

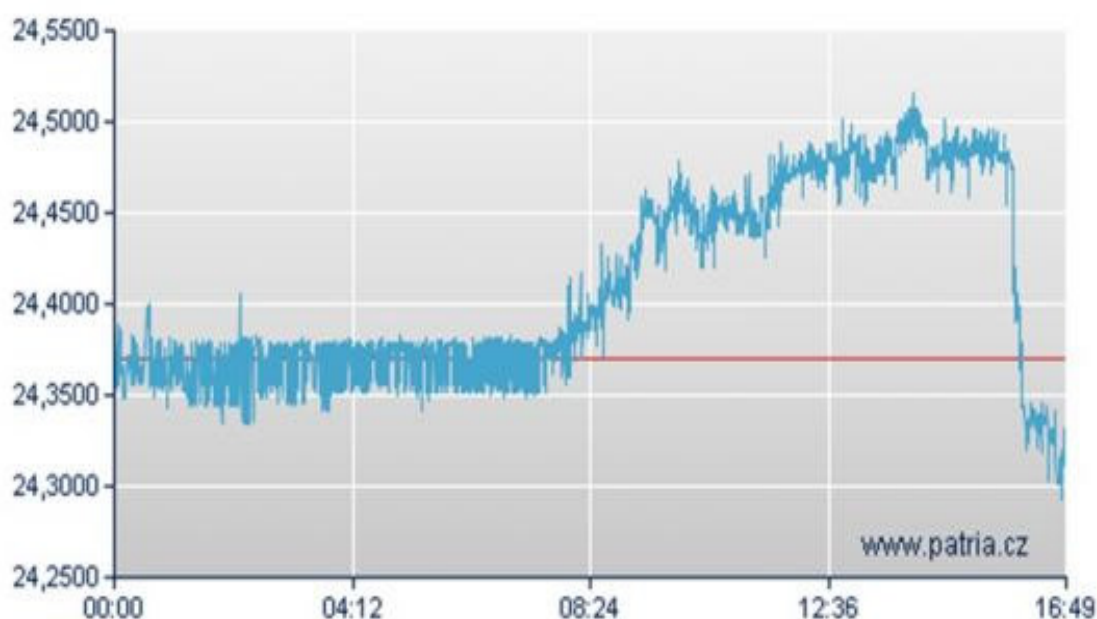
RATINGOVÝ PROCES V PRAXI (2011)

AKTUALITA

[Agentura S&P zvýšila rating Česka o dva stupně. Koruna i akcie posílily](#)

- Mezinárodní ratingová agentura Standard & Poor's zlepšila ratingové hodnocení České republiky u dlouhodobých závazků v cizích měnách o dva stupně z A na AA-. V případě dlouhodobých závazků v domácí měně zvýšila agentura hodnocení z A+ na AA. Výhled ČR označila za stabilní.
- Standard & Poor's současně zvýšila výhled ratingu Slovenska na pozitivní, hlavní známka zůstává na stupni A plus. K jejímu zvýšení jsou třeba reformy (24.8.2011).

Reakce koruny na zvýšení ratingu (CZK/EUR)



24.8.2011

Rating je slovo v České republice i mezi odbornou veřejností stále poměrně neznámé a pod názvem rating si každý vybaví poněkud odlišné představy a postupy. Za rating se často vydávají i hodnotící metody, které nemají s klasickým pojetím ratingu nic společného. Uživatelé takového ratingu pak mohou být uvedeni v omyl, protože rating naprostá většina lidí chápe jako výsledek detailního analytického procesu, který s dlouhodobě prověřenou přesností předpovídá rizika hodnocené společnosti. I přes poměrně velké rozšíření ratingu (možná poněkud překvapivě zejména mezi městy hledajícími finanční zdroje) je jeho využití v České republice stále pod průměrem vyspělých ekonomik. Řada potenciálních uživatelů totiž s ratingem bohužel neumí pracovat a není schopna využít jej nejen při jednání o financování (kde dobrý rating jednoznačně snižuje cenu financování), ale ani při veřejné prezentaci společnosti. V řadě oblastí, které spoléhají na důvěru svých klientů, by přitom měl být vysoký rating jedním ze základních důkazů důvěryhodnosti a bezpečnosti dané instituce.

RATING - Definice

Rating je nezávislé hodnocení, jehož cílem je zjistit, a to na základě komplexního rozboru veškerých známých rizik hodnoceného subjektu, jak je tento subjekt schopen a ochoten dostát včas a v plné výši všem svým splatným závazkům.

Obecně je popisován jako stanovení rizika nedodržení závazku vyplývajícího z emise dluhopisů nebo jiných závazků provedené nezávislou ratingovou agenturou, která emisi, resp. emitentovi udělí odpovídající ratingovou známku. Znáмка je poté vyjádřením schopnosti subjektu nebo konkrétního závazku plnit své dluhové závazky, to znamená splatit jistinu a úroky včas a v plné míře.

Vyjádřením tohoto hodnocení je jednoduchá známka, označující pravděpodobnost, že hodnocený subjekt dostojí včas a v plné výši svým závazkům. Závěrečné hodnocení je vyjádřenou formou ratingové známky z ratingové stupnice, která je na své mezinárodní části celosvětově porovnatelná a kompatibilní skrze odvětví i regiony. Každý investor má tedy možnost při pohledu na udělený ratingový stupeň zjistit bonitu hodnoceného subjektu nebo cenného papíru, do kterého chce investovat. A vůbec nevádí, jestli tento dluh byl emitován regionální provincií v Číně, doly na těžbu nerostných surovin v JAR anebo vodárenským koncernem v USA. Každá investice totiž představuje určité riziko a rating je nástroj, který toto riziko celosvětově měří a označuje. Standardní úvěrový rating tedy v žádném případě není investičním doporučením, ratingem se nezkoumá tržní cena akcie nebo obligace a rating ani neposkytuje informaci o tom, zda je tato tržní cena vhodná k nákupu či nikoliv. Rating analyzuje fundamentální kvalitu daného subjektu, popř. strukturu a fundamentální kvalitu daného emitovaného cenného papíru nebo jiného dluhu. Rating se ve svém hodnocení taktéž nezabývá jinými druhy rizika, jako je např. riziko změny úrokových sazeb, a není doporučením k nákupu nebo prodeji určité dluhové emise, protože nehodnotí výnosnost investice. Vyjadřuje se specificky ke kvalitě (riziku) konkrétní emise dluhu. Proto může dojít i k tomu, že vysoce hodnocené dluhy mohou emitovat společnosti ve špatném finančním stavu, např. tehdy, je-li dluh zajištěn hodnotnými aktivy, nebo je jeho kvalita zvýšena prostřednictvím třetí strany (např. pojišťovnou). Anebo naopak, velmi bonitní společnosti mohou emitovat dluhy podřízeného charakteru anebo dluhy emitované v rámci sekuritizace, které mohou nést výrazně nižší rating než jejich původní emitent. Proto je též možné, aby jeden emitent měl více emisí, které mají různý rating, a nelze tedy spoléhat pouze na jméno emitenta.

Komu slouží informace o přidělené ratingové známce?

- **Investorům** rozšiřují ratingové agentury množství investičních možností a poskytují nezávislé a snadno použitelné hodnocení relativního úvěrového rizika. To podstatně zvyšuje efektivitu trhu a snižuje náklady investorům. Rating také umožňuje snadnější přístup na kapitálové trhy pro ty, kteří by jinak mohli být vyloučeni – malé vlády, začínající společnosti a podobně.
- **Emitenti** spoléhají na rating jako na nezávislé ověření jejich schopností dostát svým závazkům. Emise musí mít většinou alespoň jedno ratingové hodnocení, aby byla úspěšná. Institucionální investoři obvykle preferují emise, které mají alespoň tři ratingová hodnocení.
- **Investiční banky a makléři** používají ratingová hodnocení při výpočtu rizika svého portfolia. I v případě vlastního hodnocení srovnávají své výsledky s hodnocením ratingových agentur.
- **Regulační orgány** používají a kontrolují používání pouze vybraných ratingů od určitých ratingových agentur. Například v rámci dohody Basel II dovoluje bankovní dohled bankám používat při výpočtu kapitálových rezerv pouze ratingová hodnocení od schválených ratingových agentur.

Ratingové agentury uznávané po celém světě:

- 1) Moody's Investors Service s tržním podílem cca 40 %
- 2) Standard & Poor's s tržním podílem cca 40 %
- 3) Fitch Ratings s tržním podílem cca 16 %

■ Moody's

- Agentura byla založena v roce 1914 Johnem Moodym a mezi ostatními agenturami má přibližně 40 % tržní podíl. Kromě ratingů provádí ekonomické průzkumy a finanční analýzy komerčních i státních subjektů a poskytuje software pro řízení rizik finančních institucí. Společnost má přibližně 4000 zaměstnanců v 27 státech.

■ Standard & Poor's

- Společnost vznikla v roce 1941 fúzí *Standard Statistics Company* a *Poor's Publishing Company*. Zaměřuje se na poskytování mnoha finančních služeb. Kromě ratingů a jiného hodnocení provádí vlastní ekonomické průzkumy, vytváří několik S & P indexů a je jedním z předních světových poskytovatelů nezávislých informací o investicích. Své pobočky má v 23 zemích a na trhu ratingu má přibližně 40 % podíl.

■ Fitch Ratings

- Společnost založil v roce 1913 John Knowles Fitch a dnes je *Fitch Ratings* jednou ze tří částí finanční společnosti *Fitch Group*. *Fitch Ratings* je mezinárodní ratingová agentura, *Fitch Solutions* je firma poskytující poradenství a služby finančnímu sektoru a *Algorithmics Inc.* se zabývá softwarem pro řízení rizik. *Fitch Ratings* má na trhu menší podíl než předchozí agentury – přibližně 16 %.

Dalšími hráči na trhu, ovšem bez celosvětové konkurenceschopnosti, jsou národní a specificky orientované agentury, z nichž nejvýznamnější jsou např. *A.M.Best Co.* (založena ve Spojených státech roku 1899, od počátku zaměřena na analýzu rizika nesolventnosti pojišťovacích společností, v současnosti nabízí rating finanční síly pojišťoven také v Londýně), *Dominion Bond Rating Service* (největší a nejstarší kanadská ratingová agentura, založena v roce 1972) a *Mikuni* či *Japan Bond Research Institute* (založena roku 1977 jako výzkumná složka ekonomického časopisu.)

Agentury původně poskytovaly veřejné ratingy emitentům zdarma a svůj provoz financovaly původně pouze z prodeje publikací a ratingových analýz. Tento zdroj financování se však postupem času ukázal jako nedostatečný. S růstem poptávky po rychlejších a komplexnějších službách začaly agentury zpoplatňovat také hodnocené emitenty. Tato část poplatků velice rychle převýšila poplatky z prodeje publikací a dnes je jednoznačně hlavním zdrojem příjmů ratingových agentur. Poplatky, které si agentury účtují, závisí na velikosti a typu emise. U nové emise dlouhodobých obligací se sazba pro soukromé emitenty pohybuje v rozmezí dvou až tří základních bodů z velikosti emise a dále z poplatků za sledování za každý rok, po který je rating poskytován. Běžně také bývá stanoven horní a dolní limit za každý rok s tím, že pro velice aktivní emitenty jsou sazby předmětem dohody. Pro emise směnek jsou sazby stanoveny kvartálně na základě jejich nesplacené výše až do 7 základních bodů, plus roční fixní poplatek. Na druhou stranu pro rating emitenta obvykle platí fixní sazby, které jsou buď pro všechny subjekty obdobného typu na celém světě stejné, anebo jsou odstupňovány např. podle velikosti hodnocené instituce.

Rozšíření ratingu ve světě

Rating zaznamenal doposud nejvýraznější vývoj v USA, kde také vznikl. Jeho využití v tomto státě je obrovské, ratingem je např. hodnoceno 95 % všech dluhových emisí emitovaných v USA a jeho roční přírůstky se stále počítají v desítkách procent. Přibližně od 70. až 80. let se rating začal významně prosazovat též v Evropě, kde je nyní hodnoceno přes 85 % všech dluhových cenných papírů, a později také v dalších regionech (především v Asii). Dlužno dodat, že současný růst trhu ratingových služeb je v Evropě prakticky nejrychlejší na světě. Důvodem k tomu je mj. i projekt Evropské unie a následně jednotné evropské měny. Evropská unie sama o sobě postupně stírá rozdíly v rizicích jednotlivých států a zdejších emitentů, kde již není možno se spolehnout na to, že např. standardní obligace německé vlády

jsou bonitnější než standardní obligace řecké vlády. Obě vlády se nyní postupně začínají řídit podobnými legislativními pravidly, a proto se jejich bonita sblíží.

O to více se však stává nepřehlednější situace na kapitálových trzích, neboť rozdíl v úrokových sazbách je stále ještě zřetelný. Přiblížením rizik – a tedy i ratingů – evropských států však již není možno se spolehnout na teritoriální vymezení rizika a říci, že třeba italský energetický koncern je méně bonitní než holandský výrobce sýrů, jak se historicky někdy stávalo. Daleko více tedy vystupuje do popředí individuální posouzení rizika, resp. bonity každého jednotlivého subjektu. A právě to je náplní práce ratingových agentur (nehledě na různé typy dluhových cenných papírů a formy jejich zajištění, se kterými se na trzích obchoduje).

Ratingový proces není jen finanční analýza, ale mnohem širší analýza, která v sobě zahrnuje:

- a) kvantitativní srovnání
- b) kvalitativní srovnání
- c) sektorové srovnání

Jedná se o proces náročný z hlediska časového i z hlediska personálního, který trvá od podepsání smlouvy s ratingovou agenturou do konečného udělení ratingové známky 60 – 90 dnů. Na ratingu spolupracují obvykle dva až tři analytici.

Délka procesu závisí na:

- předkládaných materiálech
- na složitosti posuzovaného subjektu
- na složitosti sektoru, do kterého subjekt spadá
- na legislativním prostředí oboru, ve kterém objekt podniká

Nejdůležitějšími kritérii při tvorbě ratingu jsou:

- personální vybavenost
- informační zdroje
- know-how

Samotný ratingový proces je pouze interní záležitostí každé ratingové agentury. Z hlediska důvěrnosti dat, která jsou ratingovou agenturou zpracovávána nemá externí osoba přístup do žádné fáze ratingového procesu. Přesto se nejedná o žádný „black box“, ale o sofistikovaný postup, který má jasně daná a definovaná pravidla a kritéria.

PROCES TVORBY RATINGU

Přestože ratingové agentury konkrétní metodologické přístupy historicky veřejně příliš neprezentovaly, jejich přístupy k hodnocení klientů jsou často podobné a dnes i velmi často veřejně dostupné. Rating je založen na kvalitativních i kvantitativních faktorech. Kvalitativní faktory lze rozdělit do tří široce pojatých skupin:

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

Analýza faktorů specifických pro hodnocenou společnost probíhá s cílem pochopit trendy poptávky po produktech společnosti a strategie společnosti přijaté k uspokojení této poptávky. Změny struktury podnikatelské a obchodní činnosti jsou přezkoumávány s cílem stanovit, jak se budoucí toky hotovosti mohou lišit od minulých. Vyhodnocovány jsou kapitálové výdaje, investiční plány a potřeby financování.

Celkový obraz o finanční flexibilitě společnosti je vypracován na základě uvedených analýz, do nichž je začleněna také analýza časových plánů splátek a využívání krátkodobých dluhů. Struktura podniku je analyzována se specifickým zaměřením na úroveň dostupných toků hotovosti z poboček a/nebo požadovaných dividend vyplácených mateřské společnosti. Hodnotí se též zkušenosti a kvalita řídicího týmu společnosti. Analýza je rovněž přizpůsobena pro daný sektor (např. spotřební výroby, prodej potravin, přeprava, těžební průmysl, stavebnictví, infrastruktura atd.). Důkladné pochopení těchto faktorů pomáhá předvídat, jak se může výkonnost v budoucnosti lišit od minulých výsledků. Ratingová agentura vypracovává pohled na schopnost společnosti uspět se svou zvolenou strategií za daných průvodních provozních, konkurenčních a ekonomických rizik. Rating státem vlastněných společností se obvykle přímo vztahuje k nezávislému ratingu země. Analýzy jsou zaměřeny na vztah mezi vládou a společností a na rozsah explicitní či implicitní podpory dluhů společnosti. V úvahu je brána rovněž míra, do které může být společnost v budoucnu privatizována a důsledky pro majitele dluhů. Důležitou součástí analýz je přezkoumání problémů ovlivňujících dané odvětví a konkurenční prostředí. Pečlivě je vyhodnocována míra, do které je dané odvětví charakterizováno cyklickými či sezónními výkyvy. Také se analyzují konkurenční výhody i nevýhody společnosti. Společnost je srovnávána s místními konkurenty i s podobnými společnostmi působícími v jiných částech světa k porovnání globální konkurenceschopnosti.

Kvalitativní faktory

- řízení (management)
- obchodní struktura podnikatelské a obchodní činnosti
- cykličnost / sezónnost
- konkurenční prostředí
- technologické / technické změny
- vládní politika / subvence
- tržní ochrana / kvóty / tarify
- dostupnost a cena surovin
- profil klientely
- výkonnost podniku, omezující kapacitní faktory
- pracovní vztahy
- zatížení životního prostředí
- právní závazky
- finanční flexibilita
- termínová listina
- účetní politika

Samotná tvorba je však specifická pro různé typy subjektů dle předmětu jejich podnikání i dle segmentu trhu, na kterém podnikají. Jiný postup ratingu a systém hodnocení se používá u měst, jiný u podniků těžebního průmyslu, jiný u obchodních firem a samozřejmě jiný i u bank nebo pojišťoven. I proto nelze definovat jednotnou metodologii pro všechny typy subjektů, a proto ji zde též nemůžeme ani uvést. Nejlepší přehled o používaných postupech hodnocení poskytují samotné ratingové analýzy. Na druhou stranu je třeba říci, že rating není matematickou formulou několika málo ukazatelů, ale představuje relativně hluboký a metodologicky i časově náročný analytický pohled na hodnocené subjekty. Pravidlem je průběžné monitorování ratingu. Cílem ratingové agentury je stanovení takové úrovně hodnocení, která může přetrvávat v průběhu ekonomického cyklu, což je také jeden z velkých rozdílů od scoringového hodnocení. V nejpříznivějším časovém úseku cyklu se finanční údaje mohou jevit silnější, než odpovídá ratingu. Podobně v dalších úsecích cyklu se naopak rating může zdát být vysoký vzhledem k momentálním finančním ukazatelům. Rating je průběžně revidován; oficiální přehodnocení probíhá podle typu ratingu obvykle čtvrtletně nebo ročně. Neočekávaný vývoj, příznivý i nepříznivý, může být rovněž důvodem k oficiálnímu zahájení revize ratingu i mimo standardní periodu přehodnocení. Klíčovou otázkou při tom je, zda došlo k trvalému fundamentálnímu zlepšení, nebo ke zhoršení úvěrové

důvěryhodnosti. Pokud došlo ke změně, změní se i rating společnosti. Jestliže však došlo pouze k odchylkám, které lze pokládat za dočasné, zůstane rating nezměněn. Celkový proces tvorby ratingu by však měl mít obvyklý nebo obdobný průběh u většiny standardních ratingových agentur. Ratingový proces začíná již vlastně oslovením klientů a v případě pozitivního ohlasu poté předmluvním vyjednáváním a podpisem smlouvy. Samotný proces hodnocení pak nastává po podpisu smlouvy. V praxi byl u jedné lokální agentury zaznamenán proces schvalování klienta v rámci jakéhosi akceptačního výboru, který má za úkol zjistit, zda agentura v daném případě nemá konflikt zájmů. Bez ohledu na složení tohoto výboru je nutné konstatovat, že se jedná o prvek v rámci ratingového procesu poměrně nestandardní, který není používán žádnou vedoucí ratingovou agenturou. Ratingová agentura totiž apriori nemůže mít žádný konflikt zájmů a není možné vést diskusi o tom, zda v daném případě tento konflikt zájmů porušuje, či nikoli. V takovém případě by totiž důvěra investorů v takto udělené ratingy mohla být velice narušena a v důsledku toho by je nemuseli brát vůbec v úvahu. Po podpisu smlouvy určí ratingová agentura analytický tým, který provádí hodnocení daného klienta. Tým se skládá z vedoucího (senior analytika) a jeho kolegů (spolupracovníků, junior analytiků). Dle typ agentury analytický tým buď zašle klientovi informační požadavky – dotazník, který klient vyplní, resp. si nechá zpracovat tzv. informační memorandum (neboli rating book – zejména u světových ratingových agentur), anebo již rovnou s dotazy klienta navštíví. V hodnocení jsou často brány v potaz nejen informace dodané klientem, ale v rámci komplexnosti a maximální objektivity hodnocení též informace od různých poradenských a informačních agentur, asociací, sdružení a veřejnoprávních institucí. Opět záleží na typu ratingové agentury, zda klienta navštíví vícekrát (to je obvyklou praxí spíše lokálních agentur). Po získání příslušných informací a jejich kvalitativní i kvantitativní analýze a posouzení veškerých známých rizik, která mohou na daný subjekt dopadat, se po přibližně jednoměsíčním až dvouměsíčním hodnocení sejde ratingový výbor. Jeho složení je opět u jednotlivých ratingových agentur do jisté míry odlišné, přesto však relativně podobné – obvykle se skládá z analytiků ratingového týmu a ostatních vedoucích analytiků agentury svolaných dle potřeby (regionální a sektorová příslušnost hodnoceného subjektu). Z hlediska zachování naprosté důvěryhodnosti hodnocených informací a konzistentnosti analytického úsudku není možné, aby se ratingového výboru účastnily externí osoby mimo ratingovou agenturu, což bohužel ne všechny menší ratingové agentury dodržují (velice zajímavým příkladem může být složení ratingového výboru, kterého se účastní pouze externí “odborníci“ z řad ekonomické a politicko-kulturní sféry – i takové případy bohužel existují a dobré a standardní praxi ratingových agentur rozhodně neprospívají, naštěstí investoři takovéto nestandardní chování vnímají a nedávají na tyto výstupy příliš velký důraz). Na základě předložené analýzy a následné diskuse (při použití metody tzv. ďáblova advokáta) přidělí demokratickým hlasováním (bez práva veta kohokoli z účastníků) ratingový výbor hodnocenému subjektu konečný rating. Obvyklou uzancí ratingových agentur je, že o hodnoceném subjektu neposkytuje v době hodnocení žádné informace. Každý subjekt se navíc po přidělení ratingu může rozhodnout, zda tuto informaci zveřejní, či nikoliv. Samozřejmostí je důvěrnost poskytnutých informací o subjektu ze strany ratingové agentury. V případě souhlasu se zveřejněním je poté připravena prezentace uděleného ratingu a teprve po ní jsou veškeré informace povolené daným subjektem poskytnuty široké veřejnosti. Proces hodnocení může mít různou délku, nicméně pokud vezmeme v potaz určitou průměrnou dobu ratingu, lze říci, že celý proces – tj. od kontaktu klienta až po vyhlášení ratingu – se pohybuje na úrovni tří měsíců; samotný analytický proces je otázkou přibližně jednoho až jednoho a půl měsíce. Po jednorázovém udělení ratingu se pak dále provádí průběžné sledování hodnoceného subjektu tak, aby každý uživatel měl v reálné době přehled o rizikovosti investice, resp. rizikovosti daného subjektu. Výše uvedené skutečnosti platí pro většinu známých ratingových agentur, které na ratingu spolupracují s klientem a nevytvářejí tzv. nevyžádaný rating, který naopak vytvářejí agentury na základě požadavků od investorů a jenž je vytvářen často bez spolupráce s hodnoceným subjektem především z veřejných zdrojů. Ratingová analýza je skutečně poměrně hluboká a věnuje se hodnocení veškerých známých rizik, které daný subjekt mohou postihnout. Není to však audit, který ověřuje správnost účtování a vypovídací schopnost prezentovaných účetních dat. Rating se nezaobírá zkoumáním správnosti předložených účetních dat a nenahrazuje tak úlohu auditu. Naopak, rating čerpá (v případě účetních dat) data převážně z auditovaných výstupů. U ratingu se jedná o analýzu těchto dat i s případnými doporučeními pro top management hodnoceného subjektu. Úlohou ratingu tedy není ověřit správnost předkládaných účetních dat, ale jeho úlohou je na základě fundovaného

rozboru interních i externích informací o hodnoceném subjektu označit bonitu tohoto subjektu a jeho schopnost dostát svým závazkům.

ČASOVÝ HARMONOGRAM

- 1) Rozhodnutí subjektu o ratingu
- 2) Přípravná jednání s ratingovými agenturami
- 3) Harmonogram ratingu
- 4) Sestavení analytického týmu
- 5) Předložení potřebných materiálů
- 6) Schůzka s agenturou – otázky a odpovědi
- 7) Analýza
- 8) Ratingový výbor
- 9) Oznámení ratingu a jeho zdůvodnění

Jedná se o řízení proces, na kterém musí spolupracovat obě zúčastněné strany a je interní záležitostí hodnoceného subjektu a ratingové agentury. V případě, že proběhne celý ratingový proces až do konce a je udělena ratingová známka, může dojít k prezentaci ratingu (tisková zpráva, tisková konference). Zde existuje tzv. právo veta, tj. klient má právo říci, že nechce rating zveřejnit a rating se stává neveřejný a slouží pouze pro interní potřebu klienta. V případě souhlasu se rating stává veřejným a každý může nalézt výsledné hodnocení na www stránkách ratingové agentury, listu klientů či jiných informačních kanálech.

Důvěrnost dat

Ratingová agentura neposkytuje o hodnocení subjektu v průběhu hodnocení žádné informace. Po seznámení s konečným ratingem má klient možnost se rozhodnout, zda chce či nechce svůj rating zveřejnit. Pokud se rozhodne rating nezveřejnit, ratingová agentura je zavázána neposkytovat důvěrné informace o klientu veřejnosti. V případě souhlasu se zveřejněním je pak připravena prezentace uděleného subjektu a teprve po ní jsou veškeré, ohodnoceným subjektem povolené informace poskytnuty široké veřejnosti.

Periodicita

Po jednorázovém udělení vstupního ratingu se může provádět průběžné sledování hodnoceného subjektu tak, aby každý uživatel měl v reálné době přehled o rizikovosti investice, resp. půjčky danému subjektu. Toto není vždy pravidlem, někdy může být zpracována pouze vstupní ratingová známka, a to např. u projektu či hodnocení určených pro konkrétní událost – prodej podniku, fúze, akvizice apod.

ANALYTICKÝ RATINGOVÝ POSTUP

Vedle standardního ratingu zpracovaného renomovanými agenturami, tj. vyžádaný rating ve spolupráci s klientem a jeho participací na ratingovém procesu existuje i nevyžádaný rating, který naopak vytvářejí agentury na základě požadavku obchodních partnerů, a jenž je vytvářen často bez spolupráce s hodnoceným subjektem především z veřejně přístupných zdrojů. Tento typ ratingu je označován (pi) – **public information** = z veřejně dostupných zdrojů. Vypovídací schopnost tohoto typu ratingu je ale mnohem nižší než standardní rating i když je zpracován renomovanými agenturami.

Postup hodnocení informací je uveden níže. Ratingová analýza začíná u relevantního makroprostředí. Nezačíná tedy pouze u podniku jako takového, ale zabírá se celým jeho okolním prostředím, které už ze základu determinuje směry jeho podnikání. Analytici v rámci ratingového procesu hodnotí jednotlivá

rizika, která mají vliv na hodnocený subjekt. V rámci ratingového procesu se nejprve hodnotí globální rizika mající vliv na daný subjekt, následně se hodnotí rizika daného subjektu.

- 1) Riziko státu – analýza státu
- 2) Riziko odvětví – analýza odvětví (lokální, mezinárodní), konkurenční prostředí (lokální, mezinárodní), pozice na trhu
- 3) Riziko subjektu – kvantitativní analýza (ekonomické výsledky minimálně za 5 let, analýza hospodaření, plán), kvalitativní analýza (management, strategie, finanční flexibilita)
- 4) Riziko emise – specifika emise

ANALÝZA MAKROEKONOMICKÉHO PROSTŘEDÍ

Prvním a zároveň nejširším hodnoceným rizikem je makroekonomické prostředí, v němž se daný subjekt nachází – jedná se o stanovení rizika státu. Toto riziko je analyzováno pouze nadnárodními ratingovými agenturami Moodyes a S&P, jež udělují tzv. Sovereign rating státu. Do konce roku 1999 striktně platilo, že subjekt působící v dané zemi nemohl získat na mezinárodní úrovni lepší rating než země, kde společnost sídlila. V rámci celosvětové globalizace bylo uděleno několik výjimek. Nejedná se o masovou záležitost, ale o několik málo nadnárodních společností či společností mající vyšší bonitu než v této době stát (Gaspron v době ruské krize, telefonní společnost Telefonica v Argentině, která je vlastněna španělskou matkou, v době argentinské krize). Analyzuje se postavení v odvětví v rámci ekonomiky a očekávaný trend vývoje. Jsou hodnoceny legislativní a ekonomické překážky pro vstup do odvětví, význam a role státní regulace apod. Za důležité charakteristiky jednotlivých států lze považovat vývoj ukazatelů inflace a hrubého národního produktu, vývoj a význam hospodářského cyklu, mezinárodní postavení státu, sociálně politické faktory a řadu dalších makroekonomických ukazatelů.

ANALÝZA RIZIK ODVĚTVÍ

Dalším z hodnocených rizik v rámci analytického procesu je stanovení rizika odvětví. Součástí analýzy subjektu je hlubší sektorová analýza odvětví, ve kterém subjekt působí. Provádí se analýza lokální i mezinárodní konkurence. Analýza odvětví zahrnuje přesné definování největších konkurentů, trendů vývoje daného odvětví z hlediska legislativního, technologického, vývojového apod. Nedílnou součástí je také stanovení pozice na trhu hodnoceného subjektu, tzn. nalezení silných a slabých stránek hlavní činnosti subjektu. Hlavním úkolem je zde nalézt aktuální situaci odvětví a jeho vývojové trendy (nové technologie, materiály, směry, atd.).

Mezi riziko odvětví je nutno zařadit i konkurenční prostředí, ve kterém subjekt podniká. Analyzuje se nejen konkurence na tuzemském trhu, ale i konkurence celosvětová a je nutno brát zřetel na konkurenci, která není na první pohled patrná. Jako příklad lze uvést pojišťovny. Jejich nepřímým konkurentem jsou banky, které nabízejí různé balíčky finančních služeb, jejichž součástí bývají různé druhy připojištění. Při hodnocení nesmíme opomenout i budoucí konkurenci, která se s růstem odvětví mění.

ANALÝZA RIZIK SUBJEKTU

V rámci hodnocení rizika subjektu jsou hodnocena jako kvantifikovatelná data – finanční analýza, tak je zpracovávána i kvalitativní analýza. Z tohoto pohledu dochází někdy k zužování pojmů slova rating na finanční analýzu. U standardních ratingů tvoří finanční analýza pouze 20 – 30 % celkového objemu zpracovávaných informací. V rámci finanční analýzy se hodnotí základní finanční ukazatele, jako je rentabilita, likvidita, efektivita, výkonnost a řada dalších. U jednotlivých oborů jsou vždy určeny nejdůležitější parametry, které se sledují, porovnávají a vyhodnocují.

Součástí kvantitativní analýzy je stanovení budoucích trendů ekonomického vývoje a korekce či sestavení business plánu společnosti s výhledem na 3 až 5 let. Finanční plán společnosti je sestavován v návaznosti na veškeré známé skutečnosti, které budou mít vliv na budoucí vývoj hodnoceného subjektu.

Významnou součástí ratingové analýzy tvoří kvalitativní analýza. Kvalitativní analýza hodnotí veškeré aspekty, které mají podstatný vliv na fungování společnosti, ale nedají se číselně vyjádřit. Jedná se například o akcionářskou strukturu, kvalitu managementu, otevřenost úvěrových zdrojů, strukturu odběratelů a dodavatelů, závislost na obchodních řetězcích, finanční soběstačnost a o řadu dalších fundamentů.

LEGISLATIVNÍ BARIÉRY VSTUPU DO ODVĚTVÍ

Dalším sledovaným fundamentem je legislativní rámec – legislativní bariéry vstupu do odvětví. Z hlediska regulace odvětví je předmětem analýzy legislativní rámec nejen dané země, ale i nadnárodní regulace odvětví, např. v odvětví pojištění se analyzuje především funkce státního dozoru nad pojišťovnami, úloha pojištění v daném státě a jeho podpora ze strany státu. Důležitým faktorem je zdanění produktů pojišťoven, např. daňové zvýhodnění životního pojištění atd. U loterijních společností jsou to bariéry vstupu do odvětví v závislosti na zákonu o loteriích. U společnosti zpracovávající odpady to jsou např. národní regulativy pro nakládání s nebezpečným odpadem.

Z pohledu mikroprostředí je otázka závislosti na dodavatelích a odběratelích či přímo obchodních řetězcích. V této části se hodnotí, zda společnost není závislá pouze na jednom dominantním dodavateli ať surovin nebo služeb. Obráceně pak, zda není závislost na obchodním řetězci určujícím cenu apod. Dalším kritériem, které je v rámci kvalitativní analýzy hodnoceno, je kvalita managementu a vedení společnosti. Zde se někdy uvádí i jeden z typů ratingu, tzv. Duality Management Rating. Důležitým faktorem je příklon k riziku ze strany managementu, historicky špatná či naopak strategicky dobrá rozhodnutí, která mají nebo nemohou mít vliv na budoucí vývoj hodnoceného subjektu (akvizice, fúze, expanze, podobně).

Z pohledu finančně-strategického je též důležité, kolika zdrojů financování společnosti využívá. Zda je subjekt závislý jen na jednom bankovním domě, nebo se částečně financuje i přes alternativní zdroje, kterými jsou emise dluhopisů, faktoring, forfaiting apod.

Veškeré nekvantifikovatelné charakteristiky se pak následně musí promítnout i v řeči čísel, což je onen pověstný vrchol ledovce. I na tomto příkladě je vidět, že rating není jen suchou řečí čísel, ale že se jedná o komplexní a poměrně propracovaný systém hodnocení podniku ve všech jeho hlavních záležitostech. Finanční údaje jsou pak často irelevantní, neboť vypovídají o minulé situaci společnosti, ale nijak se nevyjadřují k budoucímu hospodaření a budoucí schopnost krýt své závazky. Tato oblast analýzy nejvíce vyžaduje kvalifikaci a zkušenost analytiků, jelikož zde neexistuje a ani existovat nemůže nějaký jednotný mustr, který by se mohl využívat. Tím je proces stanovení rizik subjektu uzavřen.

ANALÝZA RIZIK EMISE

V případě, že se hodnotí rating dluhové emise či jiného podřízeného dluhu, hodnotí se ještě riziko samotné emise, které může být jiné než samotné riziko subjektu. Jedná se o definování rizika zajištění „put“ či „call“ opce nebo jiných atributů souvisejících s danou emisí.

ZÁVĚR PROCESU

Z výše uvedeného přehledu je patrné, že ratingový proces je časově i personálně náročná záležitost a teprve posouzením všech uvedených rizik může vzniknout reálné ohodnocení rizika.

I z krátkého popisu procesu ratingu je vidět poměrně široký záběr hodnocených informací v ratingu. O to více potěší forma prezentace výsledků ratingu, která je obvykle zpracována do přehledných a jednoduchých tabulek a známek.

Ratingové analýzy navíc oproti standardním finančním analýzám a dalším zde uvedeným přednostem hodnocení – široký záběr, vypovídající schopnost, komplexnost a srozumitelnost – splňují navíc ještě jeden významný efekt, kterým je mimo objektivitu hodnocení i neustálá aktuálnost přiděleného ratingu, neboť hodnocený je v průběhu platnosti kontraktu s ratingovou agenturou neustále monitorován a hodnocen.

Úkolem ratingové agentury je posoudit pravděpodobnost budoucího variantního vývoje společnosti, neboť ratingová agentura si vždy připravuje určité budoucí scénáře vývoje a hodnotí možnost jejich dosažení. Jen standardně fungující ratingové agentury s dlouhodobými zkušenostmi mohou dát reálný obrázek o hodnocené společnosti, podniku, městě, kraji, bance, pojišťovně či fondu.

PŘÍKLAD HODNOCENÝCH BODŮ Z METOLOGIE RATINGOVÉ AGENTURY

I. Odvětvové riziko

Analyzuje se postavení odvětví v rámci ekonomiky a očekávaný trend vývoje. Jsou zkoumány překážky pro vstup do odvětví, význam a role státní regulace a význam rozptýlení zisku.

- Hospodářský cyklus – volatilita zisku, prognózovatelnost a stabilita tržeb a zisku, citlivost na vývoj hospodářství
- Vliv ekonomických sil – vysoká inflace, energetické náklady, mezinárodní postavení, sociálně politické faktory
- Poptávkové faktory – vývoj GDP, životní cyklus odvětví
- Základní finanční charakteristika odvětví – intenzita použití kapitálu, význam úvěru při prodeji
- Nabídkové faktory – suroviny, práce a využitelnost kapacit
- Vládní a nadnárodní regulace
- Legislativní prostředí
- Tržní struktura odvětví

II. Tržní pozice emitenta

Analyzuje se především schopnost emitenta vytvářet tržby.

- Prognóza tržeb
- Podíl na trhu
- Kvalita marketingu
- Výzkum a vývoj
- Závislost na hlavních zákaznících
- Dlouhodobé prodejní kontrakty
- Diverzifikace produktů

III. Zisk

Je to klíčové hodnocení, které analyzuje dlouhodobou ziskovou sílu společnosti.

- Rentabilita vlastního kapitálu
- Úrokové krytí

- Zisková marže
- Rentabilita aktiv
- Zdroje budoucího růstu zisku

IV. Zadluženost

Analyzuje se zadluženost klienta

- Dlouhodobý dluh k vlastnímu kapitálu
- Cizí kapitál k aktivům
- Otevřené úvěrové linky
- Přístup managementu k financování podniku

V. Operační efektivnost

Hodnotí se operační efektivnost firmy a schopnost kontrolovat náklady společnosti.

- Schopnost udržet a zlepšit ziskovou marži
- Cenová politika firmy
- Produktivita
- Stupeň integrace výrobních operací
- Pracovní síly
- Ochrana životního prostředí
- Energetické náklady

VI. Hodnocení managementu

Analyzují se historické výsledky, kvalita strategického plánování, finanční politika a kvalita managementu.

- Historické výsledky
- Kvalita strategického plánování
- Finanční politika
- Důvěryhodnost a stabilita
- Všeobecná kvalita managementu včetně středního managementu

VII. Účetnictví

Provádí se hodnocení metod účetnictví z hlediska dopadu na zisk a ostatní finanční ukazatele.

- Kvalifikace auditora
- Způsob ohodnocování pohledávek a zásob
- Odpisová politika
- Hodnota nehmotných aktiv

VIII. Cash flow

Analyzuje se vztah cash flow k zadluženosti společnosti a schopnost vytvářet cash flow v budoucnosti.

- Hodnocení kapitálových požadavků

- Hodnocení variability budoucího cash flow
- Cash flow k dluhům společnosti
- Volné cash flow k dluhům

MĚŘENÍ VÝKONNOSTI A FINANČNÍHO RIZIKA

Pro vyjádření výkonnosti společnosti a její schopnosti dostát svým dluhovým závazkům je používána řada poměrových, resp. podílových ukazatelů. Pro přesná porovnávání jsou údaje přizpůsobovány tak, aby byly vyloučeny významné položky způsobené nestabilitou a neutralizovány vlivy rozdílných účetních postupů v jednotlivých státech.

Hlavním ohniskem pozornosti je tok hotovosti, jehož čistá hodnota je do značné míry nezávislá na zvolených zásadách účetnictví. Navíc je to právě hotovost, která je používána k obsluze dluhu. Velikost toku hotovosti společnosti je analyzována a porovnávána s investičními i ostatními náklady. Operační tok hotovosti snížený o investiční náklady a dividendy tvoří tzv. volný tok hotovosti. Kladný volný tok hotovosti znamená, že mohou být realizovány dodatečné investice nebo snížen dluh, zatímco záporná hodnota naznačuje, že je nutné získat externí financování.

Dále je analyzována udržitelnost toků hotovosti a stupeň jejich závislosti na cyklických a sezónních změnách. Je sledována flexibilita ve vztahu k velikosti rozpočtu nebo možnost odložení či ukončení určitých investičních projektů, což může do určité míry eliminovat větší výkyvy toku hotovosti dané cyklickými změnami v ekonomice.

Je vyhodnocována absolutní úroveň a trend tržeb společnosti vzhledem k jejím výnosům a k hodnotě jejího majetku. Analytici se snaží porozumět základním příčinám změn ziskovosti, jako jsou např. krátkodobé výkyvy v nákladech na suroviny, postupný posun úrovně režijních nákladů společnosti, popř. změny postavení v globální hospodářské soutěži.

Poměrové ukazatele EBDIT/úroky a EBDIT/úrokové krytí vyjadřují míru schopnosti společnosti splácet své úroky s tím, že EBDIT zastupuje tok hotovosti. Krytí fixních poplatků je mírou schopnosti společnosti splácet všechny stálé platby včetně úroků a leasingových poplatků. Operační tržby jsou počítány před úpravami vyplývajícími z měnových operací, výnosů nebo ztrát z devizových pozic. Tyto položky nemají v běžném období vliv na tok hotovosti, avšak odrážejí určité změny v nákladech na splácení dluhu v budoucnosti, případně se mohou tyto dvě položky vzájemně eliminovat.

Podrobně je zkoumána likvidita a možnost financování společnosti. Ratingová agentura vyhodnocuje disponibilní hotovost společnosti a obchodovatelné likvidní cenné papíry, které má společnost k dispozici, a schopnost zajistit bankovní i obchodní úvěry. Dále jsou analyzovány případné možnosti společnosti získat hotovost účinnějším využíváním pracovního kapitálu a prodejem aktiv, samozřejmě je zhodnocení dostatečné výše otevřených a nečerpaných úvěrových linek.

Finanční pákový efekt je poměřován užitím základních položek rozvahy prostřednictvím poměrových ukazatelů, jakými jsou dluh/(dluh + vlastní kapitál), a míru toku hotovosti, jakými jsou poměry dluh/EBDIT. Celkový dluh je přizpůsoben tak, aby na konsolidovaném základě zahrnoval i mimobilanční závazky. Vzhledem k tomu, že velikost vlastního kapitálu se může měnit v závislosti na zvolených účetních postupech, preferují se míry finančního pákového efektu vztažené k toku hotovosti.

Volatilita výsledků je rovněž velmi důležitá. Míra citlivosti společnosti k podnikatelskému/obchodnímu cyklu, k měnícímu se konkurenčnímu prostředí, k náhlým změnám a k dalším faktorům může významně ovlivnit její rating. Společnost, která je více nestálá, obvykle vyžaduje příznivější kvantitativní míry pro daný úvěrový rating.

Dlouhodobý rating je určen k vyjádření schopnosti společnosti splácet dluh v průběhu obchodního cyklu a je navržen tak, aby zůstal stabilní v průběhu normálních ekonomických cyklů. Neobvykle hluboký nebo déletrvajících ekonomický pokles ovšem může oslabit finanční charakteristiky společnosti do takové míry, že je nutná revize ratingového hodnocení.

Přidělení ratingu ratingovou agenturou je více založeno na prognózách budoucích trendů než na absolutní úrovni minulých nebo současných finančních charakteristik, což ho velmi výrazně odlišuje od kvantitativních metod prezentovaných zejména scoringovými systémy, jejichž využití spíše směřuje do masového užití – např. retailová báze, malé a střední podniky.

Hodnocení prováděné ratingovými agenturami je velmi oceňováno v investiční i akademické komunitě. Výzkum prokázal, že ratingové firmy jsou schopné správně ohodnotit riziko jednotlivých emitentů. Emitenti zařazení do nižších skupin vykazují podstatně vyšší podíl insolvencí, přitom riziko insolvence podstatně vzrůstá u dlouhodobých dluhopisů spekulativního stupně.

Zařazení emitenta do určitého ratingového stupně má velký význam z hlediska emitentů, protože rovněž u dluhopisů platí známá úměra, že čím rizikovější dluhopis, tím vyšší výnosová míra. Celkově výnosová míra dluhopisů jednotlivých ratingových stupňů kolísá. Relativně malé rozpětí je v období hospodářské stability a optimismu na finančních trzích. Rozpětí se rozšiřuje v období recese a ztráty důvěry.

POŽADAVKY NA RATINGOVÉ AGENTURY

Aby byla ratingová agentura uznávaná jak ze strany svých klientů, tak ze strany ostatních uživatelů, jako jsou obchodní partneři, zapůjčovatelé cizího kapitálu, investoři, poradenské firmy, či široká veřejnost, měla by splňovat několik obecných i specifických požadavků.

Obecné požadavky:

- nezávislost (jediná činnost agentury, akcionáři nemají konflikt zájmů a zaměstnanci by měli být též bez konfliktu zájmů)
- odborná kvalifikace zaměstnanců (vedoucí a analytici by měli mít vysokoškolské vzdělání v příbuzném oboru, popřípadě určitou praxi v tomto nebo příbuzném oboru)
- uznání agentury regulátory příslušného trhu
- ratingová agentura by se neměla dopustit v minulosti žádného profesionálního pochybení, neměla by mít problémy se zákonem ani s obchodní etikou
- čím delší je historie agentury, tím lépe (defaultní matice)
- agentura musí být bezpodmínečně schopna dodržovat za všech okolností důvěrnost informací od klientů a zabránit jejich úniku mimo okruh zaměstnanců agentury

Speciální požadavky (jsou závislé na druhu udělovaného ratingu):

- agentura má funkční kancelář v daném státě (lokální rating)
- v agentuře pracují zkušení analytici, kteří ovládají místní jazyk, legislativu, mají praxi v analýze na daném kapitálovém trhu a podobně (lokální rating)
- agentura je uznávána mezinárodními investory a regulátory mezinárodních kapitálových trhů (mezinárodní rating)
- mezinárodní rating by se měl provádět přímo u emitenta a nikoliv na dálku
- agentura by měla být schopna prokázat, že provedla několik mezinárodních ratingů pomocí specializovaného týmu (státní rating)

Každá dobrá ratingová agentura by měla být v záruce nezávislosti, komplexnosti a objektivnosti analýzy hodnoceného subjektu. Vzhledem k tomu, že rating je především porovnání, je důležitá i klientská báze, tj. počet udělených ratingových hodnocení, a též defaultní matice, s kterou se nové subjekty porovnávají.

RATINGOVÉ AGENTURY V ČESKÉ REPUBLICE

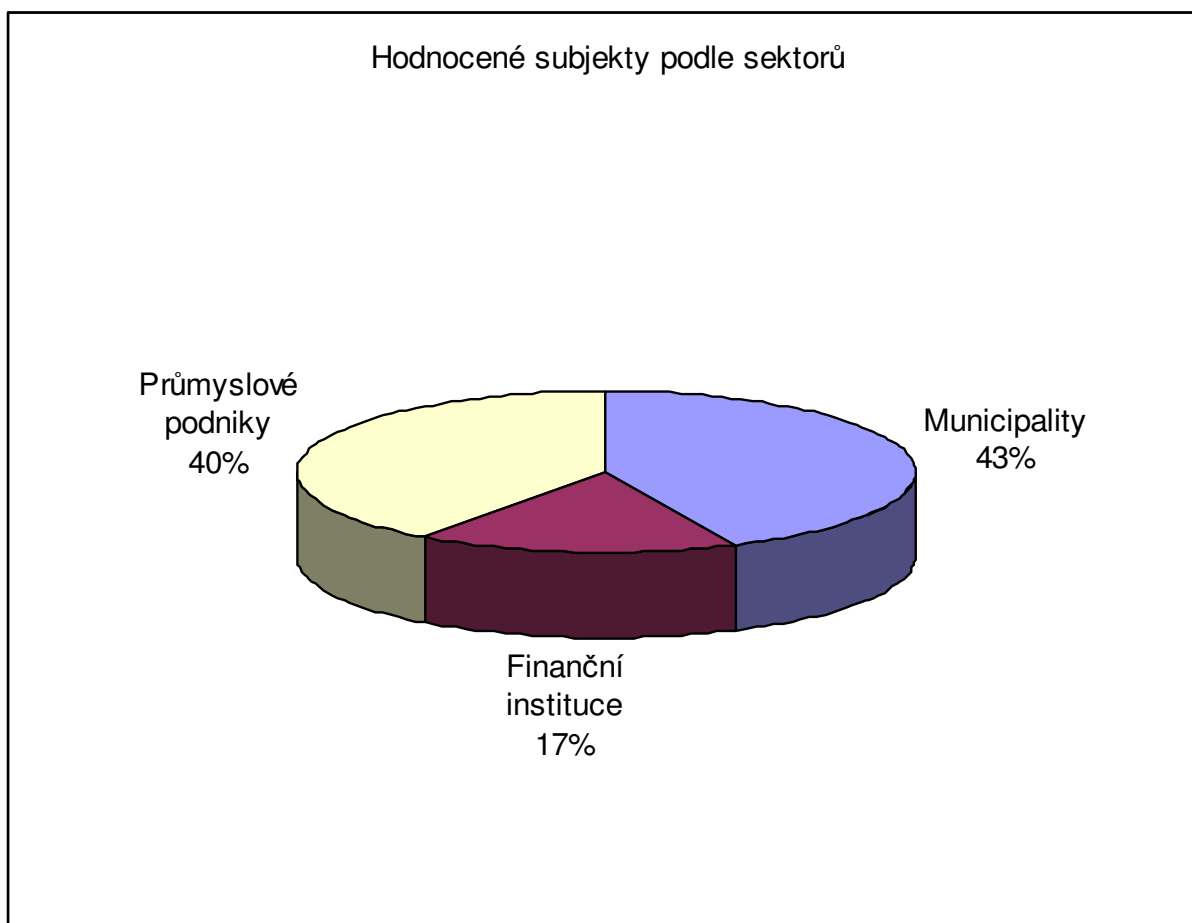
CRA Rating agency, a. s.

Byla založena 14. ledna 1998 jako první ratingová agentura v České republice. Zabývá se nezávislým hodnocením hospodářské bonity a stability podniků, měst a finančních institucí. Za dobu své existence získala vedoucí podíl na trhu ratingových služeb nejenom v České republice a stala se tak nejvýznamnější ratingovou agenturou působící ve střední Evropě.

Agentura CRA Rating agency se v roce 2000 stala teprve šestou afilací světové ratingové agentury Moody's Investors Service ve světě a zároveň jednou ve střední Evropě.

Služby CRA tvoří kromě speciálních analýz, poradenství a finančních projektů čtyři nosné produkty:

- 1) CRA Rating – mezinárodně kompatibilní komplexní hodnocení určené pro průmyslové podniky, finanční instituce, města
- 2) Czech Sector Award, Slovak Sector Award – známý odvětvový investiční index podniků s více než pětiletou tradicí
- 3) CRA Fond Scoring – hvězdičkové hodnocení otevřených podílových fondů na bázi jejich relativního porovnávání
- 4) CRA Rating obligací obchodovaných na hlavním a vedlejším trhu BCPP a BCPB



Duff & Phelps CZ, a. s.

Původně DCR Česká ratingová, a. s. byla založena jako pražské zastoupení mezinárodní ratingové agentury. Jednalo se o vůbec první kancelář některé z velké čtyřky ratingových společností v Praze. Jako jedna z mála mezinárodních ratingových agentur nabízela též tuzemský rating zohledňující potřeby domácích investorů a bank. Po celosvětovém sloučení agentury došlo k uzavření pražské pobočky s tím, že skupina Fitch dokoupila následně podíl v polské CRA a přejmenovala ji na Fitch Polska.

DEFAULT A DEFAULTNÍ MATICE

V definici ratingu, a na tom je vlastně rating postaven, jde o posouzení pravděpodobnosti, s jakou daný subjekt dostojí všem svým splatným závazkům včas a v plné míře. Jednou z pomůcek, a to pomůckou možná nejdůležitější, postihující a vysvětlující filosofii ratingu a jeho praktickou použitelnost, je defaultní studie.

Nejdřív je zapotřebí definovat, co znamená default. V českém jazyce bychom toto jednoduché anglické slovíčko museli popsat opisem, a to jako okamžik, ve kterém dochází k nezaplacení splatného závazku. Default znamená okamžik, kdy daný subjekt byl v prodlení i jen s částí svého splatného závazku. Defaultní studie vlastně vysvětluje podstatu ratingu a jeho vypovídací schopnost. Graf ukazuje průběh defaultů (neplacení) v průběhu času (od data udělení ratingu) dle jednotlivých ratingových stupňů.

Bohužel, taková srovnávací základna nebo srovnávací studie není zatím v České republice možná vzhledem ke krátké časové řadě a malému vzorku hodnocených subjektů.

TYPY RATINGU A RATINGOVÉ STUPNICE

Není rating jako rating. V odborné literatuře metodice ratingových agentur existují desítky typů a druhů ratingu. V praxi se setkáváme se špatnou interpretací těchto hodnocení a vzájemné zaměňování mezi jednotlivými typy.

Rating se rozlišuje podle několika hledisek:

- z hlediska časového
- podle trhu, pro který je určen
- podle hodnoceného dluhového instrumentu a jeho denominace

Dělení ratingu podle typu dluhového instrumentu:

- rating cenných papírů s pevným výnosem (obligace, směnky)
- rating syndikovaného dluhu
- rating prioritních akcií
- rating strukturovaného financování
- rating projektového financování

Další možné dělení:

- rating emitenta
- rating banky či pojišťovny
- rating podílového nebo penzijního fondu
- rating organizátora trhu s cennými papíry (např. burzy)

Tři základní ratingové stupnice a jejich dělení je následující:

Stupnice dlouhodobého mezinárodního ratingu je nejpoužívanější a nejobvyklejší stupnicí. Tento rating v sobě obsahuje veškerá známá rizika, která hodnocený subjekt působí. Jsou to jak lokální rizika, tak i mezinárodní. Jsou zde zohledněna rizika kursová, konverzní apod. Omezení rizika ze shora je dáno ratingem státu, kde daný subjekt podniká. Pro subjekty v ČR je toto omezení aktuálně na A1 od Moody's a A- od S&P. Udělený rating je srovnatelný – porovnatelný v rámci celého světa.

Mezinárodní rating závazků v zahraniční měně – rating úvěrové důvěryhodnosti v případě dluhu nenominovaného v zahraniční měně, kdy je hodnocení vztaženo ke srovnatelným společnostem v zahraničí a k existujícím závazkům a pohledávkám v zahraničních měnách. S výjimkou projektového financování je zde rating státního rizika v drtivé většině případů limitujícím faktorem.

DLOUHODOBÁ RATINGOVÁ STUPNICE MOODY'S A CRA RATING AGENCY		
<i>Ratingová známka</i>		<i>Stručná charakteristika</i>
MOODY'S	CRA RATING	
Investiční stupeň rizika		
Aaa	Aaa	Prvotřídní s nízkým stupněm rizika
Aa1	Aa+	Velmi kvalitní rating S mírným rizikem V delším časovém horizontu
Aa2	Aa	
Aa3	Aa-	
A1	A+	Nadprůměrný rating se skutečnostmi, které by v budoucnu mohly ohrozit nízkou míru rizika
A2	A	
A3	A-	
Baa1	Baa+	Středně rizikový rating se stabilní současností a s možnými problémy v budoucnu
Baa2	Baa	
Baa3	Baa-	
Spekulativní stupeň rizika		
Ba1	Ba+	Již spekulativní rating s nejistou budoucí úrovní rizika
Ba2	Ba	
Ba3	Ba-	
B1	B+	Investičně méně vhodný rating s problematickou úrovní rizika
B2	B	
B3	B-	
Caa	Caa+	Podprůměrný rating s problémy při dodržování svých závazků
	Caa	
	Caa-	
Ca	Ca+	Rating s vysokým stupněm rizika a vysokou mírou nedodržování svých závazků
	Ca	
	Ca-	
C	C+	Vysoce spekulativní rating bez investičních doporučení
	C	

Druhým základním typem ratingu je krátkodobý rating. U krátkodobého ratingu se přiděluje tzv. bonita krátkodobá, tj. schopnost daného subjektu splácet své závazky v horizontu jednoho roku. Dalo by se říci, že se jedná o bonitu cash flow v časovém výhledu na dvanáct měsíců.

KRÁTKODOBÝ RATING S&P a FITCH		
<i>Ratingová známka</i>		<i>Stručná charakteristika</i>
S&P	FITCH	
Investiční pásmo		

A1	F1	Nezpochybnitelná kapacita pro včasné splácení
A2	F2	Velmi silná kapacita pro včasné splácení
A3	F3	Silná kapacita pro včasné splácení
B	B	Přiměřená kapacita pro včasné splácení
Spekulativní pásmo		
C	C	Relativně slabá kapacita pro včasné splácení
D	D	Dlužník náchylný k úpadku

Dlouhodobý lokální rating a jeho udělování je doménou lokálních ratingových agentur. U mezinárodních agentur tento typ ratingu nenalezneme. U afilačních partnerů Moodys je lokální stupnice označena indexem dané země (cz, sk, hu, mx). Tato ratingová známka pohlíží na daný subjekt pouze z hlediska regionu. Náhled je jako by byla ekonomika uzavřena, tj. bez kursového rizika, bez vlivu zahraniční konkurence, která ještě není na daném trhu, bez ovlivnění legislativního prostředí, kde daný subjekt nepůsobí atd. Tento typ ratingu je porovnatelný pouze v dané zemi. Nelze říci, že subjekt v Mexiku s ratingem mxA je na stejné rizikové bázi jako český subjekt czA. Výhodou lokální stupnice je, že vždy začíná na Aaa. Naproti tomu, ale nelze využít lokálního ratingu při hledání financování v zahraničí. Příkladem může být např. emise dluhopisů hlavního města Prahy, která musí mít pro Eurobondy emitované v zahraničí mezinárodní rating. V případě, že by byla emise v české koruně a dluhopisy by byly emitovány v ČR, byl by postačující rating lokální zohledňující pouze riziko tuzemské.

Lokální rating závazků v lokální měně – rating vedený z hlediska emise dluhu v Kč, hodnocení je vztaženo k úrovni sektoru podnikání v ČR. Limitem hodnocení je podobně jako v předešlých případech hodnocení rizika státu, které je však z definice trvale nastaveno na nejvyšším stupni. Lokální rating je na rozdíl od mezinárodního použitelný pouze v rámci daného státu a není mezinárodně porovnatelný.

PARAMETRY	MEZINÁRODNÍ RATING	LOKÁLNÍ RATING
Měna	Cizí	Lokální
Rizika	<i>Všechna:</i> Společnosti Ekonomiky Konvertibility a transferu	<i>Pouze:</i> Společnosti Ekonomiky
Stupnice	Globální	Lokální
Restrikce	Sovereign rating	xyAaa
Příklad	DOBRÁ TUZEMSKÁ SPOLEČNOST	
	A -	czAa

Srovnání mezinárodního a lokálního ratingu

Ratingová škála (mez.)	Mezinárodní rating	Lokální rating	Ratingová škála (lok.)
Aaa		Rating státu	czAaa
Aa+			czAa+
Aa		Rating podniku	czAa
Aa-			czAa-
A+	Rating státu		czA+
A			czA
A-	Rating podniku		czA-
Baa+			czBaa+
Baa			czBaa
Baa-			czBaa-
Ba+			czBa+

Ba

czBa

*Jedna z podob ratingové tabulky a hodnocení subjektu***RATING KRÁTKODOBÝCH ZÁVAZKŮ**

V ratingu krátkodobých závazků se jedná o hodnocení závazků do 1 roku splatnosti. Znamky krátkodobého ratingu jsou např. u agentury CRA udělovány na závazky v lokální měně, proto je jejich podoba ve formě národního kódu xy (neboť v této tabulce jde o hodnocení závazků v lokální měně) a příslušný hodnotící stupeň má tedy tvar xyP-1 až xyP-5. Agentura Moody's uděluje rating mezinárodních krátkodobých závazků v podobě Prime-1, Prime-2, Prime-3, Not Prime. U obou stupnic jsou tyto krátkodobé ratingy pevně svázány s jejich dlouhodobou stupnicí. Podobně je tomu i u konkurenční společnosti S&P, která používá známky S-1 až S-5. Investiční stupeň krátkodobého ratingu je u agentury Moody's vymezen částmi Prime-1 až Prime-3, spekulativní stupeň krátkodobé stupnice je pak jasně odlišen označením Not Prime. Velmi podobně je tomu u Standard & Poor's, kde se investiční pásmo krátkodobého ratingu láme na pomezí stupňů S-3 a S-4. Taktéž u CRA je krátkodobý investiční stupeň do známky xyP-3, od xyP-4 začíná stupeň spekulativní.

DLOUHODOBÝ MEZINÁRODNÍ RATING

Dále je udělován dlouhodobý mezinárodní rating se značkami od známých triple A, Aaa (např. od agentury Moody's), resp. AAA (např. od agentury S&P), až po C (Moody's), resp. D (opět S&P). Dlouhodobý mezinárodní rating hodnotí závazky v cizích měnách se splatností nad 1 rok. Protože jde o hodnocení závazků v cizích měnách, je tento rating dle metodiky ratingových agentur srovnatelným hodnocením mezi společnostmi s ratingem na celém světě. Velmi známá a nejvyšší známka Aaa, resp. AAA přísluší subjektům s prakticky neohroženou schopností dostát svým dlouhodobým závazkům. Jak sebevědomě zní toto tvrzení, tak obtížné je tohoto stupně dosáhnout. Tímto stupněm disponuje několik států a světových nadnárodních institucí (tzv. sovereigns). Není výjimkou, že toto hodnocení mohou dostat i výborně hospodařící regiony a města (tzv. subsovereigns), avšak soukromým komerčním subjektům (soukromé banky, průmyslové korporace) je tato známka přisuzována zcela výjimečně. Na celém světě tak dnes najdeme jen cca 15 komerčních subjektů (jedním z nich je např. koncern General Electric, není tomu tak dávno, co toto hodnocení ztratil koncern Allianz, příp. kdy je tato úroveň skrze negativní výhled diskutována u dalšího pojišťovacího ústavu AIG) s touto známkou. Velmi dobrá úroveň splacení svých závazků odpovídá i ratingové známce Aa nebo AA (double A), kde pravděpodobnost, že daný subjekt nedostojí svým závazkům, je pouze na úrovni cca 0,83 % za 10 let, což je pro investory jistě velmi přijatelná míra rizika. Tento stupeň je zároveň prvním stupněm v pořadí, u něhož nemusí být přidělena pouze samostatná ratingová známka, ale může k ní být přiřazen i další ratingový symbol. Agentura S&P používá pro další rozlišení znamének + a -, agentura Moody's poté značek 1, 2, 3. Konečná známka tak může mít podobu např. AA+, AA, AA- nebo Aa1, Aa2, Aa3. Tyto symboly označují, jak silná je bonita hodnoceného subjektu na dané úrovni rizika. Pokud je ratingové známce přiřazen symbol +, resp. 1, znamená to, že daný subjekt je na dané úrovni rizika silnější a je tedy i pravděpodobnější jeho schopnost a ochota dostát svým závazkům. Taktéž pravděpodobnost, že si udrží daný stupeň, je vyšší než jeho případné snížení na v našem případě stupeň A (single A). Naopak pro subjekt hodnocený s dovětkem - nebo 3 toto hodnocení znamená potenciálně horší pravděpodobnost dostání svým závazkům, než odpovídá dané rizikové třídě. Pro tento subjekt je také daleko pravděpodobnější možnost ztráty dosavadní rizikové třídy a jeho přesun do třídy nižší, tedy více rizikové. Obdobně jsou doplňovány i ratingové známky na všech dalších místech až do stupňů C (Moody's), resp. D (S&P), které znamenají fyzický default, tedy praktické nesplacení svých závazků včas a v plné míře. Stupněm následujícím po známce Aa je stupeň A. Tento stupeň označuje ještě velmi kvalitní subjekty, u nichž je pravděpodobnost dostání svým závazkům stále velmi vysoká. Pravděpodobnost, že tyto subjekty nezaplátí svým věřitelům své závazky včas a v plné míře, je na úrovni 4,3 % za 20 let, což i dle názoru, resp. praktických obchodů řady nadnárodních investorů je míra rizika velmi přijatelná, kterou si jsou v tomto časovém období schopni celkem bez problémů pokrýt ze svých ziskových marží.

Po stupni single A se již dostáváme k poslednímu tzv. investičnímu stupni ratingové stupnice, kterým je stupeň triple B (Baa, resp. BBB). Na tomto stupni byla v nedávné minulosti hodnocena i Česká republika (Baa1 od agentury Moody's – dnes stupněm A1, resp. A od agentury S&P). Jak bylo zmíněno, tento stupeň je posledním investičním stupněm a znamená tak vlastně nejdůležitější přelom v ratingové tabulce. Subjekty na tomto stupni jsou považovány z hlediska úvěrových vztahů ještě za subjekty schopné dostát s přijatelnou mírou rizika svým závazkům. Tato míra je z defaultních studií posledních dvaceti let aktuálně označena necelou 90 % pravděpodobností, s níž takto hodnocené subjekty dostojí v období 20 let svým závazkům. To je míra ještě přijatelná pro většinu investorů. Je to i míra, která vymezuje bezpečné investice pro americké penzijní fondy, životní pojišťovny a pojišťovací zajišťovny, které nesmí investovat do cenných papírů s nižším ratingem, než je rating triple B. Do takto hodnocených cenných papírů tak dle hrubého odhadu směřuje celkem zhruba 80 % světových investic.

Zbývajících 20 % investic mají možnost přitáhnout subjekty hodnocené na spekulativním pásmu ratingové stupnice. Toto pásmo začíná shora nejvyšším spekulativním stupněm na úrovni double B tedy Ba, resp. BB. Tyto subjekty nebo cenné papíry jsou prvním spekulativním stupněm ratingové škály, jsou však také subjekty nebo tituly s nejvyšší pravděpodobností na povýšení své bonity do investičního pásma, jako tomu bylo na podzim roku 2001, kdy obě hlavní světové ratingové agentury Moody's a Standard & Poor's zvýšily rating Slovenska ze stupně Ba1 na stupeň Baa3 (dnes A2), respektive ze stupně BB+ na stupeň BBB- (dnes A-). Pravděpodobnost, s jakou tyto subjekty nesplní své závazky, je na úrovni 36,5 % za 20 let, což je velmi významný skok v nesplnění svých závazků oproti subjektům hodnoceným na investičním stupni. Však také rozhodnutí o udělení investičního nebo spekulativního stupně je patrně největším dilematem ratingového analytika. I na začátku spekulativního stupně však existují výrazné rozdíly ve splácení svých závazků. Zatímco subjekty nebo cenné papíry s ratingy na úrovních Ba1 a Ba2 mají pravděpodobnost nesplacení svých závazků na úrovni 14,08 %, resp. 14,71 % za 10 let, subjekty s ratingem na úrovni Ba3 už splácí své závazky jen s 62 % pravděpodobností (nebo s 38,22 % nepravděpodobností splacení). I na tomto příkladu je vidět, že pro zkušeného investora se nevyplatí dívat se jen na spekulativní nebo investiční pásmo stupnice, ale že nutně musí rozlišovat i mezi jednotlivými ratingovými stupni a dokonce je důležité rozlišovat subjekty s ohledem na pomocná znaménka i uvnitř ratingových stupňů. Dalším spekulativním stupněm je poté známka single B, neboli B. Tento stupeň již představuje skutečně spekulativní investice vhodné spíše pro investory ochotné podstoupit určitou vyšší míru rizika. Pravděpodobnost nesplacení závazků v této kategorii již přesahuje 50 % a činí 54,5 % za 10 let. Subjekty hodnocené na tomto stupni tak jako první mají již vyšší pravděpodobnost nesplacení svých závazků než pravděpodobnost jejich splacení, a to jistě není dobrá zpráva pro věřitele či investora. Jeho riziko však bývá vyváženo výnosem, a proto se najde ještě celá řada investorů, kteří i tento rizikovější typ investic vyhledávají. Ratingová stupnice poté pokračuje známkami triple C (Caa), double C (Ca) a single C (C). Takto hodnocené subjekty se buď ocitají na pokraji defaultu, nesplacení svých závazků, anebo již v defaultu jsou. Agentura S&P pak používá ještě stupeň D pro označení subjektů mimo defaultu.

DLOUHODOBÝ LOKÁLNÍ RATING

Poslední, dle typu ratingové agentury standardně přidělovanou ratingovou známkou je pak dlouhodobý lokální rating. Ten hodnotí závazky subjektů splatné déle než za 1 rok, které jsou vystaveny nebo realizovány v lokální měně každého státu. Zde existuje poměrně výrazný rozdíl mezi praxí mezinárodních a lokálních ratingových agentur. Zatímco mezinárodní ratingové agentury i v lokálním ratingu rozlišují sílu lokální měny v mezinárodním měřítku, kdy lokální rating subjektu může být i výrazně vyšší než jeho mezinárodní část, a to zvláště u níže hodnocených subjektů, lokální ratingové agentury včetně afiliací světových ratingových agentur poměrně nově preferují lokální rating udělovaný s indexem dané země a začínající na nejvyšší hodnotě Aaa (tzv. National Scale Rating). Kvůli jasnému odlišení lokálního ratingu od mezinárodního ratingu je před lokální přiřazován lokální kód, v případě České republiky tedy kód cz – výsledný ekvivalent výše uvedeného příkladu Baa1/Aa3 by pak byl ve tvaru Baa+/czAaa. Lokální rating tak hraje významnou úlohu zejména ve financování subjektů

a projektů v domácí měně, kde není významné kursové riziko anebo kde není nutné posuzovat riziko celosvětové konkurence, která v daném regionu třeba ani nepůsobí. Jeho velkou výhodou je možnost využít celou škálu ratingové stupnice, což mezinárodní rating, limitovaný ratingem státu jako nejvyšším hodnocením v rámci dané republiky, neumožňuje.

Filozofie ratingové tabulky je pak obdobná jako u mezinárodního dlouhodobého ratingu, avšak tento rating je porovnatelný pouze v dané zemi a není porovnatelný s lokálními ani mezinárodními ratingy udělenými i třeba stejnou ratingovou agenturou v jiných zemích. I proto např. slovenské subjekty hodnocené na stupni skAaa jsou sice hodnoceny jako subjekty s nejvyšší bonitou a schopností splácet včas a v plné míře své závazky ve slovenských korunách, nedosahují však stejné bonity jako české subjekty hodnocené na obdobném stupni czAaa, který rovněž označuje nejlepší bonitu ve splácení svých závazků v české měně. Pokud bychom do hodnocení doplnili mezinárodní rating, pak totiž pro stupeň skAaa bude aktuálně odpovídat mezinárodní známka A-, pro stupeň czAaa to ale bude známka A+. Rating czAaa tak má ve skutečnosti v mezinárodním porovnání vyšší bonitu než stupeň skAaa. To se odráží v lokálním ratingu mezinárodních ratingových agentur, kdy pro dříve uvedené příklady by platily známky Baa1/Aa3 (ČR), resp. Baa3/A3 (SR), což na porovnatelné ratingové stupnici lokálního ratingu znamená rozdíl jednoho rizikového stupně, resp. celých tří ratingových stupňů (Aa3, A1, A2, A3).

Pro doplnění ratingových známek se nepoužívá jen znamének + a -, resp. číslic 1, 2, 3. Při udělení ratingu dochází i k přidělení výhledu – ten může mít jen tři formy, a to výhled negativní, stabilní a pozitivní. Jedná se o naznačení směru, kterým se pravděpodobně rating může v budoucnu ubírat. Většina prvotně zpracovávaných ratingů (tzv. first-time rating) nese stabilní výhled, tzn. že se nepředpokládá krátkodobá změna ratingu takto hodnoceného subjektu. Negativní výhled pochopitelně znamená, že ratingová agentura zaznamenala takový vývoj společnosti nebo jejího prostředí, které mohou zhoršit bonitu přijatých závazků a mohou být důvodem pro budoucí snížení ratingu. Naopak při udělení pozitivního výhledu ratingová agentura říká, že u daného subjektu pravděpodobně pominuly důvody pro dané ratingové hodnocení a rating daného subjektu, a tím i bonita jeho závazků nebo dlužných cenných papírů se může do budoucna zvýšit. Kromě uvedených příkladů ratingové agentury ještě někdy používají místo výhledu formulaci režim sledování, která se používá u subjektů u nichž budoucí bonita závisí na faktorech, jejichž působení, resp. výsledek tohoto působení nejsou dnes zřejmé a mohou změnit bonitu, a tedy rating hodnoceného subjektu směrem nahoru i dolů. Za příklad bychom mohli použít situaci dřevařských společností v době, kdy majitel lesů vypisuje nová výběrová řízení na správu svých lesů – zde lze velmi těžko odhadnout výslednou situaci těchto správních společností, které mohou svou současnou pozici posílit, ale také mohou ztratit část v současné době spravovaných území a tím pádem se dá očekávat spíše snížení uděleného ratingu.

Přidělený výhled sám o sobě však ještě není samotnou změnou ratingu, bonity hodnoceného subjektu nebo cenného papíru. Důvody, které vedly agenturu ke změně jejího výhledu, se při podrobnějším zkoumání mohou ukázat také jako nedostatečné a agentura tak může výhled třeba zpětně změnit na stabilní při nezměněném ratingu. Výhled totiž bývá velmi rychlou reakcí ratingové agentury na nějakou významnou událost týkající se daného dluhu, často je však realizován na základě zveřejnění určité události, která se při podrobnějším zkoumání nemusí ukázat jako dostatečně silná pro změnu ratingu. I tak je tato indikace velmi vítanou informací pro investorskou obec, která je tak v předstihu připravena na možnou budoucí změnu ratingu.

TYPY UDĚLOVANÝCH RATINGŮ

Výše uvedené dělení však není dělením jediným. Mimo standardní *kreditní nebo úvěrový rating* (credit rating), který označuje schopnost daného subjektu dostát včas a v plné míře všem svým splatným závazkům, označuje dle typů hodnocených subjektů i jiné ratingy s odlišnou vypovídací schopností (aniž bychom měli na mysli jiné typy hodnocení, které někdy v názvosloví používají slov rating – různé žebříčky, scoringy apod.). Asi nejpodobnější historicky nejstaršímu credit ratingu je tzv. *suverénní rating*

států (sovereign rating). Tento rating taktéž označuje kreditní schopnost daných států, tedy schopnost dostát svým závazkům z přijatých úvěrů nebo emitovaných obligací.

Suverénní rating země byl však také po dlouhou dobu stropem, horní hranicí pro rating všech subjektů s domicilem v daném státu. Obecně platilo, že rating jakéhokoli subjektu s domicilem v dané zemi nemůže překročit rating daného státu, může maximálně dosáhnout jeho úrovně. Při této filosofii se vychází z toho, jakou regulatorní a legislativní pravomoc má stát, který je schopen vydanými zákony omezit kreditní schopnost jiných dlužníků v daném státě. Agentura Moody's však v červnu roku 2001 prezentovala svoji novou a zatím ojedinělou metodologii, kterou začala používat jako doposud jediná na světě. Tato studie se nazývá Piercing the Sovereign Ceiling a pojednává o sice výjimečné, přesto reálně existující možnosti překročení ratingu země i pro subjekty s domicilem v dané zemi. Moody's k této změně přistoupila na základě zkoumání chování států a jiných ekonomických subjektů v dobách krizí. Zatímco dříve stát, pokud nebyl schopen splnit své mezinárodní závazky, obvykle vždy přikročil k vydání moratoria na všechny mezinárodní platby všech subjektů, které v daném státě sídlily, v době posledních krizí (tj. asijská, ruská či mexická krize) již stát toleroval i výjimky, které i přes neschopnost daného státu splácet v daném okamžiku své závazky nebyly postiženy daným moratoriem, pokud už bylo vůbec vydáno. Státy tak nově začaly respektovat rostoucí ekonomickou sílu zejména nadnárodních koncernů, což se odrazilo v tom, že pokud moratorium na zahraniční platby bylo vydáno, subjekty s nadnárodním významem byly z daného moratoria vyjmuty. Vyloučen není ani případ, kdy stát omezil veškeré svoje splátky zahraničních úvěrů, nicméně moratorium na zahraniční platby pro komerční subjekty vydáno nebylo. Agentura Moody's tedy proto přistoupila ke změně uplatňované metodologie a všeobecně se dá předpokládat, že další ratingové agentury budou její kroky pravděpodobně následovat. Jako další z typů ratingů můžeme uvést **ratingy bank**. Přestože banka může obdržet klasický credit rating (někdy též nazýván deposit rating – Moody's Investors Service), který vypovídá o schopnosti dané banky splácet její závazky, banky jsou též hodnoceny tzv. **ratingem finanční síly** (financial strength rating), který vyjadřuje finanční sílu samotné banky bez ohledu na možnou podporu banky ze strany jejího vlastníka v případě problémů banky. Tento rating má vlastní ratingovou stupnici začínající na stupni A a přes stupně B, C a D končící na úrovni E. tyto známky jsou pak dále doplňovány značkami + a – pro vyjádření rozlišení jejich relativní síly na daném stupni hodnocení. Relativní finanční síla českých bank nebyla doposud příliš dobrá, nicméně po převzetí špatných úvěrů státem a vstupu zahraničních investorů do českého bankovního systému se i rating finanční síly českých bank začíná pomalu zlepšovat. I přesto však dnes tento rating dosahuje v českém bankovním sektoru v průměru pouze hodnoty D+.

<u>Banka</u>	<u>Rating finanční síly</u>
ČSOB	C-
Česká spořitelna	C-
Komerční banka	C-
Živnostenská banka	D-

Přehled ratingu finanční síly bank udělených agenturou Moody's ve střední Evropě

Dalším odlišným typem ratingu je např. **i rating finanční síly pojišťoven** (dříve tzv. CPA Rating, neboli Claims Paying Ability Rating – Standard & Poor's). Tento rating se uplatňuje na hodnocení pojišťoven a jejich schopnosti dostát svým závazkům plynoucích z potencionálních pojistných plnění. Nejedná se tedy o klasický úvěrový rating, který je pojišťovnám taktéž přidělován, ale o rating potencionálních pohledávek klientů vyplývající z pojistných plnění. Tento rating hodnotí např. stav a alokaci technických rezerv pojišťoven, škodní průběh klientského portfolia či úroveň a bonitu jejich zajištění a dává tak uživatelům nezávislý náhled na schopnost pojišťovny zaplatit pojištěným klientům jejich nároky na pojistná plnění. Samozřejmě, že jde většinou o institucionální pojištěnce, pro které je v jejich objemech obchodů či pojištění tato informace velmi dobrým vodítkem při výběru silného pojišťovacího ústavu. Tato otázka se stala opět velmi aktuální po teroristickém útoku na Twin Towers v září roku 2001, kdy následovala řada snižování právě tohoto typu ratingu u řady i celosvětově významných pojišťoven

a zajišťoven. (Obdobná situace, ale samozřejmě v daleko menším rozsahu, nastala i po záplavách v ČR v roce 2002.)

Pojišťovna	Mezinárodní / lokální	Typ
AIG Czech Republic	--- / AAA	CR/FSR
Allianz Pojišťovna	Bbpi / Bbpi	CR/FSR
Česká podnikatelská poj.	Bpi / Bpi	CR/FSR
Česká pojišťovna	BBB / BBB	CR/FSR
ČSOB pojišťovna	BBB / BBB	CR/FSR
Generali pojišťovna	BBBpi / BBBpi	CR/FSR
Kooperativa pojišťovna	BBBpi / BBBpi	CR/FSR
UNIQA	BBBpi / BBBpi	CR/FSR

Přehled ratingů českých pojišťoven udělených agenturou Standard & Poor's

Posledním speciálním druhem ratingu je **rating na investiční nebo podílové fondy**. Tomuto typu fondů se dokonce neuděluje jen jeden specifický, ale hned několik. Jedním z nich je např. obdoba scoringových metod, u CRA nazývaná jako CRA Fond Scoring, v jiné podobě u Moody's pak jako Fund Performance Rating, ve světě pak s dalšími představiteli jako S & P Fund Service (dříve Micropal), Morningstar či Lipper (skupina Reuters). Jedná se o relativní kvantitativní hodnocení fondů pomocí základních finančních ukazatelů. Toto hodnocení vypovídá o relativní výkonnosti a volatilitě hodnoceného fondu, jinými slovy jeho dlouhodobé schopnosti zhodnotit bez velkých výkyvů vložené peníze investorů. Toto hodnocení je vždy realizováno vůči skupině obdobně zaměřených fondů a je tedy srovnáním relativním. Zároveň se jedná o čistě kvantitativní model založený pouze na hře čísel, a to zejména na minulé výkonnosti a volatilitě výnosů hodnocených fondů. Jiným druhem ratingu fondů je pak Mutual Fund Credit Rating. Ten hodnotí schopnost daného fondu vrátit zpět přijaté vklady investorů (nikoliv tedy kreditní schopnost fondu ve smyslu schopnosti splácení přijatých úvěrových zdrojů) a dále je zhodnotit. Na základě zhodnocení síly zakladatele fondu, portfoliomanagementu fondu, kvality podkladových aktiv a dosahovaných výsledků fondu pak ratingová agentura dává potencionálním i současným investorům velmi cennou informaci o tom, s jakou pravděpodobností jim bude jejich investice vrácena zpět.

Jméno fondu	Ocenění	Investiční společnost
Akciové fondy		
ČP Invest Fond ropného a energ. průmyslu	*****	ČP INVEST investiční společnost
ČSOB akciový mix	****	ČSOB IS
ČP Invest Fond globálních značek	****	ČP INVEST investiční společnost
ISČS Sporotrend	***	Investiční společnost České spořitelny
ČP Invest Fond farmacie a biotechnologie	***	ČP INVEST investiční společnost
ŽB – akciový fond	***	Pioneer česká investiční společnost
IKS fond světových indexů	**	Investiční kapitálová společnost KB
ISČS Eurotrend	**	Investiční společnost České spořitelny
ČP Invest Fond nové ekonomiky	*	ČP INVEST investiční společnost
Dluhopisové fondy		
ČP Invest Fond korporátních dluhopisů	*****	ČP INVEST investiční společnost
ISČS Sporobond	*****	Investiční společnost České spořitelny
ISČS Bondinvest	****	Investiční společnost České spořitelny
ČP Invest Fond státních dluhopisů	***	ČP INVEST investiční společnost
ŽB – obligační fond	**	Pioneer česká investiční společnost
ČSOB bond mix	**	ČSOB IS
ČSOB nadační	**	ČSOB IS

IKS Plus bondový	**	Investiční kapitálová společnost KB
IKS Dluhopisový	**	Investiční kapitálová společnost KB
ISČS Trendbond	*	Investiční společnost České spořitelny
Fondy peněžního trhu		
ISČS Sporinvest	*****	Investiční společnost České spořitelny
IKS Peněžní trh	***	Investiční kapitálová společnost KB
ČP Invest Fond peněžního trhu	**	ČP INVEST investiční společnost
ČSOB výnosový	**	ČSOB IS
ŽB – Sporokonto	*	Pioneer česká investiční společnost

Výběr z CRA Fond Scoringu českých fondů

REGULACE RATINGOVÝCH AGENTUR V ČR

Dlouhou dobu se v ČR diskutuje o tom, že by ratingy měly být zahrnuty do legislativy tak, jako tomu je v některých státech. Do dubna 2004 byl jedinou zmínkou o ratingu v českých zákonech § 91b Zákona č. 591/1992 Sb., O cenných papírech, který stanovoval podmínky pro žadatele o koncesi pro poskytování hodnocení kvality investičního instrumentu a účastníka kapitálového trhu. 1.5.2004 vešel v platnost nový zákon č. 256/2004 Sb. O podnikání na kapitálovém trhu, kam byla přesunuta úprava ratingových agentur a to do části X § 193 Ratingové agentury. Nově je zde definován pojem ratingová agentura, jako osoba, jejímž podnikáním je hodnocení kvality investičního nástroje nebo účastníka kapitálového trhu. Každá ratingová agentura má za povinnost požádat Komisi pro cenné papíry o zápis do registru ratingových agentur. Na českém kapitálovém trhu chybí pro veřejně obchodovatelné dluhopisy (pro potřeby portfolií fondů), stejně jako třeba pro akcie na hlavním trhu burzy legislativní požadavek, aby byl rating automatický a povinný.

SCORING

Filosofický přístup k tvorbě scoringových systémů

Všechny termíny scoring, ranking či interní rating se pro zjednodušení shrnují pod názvem scoringové metody. Tyto postupy jsou kvantitativním hodnocením daného subjektu. Zaměřují se na analýzu předložených dat od hodnoceného subjektu a skrze kvantitativní analýzu těchto dat, která je představována určitým systémem finančních ukazatelů, se snaží odhadnout bonitu daného subjektu. Tato metoda tak oproti ratingu představuje velmi jednoduchý, průzračný a časově nenáročný mechanismus zjišťování bonity klienta, na druhou stranu však také informaci hodnotově omezenou.

Položka	Rating	Scoring
Zdroj dat	Hodnocený subjekt, externí zdroje	Hodnocený subjekt
Charakter dat	Kvantitativní i kvalitativní s pohledem do budoucna	Převážně kvantitativní důvěryhodné jsou minulé výsledky
Analýzu provádí	Ratingový tým, tj. min. 2 lidé	1 analytik
Způsob hodnocení	Analýza s převahou kvalitativních faktorů	Automatizovaný proces s důrazem na kvantitativní část
Výsledek	Známka na základě rozhodnutí ratingového výboru	Výstup dle automatizovaného výpočtu z PC
Doba hodnocení	1 až 2 měsíce	Do 1 týdne
Cenová náročnost	Řádově ve statis. Kč	Min. poplatek
Užití	Pro nestandardní nebo významné dlouhodobé kontrakty	Pro standardní nebo menší obchody krátkodobějšího charakteru

Hlavní parametry při vytváření ratingu a scoringu

Rating čerpá data jak z interních zdrojů hodnoceného subjektu, tak od externích subjektů a informačních agentur. Scoring se ve své podstatě zaměřuje hlavně na data od hodnoceného subjektu s možným doplněním těchto dat z interní databáze hodnotitele. Cílem fáze kumulace dat pro budoucí analýzu je u scoringu sběr dat v ustálené podobě, která se dá použít jako vstupní databáze do hodnotícího systému. Hlavní přidaná hodnota scoringu tedy zcela jistě nespočívá ve sběru informací. Ten je plně automatizovaným procesem s tím, že v tomto případě jde samozřejmě o sběr zejména kvantitativních dat, která se dají nějakým způsobem číselně vyjádřit či obodovat. Velmi důležité je si uvědomit, že u scoringu je hlavní váha hodnocení přikládána zejména minulým výsledkům hospodaření společnosti, budoucí výsledky hospodaření jsou sice vítané, v převážné míře těchto metod však nehrají klíčovou roli. Důvodem tohoto faktu je nemožnost si v rámci scoringu dostatečně ověřit a popř. přeformulovat budoucí hospodářské výsledky, které mohou být uchazečem o úvěr pochopitelně zkresleny. Na druhou stranu minulé hospodářské výsledky prošly již většinou kontrolou, a proto jim hodnotitel může skutečně věřit a přikládat velkou váhu. Pokud klient zná metodiku výpočtu daného scoringu, je již s předstihem schopen přizpůsobit alespoň částečně předkládaná data tak, aby jeho scoring byl co nejlepší. Proto je u scoringu velmi důležité před samotným nahráním vstupních dat provést jejich fyzickou a logickou kontrolu a po výpočtu scoringu též ověřit kompatibilitu hodnocení se sektorem a případně i s minulými hodnoceními daného subjektu.

Díky automatizovanému zpracování dat není třeba výrazně proškolených zaměstnanců pro provedení takového hodnocení. Ve své podstatě probíhá automatizovaně, tzn. že hlavní nárok je kladen na správné zadání vstupních údajů (i proto je kladen důraz na kontrolu logických vazeb vložených dat), pak stačí jen čekat na konečný výsledek hodnocení, který se objeví na monitoru. Z uvedeného je zřejmé, že hodnotitel většinou nezasahuje do mechanismu hodnocení, který je natvrdo nastaven a není možno v něm provádět jakékoliv úpravy. I takovýto postup má samozřejmě své výhody i nevýhody. Hodnocení je naprosto objektivní, neexistuje v něm jakýkoliv subjektivní zásah hodnotící osoby a tak výsledek bývá stoprocentně srovnatelný k ostatním výsledkům založeným na stejné hodnotící metodě. Nevýhodou pak je nemožnost postihnout specifika hodnoceného subjektu, a to zejména v případě speciálních projektů, předinvestičních fází, atd., která se v praktickém životě objevují poměrně často.

Samotný výstup scoringového hodnocení je pak poměrně srozumitelný a není nepodobný výstupu ratingového, i když na úplně jiné hodnotící škále. Také ve scoringových metodách najdeme jako výstup určité známky přiřazované k hodnocenému subjektu podle jeho úspěchu v provedeném hodnocení. I tyto známky bývají rozděleny do určitých skupin, jako je u ratingu investiční a spekulativní pásmo. Známky ve scoringu mají leckdy i více podskupin, které možná jemněji odlišují hodnocené subjekty. V každém případě je výstupem scoringu jedna známka, která označuje bonitu hodnoceného subjektu z pohledu hodnotícího mechanismu a tedy i cíle hodnocení. Na tomto místě je vhodné připomenout výstup ratingu, kterým je ratingová známka, ale hlavně postup, kterým je tato známka udělena. Jde o zasedání ratingového výboru v počtu minimálně 5 osob, odborníků na danou oblast. Členy ratingového výboru jsou u standardních ratingových agentur v každém případě členové ratingového týmu v čele s vedoucím analytikem daného projektu, dále se účastní min. oborový specialista, regionální specialista a člen vrcholového vedení agentury. Ratingový výstup je realizován na základě předložené analýzy, diskuse nad jejími klíčovými body a následným demokratickým hlasováním. V ratingovém výstupu tedy svoji roli hraje i subjektivní úsudek. Vzhledem k počtu a profesionalitě zúčastněných a standardnímu průběhu ratingového výboru je však tento subjektivní úsudek minimalizován.

Důležitými faktory ovlivňujícími konečné užití jednotlivých zde popisovaných metod je pak doba cena hodnocení. O ratingu můžeme jednoznačně prohlásit, že jde o hodnocení výrazně delší a tedy i cenově náročnější. Naproti tomu scoring, který by se dal nazvat rychlým testem finančního zdraví podniku, je hotov velmi rychle, a proto i cenově nenáročně. Rating bývá zpracováván ve standardní době cca 1-2 měsíců, zatímco scoring je v případě dostupnosti vstupních dat možno zpracovat prakticky okamžitě. Vzhledem k procesu ratingu a scoringu, kvalitě hodnocení a počtu osob, které se na hodnotícím

procesu podílejí, je pak rating výrazně finančně náročnějším produktem než scoring. Ceny lokálních ratingových agentur se pohybují řádově ve statisících Kč. Scoring naproti tomu je buď poskytován zcela zdarma (zejména např. v případě bank, pokud je následně čerpán úvěr, kde jsou poplatky většinou již zohledněny), anebo za poplatek v řádech tisíců, možná nižších desetitisíců Kč.

Z výše uvedeného je pak poměrně jednoduché si odvodit konečné užití ratingu a scoringu. Zatímco scoring je díky své jednoduchosti používán na krátkodobé a standardní obchody, k ratingu se přistupuje v případě více strukturovaných nebo nestandardních financí poskytovaných na delší dobu splatnosti. Scoring je pak téměř výhradně vytvářen na subjekty, zatímco rating je možné vytvářet i na emise cenných papírů nebo syndikované půjčky.

Postup tvorby scoringu

Scoring představuje kvantitativní analýzu zejména finančních dat o hodnoceném podniku s cílem posoudit a odhadnout úroveň jeho bonity. Pro scoring je tedy klíčové definovat soustavu ukazatelů, na základě kterých se bude počítat bonita hodnoceného subjektu. Z té je pak odvozena struktura požadovaných materiálů a samozřejmě i výstupní hodnocení.

Pokud se v rámci České republiky odprostíme od doposud nevýrazné úlohy kapitálového trhu pro výpočet ukazatelů kapitálového trhu, pro sestavení scoringu nám zůstávají čtyři hlavní skupiny ukazatelů hodnotící a analyzující především bonitu průmyslového subjektu. Jde o ukazatele z oblasti likvidity, rentability, zadluženosti a z oblasti využívání aktiv.

Příklad scoringového modelu

Model sám o sobě se může skládat z řady ukazatelů, které mohou být provázané či na sobě úplně nezávislé. Záleží pouze na cíli, ke kterému je scoringový systém vytvářen a na zkušenostech tvůrce modelu.

Pro zjednodušení uvádím již systém vytvořený a co je pro takový systém velmi důležité, systém odzkoušený. Jedná se o Scoringový systém používaný v projektu Sector Award, který je vytvářen společnostmi ČEKIA a CRA RATING AGENCY, a. s. již od roku 1996 a je přepočítán zpětně až do roku 1993. Tento scoringový systém používá soustavu 16 poměrových ukazatelů ze všech 4 oblastí hodnocení podniku.

Tato soustava 16 ukazatelů je soustavou paralelní, tzn. že ukazatele nejsou na sebe ve výpočtu vzájemně propojeny, nejsou pyramidovým ani jiným rozkladem jednoho ukazatele. Při výpočtu scoringu daného podniku se postupuje tak, že u každého podniku se na základě jeho vstupních dat (rozvaha a výsledovka) vypočte uvedených 16 poměrových ukazatelů. Poté se podniky seřadí do jednotlivých odvětví dle klasifikace OKEČ a pro každé odvětví se vypočte medián u každého z 16 ukazatelů. Bodové hodnocení podniků je pak realizováno na základě relativního srovnání hodnoty každého parametru s hodnotou odpovídajícího mediánu v rámci srovnávané skupiny a v rámci stanovených maximálních mezí. Toto bodové hodnocení je pak kumulováno za jednotlivé hodnocené oblasti a podle vah těchto oblastí pak i do celkového bodového hodnocení společnosti. Výsledné bodové hodnocení podniku je poté uděleno ve formě rankingových stupňů, které jsou seřazeny do dvou základních stupňů – investičního a spekulativního.

Přehled výsledných scoringových stupňů CSA Rankingu

CZECH SECTOR AWARD			
A - 1	Výborný v daném odvětví	B - 1	Mírně podprůměrný v daném odvětví
A - 2	Velmi dobrý v daném odvětví	B - 2	Méně vhodný v příslušném odvětví
A - 3	Vhodný v rámci odvětví	B - 3	Slabý v rámci odvětví
A - 4	Odvětvově silný	B - 4	Rizikový v daném odvětví
A - 5	Nadprůměrný v příslušném odvětví	B - 5	Odvětvově nevhodný
A - 6	Průměrný v daném odvětví	B - 6	Neinvestovat

Další pojmy:

- ranking – odvětvový investiční index finanční síly podniku, který vychází z pravidelného odvětvového investičního hodnocení (ČEKIA – CRA Ranking)
- obchodní rating (D & B rating) www.dunandbradstreet.com
- rating malých a středních podniků (Czech Credit Bureau) www.creditbureau.cz
- komparace konkurenceschopnosti zemí www.imd.ch

MOODY'S	STANDARD & POOR'S	Fitch-IBCA		
Investiční stupně				
Aaa	Francie, Německo, Nizozemsko, Rakousko, USA, Švýcarsko, Finsko, Norsko, Dánsko, Spojené království, Švédsko, Španělsko, N. Zéland, Kanada, Singapur, Austrálie, Lucembursko	AAA	Francie, Německo, Nizozemsko, Norsko, Rakousko, Švýcarsko, USA, Singapur Dánsko, Finsko, Spojené království, Kanada, Austrálie, Švédsko, Lucembursko	Rakousko, Finsko, Francie, Německo, Nizozemsko, Norsko, USA, Švýcarsko, Spojené království, Singapur, Dánsko, Španělsko, Švédsko, Kanada, Lucembursko
Aa1	Belgie, Irsko	AA+	Belgie, Nový Zéland, Hongkong	Austrálie, Nový Zéland, Belgie
Aa2	Itálie, Slovinsko, Hongkong, Kuvajt, Japonsko	AA	Slovinsko, Španělsko, Japonsko, Irsko	Japonsko, Slovinsko, Hongkong, Kuvajt
Aa3	Tchaj-wan, Kypr, S. Arábie	AA-	Tchaj-wan, Kuvajt, S. Arábie	Itálie, Kypr, S. Arábie, Irsko, Portugalsko
A1	Česká republika , Portugalsko, Estonsko, Slovensko, Čína, Malta, Izrael, Chile, Korea	A+	Itálie, Chile, Kypr, Slovensko, Čína	Česká republika , Tchaj-wan, Korea, Malta, Čína, Slovensko
A2	Polsko	A	Česká republika , Malta, Korea, Izrael	Chile, Izrael
A3	Malajsie, J. Afrika, Řecko	A-	Malajsie, Polsko, Estonsko, Portugalsko	Malajsie, Polsko
Baa1	Mexiko, Maďarsko, Rusko, Litva	BBB+	J. Afrika,	J. Afrika, Estonsko
Baa2	Kazachstán	BBB	Chorvatsko, Rusko, Bulharsko, Litva, Mexiko	Maďarsko, Rusko, Mexiko, Litva
Baa3	Chorvatsko, Indie, Bulharsko, Rumunsko, Lotyšsko, Brazílie, Island	BBB-	Kazachstán, Indie, Island, Brazílie, Maďarsko	Chorvatsko, Indie, Bulharsko, Kazachstán, Brazílie, Řecko
Spekulativní stupně				

Ba1	Egypt	BB+	Egypt, Rumunsko, Řecko	Egypt, Makedonie, Island, Rumunsko, Lotyšsko, Indonésie, Turecko
Ba2	Indonésie, Turecko	BB	Vietnam, Makedonie, Černá hora, Lotyšsko, Indonésie, Turecko	
Ba3	Vietnam	BB-	Srbsko, Mongolsko	Vietnam, Srbsko,
B1	Mongolsko	B+	Bělorusko	
B2	Turkmenistán, Bosna a Hercegovina, Ukrajina,	B		Mongolsko,
B3	Argentina, Pákistán	B -	Argentina, Pákistán, Ukrajina	Ukrajina
Caa1	Kuba, Moldávie	CCC+		
Caa2		CCC		
Caa3		CCC-		
Ca		SD		

Datum poslední aktualizace 14.07.2010