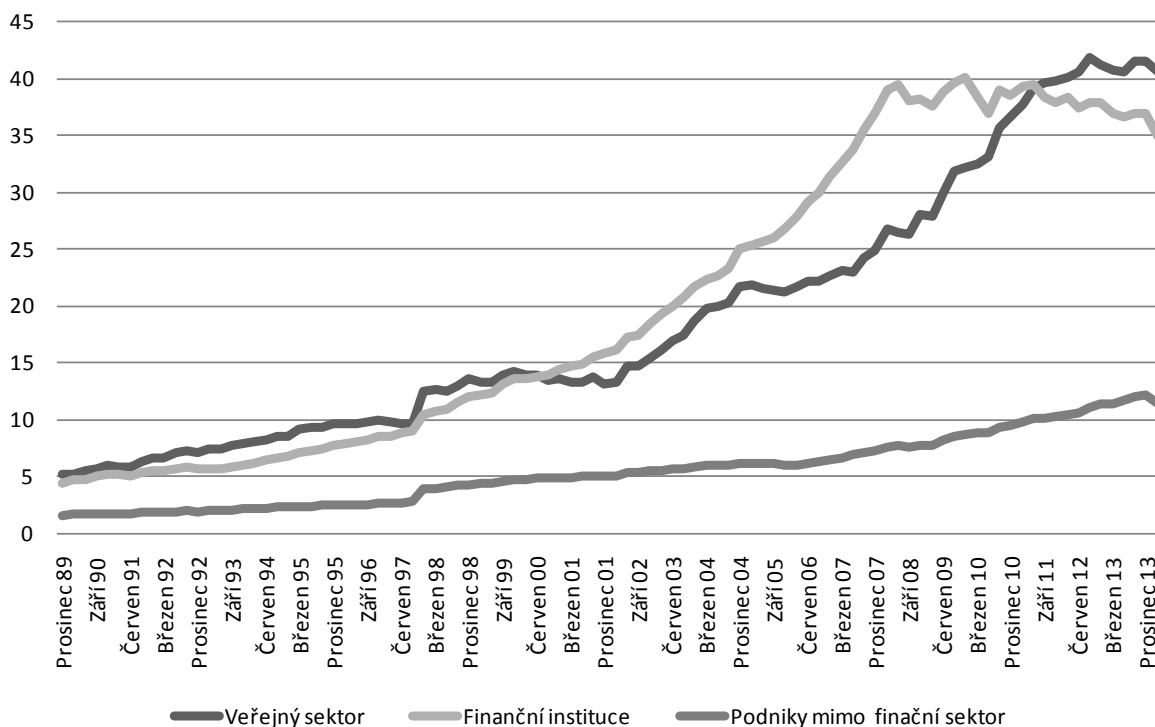
Celkový objem dluhových cenných papírů emitovaných veřejným sektorem dosáhl v celosvětovém měřítku³⁹ podle BIS ke konci prosince roku 2013 přibližně 42 bilionů USD⁴⁰, což bylo nejen více než v případě společností zabývajících se činnostmi mimo finanční sektor, ale tato hodnota dokonce převýšila i objem dluhových instrumentů vydaných finančními institucemi. Na grafu č. 2, který zobrazuje vývoj těchto veličin v čase, je dále zřejmé, že finanční krize vedla k výraznému poklesu emisní aktivity finančních institucí, zatímco objem emisí veřejného sektoru naopak akceleroval. Jedná se opět o důsledek potřeby financovat výše zmíněné rozpočtové deficity. Období od konce roku 2007 téměř až do současnosti se také vyznačovalo snahou investorů přesunout své prostředky z akcií do relativně bezpečnějších aktiv, což nahrávalo veřejnému sektoru, který mohl, až na výjimky, vydávat dluhopisy s relativně nízkým výnosem.

³⁸ Ve stejném období obdržely finanční pomoc i Kypr a Španělsko. V případě Španělska se však jednalo o španělské banky, ne o centrální vládu. Zdroj: Government of the Netherlands. [on-line] *Restoring Europe to financial health – Financial Assistance to countries in difficulties*. [on-line] Převzato 1. prosince 2014.

³⁹ Světovou ekonomikou se v tomto případě myslí všech 55 států, o kterých Banka pro mezinárodní platby shromažďuje a publikuje data.

⁴⁰ Bank for International Settlements. Securities - Debt Securities Statistics. Table 18: Total debt securities by residence of issuer. [on-line]. Staženo 20. listopadu 2014.

Graf 2 Množství vydaných dluhových cenných papírů v rámci jednotlivých sektorů světové ekonomiky⁴¹, biliony USD, prosinec 1989 – březen 2014



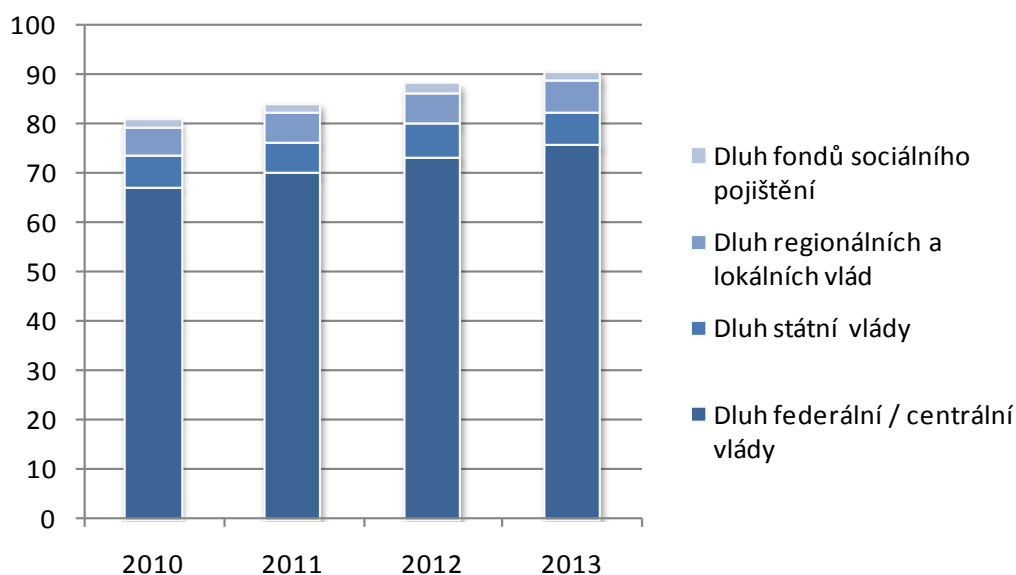
Zdroj: Vytvořeno na základě - Bank for International Settlements. Securities - Debt Securities Statistics. Table 18: Total debt securities by residence of issuer. [on-line].

Z dat zobrazených na grafu č. 2 je vidět, že veřejný sektor je velice aktivním účastníkem obchodů na dluhopisových trzích. Můžeme tedy zároveň předpokládat, že se veřejný sektor bude velice zajímat o kreditní rating, který by ze své podstaty měl podpořit jeho snahu o vydání dluhopisů na finančním trhu. Tento velice široký předpoklad však jistě nebude platit stejnou měrou (1) ve všech částech světové ekonomiky nebo (2) v různých částech veřejného sektoru.

Z údajů zobrazených na grafu č. 3 je zřejmé, že za valnou většinu dluhu veřejného sektoru v Evropské unii jsou zodpovědné centrální vlády. Byly také hybnou silou jeho nárůstu mezi roky 2010-2013, zatímco výše dluhu územních samospráv v poměru k HDP se v tomto období v podstatě nezměnila (viz. graf č. 3).

⁴¹ Světovou ekonomikou se v tomto případě myslí všech 55 států, o kterých Banka pro mezinárodní platby shromažďuje a publikuje data.

Graf 3 Podíl jednotlivých vládních úrovní na celkovém dluhu veřejného sektoru v Evropské unii (28 členů), v % hrubého domácího produktu, 2010-2013



Zdroj: Eurostat. Statistics. Data – Database. Government statistics – Government finance statistics – Government deficit and debt. [on-line].

2. Finanční trhy a jejich vliv na národní hospodářství

2.1. Finanční systém a trh, finanční instrument

Fabozzi a Drakeová definují⁴² **finance** (ve smyslu vědního oboru) jako „využití ekonomických principů v rozhodovacím procesu, který obnáší alokaci peněžních prostředků za nejistoty.“ Tento vědní obor tedy vytváří rámec pro rozhodnutí o tom, jak by měly být prostředky získány a následně investovány. Platforma, která umožňuje transfer peněžních prostředků od subjektů, kteří jich mají přebytek k subjektům, kteří je naopak potřebují, aby mohli uskutečnit své podnikatelské záměry se nazývá **finanční systém**. Díky přesunu prostředků k subjektům, kteří jsou potenciálně schopni je využít efektivněji poté většinou dochází k rychlejšímu růstu celé ekonomiky. Finanční systém typické ekonomiky se skládá z **finančních trhů** a finančních institucí.⁴³

Aktivem je podle Fabozziho a Drakeové všeobecně myšlen „*jakýkoliv prostředek, od kterého se očekává, že v budoucnu přinese svému majiteli užitek a má tedy ekonomickou hodnotu*“⁴⁴. Aktiva je možné dělit na hmotná a nehmotná. Hmotnými aktivy

⁴² Fabozzi, F. J. a Peterson Drake, P. Finance : capital markets, financial management, and investment management. John Wiley & Sons, Inc, 2009, s. 3.

⁴³ Fabozzi, F. J. a Peterson Drake, P. Finance : capital markets, financial management, and investment management. John Wiley & Sons, Inc, 2009, s. 4.

⁴⁴ Fabozzi, F. J. a Peterson Drake, P. Finance : capital markets, financial management, and investment management. John Wiley & Sons, Inc, 2009, s. 111.

se myslí například budovy, stroje a pozemky, zatímco nehmotná aktiva většinou představují právní nárok na nějaké budoucí užitky. Do nehmotných aktiv spadají i **finanční aktiva**, u nichž je budoucí užitek většinou představován nárokem na obdržení určitých peněžních prostředků. Ze své podstaty jsou finanční aktiva tedy především nástrojem určeným k přesunu peněžních prostředků mezi ekonomickými subjekty. Kontrakt na jehož základě vzniká jednomu subjektu finanční aktivum a druhému finanční závazek se poté nazývá **finanční instrument (nástroje)**.⁴⁵ Každý finanční instrument se tedy váže ke dvěma subjektům. Subjekt, který instrument prodává, a zavázal se k tomu, že bude v budoucnosti činit platby se nazývá dlužník, nebo emitent a naopak subjekt, který instrument kupuje a bude v budoucnu příjemce těchto plateb, se nazývá investor.⁴⁶ Jak uvádí Kislingarová, investoři neposkytují tyto prostředky zdarma, ale požadují určitý příjem nad rámec původně poskytnuté částky, aby jim bylo vykompenzováno podstoupené riziko a také čas během kterého nemají prostředky k dispozici.⁴⁷

2.2. Typy finančních instrumentů

Finanční instrumenty můžeme dělit podle toho, k jakému nároku je investor oprávněn.

2.2.1. Dluhový instrument

Finanční instrument, který jeho emitenta zavazuje k tomu, aby investorovi splatil celou částku, která mu byla poskytnuta a ještě předem definovanou peněžní odměnu se nazývá **dluhový instrument**.⁴⁸ Základními formami dluhového instrumentu jsou úvěry a dluhopisy. Dluhovými instrumenty se také říká instrumenty s pevným výnosem, neboť investorův výnos, mající většinou formu úrokových plateb, je smluvně stanoven. Výše úrokových plateb je buď vymezena předem a nebo se k datu splatnosti určuje ve vztahu k nějaké referenční sazbě (míra inflace, mezibankovní úroková sazba, atd.). Zásadním prvkem je tedy to, že kdo investuje do dluhového instrumentu nemůže získat více, než kolik je smluvně stanoveno⁴⁹ (předpokládáme, že investor drží instrument do splatnosti a

⁴⁵ International Accounting Standards Board. *International Accounting Standards*. IAS 32 – Financial Instruments: Presentation, as of January 2014.

⁴⁶ Fabozzi, F. J. a Peterson Drake, P. *Finance : capital markets, financial management, and investment management*. John Wiley & Sons, Inc, 2009, s. 112.

⁴⁷ Kislingarová, E. a kol. *Manažerské finance*. 1. vydání. Praha : C. H. Beck, 2004. str. 124

⁴⁸ Fabozzi, F. J. a Peterson Drake, P. *Finance : capital markets, financial management, and investment management*. John Wiley & Sons, Inc, 2009, s. 112.

⁴⁹ Fabozzi, F. J. a Peterson Drake, P. *Finance : capital markets, financial management, and investment management*. John Wiley & Sons, Inc, 2009, s. 112.

neobchoduje s ním). Z tohoto důvodu se také dluhovým instrumentům říká instrumenty s pevným výnosem.

V českém právním prostředí je **dluhopis** definován jako⁵⁰ „*zastupitelný cenný papír nebo zaknihovaný cenný papír vydaný podle českého práva, s nímž je spojeno právo na splacení určité dlužné částky jeho emitentem a popřípadě i další práva plynoucí ze zákona nebo z emisních podmínek dluhopisu.*“ Občanský zákoník poté vymezuje **smlouvu o úvěru**, jako „*smlouvu, kterou se úvěrující zavazuje, že úvěrovanému poskytne na jeho požádání a v jeho prospěch peněžní prostředky do určité částky, a úvěrovaný se zavazuje poskytnuté peněžní prostředky vrátit a zaplatit úroky.*“⁵¹ Velkou výhodou dluhopisů oproti úvěrům je fakt, že bývají převoditelné (obchodovatelné) a investoři je tedy nemusejí držet až do splatnosti.⁵²

2.2.2. Kapitálový instrument

Naproti tomu **kapitálové finanční nástroje** se podle Fabozziho a Drakeové vyznačují tím, že „*investor má nárok na platby z budoucích zisků, pokud jsou nějaké vygenerovány, avšak až poté, co jsou uspokojeny nároky investorů do dluhových instrumentů vydaných tímto subjektem.*“⁵³ Výplata podílu na vygenerovaném zisku se nazývá dividenda. Mezinárodních účetní standardy (IAS 32)⁵⁴ pak kapitálové finanční nástroje definují jako „*smlouvu dokládající zbytkový podíl na aktivech podniku po odečtení všech jeho závazků.*“ Z právního hlediska je tedy největším rozdílem mezi oběma kategoriemi to, že v případě bankrotu emitenta mají nároky držitelů dluhových nástrojů přednost před nároky investorů do kapitálových nástrojů. Tato „nevýhoda“ je však kapitálovým investorům vynahrazena tím, že se většinou mohou podílet na řízení společnosti. Typickým příkladem kapitálového finančního nástroje jsou kmenové akcie. Existují však i finanční nástroje, které mají rysy obou kategorií. Jsou jimi například preferenční akcie.⁵⁵

⁵⁰ Zákon č. 190/2004 Sb. Zákon o dluhopisech, znění od 1.8. 2014. Část I., hlava I. Převzato z www.zakonyprolidi.cz [on-line] dne 13. prosince 2014.

⁵¹ Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník. Část IV., hlava II, díl 2, oddíl 7. Převzato z business.center.cz [on-line] dne 13. prosince 2014.

⁵² Rejnuš, O. Peněžní ekonomie (finanční trhy). 3. aktualizované vydání. Brno : CERM, 2007, s. 34

⁵³ Fabozzi, F. J. a Peterson Drake, P. Finance : capital markets, financial management, and investment management. John Wiley & Sons, Inc, 2009, s. 112.

⁵⁴ International Accounting Standards Board. International Accounting Standards. IAS 32 – Financial Instruments: Presentation, as of January 2014.

⁵⁵ Fabozzi, F. J. a Peterson Drake, P. Finance : capital markets, financial management, and investment management. John Wiley & Sons, Inc, 2009, s. 113.

2.3. Finanční trh a jeho funkce

Finanční trh je místem, na kterém dochází ke směně finančních nástrojů. Pro účastníky směny plní trh tři základní funkce:

- **Tvorba ceny**
- **Likvidita**
- **Snížení transakčních nákladů**

K určení **ceny** finančního nástroje dochází spontánně díky interakci kupujících a prodávajících. V podstatě jde o určení toho, jaký výnos investoři požadují, aby byli ochotni koupit nějaký finanční instrument a poskytnout tak emitentovy finanční prostředky, které se snaží získat. **Likvidita**, jako další z klíčových funkcí finančního trhu, je ve své obecné formě Evropskou centrální bankou (ECB) definována jako „*schopnost ekonomického subjektu směnit jeho existující majetek za statky, služby či jiná aktiva.* [vlastní překlad]⁵⁶ **Likvidita trhu** je pak vymezena jako „*schopnost obchodovat aktivum v krátkém čase, při nízkých nákladech a bez významného dopadu na jeho cenu* [vlastní překlad].“⁵⁷ Obdobnou definici pak nabízí i Česká národní banka⁵⁸, která popisuje likviditu investičního instrumentu „*jako schopnost přeměny na disponibilní finanční prostředky při vynaložení minimálních časových a finančních nákladů.*“ Možnost rychle prodat jimi držený instrument je pro investory velice důležitým faktorem při jejich rozhodování do kterého instrumentu vložit prostředky, neboť jim dává možnost pružně reagovat na změny hospodářského prostředí či jejich vlastních preferencí a okolností.

Uskutečnění každého obchodu sebou přináší určité transakční náklady a existence organizovaných finančních trhů, které sdružují investory a emitenty, tyto **náklady snižuje**. Fabozzi a Drakeová⁵⁹ dále dělí transakční náklady do dvou skupin na „náklady na vyhledání“ (search costs) a „informační náklady“ (information costs). Náklady na vyhledávání poté člení na přímé (explicitní) a nepřímé (implicitní). Jako příklad přímých nákladů autoři uvádějí náklady na inzerci, nebo jinou formu komunikace našeho záměru koupit či prodat finanční instrument. Naše snaha najít protistranu pro zamýšlený obchod pak zabírá určitý čas, jehož hodnota představuje nepřímý náklad. Informační náklady jsou

⁵⁶ European Central Bank. Working Paper Series No 1008 / February 2009: Liquidity (Risk), Concepts, Definitions and Interactions. str. 10. Citováno 18. května 2014.

⁵⁷ European Central Bank. Working Paper Series No 1008 / February 2009: Liquidity (Risk), Concepts, Definitions and Interactions. str. 14. Citováno 18. května 2014.

⁵⁸ Česká národní banka [on-line]. *Slovník pojmů. Likvidita*. Převzato 10. listopadu 2014.

⁵⁹ Fabozzi, F. J. a Peterson Drake, P. Finance : capital markets, financial management, and investment management. John Wiley & Sons, Inc, 2009. ISBN 978-470-40735-6, s. 114

především spojené s vyhodnocením toho, který instrument je pro určitého investora nejvhodnější, respektive nejatraktivnější.

2.4. Klasifikace finančních trhů

Finanční trh se dá podle určitých hledisek rozdělit na mnoho dílčích trhů. Autor této však věří, že pro potřeby této práce postačí níže přiblížit pouze dělení vycházející z druhu instrumentů obchodovaných na jednotlivých trzích. Z tohoto hlediska je nejčastější dělení na trh peněžní, kapitálová, trh s cizími měnami a trh drahých kovů. V souvislosti s tematikou kreditního ratingu je však dostačující podrobněji představit pouze trh peněžní a kapitálový.

2.4.1. Peněžní trh

Jedná se o část finančního trhu, na které se obchodují krátkodobé finanční instrumenty se splatností obvykle do jednoho roku od vydání a většina instrumentů má povahu dluhových instrumentů.⁶⁰ Ze své podstaty peněžní trh slouží primárně k dočasnému financování provozních aktivit jednotlivých subjektů a je možné ho dále dělit na trh krátkodobých úvěrů a trh krátkodobých cenných papírů (dluhopisů).⁶¹ Krátkodobé cenné papíry jsou většinou likvidnější než dlouhodobé a méně podléhají cenovým fluktuacím.

Do trhu krátkodobých úvěrů je možné zahrnout úvěry poskytované bankami, ale také obchodní úvěry, které si poskytují jednotlivé podnikatelské subjekty navzájem. Mezi krátkodobé cenné papíry patří především pokladniční poukázky, komerční papíry, depozitní certifikáty či směnky. Státní pokladniční poukázky jsou krátkodobé dluhopisy vydávané vládami jednotlivých států. Výnos, který investor jejich koupí získá, není většinou určován výší úrokové míry, ale diskontem z nominální hodnoty. Nominální hodnota je suma, kterou vlastník dluhopisu získá při jeho splatnosti. Investor tedy například při emisi pokladniční poukázky zaplatí 900,-, avšak při její splatnosti obdrží 1000,-.

2.4.2. Kapitálový trh

Na kapitálovém trhu se obchodují instrumenty se splatností delší než jeden rok a nebo instrumenty bez splatnosti.⁶² Transakce na tomto trhu mají povahu dlouhodobých

⁶⁰ Fabozzi, F. J. a Peterson Drake, P. Finance : capital markets, financial management, and investment management. John Wiley & Sons, Inc, 2009, s. 123.

⁶¹ Rejnuš, O. Peněžní ekonomie (finanční trhy). 3. aktualizované vydání. Brno : CERM, 2007, s. 32.

⁶² Příkladem mohou být kmenové akcie.

finančních investic. Na kapitálovém trhu se obchodují jak dluhové finanční instrumenty, tak kapitálové instrumenty (akcie). Rejnuš⁶³ dále dělí dluhové finanční instrumenty obchodované na kapitálových trzích na dlouhodobé úvěry a dlouhodobé dluhové cenné papíry. Dlouhodobé dluhové cenné papíry se nazývají obligace. Na rozdíl od dlouhodobých úvěrů, dlouhodobé dluhové cenné papíry jsou většinou obchodovatelné. Jejich další výhodou je to, že je jednu emisi může koupit velké množství investorů, což rozloží jejich riziko, a ve srovnání s bankovními úvěry tedy dlužník většinou může získat větší množství finančních prostředků.

2.5. Informační asymetrie na finančních trzích

Jedním z faktorů, které ovlivňují správné fungování finančních trhů, a tím tedy i efektivní alokaci kapitálu, je tzv. informační asymetrie mezi investory a emitenty. Informační asymetrie můžeme definovat jako situaci, kdy „jeden účastník transakce má přesnější či obsáhlejší informace, což vytváří nerovnováhu mezi účastníky této transakce.“⁶⁴ Jelikož nejistota je pro investory v podstatě synonymem rizika a riziko ovlivní cenu, kterou investoři požadují za poskytnutý kapitál, vyšší nejistota způsobená nedostatkem přesných a detailních informací povede většinou k méně výhodným podmínkám pro emitenty (vyšší cena kapitálu, neochota investorů půjčovat velké objemy na dlouhou dobu). Jedním z nástrojů, které pomáhají snižovat informační asymetrii na finančních trzích a pomáhají investorům učinit kvalifikovanější rozhodnutí je mezinárodní kreditní rating.

3. Mezinárodní kreditní rating a jeho funkce na finančních trzích

3.1. Historie kreditního ratingu

Dnešní společnosti se někdy také přezdívá společnost „informační“. To proto, že přístup k informacím se stává klíčovým předpokladem úspěchu v jakékoliv oblasti. Informací je všude okolo nás nesmírné množství a především díky rozvoji informačních technologií a internetu je jejich dostupnost nesrovnatelně vyšší, než kdykoliv v minulosti. Problémem tedy již není dostupnost určitého druhu informace, ale spíše výběr té správné a její efektivní zpracování. Před tento problém jsou postaveni i investoři, kteří mohou dnes své volné prostředky investovat do nespočetného druhu aktiv prakticky ve všech

⁶³ Rejnuš, O. Peněžní ekonomie (finanční trhy). 6. aktualizované vydání. Brno : CERM, 2012, s. 41.

⁶⁴ Fabozzi, F. J. a Peterson Drake, P. Finance : capital markets, financial management, and investment management. John Wiley & Sons, Inc, 2009, s. 111.

zemích světa. Větší možnost výběru však zároveň ztěžuje orientaci investorů při jejich snaze maximalizovat výnos a minimalizovat riziko.

S touto otázkou se potýkali i investoři ve Spojených státech amerických na začátku 20. století, kdy se mnoho společností snažilo získat kapitál na projekt výstavby železnice. Pro investory však bylo složité odhadnout, jaká míra rizika je spojena s investicí do každé jednotlivé společnosti. Na tuto potřebu reagoval v roce 1909⁶⁵ pan John Moody, který zveřejnil publikaci analyzující železniční společnosti a jimi emitované dluhové finanční instrumenty. Ke každé společnosti pak připojil krátké zhodnocení její relativní investiční kvality, které vyjádřil jednoduchým třípísmenným kódem. Dal tak vzniknout známé ratingové stupnici, která se využívá dodnes. Právě vysoká srozumitelnost výsledného ratingového hodnocení zvyšuje jeho atraktivitu a využitelnost pro investory.

Rating se velice rychle stal oblíbeným nástrojem amerických investorů, na což John Moody reagoval rozšířením okruhu hodnocených subjektů o průmyslové podniky a podniky veřejných služeb. V červenci 1914 pak jeho snažení vyvrcholilo založením první ratingové agentury na světě, Moody's Investors Service.⁶⁶ Následně vznikli i předchůdci dalších dvou významných ratingových agentur, Standard & Poor's Ratings Services a Fitch Ratings. Přestože existují i další ratingové agentury, tyto tři společnosti jsou dominantními hráči na trhu, se souhrnným tržním podílem přibližně 95%.⁶⁷ Pro potenciální nové zájemce je velice těžké se na tomto trhu etablovat, jelikož jedním z klíčových aktiv v tomto odvětví je reputace, kterou si za posledních sto let tyto tři největší agentury vybudovaly.

3.2. Definice kreditního ratingu

Kreditní rating je možné charakterizovat jako subjektivní a nezávislé posouzení schopnosti určitého subjektu dodržet ke smlouvenému datu a v plné výši své závazky.⁶⁸ Je důležité dodat, že se jedná o závazky finanční, především tedy úvěry a dluhopisy, a schopnost dostát svým závazkům je hodnocena relativně vzhledem k ostatním subjektům

⁶⁵ Moody's Investors Service, Inc. Careers – Our role – Moody's History. [on-line]. Převzato 20. listopadu 2014.

⁶⁶ Moody's Investors Service, Inc. Careers – Our role – Moody's History. [on-line]. Převzato 20. listopadu 2014.

⁶⁷ The Economist Newspaper Limited [on-line]. *The ratings industry has bounced back from the financial crisis*. 19 April 2014. Převzato 11. prosince 2014.

⁶⁸ Odvozeno z Vinš, P., Liška, V. Rating. 1. Vydání. Praha : C. H. Beck, 2005 a Moody's Investors Service, Inc. [on-line]. *Rating Policy & Approach*. [on-line]. Převzato 20. listopadu 2014.

či obligacím.⁶⁹ Ve všeobecné rovině vyjadřují kreditní ratingy všech tří hlavních agentur to samé, tedy riziko, že investor utrpí ztrátu důsledkem nesplacení finančního závazku. V praxi se však jejich přístup liší. Zatímco kreditní ratingy agentur Fitch a Standard & Poor's řadí jednotlivé subjekty či obligace pouze podle pravděpodobnosti, že dojde k nesplacení závazku, agentura Moody's využívá koncept tzv. očekávané ztráty [expected loss, vlastní překlad], který kombinuje pravděpodobnosti nesplacení [probability of default, vlastní překlad] s výší ztráty ke které pravděpodobně dojde [loss given default, vlastní překlad]. Zjednodušeně je možné tento koncept demonstrovat na následujícím příkladu:

Předpokládejme, že pravděpodobnost, že určitý dluhopis nebude v horizontu 3 let splacen je rovna 50% a že v případě bankrotu jeho emitenta bude splacena pouze polovina tohoto instrumentu. Výše očekávané ztráty se rovná součinu obou hodnot, tedy $50\% * 50\% = 25\%$.

Schopnost subjektu dostát řádně a včas svým závazkům se nazývá bonita (úvěruschopnost) a z pohledu ratingu je elementárně spjata se schopností dotyčného subjektu generovat v budoucnosti finanční prostředky. Proto se ratingová analýza zaměřuje především na zhodnocení stability a rozsahu budoucích finančních toků [cashflow, vlastní překlad] v poměru k existujícím závazkům hodnoceného subjektu. Podmínkou správného zhodnocení je pochopení klíčových faktorů podporujících tvorbu finančních prostředků a také faktorů, které ohrožují budoucí finanční toky. Pro posouzení bonity je tedy nutné zanalyzovat všechna potenciální rizika, kterým je daný subjekt vystaven a která by mohla negativně ovlivnit jeho budoucí finanční výkonnost. Jde například o rizika makroekonomická, politická, právní, personální, finanční, tržní, geografická atp. Jedná se tedy o posouzení velice komplexní, čímž se rating liší například od scoringu, ve kterém se analytik zaměřuje především na finanční ukazatele daného subjektu.

Podstatné je také pochopení toho, jak dalece je subjekt schopen vyrovnat se s náhlým zhoršením schopnosti v budoucnu generovat finanční prostředky. Všeobecně platí, že čím vyšší je předvídatelnost budoucích finančních toků a schopnost vyrovnat se s jejich zhoršením, tím vyšší bude udělený rating.

⁶⁹ Kreditní rating může být udělen na úrovni celého subjektu, který emitoval nějaké dluhové instrumenty (issuer rating) nebo na úrovni jednotlivé obligace (debt rating). Standard & Poor's Financial Services LLC. [online] Standard & Poor's Ratings Definitions. 20 November 2014. [on-line]. Převzato 13. prosince 2014. [vlastní překlad].

Rizika ovlivňující bonitu určitého subjektu se mohou významně lišit v závislosti na sektoru či regionu, ve kterém tento subjekt působí. Proto je téměř nemožné vytvořit jeden univerzální postup (metodologii) ratingového hodnocení a ten aplikovat napříč všemi sektory a regiony světového hospodářství. Během ratingového procesu se naopak analytik snaží identifikovat a posoudit všechna rizika relevantní právě pro hodnocený subjekt.

3.3. Význam ratingu a důvody pro jeho zpracování

Podstata ratingu se nezměnila dodnes. Stále se jedná o produkt, který přispívá k efektivnímu fungování kapitálových trhů především díky snižování informační asymetrie mezi investory a emitenty. I když bychom předpokládali, že většina investorů nebo profesionálních portfolio manažerů disponuje znalostmi potřebnými k provedení své vlastní kreditní analýzy, stále se budou potýkat s několika zásadními překážkami:

1) Dostupnost důvěrných informací – ne každý investor má přístup k důvěrným údajům společnosti, které hodlá poskytnout své finanční prostředky. Oproti tomu analytikům ratingových agentur jsou k dispozici i neveřejné informace. Analytici jsou však smluvně vázáni mlčenlivostí, důvěrná data zveřejňují v připravených publikacích jen se souhlasem klienta, avšak reflektují je v uděleném ratingu.⁷⁰

2) Nedostatek zdrojů – racionálně jednající investoři, ať už fyzické, či právnické osoby, vždy velice pečlivě zvažují, do kterého podniku či aktiva umístí své volné peněžní prostředky. Pro své rozhodnutí potřebují znát rizikové faktory každé zvažované investice. V dnešním globalizovaném světě však existuje tak velké množství investičních příležitostí, že většina investorů není schopna si sama obstarat informace o všech zvažovaných investicích a následně je ještě detailně zanalyzovat. Je pro ně daleko efektivnější tuto činnost přenechat specializovaným institucím a opatřit si pouze konečné hodnocení daného subjektu.

3) Porovnatelnost výsledku – předpokládejme, že určitý penzijní fond, investující svěřené peněžní prostředky do rozličných finančních instrumentů pocházejících z různých světových regionů, má speciální oddělení detailně analyzující, podle svých vlastních postupů, všechna aktiva vyhovující investiční strategii tohoto fondu, a že analytici na tomto oddělení mají přístup i k neveřejným údajům analyzovaných subjektů. Tito analytici budou však stále postaveni před nelehký úkol, kterým je porovnatelnost výsledků jejich analýz napříč sektory a regiony. Mezinárodní kreditní rating je

⁷⁰ Zpracováno na základě Vinš, P., Liška, V. Rating. 1. Vydání. Praha : C. H. Beck, 2005.

konstruován tak, aby každý stupeň na ratingové stupnici představoval relativně stejnou míru rizika, ať již je přiřazen výrobcí elektřiny v Číně nebo místní samosprávě v Belgii.

Výše uvedené body popisovaly především výhody, které rating přináší investorům. Velice významným je však i pro subjekty hledající kapitál. Těm může relativně dobré umístění na ratingové stupnici zajistit především:

1) Snížení nákladů na dluhové financování, ať už formou úvěru či emise dluhopisů na finančních trzích – vyšší udělený kreditní rating signalizuje, že investice do určitého subjektu sebou nese relativně nižší riziko. Na tuto skutečnost většinou racionálně jednající poskytovatelé kapitálu reagují snížením jeho ceny.⁷¹

2) Zlepšení přístupu k externímu financování – vyšší rating sebou většinou přináší i vyšší zájem investorů o tento subjekt, čímž se zlepšuje jeho přístup k finančním zdrojům. V určitých případech pak již nejde o to mít komparativně dobrý rating, ale o to mít vůbec nějaký. Chce-li se nějaký subjekt v dnešní době financovat emisí dluhopisů na kapitálovém trhu, mít ratingové hodnocení je téměř nutností. V případě, že tomu tak není, je to investory většinou vnímáno jako projev netransparentnosti a vyvolává to v nich značnou nedůvěru, která může vyústit až tím, že odmítnou koupit nabízené dluhové instrumenty.⁷²

3) Druh externí analýzy mající vliv na interní manažerské rozhodování hodnocených subjektů⁷³ - některé organizace nevyužívají kreditní rating pro zlepšení přístupu ke kapitálu, ale jako nástroj k poměření své bonity s ostatními subjekty, většinou ve stejném sektoru. Dosažený rating pak může ovlivnit budoucí manažerská rozhodnutí.

Ze všeho nejvíce je však kreditní rating nástrojem usnadňujícím přístup na kapitálové trhy v souvislosti s vydáním dluhopisů. Pro ilustraci tohoto vztahu můžeme využít statistiky o podílu vydaných dluhopisů, které byly hodnoceny některou z ratingových agentur. Mezi lednem 2011 a březem 2014 bylo z celkového počtu přibližně 17 tisíc vydaných, veřejně obchodovaných dluhopisů přibližně 66% hodnoceno ratingovými agenturami.⁷⁴ To je však průměr za všechny světové regiony. Zaměříme-li se pouze na nejvyspělejší trhy, tento podíl se významně zvýší. V případě USA na 97% a v Evropě na 72%, jak je patrné z grafu č. 4.

⁷¹ Vinš, P. Emailová komunikace. 30. listopadu 2012.

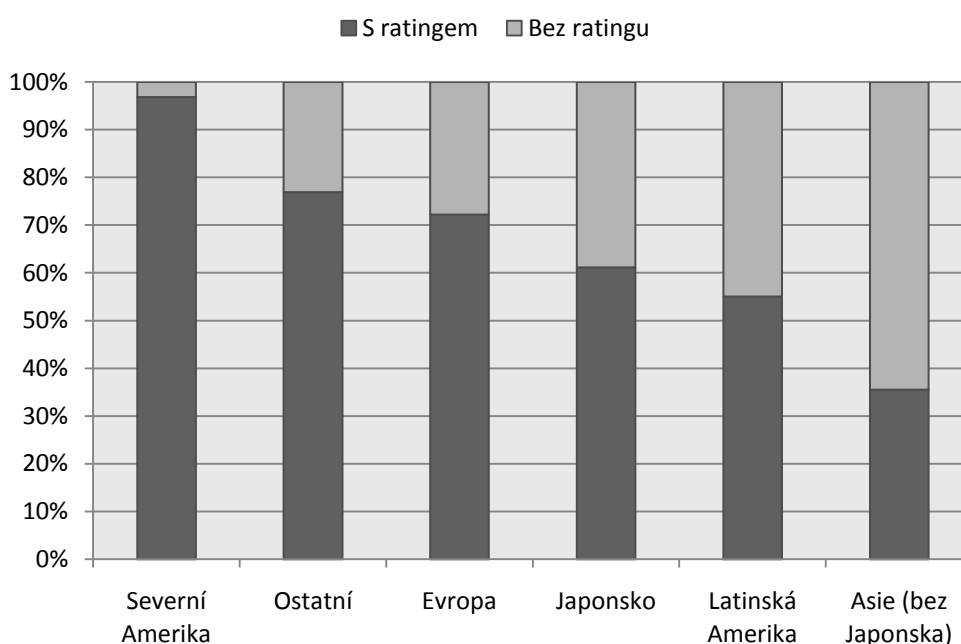
⁷² Fabozzi, F. J. a Peterson Drake, P. Finance : capital markets, financial management, and investment management. John Wiley & Sons, Inc, 2009, s. 698.

⁷³ Vinš, P. Emailová komunikace. 30. listopadu 2012.

⁷⁴ Dealogic. Data stažena zaměstnanci agentury Moody's Investors Service 19. března 2014.

Rating tedy můžeme všeobecně vnímat jako statek komplementární k dluhovému financování, především dluhopisům, a očekávanou poptávku po ratingu můžeme odvodit od očekávané aktivity na dluhopisových trzích. Vztah mezi poptávkou po bankovních úvěrech a po ratingu není tak jednoznačný, jelikož banky často spoléhají na své vlastní modely analyzující bonitu jejich klienta. Kreditní rating tedy není v případě úvěrů tak důležitý pro získání výhodnějších podmínek, jako je tomu v případě dluhopisu. Skutečnost, že je většina dluhopisů, na rozdíl od úvěru⁷⁵, obchodovatelných po celou dobu jejich životnosti dále umocňuje význam ratingového hodnocení.

Graf 4 Podíl vydaných dluhopisů s uděleným ratingem ve světových regionech, 2011-1. kvartál 2014, v %



Zdroj: Dealogic. Data stažena zaměstnanci agentury Moody's Investors Service 19. března 2014.

3.4. Principy ratingového hodnocení⁷⁶

Ratingové hodnocení je postaveno na celé řadě principů, jejichž znalost je nezbytná pro správné pochopení toho, co rating svým uživatelům přináší.

Kvantifikace

Přestože se v ratingu odráží zhodnocení dlouhé řady čistě kvalitativních faktorů (kvalita reportingu, transparentnost vykonávaných činností nebo ambice a sklon managementu k riziku), kvantifikace a měřitelnost je stále jedním ze základních principů

⁷⁵ Odhlédneme-li od možné sekuritizace.

⁷⁶ Moody's Investors Service, Inc. Research and Ratings – The Commercial Group – Ratings Policy and Approach. [on-line]. Převzato 20. listopadu 2014.

ratingu, neboť představuje faktický a objektivní základ pro analytickou diskusi, která předchází jakémukoliv udělení nového či změnu stávajícího ratingu.

Zaměření na budoucnost

Další důležitou charakteristikou ratingu je jeho zaměření na budoucnost. I když je analýza finanční výkonnosti nebo rozhodnutí managementu z let minulých důležitou součástí ratingu, větší důraz je spíše kladen na plány a prognózy, neboť jen tak může rating co nejpřesněji zachytit riziko toho, že určitý závazek nebude v budoucnosti splacen a jen v této podobě přináší investorům přidanou hodnotu.

Bonita v dlouhém období

Rating by měl odrážet analýzu fundamentálních charakteristik každého subjektu, které ovlivňují jeho bonitu v dlouhém časovém horizontu. Udělené hodnocení se tedy automaticky nemění s tím, jak se mění ekonomický cyklus, naopak by mělo hledět skrze ekonomické cykly. To však neznamená, že zpomalení výkonu světového či určitého národního hospodářství nemůže mít na výsledný rating nikdy žádný vliv. Předpokládám, že dojde-li ke zhoršení ekonomické situace na makroekonomické úrovni, které způsobí strukturální a dlouhodobý pokles poptávky po určitém statku, což vytvoří tlak na podniky produkující tento statek, rating se tomuto fundamentálnímu nárůstu rizika v tomto odvětví přizpůsobí. Vždy je však brána v úvahu i schopnost hodnoceného subjektu odolávat těmto šokům (diverzifikace aktivit, dostatečná zásoba likvidity, snadný přístup k externímu financování a tak podobně). Analytici vždy také hodnotí závislost příjmů určitého sektoru na makroekonomickém vývoji. Zatímco například zdravotnictví se zhoršení globální ekonomické situace pravděpodobně téměř nedotkne, pro místní či regionální samosprávy je daleko větší hrozbou, jelikož jejich příjmy jsou ve většině případů navázány na výši vybraných daní v dané ekonomice a tato výše úměrně klesá s poklesem celkové ekonomické aktivity.

Princip vnímání bonity jako dlouhodobé charakteristiky daného subjektu je možné shrnout tak, že meziroční pokles obrátu, nebo zhoršení zisku ve čtvrtletní zprávě o finanční výkonnosti není automaticky bráno jako zhoršení rizikového profilu daného subjektu.

Mezinárodní porovnatelnost

Jak již bylo zmíněno výše, mezinárodní rating musí být porovnatelný napříč světovými regiony a všemi oblastmi světového hospodářství. Toho je dosaženo například

tím, že rating určité země ve většině případů představuje strop pro výši mezinárodního ratingu uděleného subjektům operujícím v této zemi. Oficiální analytické diskuse, která předchází každou změnu ratingu, se navíc účastní seniorní analytici z různých regionů a se zkušenostmi z mnoha rozličných odvětví, což přispívá k udržení konzistentnosti napříč sektory a regiony. Všichni účastníci této diskuse dohromady tvoří takzvaný ratingový výbor.

Různé scénáře

Ratingová analýza většinou není založena pouze na jednom možném scénáři budoucího vývoje. Během přípravy materiálů pro ratingový výbor naopak analytický tým testuje potenciální dopad vícero scénářů, přičemž se hodnotí především schopnost subjektu vyrovnat se s tím, že nastane scénář pro něj negativní.

Analytik by měl být také schopen kriticky zhodnotit předpoklady, na kterých jsou postaveny finanční plány hodnoceného subjektu a předpoklady, které se jeví přehnaně optimistické potenciálně upravit podle svého očekávání budoucího vývoje.

Zaměření na ekonomický potenciál

Mezinárodní rating musí mít stejnou vypovídací hodnotu bez ohledu na účetní standard používaný v dané zemi či sektoru. Proto se ratingoví analytici při finanční analýze soustředí raději na „reálnou ekonomickou hodnotu“ aktiv či pasiv, než na jejich hodnotu účetní. Reálnou ekonomickou hodnotou se v tomto případě myslí schopnost aktiva generovat finanční prostředky a ne hodnota zanesená v rozvaze.

Průběžný monitoring

Práce ratingového analytika nekončí prostým udělením ratingové známky. Rating musí být neustále aktuální, což vyžaduje průběžný monitoring finanční výkonnosti hodnoceného subjektu, změn ve strategii, makroekonomického vývoje, změn relevantních zákonů, atd. Kdykoliv analytik dospěje k názoru, že fundamentální rizikový profil subjektu se změnil, je povinen svolat ratingový výbor, kterému předloží své doporučení. Ratingový výbor slouží jako panel pro analytikou diskusi převážně seniorních analytiků, na jejímž konci se rozhodne o změně či ponechání stávajícího ratingu.

3.5. Omezení spojená s ratingem⁷⁷

Rating by neměl být vnímán tak, že dva investiční instrumenty, kterým byl udělen stejný ratingový stupeň, nesou přesně stejné investiční riziko. Stejná ratingová známka znamená zařazení do stejné skupiny při relativním porovnání bonity všech hodnocených subjektů či instrumentů, avšak přesné rizikové profily jednotlivých investičních nástrojů mohou vykazovat určité odlišnosti. Důvodem je jednoduše to, že existuje pouze omezený počet ratingových stupňů (21), avšak celosvětově je hodnoceno velké množství různých subjektů a instrumentů.

Rating není investičním doporučením a nikdy by neměl být jediným faktorem ovlivňujícím určité investiční rozhodnutí. Jedná se o pouze o názor ratingové agentury ohledně relativní míry rizika spojené s nesplacením dotyčného závazku, například dluhopisu. Rating svým uživatelům neříká nic například o budoucím vývoji ceny tohoto dluhopisu, jelikož na tu nemá vliv jen podstupované riziko, ale i faktory jako vývoj úrokových sazeb, dostupnost alternativních investičních příležitostí, celkové makroekonomické klima, doba splatnosti, atd. Přestože cena dluhopisu může v průběhu jeho životnosti značně kolísat, rating může zůstat nezměněn. Rating by tedy nikdy neměl být zaměňován za měřítko atraktivity dané investice.

Rating není pouze mechanická kalkulace využívající historická statistická data. Zahrnuje v sobě i mnoho neměřitelných, čistě kvalitativních faktorů a je z velké části postaven na očekávání ratingových analytiků ohledně budoucího vývoje. Tato očekávání však musí být postavena na objektivních a věrohodných faktech.

Častým omylem je také představa, že analytici ratingových společností se snaží odhalit nesrovnalosti ve finančních výkazech či plánech hodnocených subjektů. Účelem ratingu však není odhalování účetních nesrovnalostí. Analytici vždy vyžadují předložení finančních výkazů, které prošly nezávislým auditem (jsou-li takové k dispozici) a vnímají je jako oficiální zdroj informací, jehož správnost byla již nezávisle potvrzena. Jelikož kvalita a transparentnost finančních výkazů a reportů bývá přímo jedním z důležitých faktorů ratingu,⁷⁸ objevení zjevných nesrovnalostí při práci s finančními výkazy může být vnímáno jako faktor s negativním vlivem na výsledný rating.

⁷⁷ Zpracováno na základě: Moody's Investors Service, Inc. *Research and Ratings – The Commercial Group – Ratings Definitions*. [on-line]. Převzato 21. listopadu 2014.

⁷⁸ Moody's Investors Service, Inc. [on-line]. *Methodology for Rating Public Universities*. August 2007 [on-line], s. 7 a 8. Staženo 20. března 2013.

3.6. Negativa a nedostatky kreditního ratingu

Navzdory všem přínosům, které mezinárodní kreditní rating může teoreticky přinášet dlužníkům, investorům či celému finančnímu systému, se v praxi jedná o velice kontroverzní produkt. Tato kontroverze či kritika většinou vychází ze samé podstaty fungování ratingových agentur. Ve svých počátcích získávaly ratingové agentury většinu svých příjmů z prodeje svých analýz investorům, avšak tento způsob se ukázal jako neefektivní, jelikož docházelo k častému půjčování či kopírování těchto analýz. Ratingové agentury tedy začaly experimentovat s možností, že by za udělený rating platil dlužník a ne investor. Tento model se začal používat od roku 1970⁷⁹ a k jeho rozvoji přispěla krize na americkém trhu se směnkami. Respektovaná společnost Penn Central totiž nesplatila své závazky, což vyvolalo paniku mezi investory, kteří přestali nabízet svůj kapitál. Ostatní společnosti plánující prodej finančních instrumentů na trzích tak ve snaze přilákat investory zpět souhlasily s tím, že za rating svůj rating si budou platit samy.⁸⁰ Tento model, který se do dnešního dne nezměnil, však svou podstatou vytváří konflikt zájmů. Aby rating měl pro investory nějakou hodnotu musí být objektivní, avšak tato objektivita může být výrazně narušena potenciální snahou ratingových agentur uspokojit potřeby dlužníka udělením vyššího ratingu, jelikož dlužník je ten, kdo za tuto službu platí. Tato skutečnost je však do určité míry vyvážena tím, že systematické nadhodnocování udělených ratingů by pravděpodobně vedlo k situaci, kdy by mnoho vysoce hodnocených společností nedostalo svým závazkům a to by investory odradilo od využívání ratingu jako nástroje ohodnocení rizika. Dlouhodobý nezájem investorů by poté mohl způsobit až zánik ratingových agentur. Agentury jsou tedy v zajímavé situaci, kdy dobrá reputace mezi investory je pro ně klíčová, avšak bylo by pravděpodobně naivní si myslet, že zájem platící strany je těmito agenturami naprosto přehlížen.

O významu ratingových agentur a správnosti či objektivnosti ratingového hodnocení se začalo hodně diskutovat po vypuknutí americké hypoteční krize. Investoři během ní utrpěli velké ztráty především v souvislosti s investicí do některých druhů finančních derivátů. Tyto finanční produkty byly povětšinou všemi hlavními ratingovými agenturami hodnoceny nejvyšším stupněm, tedy Aaa (Moody's Investors Service) nebo AAA (Standard & Poor's a Fitch Ratings), avšak investorům po jejich nákupu vznikly velké ztráty. Investoři v mnoha zemích světa následně podali na ratingové agentury žaloby, ve kterých tvrdí, že agentury nesou za tyto ztráty odpovědnost, neboť poskytly

⁷⁹ Vinš, P., Liška, V. Rating. 1. Vydání. Praha : C. H. Beck, 2005, s. 6.

⁸⁰ Vinš, P., Liška, V. Rating. 1. Vydání. Praha : C. H. Beck, 2005, s. 6

svým klientům nepravdivé informace. Historicky první verdikt zabývající se touto otázkou vynesl v listopadu 2012 soud v australském Sydney, kde skupina 12 obecních zastupitelstev zažalovala společnost Standard & Poor's poté, co města ztratila až 90%⁸¹ částky investované do vysoce hodnocených úvěrových derivátů. Verdikt soudu byl takový, že „Standard & Poor's svým příliš pozitivním hodnocením produktů před vypuknutím hospodářské krize v roce 2008 oklamala investory“ a musí společně s bankou, která deriváty vydala, a společností, která je městům prodala, zaplatit odškodné 30 milionů australských dolarů (33% původní hodnoty investice).⁸²

Naproti tomu žaloba skupiny penzijních fondů ve Spojených Státech Amerických (USA), která tvrdila, že fondy přišli o 457 milionů dolarů, jelikož spoléhaly na kreditní ratingy, které se později ukázaly jako "nepodložené a neoprávněné", byla americkým soudem v prosinci 2012 zamítnuta. Podle soudu se nepodařilo prokázat, že by za ztráty měly nést odpovědnost ratingové agentury. V USA se agentury opírají o tvrzení, že rating, jakožto jejich názor, je chráněn prvním dodatkem americké ústavy o svobodě slova.⁸³

Situace během finanční krize měla na příjmy a reputaci ratingových agentur výrazný dopad, jelikož byly vnímány jako jeden z faktorů, který ke krizi přispěl. Na tuto situaci se pokusily zareagovat i vlády rozvinutých zemí. V USA bych v roce 2010 schválen Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act,⁸⁴ který zavedl přísnější regulaci ratingových agentur a jejich vlivu na finančních trzích. V Evropě nařízením Evropského parlamentu a Rady EU dokonce došlo ke vzniku zcela nové regulační instituce, Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (European Securities and Market Authority, ESMA)⁸⁵, jejímž hlavním mandátem je celkové zajištění řádného fungování finančních trhů, avšak jako jedna ze specifických oblastí její činnosti je uveden dohled na ratingovými agenturami a jejich registrace.⁸⁶ V Evropě byla nelibost s fungováním ratingových agentur ještě zvýrazněna tím, že v roce 2012 hlavní ratingové

⁸¹ E15.cz [on-line]. Zprávy – Byznys. *Australský soud potrestal S&P za špatný rating*. [on-line]. Převzato 7. listopadu 2012.

⁸² E15.cz [on-line]. Zprávy – Byznys. *Australský soud potrestal S&P za špatný rating*. [on-line]. Převzato 7. listopadu 2012.

⁸³ Hospodářské noviny [on-line]. *Úspěch ratingových agentur u soudu v USA: Nejsou zodpovědné za ztráty investorů*. Převzato 5. prosince 2012.

⁸⁴ Council on Foreign Relations. [on-line]. Alessi, Ch., Wolverson, R., Sergie, M. A., *The Credit Rating Controversy*. 22 October 2013. [on-line]. Převzato 13. prosince 2014.

⁸⁵ The Economist Newspaper Limited [on-line]. *The ratings industry has bounced back from the financial crisis*. 19 April 2014. Převzato 11. prosince 2014.

⁸⁶ Česká národní banka [on-line]. Dohled a regulace. ESMA [on-line]. Převzato 13. prosince 2014.

agentury snížily rating některých členů Evropské unie⁸⁷ o několik stupňů na samou hranici spekulativního pásma, což podle mnoha představitelů evropských zemí ještě prohloubilo dluhovou krizi těchto zemí. Toto tvrzení, má určité opodstatnění, jelikož nižší kreditní rating většinou zvyšuje náklady na obsluhu dluhu, což následně ještě stěžuje snahu o napravení finanční situace těchto států. Na druhou stranu, vysoké dluhy některých evropských zemí jsou výsledkem dlouhodobého vývoje jejich finanční situace a obviňování ratingových agentur se může jevit jako snaha o odvrácení pozornosti od skutečného problému, kterým je vydávání více peněžních prostředků, než je stát schopný získat na daních a poplatcích.

3.7. Mezinárodní ratingová stupnice

Každému analyzovanému subjektu je na konci ratingového procesu přiřazen určitý ratingový stupeň. Ten vyjadřuje relativní bonitu tohoto subjektu ve vztahu k ostatním hodnoceným subjektům ve všech světových regionech a odvětvích. Podle toho, o kterou z hlavních ratingových agentur se jedná, existuje buď 21 (Moody's⁸⁸) nebo 22 ratingových stupňů (S&P⁸⁹), které dohromady tvoří ratingovou stupnici.

Ratingová stupnice agentury se skládá z 9 hlavních kategorií v případě Moody's a 10 v případě S&P (viz tabulka č. 2) vyjádřených jedním, dvěma, nebo třemi písmeny, přičemž kategorie označené jako Aaa nebo AAA představují nejnižší riziko a naproti tomu C nebo D zastupují nejvyšší možné riziko a faktické nedodržení finančního závazku.

Tabulka 2 Ratingové kategorie dvou předních ratingových agentur

Moody's	<i>Aaa</i>	<i>Aa</i>	<i>A</i>	<i>Baa</i>	<i>Ba</i>	<i>B</i>	<i>Caa</i>	<i>Ca</i>	<i>C</i>	
S&P	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C	D

Zdroj: Zpracováno na základě Moody's Investors Service. [on-line] *Rating Symbols and Definitions*. September 2012. [on-line]. Staženo 20. srpna 2012 a Standard & Poor's Financial Services LLC. [online] *Standard & Poor's Ratings Definitions*. 20 November 2014. [on-line]. Převzato 13. prosince 2014.

Subjekty spadající do každé z těchto širokých kategorií by měly mít relativně podobný, avšak ne naprosto shodný, rizikový profil. Kategorie Aaa, Ca a C v případě Moody's a AAA, CC, C a D v případě S&P jsou zároveň i samostatným ratingovým stupněm, zatímco ostatní kategorie se ještě dále dělí na tři ratingové stupně přidáním

⁸⁷ Například rating Španělska byl v červnu 2012 snížen z A3 na Baa3. Moody's Investors Service. [on-line]. *Moody's downgrades Spain's government bond rating to Baa3 from A3, on review for further downgrade*. [on-line]. Převzato 13. prosince 2014.

⁸⁸ Moody's Investors Service. [on-line] *Rating Symbols and Definitions*. September 2012. [on-line]. Staženo 20. srpna 2012

⁸⁹ Standard & Poor's Financial Services LLC. [online] *Standard & Poor's Ratings Definitions*. 20 November 2014. [on-line]. Převzato 13. prosince 2014.

číselného modifikátoru 1, 2 nebo 3 v případě Moody's nebo + a – v případě S&P. Celá ratingová stupnice tedy vypadá následovně:

Tabulka 3 Mezinárodní ratingové stupnice dvou předních ratingových agentur

		Moody's	Standard & Poor's	
Investiční pásmo	Aaa	Dluhové finanční instrumenty, kterým je přisuzována ta nejvyšší kvalita, respektive nejnižší riziko jejich nedodržení.	AAA	Nejvýše hodnocené dluhové finanční instrumenty. Dlužníková schopnost dostát těmto finančním závazkům je extrémně silná .
	Aa1	Dluhové finanční instrumenty, kterým je přisuzována vysoká kvalita, respektive velmi nízké riziko jejich nedodržení.	AA+	Tyto dluhové finanční instrumenty se od těch nejvýše hodnocených liší jen v malé míře. Dlužníková schopnost dostát těmto finančním závazkům je velmi silná .
	Aa2		AA	
	Aa3		AA-	
	A1	Dluhové finanční instrumenty, kterým je přisuzována nadprůměrná kvalita, respektive nízké riziko jejich nedodržení.	A+	Tyto dluhové finanční instrumenty jsou více náchylné k negativním dopadům plynoucím ze změn v celkovém ekonomickém klimatu. Avšak dlužníková schopnost dostát těmto finančním závazkům je stále silná .
	A2		A	
	A3		A-	
	Baa1	Dluhové finanční instrumenty, kterým je přisuzována průměrná kvalita, respektive průměrné riziko jejich nedodržení. Mohou vykazovat určité rysy instrumentů spekulativního charakteru.	BBB+	Tyto dluhové finanční instrumenty vykazují adekvátní míru odolnosti a ochrany, ale je více pravděpodobné, že změny v celkovém ekonomickém klimatu nebo v dlužníkových okolnostech povedou k oslabení jeho schopnosti dostát těmto závazkům.
	Baa2		BBB	
	Baa3		BBB-	
Spekulativní pásmo	Ba1	Dluhové finanční instrumenty, kterým je přisuzován spekulativní charakter a existuje podstatné riziko jejich nedodržení.	BB+	Přisuzovány významné spekulativní rysy , avšak jsou méně náchylné na nesplacení, než ostatní spekulativní závazky. Jsou však vystaveny významné nejistotě, že nepříznivý vývoj hospodářských či finančních podmínek by mohl způsobit dlužníkovu neschopnost dostát svým jeho závazkům.
	Ba2		BB	
	Ba3		BB-	
	B1	Dluhové finanční instrumenty, kterým je přisuzován spekulativní charakter a existuje vysoké riziko jejich nedodržení.	B+	Více náchylné k nesplacení , než závazky hodnocené "BB", avšak dlužník má v současnosti schopnost splatit tyto závazky. Nepříznivé finanční či hospodářské podmínky pravděpodobně zhorší dlužníkovu schopnost či ochotu
	B2		B	
	B3		B-	
	Caa1	Dluhové finanční instrumenty, kterým je přisuzován nekvalitní spekulativní charakter a existuje velmi vysoké riziko jejich nedodržení.	CCC+	Dluhové finanční instrumenty hodnocené těmito stupni jsou v té době náchylné k nesplacení , přičemž dlužníková schopnost dostát těmto závazkům závisí na příznivých hospodářských a finančních podmínkách. V případě nepříznivých podmínek je pravděpodobné, že dlužník nebude schopný dostát těmto závazkům.
	Caa2		CCC	
	Caa3		CCC-	
	Ca	Dluhové finanční instrumenty, kterým je přisuzován vysoce spekulativní charakter a pravděpodobně již nebyly dodrženy, nebo se k tomu schyluje. Očekává se však, že určitá část závazků bude získána nazpět.	CC	Dluhové finanční instrumenty hodnocené tímto stupněm jsou v té době vysoce náchylné k nesplacení . Tento stupeň je agenturou využívám v situaci, kdy k nedodržení závazku ještě nedošlo, ale to že nastane je téměř jisté , bez ohledu na to, za jako dlouho k tomu pravděpodobně dojde.
	C	Tento stupeň většinou označuje dluhové finanční instrumenty, u kterých došlo k nedodržení závazku a existuje jen malá šance, že nějaká část bude získána zpět.	C	Dluhové finanční instrumenty hodnocené tímto stupněm jsou v té době vysoce náchylné k nesplacení a zároveň se očekává, že v případě jejich vymáhání bude získaná část poměrně nižší než v případě výše hodnocených závazků.
			D	Dluhové finanční instrumenty, u kterých došlo k nedodržení závazku.

Zdroj: Zpracováno na základě Moody's Investors Service. [on-line] *Rating Symbols and Definitions*. September 2012. [on-line]. Staženo 20. srpna 2012. [vlastní překlad] a Standard & Poor's Financial Services LLC. [online] *Standard & Poor's Ratings Definitions*. 20 November 2014. [on-line]. Převzato 13. prosince 2014. [vlastní překlad].

Velice důležitým ratingovým stupněm je Baa3, respektive BBB-, který označuje přechod mezi investičním a spekulativním pásmem. Ve spekulativním pásmu by se měl nacházet rating subjektů, u kterých existuje podstatné riziko nesplacení jejich závazku.

3.8. Druhy ratingu

Existují různé druhy ratingu. Mohou se lišit například podle svého věcného rozsahu (rating jednotlivého závazku vs. rating úvěruschopnosti celého subjektu) či geografického rozsahu (rating národní vs. rating mezinárodní/globální) rozsahu. Kreditní ratingy se mohou lišit i podle doby splatnosti hodnoceného závazku (krátkodobé vs. dlouhodobé) nebo jeho měny (domácí versus zahraniční). Pro jednoduchost bude v následujících odstavcích představena jen klasifikace používaná agenturou Moody's. Například agentura S&P však uplatňuje podobné principy.⁹⁰

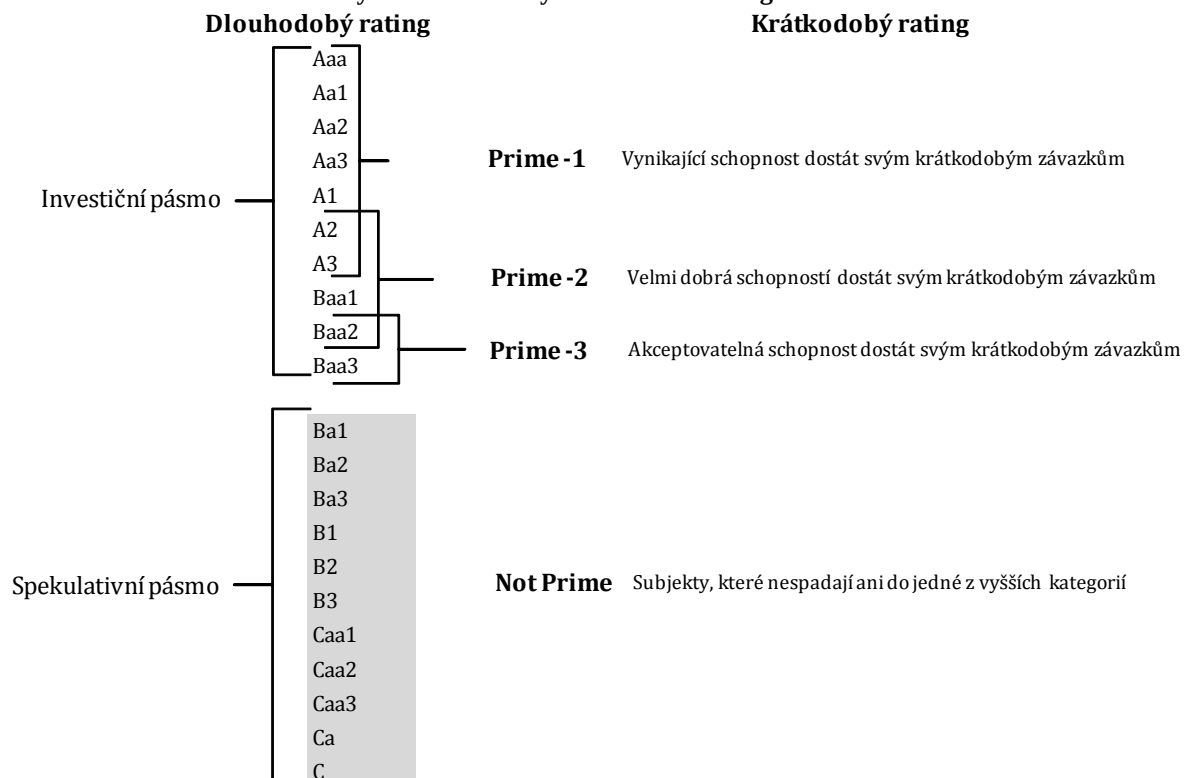
Dle doby splatnosti⁹¹

Podle doby splatnosti hodnoceného závazku hovoříme o **ratingu krátkodobém** [vlastní překlad, short-term rating] a **ratingu dlouhodobém** [vlastní překlad, long-term rating]. Krátkodobý rating se přiřazuje závazkům se splatností kratší než jeden rok. Jedná se například o emisní programy pokladničních poukázek nebo jiné krátkodobé dluhové závazky. Pro krátkodobý rating se používá specifické značení. V případě agentury Moody's se jedná o Prime-1, Prime 2, Prime-3 a Not Prime. Stupně Prime-1 až Prime-3 představují investiční stupeň krátkodobého ratingu, zatímco Not Prime značí spekulativní kvalitu krátkodobého závazku či emitenta. Krátkodobý rating je všeobecně odvozován od ratingu dlouhodobého. Propojenost jednotlivých stupňů je zobrazena na obrázku 1. V případě, že určitý dlouhodobý ratingový stupeň odpovídá více než jednomu krátkodobému ratingovému stupni, je konečné rozhodnutí o uděleném krátkodobém ratingu ponecháno na úsudku analytika.

⁹⁰ Standard & Poor's Financial Services LLC. [online] *Standard & Poor's Ratings Definitions*. 20 November 2014. [on-line]. Převzato 13. prosince 2014.

⁹¹ Moody's Investors Service. [online] *Rating Symbols and Definitions*. September 2012. [on-line]. Staženo 20. srpna 2012.

Obrázek 1 Vztah mezi krátkodobým a dlouhodobým kreditním ratingem



Zdroj: Zpracováno na základě Moody's Investors Service. [on-line] *Rating Symbols and Definitions*. September 2012. [on-line]. Staženo 20. srpna 2012. [vlastní překlad].

Dle věcného rozsahu⁹²

Podle rozsahu můžeme rating dělit na **rating emitenta** [vlastní překlad, issuer rating] a **rating specifické obligace** [vlastní překlad, debt / obligation rating]. Rating emitenta hodnotí schopnost tohoto subjektu řádně a včas dostát všem svým přednostním nezajištěným závazkům [vlastní překlad, senior unsecured financial obligations]. Naproti tomu rating obligace či emise se odlišuje tím, že bere v potaz veškerá specifika dané obligace, jako je například typ a výše aktiv použitých k jejímu zajištění, garance třetích stran, cross-default klauzule, atd. Všechny tyto faktory mohou snížit či zvýšit riziko, které podstupují kupující těchto obligací. V praxi to například znamená, že vydá-li subjekt dluhopisy, které jsou zajištěny aktivy v hodnotě dvojnásobně překračující hodnotu samotného dluhopisu, rating takovéto obligace bude s největší pravděpodobností vyšší, než rating samotného emitenta. Rating emitenta totiž odráží schopnost splatit přednostní, avšak ničím nezajištěný závazek.

⁹² Zpracováno na základě Moody's Investors Service. [on-line] *Rating Symbols and Definitions*. September 2012. [on-line]. Staženo 20. srpna 2012 a Vinš, P., Liška, V. Rating. 1. Vydání. Praha : C. H. Beck, 2005

Stejně tak může emitent vydat obligace podřízeného charakteru, jejichž splatnost by následovala až po uspokojení všech přednostních věřitelů. Rating těchto obligací by pak mohl být i o několik stupňů nižší, než rating emitenta.

Má-li tedy jeden subjekt na trhu více emisí, je vždy nutné vyhledat rating každé specifické emise a nespolehat se pouze na rating emitenta jako takového.

Dle měny závazku⁹³

Měna, ve které je závazek denominován může mít významný vliv na výši očekávané ztráty, a proto agentury Moody's rozlišuje mezi **ratingem závazků v domácí měně** [vlastní překlad, local currency rating] a **ratingem závazků v cizí měně** [vlastní překlad, foreign currency rating]. Může totiž nastat situace, kdy určitý emitent nemá sebemenší problém splatit dluhopis vydaný v domácí měně, avšak u dluhopisu vydaného v cizí měně existuje navíc riziko toho, že domácí centrální banka, nebo jiná měnová autorita, například omezí směnitelnost domácí měny, čímž ohrozí či dokonce znemožní splacení závazků denominovaných v cizích měnách. V jiném případě nemusí být ohrožena konvertibilita měny, avšak mohou být uvaleny restriktce na transfer deviz či valut ze země. Domníváme-li se, že tato situace může nastat, rating dvou identických závazků toho samého emitenta bude pravděpodobně nižší u závazků vydaných v cizí měně, než těch vydaných v měně domácí.

Dle geografického rozsahu / cílového trhu⁹⁴

Z hlediska porovnatelnosti napříč světovými regiony je nutné rozlišovat mezi **ratingem mezinárodním** [vlastní překlad, global scale rating] a **ratingem národním** [vlastní překlad, national scale rating]. Národní rating představuje hodnocení relativní bonity emitentů a obligací, které je porovnatelné pouze v rámci určité národní ekonomiky. Srovnává pouze bonitu subjektů sídlících a působících v dané zemi a to bez ohledu na měnu, ve které je určitý závazek denominován. Národní rating tedy může být udělen instrumentům denominovaným v cizí měně, které však byly vydány na domácím trhu. V takovém případě pak národní rating obsahuje i riziko nedodržení stanoveného závazku z důvodu omezené konvertibility domácí měny, či restrikcí uvalených na mezinárodní transfery finančních prostředků.

⁹³ Moody's Investors Service. [online]. *Mapping Moody's National Scale Ratings to Global Scale Ratings*. 6 June 2014. [online] Staženo 7. července 2014.

⁹⁴ Zpracováno na základě Moody's Investors Service. [on-line] Rating Symbols and Definitions. September 2012. [on-line]. Staženo 20. srpna 2012 a Vinš, P., Liška, V. Rating. 1. Vydání. Praha : C. H. Beck, 2005.

Rating v širokém slova smyslu se snaží zachytit všechna rizika, která mohou ovlivnit včasné a úplné splacení určitého závazku. Tato rizika se dají dělit na rizika specifická pro daného emitenta/obligaci (individuální rizika) a rizika specifická pro danou ekonomiku jako celek (systemická rizika) a tudíž do určité míry ovlivňující všechny subjekty působící v dané ekonomice. Národní rating sice odráží stejné systemické riziko dané země jako rating mezinárodní, toto riziko však působí, do určité míry, na všechny subjekty v této zemi a nemá tedy vliv na jejich postavení na **národní ratingové stupnici**. Mezi systemická rizika spadá například riziko politické nestability, vypuknutí válečného konfliktu či teroristického útoku, spolehlivosti, stability a transparentnosti právního systému, či selhání místního finančního sektoru.⁹⁵

Národní rating je udělen až poté, co ratingový výbor rozhodne, jaký by byl mezinárodní rating hodnoceného emitenta/obligace. Z mezinárodního ratingu, který je udělen, avšak není publikován, je následně odvozen rating národní za pomoci takzvaného „mappingu“. Jde o proces, při kterém se rating z mezinárodní ratingové stupnice přenese na příslušnou národní ratingovou stupnici. Ratingová stupnice národních ratingů má stejně jako globální stupnice 21 stupňů (v případě Moody's), avšak liší se přidáním dvoupísmenného modifikátoru, který značí zemi, v rámci které jsou a mohou být subjekty porovnávány. V případě České republiky se ke globální ratingové stupnici přidá koncovka „cz“. V některých případech může jednomu stupni na mezinárodní ratingové stupnici odpovídat několik stupňů na národní stupnici. Poté záleží na tom, jak ratingový výbor posoudí relativní bonitu subjektů, které by všechny v mezinárodním srovnání byly hodnoceny například stupněm B1, avšak na národní stupnici by bylo možné rozlišit nepatrné rozdíly v jejich rizikových profilech.

Před konstrukcí nové národní stupnice je nutné ohodnotit široké spektrum subjektů operujících v daném státu, od těch nejbezpečnějších po nejrizikovější, přičemž je důležité zahrnout do hodnocení co nejvíce relevantních sektorů a instrumentů, aby byla zachována porovnatelnost napříč celým hospodářstvím dané země. Všem ohodnoceným subjektům je přiřazen neveřejný mezinárodní rating (na mezinárodní stupnici se mohou všechny subjekty nacházet například jen v rozmezí Baa2 – Caa2) a jsou následně seřazeny a rozdistribuovány do všech ratingových kategorií nově vzniklé národní stupnice, tedy Aaa.xx až C.xx (v praxi je to povětšinou Aaa.xx až Caa.xx). Subjekty zařazené do kategorie Aaa.xx by měly představovat nejméně rizikové subjekty v dané

⁹⁵ Moody's Investors Service. [online]. *Mapping Moody's National Scale Ratings to Global Scale Ratings*. 6 June 2014. [online] Staženo 7. července 2014.

ekonomice, bez ohledu na jejich umístění na mezinárodní ratingové stupnici. V praxi je tedy možné, že emitenti s mezinárodními ratingy Baa1 – Baa3 budou na národní stupnici stále představovat relativně nejmenší riziko, tedy Aaa.xx. V určitém bodě národní stupnice pak může naopak nastat situace, kdy jednomu mezinárodnímu ratingovému stupni bude odpovídat více stupňů na národní stupnici, jak bylo již zmíněno výše. Nejvýše postaveným subjektem na národní stupnici je ve většině případů vláda dané země. Jak ale Moody's dodává⁹⁶, v některých případech (e.g. Argentina v letech 2001-2002) jsou nejbezpečnějšími subjekty v domácí ekonomice ty, které se mohou spolehnout na externí podporu, jako například organizační složky velkých mezinárodních bank. Ty však většinou nemají rating národní, nýbrž mezinárodní.

Z předešlého odstavce tedy vyplývá, že národní ratingy různých zemí nejsou porovnatelné navzájem. To znamená, že například bonita českého subjektu, který obdrží národní rating Aa2.cz, není totožná s bonitou mexického emitenta, kterému byl udělen národní rating Aa2.mx. Oba jsou totiž ukotveny na jiný mezinárodní rating. Mezinárodní rating obligací vydávaných vládou České republiky byl k 13. prosinci 2014 na stupni A1⁹⁷, zatímco mezinárodní rating mexických vládních obligací se k tomuto datu nacházel na stupni A3.⁹⁸ Proto rating Aa2.cz by v hypotetickém mezinárodním srovnání v tomto případě znamenal relativně nižší míru rizika, než Aa2.mx. Čím více se však přibližujeme ratingovému stupni C, tedy nesplnění závazku (defaultu), porovnatelnost národních ratingových stupnic, jak mezi sebou navzájem, tak i s mezinárodní stupnicí, se zvyšuje. Je to způsobeno tím, že v určitém bodě je pravděpodobnost defaultu již tak vysoká, že se stává téměř jistotou a toto bez ohledu na použitou ratingovou stupnici.

Impulem pro vznik národních ratingů byla snaha poskytnout investorům přesnější a podrobnější srovnání bonity subjektů v rámci určité národní ekonomiky, kde se použití mezinárodních ratingů ukázalo poměrně nepraktické. Mezinárodní ratingová stupnice má omezenou vypovídací schopnost především při použití v rozvojových zemích. Je to tím, že samotný rating státu, představující obvykle strop pro mezinárodní rating subjektů z této ekonomiky, se nachází již poměrně nízko, a proto dochází k nahromadění většiny ratingů ve velmi malém pásmu, například B – Caa.

⁹⁶ Moody's Investors Service. [online]. *Mapping Moody's National Scale Ratings to Global Scale Ratings*. 6 June 2014. [online] Staženo 7. července 2014.

⁹⁷ Moody's Investors Service. [online]. *Czech Republic, Government of*. [online] Převzato 13. prosince 2014.

⁹⁸ Moody's Investors Service. [online]. *Mexico, Government, of*. [online] Převzato 13. prosince 2014.

3.9. Ratingový výhled⁹⁹

Důležitou součástí většiny ratingů je takzvaný ratingový výhled. Jedná se o nástroj, který má všechny zainteresované strany informovat o směru, kterým se rating bude pravděpodobně ubírat v horizontu 12 až 24 měsíců. Ratingový výhled může být přidělen jak ratingu mezinárodnímu, tak národnímu, avšak je vždy přiřazen pouze k ratingu emitenta a nikdy pouze k ratingu závazku. Spadá do následujících čtyř kategorií:

- **Pozitivní** – *pravděpodobně dojde ke zvýšení ratingu (rating upgrade)*
- **Negativní** – *pravděpodobně dojde ke snížení ratingu (rating downgrade)*
- **Stabilní** – *změna ratingu se v uvedeném časovém horizontu nečeká*
- **Rozvíjející se [vlastní překlad, developing]** – *jeho finální podoba závisí na tom, jestli nastane určitá událost*

U ratingu se také může objevit zkratka RUR (Ratings under Review) oznamující, že rating tohoto emitenta je aktuálně přezkoumávám kvůli jeho případné změně. V případě, že se uvažuje o snížení jde o RUR – DOWN, pro zvýšení se používá RUR – UP.

3.10. Popis ratingového procesu¹⁰⁰

Ratingový proces, jehož cílem jen posouzení bonity dlužníka, většinou začíná úvodní schůzkou s tímto klientem, během které jsou mu vysvětleny všechny náležitosti tohoto procesu a hlavní analytik klientovi detailně vysvětlí všechny ratingové metodologie, které budou použity pro stanovení konečného ratingu. Dojde také k vyjasnění toho, jaké informace bude ratingová agentura po klientovi vyžadovat. Poté následuje období, kdy klient většinou připravuje všechny potřebné informace a hlavní analytik se věnuje analýze makroekonomických nebo celoodvětvových ratingových faktorů. Tato fáze procesu je završena jednodenním setkáním, které se ve většině případů koná v sídle klienta a může zahrnovat i prohlídky prostor továren, výzkumných zařízení, pronajímaných budov, či jakýchkoliv jiných významných aktiv daného klienta. Během tohoto setkání se detailně probírají především následující faktory:

- Podrobný popis aktivit subjektu a jeho historie
- Popis právního prostředí a regulací, které ovlivňují fungování subjektu
- Makroekonomický a politický vývoj dané země či oblasti
- Trendy v daném sektoru

⁹⁹ Zpracováno na základě: Moody's Investors Service. [online]. *Mapping Moody's National Scale Ratings to Global Scale Ratings*. 6 June 2014. [online] Staženo 7. července 2014 a Moody's Investors Service. [online] *Rating Symbols and Definitions*. September 2012. [on-line]. Staženo 20. srpna 2012.

¹⁰⁰ Moody's Investors Service. [online]. *How to Get Rated*. [online]. Převzato 10. října 2014.

- Představení managementu, jeho kvalifikace, zkušenosti a dosažené výsledky
- Organizační struktura, vize a dlouhodobé strategie
- Prostředky, kterými bude dosaženo vytčených cílů
- Postoj vedení organizace k riziku
- Popis konkurenční pozice, kterou organizace zaujímá v daném odvětví
- Historické finanční výsledky organizace s důrazem na peněžní toky (jejich zdroje, výše, stabilita)
- Přehled všech závazků subjektu s popisem jejich vzájemného vztahu

Po tomto úvodním setkání začne hlavní analytik psát ratingovou analýzu a připravovat doporučení pro ratingový výbor. Celý proces od úvodního setkání až do udělení ratingu většinou trvá přibližně čtyři týdny.

Praktická část

4. *Analýza kreditních ratingů udělených subjektům veřejného sektoru*

V praktické části je mým cílem prozkoumat, které druhy kreditního ratingu jsou nejčastěji uděleny subjektům veřejného sektoru, jaké jsou trendy posledních let a v neposlední řadě v jakém rozsahu je rating využíván veřejným sektorem v různých částech světové ekonomiky. Z těchto trendů se následně pokusím odvodit hlavní faktory, které motivují veřejný sektor k využití služeb ratingových agentur a ohodnotit jestli a případně do jaké míry se jejich motivace liší od klasického využití ratingu, tedy pro přístup na kapitálové trhy. Analýza se bude především opírat o veřejně dostupná data o kreditních ratingových agenturách Moody's, jelikož se mi podařilo získat přístup k detailnějším informacím než v případě ostatních ratingových agentur, což mi umožňuje získat přesnější pohled na danou problematiku. Toto pozitivum je však do určité míry vykompenzováno tím, že portfolio pouze jedné ratingové agentury nemusí přesně odrážet trendy v rámci celého veřejného sektoru.

V samotném úvodu praktické části představím skupiny, které se v rámci agentury Moody's zabývají analýzou veřejných subjektů.

4.1. Odvětvové členění kreditních ratingů agentury Moody's

Společnost Moody's Investors Service se dle informací na jejích internetových stránkách člení podle odvětvového zaměření ratingů na osm hlavních skupin. Ty zahrnují¹⁰¹:

- „**Corporates**“ – soukromoprávní společnosti [vlastní překlad]
- „**Financial Institutions**“ – finanční instituce [vlastní překlad]
- „**Structured Finance**“ – strukturované financování [vlastní překlad]
- „**Managed Investments**“ – kolektivní investování [vlastní překlad]
- „**Infrastructure and Project Finance**“ - infrastrukturní a projektové financování [vlastní překlad]
- „**Sovereign and Supranational**“ - státy a nadnárodní subjekty [vlastní překlad]
- „**Sub-Sovereign**“ - subjekty veřejného sektoru mimo Spojené Státy Americké [vlastní překlad]
- „**U.S. Public Finance**“ – veřejný sektor ve Spojených Státech Amerických [vlastní překlad]

Domnívám se, že veřejným sektorem, tak jak je definován v teoretické části, se v rámci agentury Moody's zabývají celkem čtyři skupiny: „Sovereign and Supranational“, „Sub-Sovereign“, „U.S. Public Finance“ a také „Infrastructure and Project Finance“. Ačkoli se mi nepodařilo získat oficiální zdůvodnění, předpokládám, že důvody existence čtyř rozdílných skupin jsou především:

- Rozdílné pravomoci a zodpovědnosti států a nadnárodních subjektů ve srovnání s ostatními subjekty veřejného sektoru
- Rozdílné účetní a vykazovací standardy v USA a jiných částech světa
- Projektové financování sebou nese specifická rizika a vyžaduje jiné analytické přístupy než hodnocení bonity subjektu, který se zaměřuje pouze na své běžné aktivity

4.1.1. „Infrastructure and Project Finance“

Tato skupina má celosvětový záběr a kombinuje přístupy podnikové analýzy, veřejných financí a strukturovaného financování. Emitenty hodnocenými touto skupinou mohou být jak soukromé společnosti, tak subjekty veřejného sektoru. Zdá se, že kritériem pro zařazení do této skupiny je druh činnosti jednotlivých subjektů. Budou pod ni spadat ty subjekty, které plánují-li využít dluhové finanční instrumenty na financování infrastrukturních projektů zahrnujících například pozemní komunikace, výrobu a rozvod elektrické energie, plynu či vody. Hodnocené společnosti jsou často založeny pouze za

¹⁰¹ Moody's Investors Service, Inc. [on-line]. *Market Segment* [on-line]. Převzato 15. listopadu 2014.

specifickým účelem a aktivitu, které mohou provádět, jsou smluvně či zákonně vymezeny.¹⁰² V portfoliu agentury Moody's k 27. červnu 2014 pod tuto skupinu spadalo přibližně tisíc emitentů.¹⁰³ Veřejný sektor tedy v tomto případě kreditní rating využívá, když potřebuje získat finanční prostředky na nějaký specifický investiční projekt. Mým cílem však není pospat využití ratingu při projektovém financování a proto se nebudu tímto segmentem dále zabývat.

4.1.2. „Sovereign and Supranational“

Analytici této skupiny se zaměřují na hodnocení bonity vlád jednotlivých států, jimi zřízených agentur či speciálních fondů a také nadnárodních institucí.¹⁰⁴ K 1. prosinci 2014 agentura Moody's prostřednictvím tohoto týmu hodnotila obligace 128 států¹⁰⁵ a k tomu ještě přibližně 40 nadnárodních organizací¹⁰⁶. Nejnovějším subjektem s kreditním ratingem byla v té době vláda Pobřeží slonoviny, která 8. července obdržela rating emitenta na úrovni B1 s pozitivním výhledem.

Zajímavostí je, že kreditní rating tato skupina uděluje například i Evropské Unii (Aaa, k 26. červnu 2014) a to od 22. července 1999¹⁰⁷. V té době však byly uděleny tři ratingy a to Evropskému společenství (European Community), Evropskému společenství uhlí a oceli (European Coal and Steel Community) a Evropskému společenství atomové energie (European atomic energy community). Z výše uvedeného vyvozují, že rating byl také jedním z mnoha aspektů, které napomohly rozvoji evropské integrace tím, že usnadnil tomuto společenství nezávislý přístup na kapitálové trhy.

Na kreditní rating států se však v této práci nebudu dále detailně nezaměřovat, neboť se jedná o relativně stejnorodou skupinu, na které nemohu demonstrovat trendy v rámci celého veřejného sektoru. Zároveň je kreditní rating mezi státy již výrazně rozšířen a jeho funkcí je na této úrovni téměř bezvýhradně přístup ke kapitálu.

¹⁰² Moody's Investors Service, Inc. [on-line]. *Market Segment* [on-line]. Převzato 15. listopadu 2014.

¹⁰³ Moody's Investors Service, Inc. [on-line]. *Infrastructure & Project Finance. Organizations – Organization list* [on-line]. Převzato 27. červnu 2014.

¹⁰⁴ Moody's Investors Service, Inc. [on-line]. *Market Segment* [on-line]. Převzato 15. listopadu 2014.

¹⁰⁵ Moody's Investors Service, Inc. [on-line]. *Sovereign and Supranational Ratings and Ceilings. Government Bond Ratings. As of 1 December 2014* [on-line]. Převzato 3. prosince 2014.

¹⁰⁶ Záměrně uvádím jen přibližnou hodnotu, jelikož nebylo možné sehnat informace o stavu ke stejnému dni, tedy 1. prosinci. Přibližná hodnota se opírá o stav k 31. srpnu 2014, kdy tento tým hodnotil přesně 36 mezinárodních organizací. Moody's Investors Service, Inc. [on-line]. *Sovereign and Supranational Ratings and Ceilings. Supranational Ratings. As of 31 August 2014*. [on-line]. Převzato 3. prosince 2014.

¹⁰⁷ Moody's Investors Service. [online]. *European Union*. [online] Převzato 26. června 2014.

4.1.3. „U.S. Public Finance“

Pod skupinu U.S. Public Finance spadají jednotlivé americké státy a nižší územně samosprávné celky. Dále také veřejná zdravotnická zařízení, vysoké školy a další subjekty, které jsou nějakým způsobem napojené na veřejný sektor, což má především v USA často formu osvobození od placení daní. Agentura Moody's prostřednictvím U.S. Public Finance hodnotí přibližně 90% dluhových cenných papírů vydaných americkým veřejným sektorem.¹⁰⁸ Celkový počet emitentů či obligací se mi nepodařilo z veřejně dostupných informací zjistit, avšak zdá se, že jich k 27. červnu 2014 bylo něco přes 50 tisíc¹⁰⁹, což by znamenalo, že velikost tohoto tržního segmentu mnohonásobně převyšuje velikost všech ostatních.

Jelikož se mi nepodařilo z veřejných zdrojů získat dostatek informací o celém portfoliu ratingů udělených subjektům v americkém veřejném sektoru, nebudu se tímto tržním segmentem v mé práci detailněji zabývat.

4.2. Jádru veřejného sektoru - „Sub-Sovereign“

Skupina „Sub-Sovereign“ uděluje kreditní ratingy regionálním a místním samosprávám mimo USA. Jak bylo uvedeno v teoretické části, tyto subjekty tvoří spolu s jednotlivými státy jádro veřejného sektoru. Moody's však do skupiny „Sub-Sovereign“ zařazuje i široké spektrum dalších subjektů, přičemž většina z nich plní určitou funkci vyhrazenou obecně veřejnému sektoru, jako například zdravotní péče, vyšší vzdělání, hromadná doprava nebo sociální bydlení. Tato skupina bude popsána a zanalyzována detailněji než ostatní skupiny hodnotící dlužníky z veřejného sektoru a to z následujících důvodů:

- *Tím, že se zabývá územně samosprávnými celky jako takovými a ne pouze specifickými projekty napojenými na veřejný sektor představuje tento tržní segment jádro veřejného sektoru,*
- *Globální rozsah této skupiny umožňuje provést komparativní analýzu mezi jednotlivými státy,*
- *Tato skupina je zároveň různorodější než segment zabývající se pouze státy a nadnárodními institucemi,*
- *Ačkoliv je možné, že Moody's do této skupiny zahrnuje i subjekty, které nezískávají žádné finanční prostředky z veřejných financí a nesplňovaly by tedy definici veřejného sektoru, nebude jich pravděpodobně mnoho a stále se bude jednat o subjekty, které jsou s veřejným sektorem v těsné vazbě. Zároveň tato*

¹⁰⁸ Moody's Investors Service, Inc. [on-line]. *Market Segment* [on-line]. Převzato 15. listopadu 2014.

¹⁰⁹ Moody's Investors Service, Inc. [on-line]. *U.S. Public Finance. Organizations – Organization list* [on-line]. Převzato 27. červnu 2014.

situace nabízí možnost srovnání toho, jak odborná literatura definuje veřejný sektor a jak se k této problematice staví ratingové agentury.

4.2.1. Analýza portfolia dle typu subjektu

Subjekty spadající pod skupinu „Sub-Sovereign“ se dají rozdělit do dvou velkých kategorií. Těmi jsou regionální a místní samosprávy [vlastní překlad, regional and local governments, RMS] a ostatní subjekty napojené na veřejný sektor (SVS). Do kategorie RMS spadají například jednotlivé republiky federativních států (kupříkladu republika Tatarstán v Ruské federaci nebo Svobodný stát Bavorsko ve Spolkové republice Německo), provincie (např. Britská Kolumbie v Kanadě nebo Bolzano v Itálii), regiony (Rhône-Alpes ve Francii nebo Jihomoravský kraj v České republice), okresy (Żywiec v Polsku), města a obce (Záhřeb v Chorvatsku nebo Buenos Aires v Argentině) a ostatní samosprávné celky (např. vláda Faerských Ostrovů či Autonomní společenství Baskicko ve Španělsku). K 30. květnu 2014 hodnotila agentura Moody's 272¹¹⁰ regionálních a místních samospráv. Vezmeme-li v úvahu, že jen České republice existuje 14 krajů a další pravděpodobně deseti možná i sta tisíce územních samospráv existuje celosvětově, věřím, že je možné z této statistiky vyvodit závěr, že kreditní rating je mezi těmito subjekty rozšířen relativně sporadicky.

Kromě výše zmíněných regionálních a místních samospráv hodnotila skupina „Sub-Sovereign“ k tomuto datu ještě dalších 161 subjektů¹¹¹. Mezi těmito subjekty se mi podařilo identifikovat vysoké školy, dopravní podniky¹¹², subjekty poskytujících sociální bydlení, organizaci zabývající se údržbou silnic a například také společnost obstarávající rozvod vody. Zajímavé je, že v portfoliu není mnoho subjektů napojených na zdravotnický sektor. Podařilo se mi identifikovat pět takových subjektů, přičemž tři z nich jsou zdravotnická centra napojená na univerzitu buď ve Francii nebo v Kanadě. Myslím si, že jedním z možných vysvětlení může být fakt, že financování zdravotnictví je ve většině zemí jednou z nejvyšších priorit a proto zdravotnické subjekty financované z veřejných zdrojů neměli tak silnou potřebu hledat externí zdroje financování. Naproti tomu relativně silně zastoupenou oblastí je vysoké školství, jelikož se podle mých propočtů ke konci května 2014 v portfoliu subjektů napojených na veřejný sektor

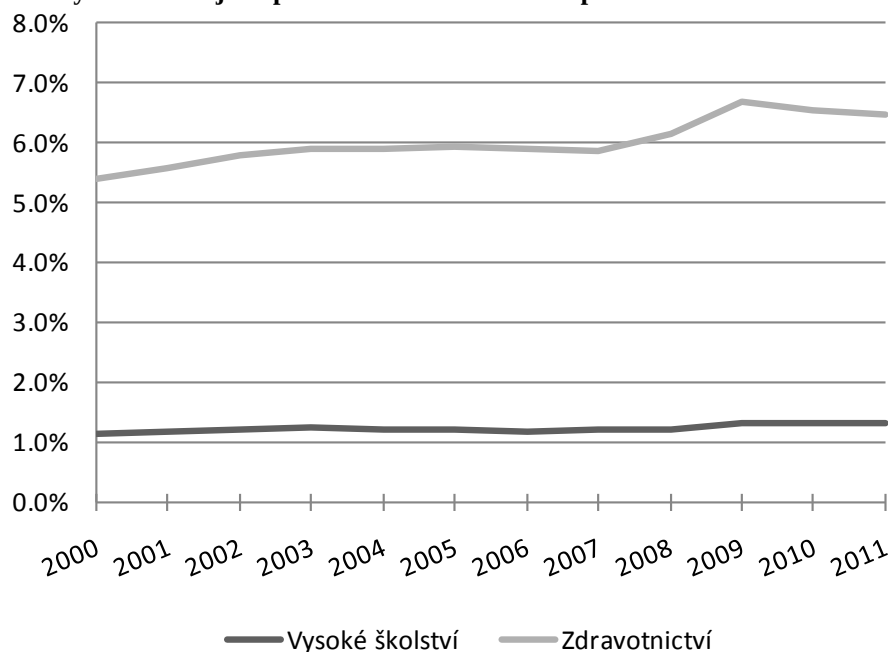
¹¹⁰ Vlastní výpočet na základě: Moody's Investors Service. *Moody's Statistical Handbook. Non-U.S. Regional and Local Governments*. June 2014. [on-line]. Staženo 1. července 2014.

¹¹¹ Vlastní výpočet na základě: Moody's Investors Service. *Moody's Statistical Handbook. Non-U.S. Regional and Local Governments*. June 2014. [on-line]. Staženo 1. července 2014 a Moody's Investors Service. Sub-Sovereign Ratings List. May 30, 2014. [on-line].

¹¹² Například britský Transport for London.

nacházelo 21 vysokých škol. Podíváme-li se však na data Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD), zjistíme, že ačkoliv výše veřejných výdajů na zdravotnictví je v průměru v zemích OECD významně vyšší než na vysoké školství (viz graf č. 5), obě tyto kategorie byly od roku 2000 v poměru k HDP relativně stabilní. Výdaje na vysoké školství navíc v zemích OECD rostly mezi roky 2009 a 2011 v běžných cenách v průměru o 10% zatímco výdaje na zdravotnictví pouze o 5%.¹¹³ Z této zjednodušené analýzy není tedy možné učinit závěr, že by veřejné výdaje na vysoké školství **v zemích OECD v průměru** klesaly, což by vedlo vysoké školy v těchto zemích k tomu, aby kvůli nedostatku kapitálu ve větší míře vyhledávaly financování prostřednictvím kapitálových trhů a využívali při tom služby ratingových agentur.

Graf 5 Průměrné výdaje veřejného sektoru v zemích OECD na oblasti zdravotnictví a vysokého školství mezi roky 2000-2011 jako podíl na hrubém domácím produktu



Zdroj: Vlastní výpočet na základě dat z Organisation for Economic Cooperation and Development. [online]. *OECD.Stat. Gross Domestic Product in Current Prices, Government Expenditure on Tertiary Education and General Government Total Expenditure on Healthcare*, [online] Staženo 29. listopadu 2014.

Náš předpoklad se však může potvrdit při pohledu na vývoj v některé specifické zemi, kde se nachází vysoké školy s uděleným kreditním ratingem. Tou je například Velká Británie. K 30. květnu 2014 se v této zemi nacházely čtyři vysoké školy

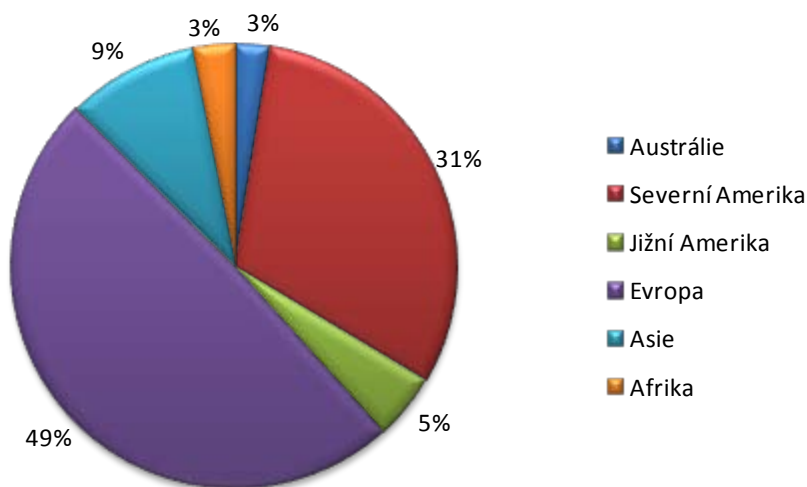
¹¹³ Vlastní výpočet na základě dat z Organisation for Economic Cooperation and Development. [online]. OECD.Stat [online]. Výpočet využívá prostý aritmetický průměr a bere v potaz jen ty země OECD, pro které bylo možné získat konzistentní časovou řadu. Průměr vysokého školství z tohoto důvodu nezahrnuje Estonsko, Řecko, Lucembursko a Turecko. Průměr výdajů na zdravotnictví nezahrnuje Nizozemsko.

s uděleným mezinárodním kreditním ratingem,¹¹⁴ přičemž tři z nich získaly rating mezi květnem 2012 a červnem 2013.¹¹⁵ Vysvětlením této dynamiky je podle Moody's právě pokles kapitálových dotací, které se v posledních letech snížily o 50%.¹¹⁶ Zároveň došlo k uvolnění limitů na počet studentů, které může každá univerzita v určitém roce přijmout¹¹⁷, což zvýšilo konkurenci v odvětví a tím i potřebu kapitálu. To proto, že jedním z faktorů, jak zaujmout potenciální studenty je i kvalita univerzitní infrastruktury. Na příkladu Velké Británie tedy došlo k potvrzení naší domněnky, že pokles finančních dotací může stát za zvýšeným zájmem vysokých škol o služby ratingových agentur, avšak nebyl to faktor jediný. Bez zintenzivnění konkurence by totiž vysoké školy neměly tak vysokou motivaci investovat a potřeba kapitálu by tak byla poměrně nižší.

4.2.2. Analýza dle sídla emitenta

K 30. květnu se tedy portfolio veřejných ratingů skupiny „Sub-Sovereign“ skládalo ze 433 subjektů. Jak je možné vidět na grafu č. 6, nejvíce jich sídlilo v Evropě (49%), která byla následována Severní Amerikou (31%) a Asií (9%). Nejméně klientů sídlí v Austrálii a v Africe, pouhá 3%.¹¹⁸

Graf 6 Distribuce hodnocených subjektů dle světových regionů k 30. květnu 2014, v %



Zdroj: Moody's Investors Service. Sub-Sovereign Ratings List. May 30, 2014. [on-line].

¹¹⁴ Moody's Investors Service. [online] *Sub-Sovereign Ratings List*. May 30, 2014. [on-line].

¹¹⁵ Moody's Investors Service. [online] De Montfort University [online], The University of Manchester [online], Cambridge University [online]. Převzato 13. prosince 2014.

¹¹⁶ Moody's Investors Service. [online]. *Euro Sub-sovereigns: Core To Increasingly Tap Capital Markets, while Periphery Remains Reliant on Sovereign*. 28 January 2014 [online], s. 4. Staženo 13. prosince 2014.

¹¹⁷ Moody's Investors Service. [online]. *English Higher Education Reform: The Strong Get Stronger while the Rest Jostle For Position*. 17 April 2014 [online]. Staženo 13. prosince 2014.

¹¹⁸ Vlastní výpočet na základě Moody's Investors Service. [online] *Sub-Sovereign Ratings List*. May 30, 2014. [on-line].

Zajímavý je fakt, že hodnocené subjekty pocházejí z celkem 45 zemí, což je o poznání méně, než počet států, které mají udělený kreditní rating (128, viz výše). Je to podle mého názoru důkaz toho, že fiskální decentralizace, skrze kterou subjekty veřejného sektoru získávají svou autonomii, je velice dlouhý proces, který je ve většině převážně rozvojových [vlastní předklad, emerging market and developing economies] zemí stále ve svém počátku. Přístup ke kapitálu za pomoci kreditního ratingu však není pouze funkcí fiskální decentralizace, ale také rozvinutosti kapitálových trhů v dané zemi. Není proto celkově překvapením, že ze 45 zemí, ve kterých skupina „Sub-Sovereign“ působí, jich 26 podle klasifikace IMF spadalo do kategorie zemí rozvinutých [vlastní předklad, advanced economies] a pouze 19 do zemí rozvojových, přičemž zemí rozvojových je podle IMF na světě přibližně 4krát více než zemí rozvinutých.¹¹⁹ Z toho 29 se nacházelo v Evropě, 6 v Asii¹²⁰, 5 v Jižní Americe, 2 v Severní Americe, 2 v Austrálii a Oceánii a pouze 1 v Africe.

Z předcházejícího výčtu je tedy jasné, že rating si nechává zpracovat veřejný sektor především v Evropě a Severní Americe. V Severní Americe se nachází třetina všech hodnocených subjektů a to i přesto, že pod skupinu „Sub-Sovereign“ nespádají subjekty v USA. Z logiky předcházejícího odstavce by poté plynulo, že většina severoamerických ratingů by bude pravděpodobně nacházet v Kanadě, jelikož se jedná o nejvíce rozvinutou zemi na tomto kontinentu hned po USA. Avšak není tomu tak. Ačkoliv se v Kanadě nachází celkem 53¹²¹ klientů, což by ji v rámci všech zemí, kde skupina „Sub-Sovereign“ působí, řadilo na třetí místo, v Mexiku byl kreditní rating udělen již 81¹²² subjektům. Mexiko se tím stalo zemí s nejvyšším počtem ratingů udělených skupinou „Sub-Sovereign“ subjektům ve veřejném sektoru. Deset zemí s největším počtem hodnocených subjektů zobrazuje tabulka č. 3.

¹¹⁹ V říjnu 2014 IMF rozeznávala 36 zemí rozvinutých a 153 zemí rozvojových. Zdroj: International Monetary Fund. World Economic Outlook Database, October 2014. [on-line]. Staženo 20. listopadu 2014.

¹²⁰ Obsahuje Kazachstán a Turecko. Rusko je započítáno mezi země evropské.

¹²¹ Moody's Investors Service. [online] *Sub-Sovereign Ratings List*. May 30, 2014. [on-line].

¹²² Moody's Investors Service. [online] *Sub-Sovereign Ratings List*. May 30, 2014. [on-line].

Tabulka 4 Deset zemí s největším počtem subjektů hodnocených skupinou „Sub-Sovereign“ k 30. květnu 2014

Pořadí	Země	Počet klientů
1	Mexiko	81
2	Velká Británie	71
3	Kanada	53
4	Japonsko	28
5	Rusko	21
6	Itálie	21
7	Španělsko	16
8	Česká republika	16
9	Francie	14
10	Jihoafrická republika	13

Zdroj: Moody's Investors Service. [online] *Sub-Sovereign Ratings List*. May 30, 2014. [on-line].

Fakt, že se v Mexiku nachází největší počet hodnocených subjektů, jde však proti předchozímu závěru, že kreditní ratingy se veřejnému sektoru udělují především v rozvinutých zemích. Proto jsem se rozhodl využít situaci v Mexiku pro další případovou studii, kde se pokusím zjistit, co k této situaci vedlo.

4.2.2.1. Případová studie: Kreditní rating v mexickém veřejném sektoru

Z celkového počtu 81 ratingů jich byla v Mexiku valná většina (73)¹²³ udělena regionálním a místním samosprávám. Mezi těmi se nacházeli jak jednotlivé federální státy (například Sonora, Ba2 nebo Tabasco, Ba1), tak také místní samosprávy (například „municipality of Monterey“). Všechny hodnocené samosprávy měly udělen jak mezinárodní rating, tak národní rating. Na mezinárodní stupnici se jejich kreditní kvalita pohybovala v rozmezí od A3 (investiční pásmo) do Caa1 (nižší spekulativní pásmo). Na specifické národní stupnici, která se vyznačuje vyšší granularitou, se pak ratingy pohybovaly v podstatě přes celou škálu, od Aaa.mx až do Caa1.mx. Náhodně jsem vybral tři státy a čtyři místní samosprávy a pokusil jsem se zjistit, kdy poprvé získali kreditní rating od agentury Moody's. Zjistil jsem, že z těchto sedmi subjektů ho šest získalo v rozmezí let 2000-2002 a jeden až v roce 2011.¹²⁴ Jelikož tento růst nebyl plynulý, ale relativně koncentrovaný okolo roku 2000, pravděpodobně se v tomto období stalo něco,

¹²³ Moody's Investors Service. [online] *Moody's Statistical Handbook. Non-U.S. Regional and Local Governments*. June 2014. [on-line]. Staženo 1. července 2014.

¹²⁴ Moody's Investors Service. [online]. Převzato 29. listopadu 2014.

co mexické státy a místní samosprávy motivovalo k tomu, aby využily služeb ratingových agentur.

Mexické územní samosprávy si mohou vypůjčovat pouze v domácí měně a pouze od mexických finančních institucí. Hlavním zdrojem dluhových finančních prostředků jsou banky, ze kterých pochází přibližně 80%¹²⁵ veškerého dluhu v municipálním sektoru a pouhých 20% bylo získáno vydáváním dluhopisů na kapitálových trzích. Moody's v jedné ze svých publikací uvádí, že omezené využívání dluhopisů je způsobeno větší komplexitou a obtížnějším refinancováním či změnou podmínek těchto transakcí ve srovnání s bankovními úvěry. Zároveň se sektor potýká s relativně nízkým zájmem institucionálních investorů (například penzijní fondy), kteří tento sektor vnímají jako relativně málo zkušený v oblasti řízení finančních závazků, což zvyšuje riziko jejich investice.¹²⁶ Je velice zvláštní, že v takovýchto podmínkách došlo k tak silnému rozmachu využívání kreditního ratingu, který je běžně spojován daleko více s vydáváním dluhopisů na kapitálových trzích, než s čerpáním bankovních úvěrů.

Vysvětlením této zvláštnosti je státní zásah. V roce 2000¹²⁷ došlo v Mexiku k reformě systému, který reguloval využívání dluhu územními samosprávami. Tato reforma se dotkla jak fungování samospráv tak bankovních ústavů. Jedním z požadavků této nové regulace bylo, aby všechny bankovní půjčky, které územní samosprávy získávají byly registrované u centrální vlády. Dále je vyžadováno aby banky, které poskytují půjčky samosprávám využívali kreditní rating jako proxy pro rizikovost daného dlužníka, podle čehož pak musí banky nastavovat specifickou výši úrokové míry. V případě, že některá územní samospráva nemá kreditní rating, automaticky je touto regulací považována za rizikovější a k jí poskytnuté úrokové míře je přičtena určitá „pokuta“. Tato vládní regulace trhu s municipálními půjčkami tedy v podstatě vynutila využívání kreditního ratingu, jehož rozšíření na trhu, který využívá dluhopisy jen v omezeném množství by jinak bylo velice nepravděpodobné.

¹²⁵ Moody's Investors Service. [online] *Frequently Asked Questions on Bank Loans for States and Municipalities in Mexico*. 6 August 2014. Staženo 29. listopadu 2014.

¹²⁶ Moody's Investors Service. [online] *Frequently Asked Questions on Bank Loans for States and Municipalities in Mexico*. 6 August 2014. Staženo 29. listopadu 2014.

¹²⁷ Canuto, O., Liu, L, Eds. *Until Debt Do Us Part: Subnational Debt, Insolvency and Markets*. Washington, D.C.: World Bank, 2013, s. 153.

4.2.3. Analýza vývoje počtu ratingů v jednotlivých regionech a sub-sektorech

Při hodnocení významu jednotlivých trhů či segmentů je však důležité vzít v potaz nejen jejich aktuální podíl na celkovém počtu hodnocených subjektů, ale také jejich aktuální dynamiku. V dubnu roku 2013 se v portfoliu skupiny „Sub-Sovereign“ nacházelo 438¹²⁸ subjektů, což je oproti květnu 2014 pokles o 5 klientů, respektive 1%. Přestože tahounem tohoto poklesu byla Jihoafrická republika, kde ubylo 10 klientů, méně ratingů jsem zaznamenal i v Belgii (1), České republice (1), Dánsku (1), Finsku (1), Makedonii (1), Mexiku (1), Holandsku (2), Norsku (1) a Švédsku (1). Z portfolia zmizel i Ostrov Man („Isle of Man“), avšak ten se mi povedlo najít v portfoliu skupiny „Sovereign and Supranational“. Agentura Moody's tedy pravděpodobně došla k závěru, že pro hodnocení bonity tohoto subjektu se lépe hodí postupy používané skupinou která hodnotí státy a mezinárodní organizace. Podobná situace nastala i v případě šesti klientů z Dánska, Norska, Švédska, Finska a Holandska, jejichž kreditní ratingy jsou stále veřejně přístupné, avšak spadají nyní pod skupinu hodnotící finanční instituce [vlastní překlad, „financial institutions“]. Tyto pohyby mezi různými týmy podle mého názoru ukazují, že rozhodnutí, jestli určitý subjekt naplňuje znaky veřejného sektoru, a mělo by se tedy k jeho ratingovému hodnocení takto přistupovat, není vždy jednoznačné a přístup k hodnocení těchto subjektů se může měnit. Je zajímavé, že po přesunu těchto šesti klientů ze skupiny „Sub-Sovereign“ do „Financial Institutions“ se kreditní rating ani jednoho z nich do této chvíle¹²⁹ nezměnil, přestože by se dalo očekávat, že analytické postupy těchto dvou týmů se budou v mnoha aspektech lišit. Zdá se však, že ve fundamentálních aspektech se oba týmy ve svém přístupu k těmto subjektům shodují a proto kreditní rating zůstává nezměněn. V případě ostatních subjektů, které mezi roky 2013 a 2014 zmizely ze seznamu klientů skupiny „Sub-Sovereign“, například také Správa a Údržba Silnic Jihomoravského kraje, je na internetových stránkách uvedeno, že jejich kreditní rating byl stažen [vlastní překlad, ratings withdrawn] a v doprovodných tiskových správách je uvedeno, že agentura Moody's tyto ratingy stáhla ze svých vlastních obchodních důvodů [vlastní překlad, its own business reasons]. Ačkoliv nevím, co si pod tímto popisem přesně představit, předpokládám, že tyto subjekty již neměly o její služby zájem.

¹²⁸ Moody's Investors Service. [on-line]. *Sub-Sovereign Ratings List*. April 26, 2013. [on-line].

¹²⁹ Porovnávání kreditní rating k 26. dubnu 2013 na základě „Moody's Investors Service. [on-line]. *Sub-Sovereign Ratings List*. April 26, 2013. [on-line]“ s ratingem uvedeným pro ty samé klienty přímo na internetových stránkách www.moody.com k 6. prosinci 2014.

Z číselných údajů uvedených v předcházejícím paragrafu je zřejmé, že mezi roky 2013 2014 musely určité segmenty portfolia skupiny „Sub-Sovereign“ i růst, neboť přestože z portfolia zmizelo 21 subjektů, celkový počet klientů klesl jen o 5. K růstu došlo celkem v 6 zemích, Austrálii, Kanadě, Brazílii, Singapuru, Rumunsku a především ve Velké Británii. Určitý růst tedy zaznamenaly všechny kontinenty kromě Afriky. To opět určitým způsobem potvrzuje závěr z předešlé kapitoly, že existuje přímá úměra mezi ekonomickou rozvinutostí určitého regionu a pravděpodobností, že subjekty veřejného sektoru z tohoto regionu využijí kreditní rating. Rumunsko je jedinou novou zemí, do které skupina „Sub-Sovereign“ mezi roky 2013 a 2014 expandovala.

Nejvyšší dynamiku však v tomto období zaznamenala Velká Británie, kde počet hodnocených subjektů narostl o 9. Tento čistý nárůst se skládal z 12 nových klientů a 3 subjektů, jejichž bylo hodnocení staženo. Mezi 12 novými klienty jsem identifikoval jednu vysokou školu, University of Manchester, a 11 subjektů poskytujících sociální bydlení. V následující případové studii se pokusím zjistit, co vedlo k tak vysokému nárůstu kreditních ratingů v tomto velice specifickém sektoru.

4.2.3.1. Případová studie: Sociální bydlení ve Velké Británii

K 30. květnu agentura Moody's hodnotila celkem 61 subjektů, které ve Velké Británii poskytují sociální bydlení.¹³⁰ Z tiskové zprávy oznamující udělení ratingu jednomu z těchto subjektů jsem zjistil, že při jejich hodnocení se agentura Moody's řídí dvěma hlavními metodologiemi. Jedna se nazývá „Anglická bytová družstva“ [vlastní překlad, English Housing Associations] a druhá „Emitenti napojení na vládu: Aktualizovaná metodologie“ [vlastní překlad, Government-Related Issuers: Methodology Update].¹³¹ Tyto subjekty mají formu nezávislých neziskových organizací a hlavním účelem jejich existence je poskytovat dostupné bydlení skupinám obyvatel s nízkými příjmy.¹³² Dostupné je toto bydlení proto, že v průměru je výše nájmu v sociálním bydlení v Anglii poloviční¹³³ ve srovnání s nájmy na neregulovaném trhu. Sociální byty a domy tvoří přibližně 18% všech obytných prostor v celé Anglii, přičemž dvě třetiny jsou vlastněny nebo spravovány těmito nezávislými bytovými družstvy a zbytek je poskytován

¹³⁰ Moody's Investors Service. [on-line] *Sub-Sovereign Ratings List*. May 30, 2014. [on-line].

¹³¹ Moody's Investors Service. [online]. *Rating Action: Moody's assigns A2 rating to Grand Union Housing Group; stable outlook*. 20 November 2013. [online] Převzato 3. prosince 2014.

¹³² Moody's Investors Service. [on-line]. *English Housing Associations*. Rating Methodology. 25 October 2014. [on-line]. s. 1. Staženo 5. prosince 2014.

¹³³ Moody's Investors Service. [on-line]. *Credit Opinion: Sanctuary Housing Association*. 9 September 2014. [on-line]. Sekce „Baseline Credit Assessment“. Převzato 3. prosince 2014.

přímo místními samosprávami.¹³⁴ Ačkoliv jsou nezávislé, činnost těchto subjektů je regulována prostřednictvím vládní agentury Homes and Communities Agency (HCA), která spadá pod britské Ministerstvo pro společenství a místní správu [vlastní překlad, Department for Communities and Local Government]. Tato agentura například kontroluje kvalitu poskytovaného bydlení nebo přezkoumává finanční stabilitu těchto subjektů a v případě, že objeví závažné nedostatky, může nařídit změnu v managementu nebo správní radě této organizace. Může také uvalit zákaz na prodej jednotlivých nemovitostí nebo nasměrovat špatně fungující bytové družstvo k fúzi s jiným subjektem.¹³⁵ Tato vládní regulace je pravděpodobně jedním z důvodů, proč v rámci agentury Moody's spadají pod skupinu, která hodnotí subjekty veřejného sektoru. Spojitost s veřejným sektorem je však vytvořena už samotnou náplní jejich činnosti, neboť poskytování dotovaného bydlení je ve většině zemí výsadou veřejného sektoru v rámci jeho distribuční funkce.

Mezi britskou vládou a těmito subjekty však existuje i přímé finanční vazby. První z nich vzniká tím, že příspěvek na bydlení pro obyvatele s nízkými příjmy putuje od vlády přímo do určitého bytového družstva, což podle Moody's¹³⁶ zvyšuje stabilitu a předvídatelnost příjmů těchto subjektů. Jejich činností však není pouze pronajímání a údržba těchto dotovaných obydlí, ale také výstavba nových domů a bytů, na což jim britská vláda prostřednictvím HCA poskytuje kapitálové dotace, čímž vzniká druhá přímá finanční vazba s veřejným sektorem. Proč však tyto subjekty potřebují kreditní rating?

Právě výstavba nových bytů, jakožto velice kapitálově náročná aktivita, se zdá být v jádru odpovědi na tuto otázku. Britská vláda totiž od finančního roku 2010/11¹³⁷ výrazně snížila kapitálové dotace na novou výstavbu¹³⁸, které nyní pokrývají pouze relativně menší část celkových nákladů na nový dům či byt. Vývoj podílu kapitálových dotací na celkovém nárůstu hodnoty fixních aktiv v sektoru bytových družstev mezi roky 2011 a 2013 je zobrazen na grafu č. 7. Vidíme, že v roce 2011 ještě kapitálové granty financovaly přibližně 35% celkového nárůstu fixních aktiv, zatímco v následujících dvou

¹³⁴ Moody's Investors Service. [on-line]. *English Housing Associations*. Rating Methodology. 25 October 2014. [on-line]. s. 2. Staženo 5. prosince 2014.

¹³⁵ Moody's Investors Service. [on-line]. *English Housing Associations*. Rating Methodology. 25 October 2014. [on-line]. s. 4. Staženo 5. prosince 2014.

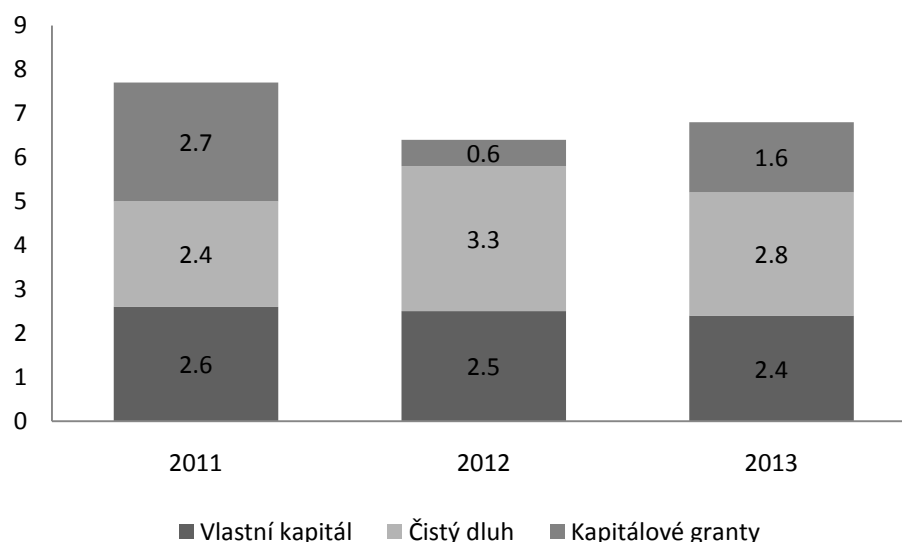
¹³⁶ Moody's Investors Service. [on-line]. *Credit Opinion: Moat Homes*. 1 December 2014. [on-line]. Sekce „Baseline Credit Assessment“. Převzato 3. prosince 2014.

¹³⁷ Finanční rok anglických bytových družstev se neshoduje s rokem kalendářním, jelikož končí 31. března. Finanční rok 2010/11 tedy začíná 1. dubna 2010 a končí 31. března 2011.

¹³⁸ Moody's Investors Service. [on-line]. *English Housing Associations: Financial Disintermediation – A One Way Trip*. 31 July 2014. [on-line], s. 2. Staženo 5. prosince 2014.

letech se už jednalo v průměru pouze o 16%. Zároveň vidíme, že hodnota reinvestovaného zisku (vlastní kapitál) byla ve všech letech velice stabilní.

Graf 7 Zdroje nárůstu hodnoty fixních aktiv v anglickém sektoru bytových družstev mezi roky 2011 a 2013, v miliardách liber



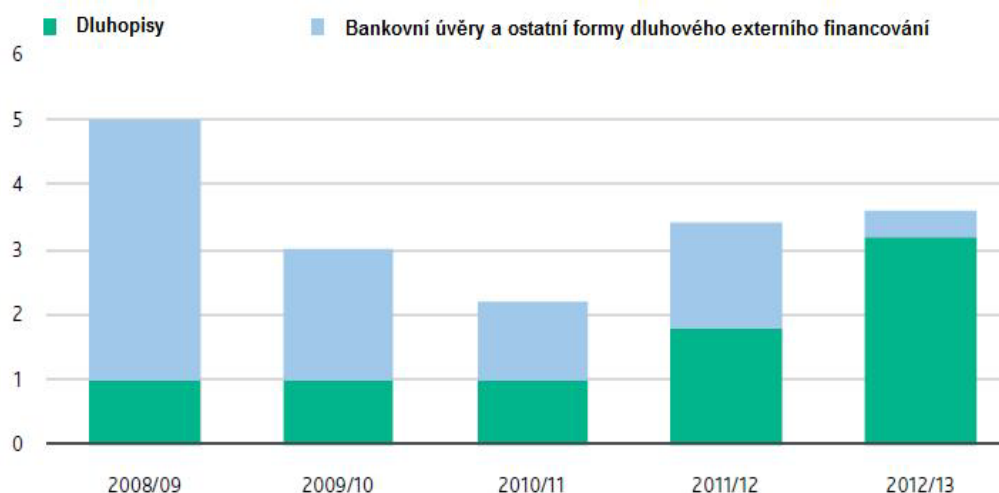
Zdroj: Zpracováno a přeloženo na základě: Homes and Communities Agency. [online]. 2013 *Global Accounts of Housing Providers*. 1 March 2014, s. 14.

Chtějí-li tak tyto subjekty pokračovat v naplňování svého účelu, čímž je poskytování domova sociálně slabším i v prostředí klesajících kapitálových grantů, musejí si na zbylou část nákladů nové výstavby opatřit kapitál ze soukromých zdrojů. Dříve byl pro ně hlavním zdrojem bankovní sektor, ze kterého pochází přibližně 83%¹³⁹ celkového dluhového financování v tomto sektoru, avšak od finančního roku 2012 získávají větší část potřebného kapitálu vydáváním dluhopisů na kapitálových trzích, které v tomto roce poskytly 53%¹⁴⁰ nového dluhového financování. Vývoj podílu dluhopisů na novém financování mezi finančními roky 2008/09 a 2012/13 je zobrazen na grafu č. 8.

¹³⁹ Homes and Communities Agency. [online]. 2013 *Global Accounts of Housing Providers*. 1 March 2014, s. 39. Publikace poskytující tento údaj výslovně neuvádí k jakému časovému období se tento údaj váže, avšak z názvu a povahy publikace se dá usuzovat, že se jedná o rok 2013.

¹⁴⁰ Homes and Communities Agency. [online]. 2012 *Global Accounts of Housing Providers*. 1 March 2013, s. 2.

Graf 8 Vývoj podílu dluhopisů na novém financování v sektoru anglických bytových družstev mezi finančními roky 2008/09 a 2012/13, v miliardách liber



Zdroj: Moody's Investors Service. [on-line]. *English Housing Associations: Financial Disintermediation – A One Way Trip*. 31 July 2014. [on-line], s. 2. Staženo 5. prosince 2014.

Podle Moody's¹⁴¹ a HCA¹⁴² stojí za nárůstem vydávání dluhopisů kombinace striktnějších podmínek na bankovním trhu, jelikož banky nyní poskytují úvěry s kratší splatností a vyššími úrokovými mírami než v předchozích letech, a zároveň vysoké poptávky investorů, kteří v dluhopisech těchto subjektů vidí zajímavou investici nabízející stabilitu a bezpečnost díky jejich napojení britskou vládou, avšak zároveň vyšší výnos ve srovnání s vládními dluhopisy. Moody's v jedné ze svých dalších publikací¹⁴³ uvádí, že pro britskou vládu je výhodné tato bytová družstva tímto způsobem využívat jako nástroje sloužící k přilákání a využití soukromého kapitálu ve vládou podporovaných projektech výstavby bydlení, neboť finanční závazky těchto nezávislých subjektů se nezapočítávají do dluhu veřejného sektoru, tak jak je definován Evropskou komisí.

Časová řada zobrazená na grafu č. 8 ilustruje ještě jednu velice důležitou souvislost. Ukazuje, že tyto subjekty, že tyto subjekty ve finančním roce 2008/09 načerpaly více dluhového financování než v roce 2012/13. Srovnáme-li tuto skutečnost s počtem subjektů hodnocených v tomto období agenturou Moody's, objevíme relativní nepoměr. V březnu 2009 totiž Moody's hodnotila pouze pět těchto subjektů, ve srovnání v 62 v květnu 2014. Mezi roky 2009 a 2014 tak došlo k velkému nárůstu kreditních ratingů v tomto sektoru, přestože objem přijímaných bankovních úvěrů klesal. Co však

¹⁴¹ Moody's Investors Service. [on-line]. *English Housing Associations: Financial Disintermediation – A One Way Trip*. 31 July 2014. [on-line], s. 1. Staženo 5. prosince 2014.

¹⁴² Homes and Communities Agency. [online]. *2013 Global Accounts of Housing Providers*. 1 March 2014, s. 39.

¹⁴³ Moody's Investors Service. [on-line]. *English Housing Associations. Rating Methodology*. 25 October 2014. [on-line], s. 2. Staženo 5. prosince 2014.

v tomto období vzrůstalo je aktivita těchto subjektů na dluhopisových trzích. Toto srovnání nám tedy potvrzuje, že i ve veřejném sektoru je kreditní rating především využívá pro přístup k financování prostřednictvím dluhopisů, zatímco dokud mají tyto subjekty přístup k financování pomocí bankovních úvěrů, k rozmachu využívání kreditního ratingu pravděpodobně nedojde. Tato případová studie podle mého názoru zároveň ilustruje, že pouhý fakt, že v určité části veřejného sektoru došlo k poklesu dotací či transferů od centrální vlády automaticky neznamena, že se tento sektor se obrátí na kapitálové trhy a své šance bude chtít zvýšit prostřednictvím kreditního ratingu. Vždy bude záležet i na dostupnosti jiných forem a zdrojů financování a k využití ratingu dojde pravděpodobně až v případě, že jako nejlepší možnost bude vyhodnoceno vydání dluhopisu. Zároveň si také myslím, že svůj vliv na celý proces bude mít i fakt, jestli mají specifické subjekty veřejného možnost ovlivnit intenzitu s jako vykonávají svůj mandát. Tím myslím situaci, kdy by se anglická bytová družstva rozhodla na pokles kapitálových dotací zareagovat poklesem výstavby nových nemovitostí. Nepodařilo se mi však zjistit, jestli může britská vláda tyto nezávislé subjekty k pokračování výstavby donutit nebo jestli se jedná pouze o jejich svobodné rozhodnutí. V případě, že je to pouze rozhodnutí jejich managementu a správní rady, pak bude vztah mezi poklesem kapitálových dotací a získáním kreditního ratingu zase o něco slabší, neboť vůbec nemusí vzniknout prvotní impuls k nastartování celého procesu, čímž je potřeba nového kapitálu.

4.2.4. Kreditní rating jako nástroj pro přilákání investic a podporu decentralizačního procesu

Dne 8. února 2010¹⁴⁴ udělila agentura Moody's mezinárodní rating dvěma makedonským místním samosprávám [vlastní překlad, „municipality“] a dalších pět následovalo 20. června 2011.¹⁴⁵ Pro tyto municipality bylo podle Moody's typické velice nízké zadlužení a zároveň vysoká potřeba kapitálu na rozvoj infrastruktury.

Ve fungování makedonské veřejné správy se odráží fakt, že se stále jedná o relativně mladou zemi, která vyhlásila nezávislost teprve v roce 1991. Země má velice jednoduchý systém organizace územní správy, který se skládá pouze z hlavního města a 84 municipalit.¹⁴⁶ Municipality postupně získávají více pravomocí, na jejichž vykonávání

¹⁴⁴ Moody's Investors Service. [online]. *Rating Action: Moody's assigns B1 ratings to municipalities of Strumica and Veles (Macedonia)*. 8 February 2010. [online] Převzato 3. prosince 2014.

¹⁴⁵ Moody's Investors Service. [online]. *Rating Action: Moody's assigns B1 and B2 ratings to five Macedonian municipalities*. 20 June 2014. [online] Převzato 3. prosince 2014.

¹⁴⁶ Moody's Investors Service. [on-line]. *Credit Opinion: Stip, Municipality of*. 5 April 2013. [on-line]. Sekce „Institutional Framework“. Převzato 3. prosince 2014.

jim jsou většinou poskytovány transfery z ústřední vlády. V zemi tedy probíhá proces fiskální decentralizace, jejíž součástí je většinou i rozhodnutí o tom, jestli si subjekty na nižší úrovni veřejné správy budou moci na svůj vlastní účet půjčovat finanční prostředky. Tato možnost byla makedonským municipalitám již zákonem udělena, avšak veškeré dluhové financování musí být specificky schváleno Ministerstvem financí a na jeho absolutní výši, stejně jako formu, existují zákonem stanovené limity. Municipality mohou využít dluhové financování jen na kapitálové investice, čerpané financování musí být spláceny postupně a musí mít pevné úrokové míry.¹⁴⁷ Vezmeme-li vše výše zmíněné v potaz, není se ani čemu podívat, když Moody's v roce 2012 zmínila, že zadlužení místních samospráv v Makedonii je velice nízké a municipality jsou v tomto směru víceméně závislé na úvěrech od centrální vlády.¹⁴⁸

Po přečtení předcházejícího odstavce asi každého napadne, že sektor místních samospráv v Makedonii se ani vzdáleně nepodobá trhu na kterém by mělo dojít k rozvoji využívání mezinárodního kreditního ratingu. Přesto však byl kreditní rating udělen sedmi z nich. Došlo k tomu ve spolupráci s americkou Agenturou pro mezinárodní rozvoj (U.S. Agency for International Development, USAID), která poskytuje hospodářskou a humanitární pomoc ve více než 100 zemích světa s cílem stabilizovat země a regiony prostřednictvím podpory efektivního fungování místních samospráv.¹⁴⁹ Tato agentura je aktivní i v Makedonii, kde mezi její hlavní cíle patří podpora rozvoje demokratických struktur, kvality státních institucí a ekonomického výkonu země, stejně jako zlepšení kvality poskytovaného vzdělání. V roce 2007 vznikl pod záštitou USAID čtyřletý program nazývaný „The Macedonia Local Government Activity“ (MLGA), který se specificky zaměřoval na zefektivnění fungování územních samospráv, podporu decentralizačního procesu v zemi, zlepšení výběru daní na lokální úrovni, podporu ekonomického rozvoje a zvýšení bonity územních samospráv za účelem přilákání tolik potřebných investic do infrastruktury. V rámci těchto hlavních oblastí se MLGA zaměřoval také na zlepšení přístupu územních samospráv k dluhovému financování prostřednictvím podpory rozvoje potřebného právního rámce a snahou o zlepšení finančního managementu jednotlivých samospráv, což by zvýšilo důvěru potenciálních investorů v tyto subjekty. Jako jeden z nástrojů rozvoje finanční a institucionální kapacity

¹⁴⁷ Moody's Investors Service. [on-line]. *Credit Opinion: Stip, Municipality of*. 5 April 2013. [on-line]. Sekce „Institutional Framework“. Převzato 3. prosince 2014.

¹⁴⁸ Moody's Investors Service. [on-line]. *Credit Opinion: Stip, Municipality of*. 5 April 2013. [on-line]. Sekce „Institutional Framework“. Převzato 3. prosince 2014.

¹⁴⁹ Interní dokumentace organizace USAID, zasláno panem G. Josifovem dne 1. prosince 2014.

makedonských municipalit byl využit i proces hodnocení úvěruschopnosti, s čímž jim USAID asistoval. V rámci tohoto procesu provedlo 28 municipalit své vlastní ohodnocení úvěruschopnosti, 20 municipalit následně získalo souhlas centrální vlády potřebný k přístupu k dluhovému financování. Sedmi municipalitám s nejlepší finanční výkonností bylo nakonec umožněno získat ratingové hodnocení od agentury Moody's. Podle mého názoru byl tedy mezinárodní kreditní rating a celkově ratingový proces v tomto případě chápán nejen jako nástroj přístupu ke kapitálu, ale také jako aktivita, jejímž podstoupením dojde k určitému přesunu znalostí či zkušeností, které by ve výsledku vedly k zlepšení finančních a řídicích praktik v těchto municipalitách. Předpokládám-li že mezinárodní ratingové agentury se snaží být ve svém přístupu k hodnocení všech subjektů konzistentní, dá se pak očekávat, že budou po makedonských municipalitách vyžadovat stejné údaje a podklady a budou jim klást podobné otázky jako například regionům v Německu. Jelikož jsou však makedonské municipality v mnoha ohledech méně hospodářsky rozvinuté a jejich decentralizační proces stále probíhá, některé otázky či požadavky je mohou relativně překvapit a v některých případech nemusí mít určitá data pravděpodobně ani k dispozici. Toto však může být překážkou pro potenciální investory. Proto se dá předpokládat, že když si municipality tímto procesem projdou s ratingovou agenturou je to pro ně dozajista zajímavá zkušenost, která jim může pomoci při snaze získat potřebný kapitál.

V teorii se přínos ratingu pro makedonské municipality zdá být velice logický, avšak zaměříme-li se na hmotné benefity, jeho dopad se začne jevit jako sporný. Jen v případě jedné ze sedmi municipalit s ratingem od Moody's se mi totiž podařilo zjistit, že by díky mezinárodnímu kreditnímu ratingu preferenčně získala nějaký kapitál. Územní samospráva jménem „Strumica“ tiskovém prohlášení uvedla, že díky kreditnímu ratingu získala grant z Evropské unie ve výši téměř 10 milionů EUR. Je možné, že některý kapitál získali i další ze sedmi hodnocených municipalit, avšak z veřejně dostupných zdrojů se mi to nepodařilo s absolutní jistotou ověřit. Z toho, že kreditní rating všech municipalit byl v relativně krátké době od jeho vydání stažen,¹⁵⁰ však usuzuji, že hmotné přínosy, které jim rating přinášel pravděpodobně nepřevážily náklady na jeho udržování.

¹⁵⁰ Kreditní rating jedné municipality byl stažen v prosinci 2012, další následovala v prosinci 2013 a posledních pět ratingů bylo staženo v červenci 2014. Zdroj: Moody's Investors Service. [on-line]. Převzato dne Převzato 3. prosince 2014.

4.2.5. Subjekty bez dluhových závazků s kreditním ratingem

V teoretické části jsem uvedl, že jednou z možných funkcí kreditního ratingu je také jeho použití jako nástroje pro nezávislé ohodnocení finanční pozice určité organizace, přičemž lepší finanční pozici by v případě kreditního ratingu odpovídala vyšší bonita. U subjektu, který by si nechal kreditní rating zpracovat právě z tohoto důvodu je pak podle mého názoru více pravděpodobné, že nebude mít významné množství dluhových závazků. Rozhodl jsem se proto mezi všemi 272 regionálními a místními samosprávami hodnocenými agenturou Moody's identifikovat ty subjekty, které nejsou zadlužené s tím, že poté na základě určitých společných znaků zjistím, co jim kreditní rating v takovéto situaci pravděpodobně přináší. Plně si přitom uvědomuji si, že neexistence dluhových závazků v současnosti naznamená, že by si tyto subjekty nemohli nechat kreditní rating zpracovat předem v očekávání, že se budou financovat v budoucnu. Tato možnost je jistě pravděpodobná, avšak z mé zkušenosti není možné získat tolik informací, aby bylo možné tuto eventualitu z analýzy naprosto vyloučit. Pracuji tedy s předpokladem, že subjekty s kreditním ratingem, ale nulovým zadlužením v něm vidí i nějakou jinou hodnotu, než jen přístup ke kapitálu.

Mezi všemi hodnocenými RMS se mi podařilo najít pouze osm subjektů, které ke konci roku 2012 vykazovaly nulové zadlužení.¹⁵¹ Fakt, že se jedná se o relativně nevýznamné množství ve srovnání s celkovým počtem hodnocených subjektů podle mého názoru potvrzuje, že i ve veřejném sektoru je kreditní rating využívám převážně jako nástroj využívaný pro zlepšení přístupu k dluhovému financování. Z těchto osmi subjektů se sedm nacházelo v Mexiku a jeden v Makedonii. Jelikož se situací na těchto velice specifických trzích zabývají jiné dvě kapitoly, nebudu důvody toho, proč mají nulové zadlužení zrovna subjekty v těchto dvou zemích dále rozebírat.

Podařilo se mi však z jiného zdroje¹⁵² zjistit, že české město Prostějov, které mělo k 30. květnu 2014 udělený pouze národní rating na úrovni Aa1.cz,¹⁵³ bude podle svých vlastních prognóz již na konci roku 2014 bez dluhových závazků. Požádal jsem tedy finanční oddělení města o vyjádření k této problematice, abych zjistil, jestli se jejich přístup shoduje s mým předpokladem, že kreditní rating je pro ně především nástroj pro porovnání finanční pozice s ostatními českými samosprávami, spíše než nezávislé

¹⁵¹ Odvozeno na základě Moody's Investors Service. [online] *Moody's Statistical Handbook. Non-U.S. Regional and Local Governments*. June 2014. [on-line]. Staženo 1. července 2014.

¹⁵² Moody's Investors Service. [on-line]. *Rating Action: Moody's changes outlook on City of Prostějov's Aa1.cz national scale rating to positive from stable; rating affirmed*, 28. February 2014. [on-line].

Převzato 20. listopadu 2014.

¹⁵³ Moody's Investors Service. [on-line]. *Sub-Sovereign Ratings List*. May 30, 2014. [on-line].

ohodnocení bonity, které by využívali při vyjednávání se současnými a budoucími věřiteli. Bylo mi oznámeno,¹⁵⁴ že tomu tak vskutku je. Aktuálně prý banky kreditní rating nevyžadují a vnímají skoro všechna česká města jako velice bonitní partnery, kterým ochotně a za výhodné úrokové míry půjčují bez ohledu na to, jestli tato města mají kreditní rating. Přístup bank se však prý změnil od nedávné finanční a hospodářské krize. Před ní prý měl kreditní rating při vyjednávání daleko větší váhu. Poněkud překvapující pro mě bylo však zjištění, že kreditní rating je v současnosti pro město především marketingovým nástrojem. Město každý rok pořádá tiskovou konferenci, kam zve novináře, zástupce bank a místních podniků a rating je prezentován jako nezávislé ověření toho, že město je důvěryhodným partnerem. Toto jeho využití je ale rozhodně ovlivněno tím, že město Prostějov mělo k 30. květnu 2014 jako jediné české město hodnocené agenturou Moody's k národnímu ratingu Aa1.cz přidán ještě pozitivní výhled.¹⁵⁵ Naopak město Liberec mělo jako jediné v České republice nižší národní rating na úrovni Aa2.cz, tudíž předpokládám, že v jejich případě se o marketingový nástroj jednat nebude.

4.2.6. Způsoby financování, které utlumují rozvoj využívání kreditního ratingu mezi územními samosprávami

4.2.6.1. Půjčky od centrální vlády

Během analýzy portfolia ratingů skupiny Sub-Sovereign ve Velké Británii jsem narazil na zajímavou situaci, kdy v posledních několika letech narůstá počet ratingů veřejných vysokých škol a neziskových organizací poskytující sociální bydlení, zatímco počet kreditních ratingů udělených regionálním a místním samosprávám (RMS) v té samé zemi dokonce klesá.¹⁵⁶ Podíval jsem se tedy opět na agregátní finanční pozici RMS a zjistil, že důvodem proč se nesnaží získat kreditní rating není fakt, že by nepotřebovaly externí dluhové financování. Jak je vidět na grafu č. 9, celkové zadlužení místních samospráv ve Velké Británii v posledních pěti letech neustále narůstá, přesto však počet Moody's kreditních ratingů v tomto sektoru klesl z 5 k 26. dubnu 2013¹⁵⁷ na 3 k 30. květnu 2014.¹⁵⁸ Důvodem tohoto vývoje se zdá být způsob **jakým** většina RMS v této zemi financuje své rozpočtové schodky.

¹⁵⁴ Telefonická konverzace s pracovníky finančního odboru magistrátu města Prostějov, 12. prosince 2014.

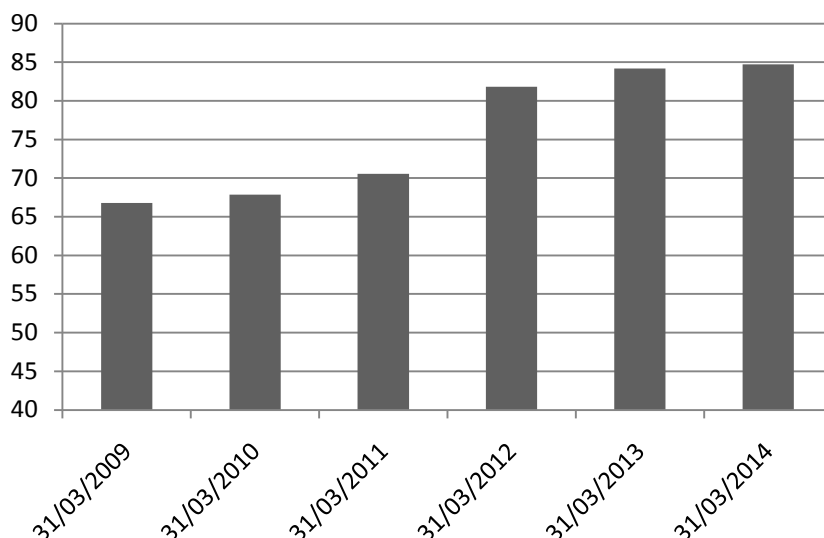
¹⁵⁵ Moody's Investors Service. [on-line]. *Sub-Sovereign Ratings List*. May 30, 2014. [on-line].

¹⁵⁶ Odvozeno na základě Moody's Investors Service. [on-line]. *Sub-Sovereign Ratings List*. April 26, 2013. [on-line] a Moody's Investors Service. [on-line]. *Sub-Sovereign Ratings List*. May 30, 2014. [on-line].

¹⁵⁷ Moody's Investors Service. [on-line]. *Sub-Sovereign Ratings List*. April 26, 2013. [on-line].

¹⁵⁸ Moody's Investors Service. [on-line]. *Sub-Sovereign Ratings List*. May 30, 2014. [on-line].

Graf 9 Celkový dluh místních samospráv ve Velké Británii mezi roky 2009 a 2014, v miliardách liber



Zdroj: Department for Communities and Local Government. [online] *Live tables on local government finance*. [online] Staženo 6. prosince 2014. Dostupné z: <https://www.gov.uk/government/statistical-data-sets/live-tables-on-local-government-finance#borrowing-and-investment>

Zadlužení RMS ve Velké Británii dosáhlo k 31. březnu 2013 hodnoty 84,5 miliard liber. Přibližně 75%¹⁵⁹ této částky bylo získáno prostřednictvím tzv. „Public Works Loan Board“ (PWLB), což je statutární orgán [vlastní překlad, statutory body] vytvořený britskou vládou za účelem poskytování půjček místním samosprávám.¹⁶⁰ Tyto půjčky jsou úročené a jejich maximální výše je odvozena od dovolené úrovně zadlužení, která je zákonem stanovena pro každou jednotlivou místní samosprávu.¹⁶¹ PWLB tedy pro místní samosprávy představuje relativně jednoduchý způsob jak získat potřebné financování na kapitálové investiční projekty. Jelikož má PWLB svůj vlastní způsob monitorování bonity jednotlivých místních samospráv, není pro tyto pravděpodobně žádoucí ani potřebné platit za zpracování kreditního ratingu. Ve Velké Británii však neexistuje žádný zákon, který by zakazoval místním samosprávám půjčovat si od bank či přímo prostřednictvím emise na kapitálových trzích a proto racionálně jednající město využije PWLB pouze v případě, že její financování bude levnější a lépe dostupné než ostatní alternativy.

Tento předpoklad se začínal potvrzovat od 20. října 2010, kdy PWLB zvýšilo úrokové sazby na své půjčky z 20 bazických bodů nad výnos vládních dluhopisů (basis

¹⁵⁹ Local Government Association [on-line]. *Establishment of a Local Government Collective Agency for the issue of Local Authority Bonds*. March 2014. [on-line], s. 3. Staženo 6. prosince 2014.

¹⁶⁰ United Kingdom Debt Management Office [on-line]. *Public Works Loan Board – Introduction*. [on-line]. Převzato 6. prosince 2014.

¹⁶¹ Local Government Association [on-line]. *Establishment of a Local Government Collective Agency for the issue of Local Authority Bonds*. March 2014. [on-line], s. 49. Staženo 6. prosince 2014.

point, bp) na 100bp.¹⁶² Tento krok významně snížil atraktivitu nabízených půjček, což místní samosprávy motivovalo k tomu, aby začaly přemýšlet o jiných zdrojích financování. Jedním z faktorů, jak zvýšit svou atraktivitu pro investory pak byl i mezinárodní kreditní rating. Jen v rozmezí října a listopadu 2011 si nechaly svůj kreditní rating od Moody's zpracovat hned čtyři místní samosprávy¹⁶³, zatímco do té doby Moody's hodnotila pouze jedinou. Příkladem toho, že přímá emise na kapitálových trzích byla v této situaci levnější alternativou byla Greater London Authority, které prodala v červenci 2011 dluhopisy v hodnotě 600 milionů liber a ušetřila tím podle svých propočtů 17bp.¹⁶⁴

Nevole místních autorit nakonec dovedla britskou ústřední vládu v listopadu 2012 ke snížení marže na půjčky přes PWLB na 80bp. a o rok později dokonce na 60bp. Tyto vládní rozhodnutí opět změnily podmínky na trhu a došlo k pokles zájmu o kreditní rating. Nejenže od té doby agentura Moody's neudělila britským místním samosprávám od té doby žádný nový rating, dva existující ratingy v tomto sektoru byly dokonce staženy. Tento příklad velice názorně demonstuje, jak vztahy mezi jednotlivými úrovněmi veřejné správy mají významný podíl na tom, jestli subjekty veřejného sektoru v nějaké zemi využijí kreditní rating.

4.2.6.2. Dluhopisové agregátory

V některých zemích, například v Dánsku, Švédsku, Norsku a Finsku, existují subjekty, které jsou vlastněné buď státem nebo velkým počtem územních samospráv a podle potřeb těchto samospráv vydávají svým jménem dluhopisy. Takto získané prostředky jim poté poskytují formou půjček s nízkou úrokovou mírou.¹⁶⁵ Výhoda tohoto přístupu k financování kapitálových potřeb územních samospráv spočívá především k nižších nákladech. K tomu dochází jak prostřednictvím nižší dosažené úrokové míry, či ceny kapitálu, tak také nižším administrativním nákladům.

Velcí institucionální investoři, například penzijní fondy, mají často zájem pouze o dluhopisy, které dosahují pro ně zajímavého objemu. Tím, že spojují finanční potřeby mnoha menších subjektů, mohou tyto agregátory vydávat dluhopisy v objemech, které

¹⁶² Local Government Association [on-line]. *Establishment of a Local Government Collective Agency for the issue of Local Authority Bonds*. March 2014. [on-line], s. 3. Staženo 6. prosince 2014 a The Telegraph [on-line]. *Birmingham given AAA credit rating*. 11 October 2011. [on-line]. Převzato: 6. prosince 2014.

¹⁶³ Guildford Borough Council, London Borough of Wandsworth, Birmingham City Council a Lancashire County Council. Zdroj: Moody's Investors Service. [on-line]. Převzato 6. prosince 2014.

¹⁶⁴ Greater London Authority [on-line]. *Prudent Crossrail financing to save London's businesses £65 million*. 3 July 2011. [on-line]. Převzato 6. prosince 2014.

¹⁶⁵ Moody's Investors Service. [on-line]. *Nordic Specialised Lenders: Peer Comparison*. 5 August 2014. [on-line]. Staženo 6. prosince 2014.

jsou atraktivní pro mnoho investorů, čímž roste poptávka a klesá „cena“ těchto dluhopisů. Menší územní samosprávy, kterým jejich nízké finanční potřeby v podstatě znemožňují vydat dluhopis svým vlastním jménem přímo na kapitálovém trhu, by bez existence těchto subjektů byly pravděpodobně odkázané na úvěry z bank, které jsou v roli prostředníka, který si za tuto službu náúčtuje „poplatek“ v podobě vyšší úrokové míry. Spojení s ostatními územními samosprávami jim umožňuje tohoto prostředníka obejít a tím ušetřit na jeho potenciálním zisku. Každé vydání dluhopisu je spojeno s určitými transakčními náklady, například tvorba potřebné dokumentace a s tím spojené právní služby. Proto i pro velké územní samosprávy, jimž by rozsah jejich finančních potřeb dovolil vydat dluhopis přímo, může být tato struktura výhodná, neboť dojde k relativnímu snížení transakčních nákladů.

Z pohledu kreditního ratingu však využívání těchto dluhopisových agregátorů znamená, že subjekty veřejného sektoru, které by za jiných okolností přemýšlely o vydání dluhopisu vlastním jménem, pravděpodobně nevyužijí služeb ratingových agentur. Tento předpoklad se potvrzuje při pohledu na portfolio skupiny „Sub-Sovereign“, která ve výše zmíněných čtyřech trzích k 30. květnu 2014 hodnotila pouze dvě územní samosprávy, město Oslo v Norsku a švédský Göteborg.¹⁶⁶

4.3. Vyhodnocení praktické části

Z mého výzkumu vyplynulo, že ta část veřejného sektoru, která se nachází pod centrální vládou není na kapitálových trzích zdaleka tak aktivní, což je v souladu s následným zjištěním, že kreditní rating je na této úrovni rozšířen jen relativně sporadicky. Není zároveň pravidlem, že má-li centrální vláda určité země svůj kreditní rating, budou ho mít i další subjekty veřejného sektoru. Na rozsah využívání kreditního ratingu nižšími úrovněmi veřejného sektoru má nesporný vliv nejen rozvinutost kapitálových trhů v dané zemi, ale i celková rozvinutost dané ekonomiky, jelikož se dvě třetiny těchto subjektů hodnocených agenturou Moody's nacházely v rozvinutých zemích. Na tuto situaci má velice důležitý vliv i proces fiskální decentralizace, který v rozvojových zemích ještě nedosáhla zdaleka takového stupně jako v rozvinutých ekonomikách. Nízká úroveň fiskální decentralizace se může projevit například nemožností nižších úrovní územní samosprávy či ostatních subjektů veřejného sektoru vypůjčovat si peněžní prostředky od soukromých investorů. Není-li jim toto platnou legislativou umožněno, možnost, že se tyto subjekty budou zajímat o mezinárodní kreditní rating, který by potenciálním

¹⁶⁶ Moody's Investors Service. [online] *Sub-Sovereign Ratings List*. May 30, 2014. [on-line].

investorům dal představu o jejich bonitě, je v podstatě vyloučena. Kreditní rating však není subjekty veřejného sektoru využíván výlučně jako nástroj zlepšující přístup ke kapitálu. V některých případech je pravděpodobně vnímán spíše jako nezávislé hodnocení, které těmto subjektům umožňuje porovnat svou finanční výkonnost a institucionální kapacitu s ostatními subjekty v tomto sektoru. V některých případech je rating dokonce využíván pouze jako marketingový nástroj potvrzující silnou pozici územní samosprávy jako partnera pro investory, avšak k tomuto využití bude docházet jen u subjektů s relativně vyšším ratingem ve srovnání s ostatními subjekty v jeho sektoru. Předcházející tvrzení jsou podpořena faktem, že v portfoliu klientů agentury Moody's jsem identifikoval několik subjektů, které mají udělený rating, avšak nemají, nebo brzy nebudou mít, žádné dluhové závazky. Jedná se však pouze o zanedbatelný počet subjektů ze tří zemí, České republiky, Makedonie a Mexika. Podstatná většina subjektů vykazovala existenci dluhových závazků a proto je možné konstatovat, že i ve veřejném sektoru je kreditní rating převážně nástrojem zlepšujícím přístup ke kapitálu.

To byl i jeden z hlavních motivů sedmi místních samospráv z Makedonie, které získaly kreditní rating od agentury Moody's za podpory americké rozvojové agentury USAID. Pro tyto municipality z rozvojové země, které právě prochází silným decentralizačním procesem, bylo však podstatné i samotné podstoupení ratingového procesu, což jim mělo poskytnout představu o tom, jaké faktory jsou mezinárodně využívanými kritérii při hodnocení rizika a úvěruschopnosti místních samospráv. Kreditní rating byl v tomto případě agenturou USAID vnímán jako jeden z nástrojů, které mohou nejen zlepšit přístup ke kapitálu, ale také napomoci rozvoji finančních a řídicích praktik místních samospráv a podpořit rozvoj trhu s municipálními úvěry. Věřím, že podstoupení ratingového procesu mělo pro tyto municipality určitou vzdělávací hodnotu a pomohlo jim přemýšlet o faktorech či oblastech jejich činnosti, které by jinak pravděpodobně nebyly velice vysoko na jejich listu priorit. Zároveň si však myslím, že tato iniciativa nenaplnila svůj hlavní účel, čímž bylo zlepšení přístupu ke zdrojům na potřebné investice, jelikož se pravděpodobně jen jedné ze sedmi hodnocených municipalit podařilo díky ratingu získat nový úvěr či grant. Kreditní rating všech těchto samospráv byl zároveň stažen v průměru do dvou až tří let od jeho získání, z čehož vyvozují, že jim jeho udržování pravděpodobně nepřišlo v dlouhém období ekonomicky výhodné.

Přestože platí obecný závěr, že mezinárodní kreditní rating je veřejným sektorem více využíván v rozvinutých zemích, při svém výzkumu jsem narazil na některé výjimky. Za nejvýznamnější z nich považuji situaci v Mexiku, které je i přes svůj rozvojový

charakter zemí s aktuálně nejvyšší počtem kreditních ratingů udělených subjektům na nižší úrovni veřejné správy. Tato situace však není výsledkem určitého přirozeného vývoje, nýbrž dílem státního zásahu. V rámci tohoto opatření, jehož cílem bylo zvýšení transparentnosti a stability trhu s municipálními úvěry, mexická federální vláda začala vyžadovat, aby všechny půjčky municipálnímu sektoru byly centrálně registrované a především, aby banky jako nástroj na odhadnutí kreditního rizika specifické územní samosprávy využívaly kreditní rating. Toto rozhodnutí je bezesporu vítáno ratingovými agenturami, které tak nemusejí vynakládat téměř žádné úsilí na získání klientů na tomto trhu. Je však otázkou, jak výhodné je toto rozhodnutí pro situaci na mexickém bankovním trhu, jelikož díky nedávné finanční a hospodářské krizi víme, že kreditní rating nemusí být tím nejpřesnějším nástrojem měření rizika a přílišná závislost na něm může vytvořit jednostranně zaměřený systém, který se může rychle zhroutit.

Angažovanost centrální vlády ve financování nižších úrovní veřejné správy však nevede pouze k rozvoji využívání kreditního ratingu v tomto sektoru. Z případové studie, ve které jsem se zaměřil na britské územní samosprávy, se dá dokonce odvodit pravý opak. Je tomu tak proto, že ve Velké Británii si municipality mohou půjčit peněžní prostředky přímo od speciální vládní agentury za výhodné úrokové míry, přičemž vláda se při hodnocení rizika jednotlivých municipalit neřídí kreditním ratingem. Situace kolem roku 2011 však ukázala, že jakmile se výhodnost těchto půjček v porovnání se soukromým sektorem sníží, územní samosprávy dokážou relativně rychle zareagovat a v rámci zlepšení přístupu ke dluhovému kapitálu začnou projevovat zájem o kreditní rating.

Jako další způsob financování kapitálových potřeb územních samospráv, který nenahrává plošnému rozšíření kreditního ratingu v tomto sektoru, jsem identifikoval získávání dluhových prostředků prostřednictvím specializovaných subjektů, které bývají vlastněny buď centrální vládou nebo společně větším počtem územních samospráv. Tyto subjekty pak svým jménem vydávají velkoobjemové dluhopisy a takto získané prostředky za výhodné sazby pře-půjčují účastníkům se územním samosprávám. V tomto případě pak mají kreditní rating většinou pouze tyto dluhopisové „agregátory“ (jelikož agregují finanční potřeby jednotlivých územních samospráv), ale jednotlivé územní samosprávy ho nepotřebují, neboť se sami přímo na kapitálovém trhu neangažují. Tento způsob financování investičních potřeb veřejné správy je rozšířen především ve Skandinávských zemích.

Rozvoj využívání ratingu v rámci veřejného sektoru je aktuálně (mezi roky 2013 a 2014) nejrychlejší ve Velké Británii a to specificky v oblasti sociálního bydlení. Většina

sociálních bytů a domů je ve Velké Británii poskytována nezávislými právníckými osobami, které mají formu neziskových organizací a do portfolia subjektů veřejného sektoru agentury Moody's spadají proto, že (1) jejich činnost je regulována prostřednictvím speciální vládní agentury a (2) získávají provozní a kapitálové dotace prostřednictvím příspěvku na bydlení a grantů na výstavbu nových obydlí pro sociálně slabší. Na případové studii zabývající se tímto segmentem jsem demonstroval, že pokles financování z centrální úrovně veřejné správy, a to především na kapitálové investice, může být spouštěcím mechanismem proto, aby se subjekty na nižších úrovních veřejného sektoru začaly zajímat o kreditní rating. V tomto případě tak kreditní rating pro veřejný sektor splnil svou nejběžnější funkci, jelikož byl těmito subjekty využit při jejich snaze vydat dluhopisy na kapitálovém trhu, což byla jejich reakce na pokles kapitálových dotací od britské vlády. Tato případová studie však zároveň potvrdila silný vztah mezi kreditním ratingem a financováním prostřednictvím dluhopisů. Tyto subjekty totiž historicky získávaly velké množství dluhového financování od bank, avšak jejich zájem o kreditní rating se razantně zvýšil až poté, co přešly k dluhopisům v důsledku striktnějších úvěrových podmínek na bankovním trhu po finanční krizi.

Závěr

Cílem této diplomové práce bylo prozkoumat do jaké míry využívají subjekty veřejného sektoru mezinárodní kreditní rating, jaké motivy a okolnosti je k tomu vedou a co způsobuje rozdíly ve využívání kreditního ratingu v rámci jednotlivých geografických regionů.

Mezinárodní kreditní rating je v teorii popisován především jako nástroj usnadňující či dokonce umožňující přístup ke dluhovému kapitálu, a to především formou dluhopisů vydávaných na kapitálových trzích. Jelikož objem finančních nástrojů vydaných veřejným sektorem na kapitálových trzích je aktuálně vyšší než v případě bank či nefinančních podniků, dá se očekávat, že kreditní rating bude ve veřejném sektoru relativně široce rozšířen. Za valnou většinu finančních instrumentů vydaných veřejným sektorem na kapitálových trzích jsou však zodpovědné centrální vlády. Na kreditní rating států jsem se však v této práci detailně nezaměřoval, neboť se jedná o relativně homogenní skupinu, na které se nedají demonstrovat trendy v rámci celého veřejného sektoru. Zároveň je kreditní rating mezi centrálními vládami již velice výrazně rozšířen a jeho úloha či vnímání se výrazně neliší od jeho typické funkce zmíněné výše.

Daleko zajímavější závěry přináší analýza té části veřejného sektoru, která se v úrovnovém členění nachází pod centrální vládou. Jedná se především o různé nižší úrovně územní samosprávy (regiony, provincie či města), jejichž počet a rozsah se liší v závislosti na územním uspořádání daného státu. Patří sem však také subjekty, které jsou nějakým způsobem napojeny na státní správu. Odborná literatura většinou k vymezení veřejného sektoru využívá jako hlavní faktor hledisko financování aktivit, avšak v širším pohledu se jedná i o subjekty které například produkují veřejné statky nebo podléhají veřejné kontrole.

Při rozboru portfolia klientů ratingové agentury Moody's jsem zjistil, že veřejným sektorem se zabývá více týmu, přičemž kritériem pro zařazení do specifického týmu je například to, jestli se jedná o specifický projekt spojený s veřejným sektorem, nebo subjekt veřejného sektoru jako takový. Ve své analýze jsem se zaměřil na ten tým, který hodnotí přímo bonitu subjektů, neboť ty na rozdíl od specifických projektů tvoří, i podle ekonomické teorie, jádro veřejného sektoru. Výhoda použití dat tohoto ratingového týmu dále spočívá v jeho téměř globálním zaměření. Výraz téměř je použit záměrně, neboť tento tým nepokrývá Spojené státy americké. Na trendy v ratingu subjektů veřejného

sektoru v tomto státě jsem se však nezaměřoval a to kvůli nemožnosti získat detailní informace.

Z mé diplomové práce především plyne, že mezinárodní kreditní rating není na nižších úrovních veřejného sektoru zatím výrazně rozšířen. Pravděpodobnost jeho využití na této úrovni poroste s (1) vyšší rozvinutostí dané ekonomiky a jejích kapitálových trhů, (2) pokročilejší fiskální decentralizací, (3) poklesem financování z centrální úrovně státní správy, a (4) nižší závislosti na dluhovém financování zprostředkovaným centrální vládou. Za jeho rozšíření v určitém segmentu veřejného sektoru může být také zodpovědný stát, který může zavede povinnost jeho využívání, jako v případě místních samospráv v Mexiku. Mezi situace či okolnosti, které povedou naopak k potlačení rozvoje kreditního ratingu mezi nižšími úrovněmi veřejného sektoru patří financování rozpočtových deficitů a investičních aktivit prostřednictvím půjček přímo od centrální vlády nebo využívání dluhopisových agregátorů.

Nižší subjekty veřejného sektoru mezinárodnímu ratingu přisuzují různé funkce, od klasické snahy získat lepší přístup ke kapitálu, přes porovnávání finanční situace se subjekty ve stejném segmentu, až marketingovou a politickou funkci, kdy rating v jejich očích demonstruje správné hospodaření této administrativy a potvrzuje určitou územní samosprávu jako silného partnera pro podnikatele a investory. Věřím, že mít kreditní rating může být pro určité subjekty veřejného sektoru ekonomicky výhodné, avšak bude se pravděpodobně jednat o velké subjekty z rozvinutých zemích. Pro subjekty z rozvojových zemí, které se kreditním ratingem budou snažit přilákat investice a kapitál může být jeho dlouhodobé udržování nevýhodné.

Seznam použité literatury

Knihy a učebnice

1. Vinš, P., Liška, V. Rating. 1. Vydání. Praha : C. H. Beck, 2005. ISBN 80-7179-807-X
2. Peková, J., Pilný, J., Jetman, M. *Veřejná správa a finance veřejného sektoru*. 3. přepracované vydání. Praha : ASPI, 2008. ISBN 978-80-7357-351-5
3. Strecková, Y., Malý, I. a kolektiv. *Veřejná ekonomie pro školu i praxi*. 1. vydání. Praha : Computer Press, 1998. ISBN 80-7226-112-6
4. Halásek, D. *Veřejná ekonomika*. 2. vydání. Opava. : Optys, 2007.
5. Kislingerová, E. a kol. *Manažerské finance*. 1. vydání. Praha : C. H. Beck, 2004. ISBN 80-7179-802-9
6. Rejnuš, O. *Peněžní ekonomie (finanční trhy)*. 3. aktualizované vydání. Brno : CERM, 2007. ISBN 978-80-214-3466-0
7. Rejnuš, O. *Peněžní ekonomie (finanční trhy)*. 6. aktualizované vydání. Brno : CERM, 2012. ISBN 978-80-214-4415-7
8. Canuto, O., Liu, L, Eds. *Until Debt Do Us Part: Subnational Debt, Insolvency and Markets*. Washington, D.C.: World Bank, 2013, s. 153. Dostupné online z: <http://elibrary.worldbank.org/doi/book/10.1596/978-0-8213-9766-4>
9. Fabozzi, F. J. a Peterson Drake, P. *Finance : capital markets, financial management, and investment management*. John Wiley & Sons, Inc, 2009. ISBN 978-470-40735-6
10. Brealey, R. A., Myers, S. C. *Principles of Corporate Finance*. 7th Edition. The McGraw–Hill Companies, 2003. ISBN 0072869461

Emailová komunikace

11. Interní dokumentace organizace USAID, zasláno panem G. Josifovem dne 1. prosince 2014.
12. Vinš, P. Emailová komunikace. 20. listopadu 2012.

Internetové zdroje

13. Moody's Investors Service, Inc. Careers – Our role – Moody's History. [on-line].
Převzato 21. listopadu 2014. Dostupné z:
<https://www.moodys.com/Pages/car002001.aspx>
14. European Central Bank. *Working Paper Series No 1008 / February 2009: Liquidity (Risk), Concepts, Definitions and Interactions*. Frankfurt am Main. [on-line]. Staženo 18. května 2014. Dostupné z:
www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1008.pdf
15. Česká národní banka [on-line]. *Slovník pojmů. Likvidita* [on-line].
<https://www.cnb.cz/cs/obecne/slovník/1.html>
16. Moody's Investors Service, Inc. Research and Ratings – The Commercial Group – Ratings Definitions. [on-line]. Převzato 21. listopadu 2014. Dostupné z:
<https://www.moodys.com/ratings-process/Ratings-Definitions/002002>
17. E15.cz [on-line]. Zprávy – Byznys. *Australský soud potrestal S&P za špatný rating*. [on-line]. Převzato 7. listopadu 2012. Dostupné z:
http://zpravy.e15.cz/byznys/finance-a-bankovnictvi/australsky-soud-potrestal-s-p-za-spatny-rating-929434#utm_medium=selfpromo&utm_source=e15&utm_campaign=copylink
18. United Kingdom Debt Management Office [on-line]. *Public Works Loan Board – Introduction*. [on-line]. Dostupné z:
<http://www.dmo.gov.uk/index.aspx?page=PWLB/Introduction>
19. The Economist Newspaper Limited [on-line]. *The ratings industry has bounced back from the financial crisis*. 19 April 2014. Převzato 11. prosince 2014.
Dostupné z: <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21601020-ratings-industry-has-bounced-back-financial-crisis-credit-where>
20. Council on Foreign Relations. [on-line]. Alessi, Ch., Wolverson, R., Sergie, M. A., *The Credit Rating Controversy*. 22 October 2013. [on-line]. Dostupné z:
<http://www.cfr.org/financial-crises/credit-rating-controversy/p22328>
21. Moody's Investors Service. [online] *Frequently Asked Questions on Bank Loans for States and Municipalities in Mexico*. 6 August 2014. Dostupné z:
https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_174036
22. Greater London Authority [on-line]. *Prudent Crossrail financing to save London's businesses £65 million*. 3 July 2011. [on-line]. Převzato 6. prosince 2014.

- Dostupné z: <https://www.london.gov.uk/media/mayor-press-releases/2011/07/prudent-crossrail-financing-to-save-london-s-businesses-65>
23. Moody's Investors Service. [on-line]. *Credit Opinion: Stip, Municipality of*. 5 April 2013. [on-line]. Sekce „Institutional Framework“. Dostupné z: https://www.moodys.com/research/Stip-Municipality-of-Credit-Opinion--COP_822558598
24. Moody's Investors Service, Inc. [on-line]. *Methodology for Rating Public Universities*. August 2007 [on-line], s. 7 a 8. Staženo 20. března 2013. Dostupné z: https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBM_PBM_103498
25. Moody's Investors Service. [online]. *How to Get Rated*. [online]. Dostupné z: <https://www.moodys.com/ratings-process/How-to-Get-Rated/002001>
26. Moody's Investors Service, Inc. [on-line]. *U.S. Public Finance. Organizations – Organization list* [on-line]. Dostupné z: <https://www.moodys.com/researchandratings/market-segment/u.s.-public-finance/-/005003/4294966117/4294966623/1/0/-/0/-/-/-1/-/-/-en/global/pdf/-/rra>
27. Hospodářské noviny [on-line]. *Úspěch ratingových agentur u soudu v USA: Nejsou zodpovědné za ztráty investorů*. Převzato 5. prosince 2012. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/zpravodajstvi-svet/c1-58897760-uspech-ratingovych-agentur-u-soudu-v-usa-nejsou-zodpovedne-za-ztraty-investoru>
28. Bloomberg L.P. [on-line]. *Ireland's Budget Deficit Widens on Bank-Recapitalization Costs*. 2 September 2011 [on-line]. Převzato 21. listopadu 2014. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2011-09-02/ireland-s-budget-deficit-widens-on-bank-recapitalization-costs.html>
29. Moody's Investors Service. [online]. *Rating Action: Moody's assigns B1 and B2 ratings to five Macedonian municipalities*. 20 June 2014. [online] Dostupné z: https://www.moodys.com/research/Moodys-assigns-B1-and-B2-ratings-to-five-Macedonian-municipalities--PR_220771
30. Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník. Část IV., hlava II, díl 2, oddíl 7. Převzato z business.center.cz [on-line] dne 13. prosince 2014. Dostupné z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obcansky-zakonik/cast4h2d2.aspx#cast4h2d2o7>

40. Moody's Investors Service. [online]. *Mexico, Government, of*. [online] Převzato 13. prosince 2014. Dostupné z: <https://www.moodys.com/credit-ratings/Mexico-Government-of-credit-rating-489500>
41. Moody's Investors Service. [online]. *Czech Republic, Government, of*. [online] Převzato 13. prosince 2014. Dostupné z:
42. Moody's Investors Service. [on-line] *Rating Symbols and Definitions*. September 2012. [on-line]. Staženo 20. srpna 2012. Dostupné z: https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004
43. Standard & Poor's Financial Services LLC. [online] *Standard & Poor's Ratings Definitions*. 20 November 2014. [on-line]. Převzato 13. prosince 2014. Dostupné z: https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1370387&SctArtId=281949&from=CM&ns_l_code=LIME&sourceObjectId=504352&sourceRevId=152&fee_ind=N&exp_date=20241119-18:19:06
44. Moody's Investors Service. [on-line]. *Mapping Moody's National Scale Ratings to Global Scale Ratings*. 6 June 2014. [on-line]. Dostupné z: https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_171508
45. Moody's Investors Service. [on-line]. *English Housing Associations: Financial Disintermediation – A One Way Trip*. 31 July 2014. [on-line]. Dostupné z: https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_173505
46. Moody's Investors Service. [on-line]. *All that glitters is not gold - English Housing Associations and Outright Market Sales*. 28 May 2014. [on-line]. Dostupné z: https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_170865
47. Moody's Investors Service. [on-line]. *English Housing Associations in FY2013: Resilient Results In A Challenging Operating Environment*. February 2014. [on-line]. Dostupné z: https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_165197
48. Local Government Association [on-line]. *Establishment of a Local Government Collective Agency for the issue of Local Authority Bonds*. March 2014. [on-line],

- s. 3. Dostupné z:
<http://www.local.gov.uk/documents/10180/11531/MBA+Report+Final.pdf/037bbcf0-e7f5-4f06-946e-98e7e824ce49>
49. Department for Communities and Local Government. [online] Live tables on local government finance. [online] Dostupné z:
<https://www.gov.uk/government/statistical-data-sets/live-tables-on-local-government-finance#borrowing-and-investment>
50. Homes and Communities Agency. [online]. *2013 Global Accounts of Housing Providers*. 1 March 2014. Dostupné z:
<https://www.gov.uk/government/publications/2013-global-accounts-of-housing-providers>
51. Moody's Investors Service. [on-line]. *Moody's downgrades Spain's government bond rating to Baa3 from A3, on review for further downgrade*. [on-line]. Dostupné z: https://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Spains-government-bond-rating-to-Baa3-from-A3--PR_248236
52. Homes and Communities Agency. [online]. *2012 Global Accounts of Housing Providers*. 1 March 2013. Dostupné z:
https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/370767/global_accounts_2012_full.pdf
53. Moody's Investors Service. [online]. *Rating Action: Moody's assigns A2 rating to Grand Union Housing Group; stable outlook*. 20 November 2014. Dostupné z:
https://www.moodys.com/research/Moodys-assigns-A2-rating-to-Grand-Union-Housing-Group-stable--PR_287075
54. Moody's Investors Service. [on-line]. *English Housing Associations*. Rating Methodology. 25 October 2014. [on-line]. Dostupné z:
https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_156878
55. Moody's Investors Service. [on-line]. *Credit Opinion: Sanctuary Housing Association*. 9 September 2014. [on-line]. Sekce „Baseline Credit Assessment“. Dostupné z: https://www.moodys.com/research/Sanctuary-Housing-Association-Credit-Opinion--COP_600022012
56. Moody's Investors Service. [on-line]. *Credit Opinion: Moat Homes*. 1 December 2014. [on-line]. Sekce „Baseline Credit Assessment“. Dostupné z:

https://www.moodys.com/research/Moat-Homes-Credit-Opinion--COP_822529576

57. Moody's Investors Service. [online]. *Rating Action: Moody's assigns B1 ratings to municipalities of Strumica and Veles (Macedonia)*. 8 February 2010. [online] Dostupné z: https://www.moodys.com/research/Moodys-assigns-B1-ratings-to-municipalities-of-Strumica-and-Veles--PR_194290
58. Organisation for Economic Cooperation and Development. [online]. *OECD.Stat. Gross Domestic Product in Current Prices, Government Expenditure on Tertiary Education and General Government Total Expenditure on Healthcare*, [online]. Dostupné z: http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=SNA_TABLE11
59. Moody's Investors Service. [on-line]. *Nordic Specialised Lenders: Peer Comparison*. 5 August 2014. [on-line]. Dostupné z: https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_172688
60. Moody's Investors Service. [online]. *European Union*. [online]. Dostupné z: <https://www.moodys.com/credit-ratings/European-Union-credit-rating-600049532>
61. Moody's Investors Service. [on-line]. *Rating Action: Moody's changes outlook on City of Prostějov's Aa1.cz national scale rating to positive from stable; rating affirmed*, 28. February 2014. [on-line]. Převzato 20. listopadu 2014. Dostupné z: https://www.moodys.com/research/Moodys-changes-outlook-on-City-of-Prostejovs-Aa1cz-national-scale--PR_292469
62. Moody's Investors Service. [online]. *Sub-Sovereign Ratings List*. May 30, 2014. [on-line]. Dostupné z: https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_124094
63. The Telegraph [on-line]. *Birmingham given AAA credit rating*. 11 October 2011. [on-line]. Dostupné z: <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/8820498/Birmingham-given-AAA-credit-rating.html>
64. Moody's Investors Service. *Sub-Sovereign Ratings List*. April 26, 2013. [on-line]. Dostupné z: https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_124094

[illegible]

https://www.moodys.com/research/Moodys-comments-on-Greek-debt-exchange--PR_240125

74. Moody's Investors Service. [online] De Montfort University [online], The University of Manchester [online], Cambridge University [online]. Dostupné z: <https://www.moodys.com/credit-ratings/The-University-of-Manchester-credit-rating-600058067>
<https://www.moodys.com/credit-ratings/University-of-Cambridge-credit-rating-600058044>
<https://www.moodys.com/credit-ratings/De-Montfort-University-credit-rating-823129625>
75. Moody's Investors Service. [online]. *Euro Sub-sovereigns: Core To Increasingly Tap Capital Markets, while Periphery Remains Reliant on Sovereign*. 28 January 2014. [online]. Dostupné z: https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_162841
76. Moody's Investors Service. [online]. *English Higher Education Reform: The Strong Get Stronger while the Rest Jostle For Position*. 17 April 2014 [online]. Dostupné z: https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_167896

Seznam tabulek

Tabulka 1 Podíl dluhu veřejného sektoru, který je financován prostřednictvím emise dluhových cenných papírů, vybrané země, v %, 2000-2013	18
Tabulka 2 Ratingové kategorie dvou předních ratingových agentur	36
Tabulka 3 Mezinárodní ratingové stupnice dvou předních ratingových agentur.....	37
Tabulka 4 Deset zemí s největším počtem subjektů hodnocených skupinou „Sub-Sovereign“ k 30. květnu 2014	52

Seznam grafů

Graf 1 Hrubý dluh veřejného sektoru jako podíl na hrubém domácím produktu ve vybraných částech světové ekonomiky, v %, 2000-2013	17
Graf 2 Množství vydaných dluhových cenných papírů v rámci jednotlivých sektorů světové ekonomiky, biliony USD, prosinec 1989 – březen 2014	19
Graf 3 Podíl jednotlivých vládních úrovní na celkovém dluhu veřejného sektoru v Evropské unii (28 členů), v % hrubého domácího produktu, 2010-2013	20
Graf 4 Podíl vydaných dluhopisů s uděleným ratingem ve světových regionech, 2011-1. kvartál 2014, v %	30
Graf 5 Průměrné výdaje veřejného sektoru v zemích OECD na oblasti zdravotnictví a vysokého školství mezi roky 2000-2011 jako podíl na hrubém domácím produktu	49
Graf 6 Distribuce hodnocených subjektů dle světových regionů k 30. květnu 2014, v %.....	50
Graf 7 Zdroje nárůstu hodnoty fixních aktiv v anglickém sektoru bytových družstev mezi roky 2011 a 2013, v miliardách liber	57
Graf 8 Vývoj podílu dluhopisů na novém financování v sektoru anglických bytových družstev mezi finančními roky 2008/09 a 2012/13, v miliardách liber.....	58
Graf 9 Celkový dluh místních samospráv ve Velké Británii mezi roky 2009 a 2014, v miliardách liber	64

Seznam obrázků

Obrázek 1 Vztah mezi krátkodobým a dlouhodobým kreditním ratingem.....	39
--	----

