

Регулирование деятельности рейтинговых агентств

Ричард Хейнсворт,
сертифицированный финансовый аналитик, CFA

Агентства кредитного рейтинга «большой тройки» подвели инвесторов. Именно поэтому мы сегодня находимся в такой ситуации. Крупнейшие рейтинговые агентства присваивали свои высшие рейтинги сложным долговым инструментам, не заслуживающим статуса объектов инвестиций. И инвесторы вместе с рынками заплатили тяжелую цену. Конечно, рейтинговые агентства не единственная причина кризиса, но они сыграли свою роль, притом немалую.

*Специальный уполномоченный Кэтлин Л. Кейси,
Комиссия по ценным бумагам и биржам США,
Вашингтон, шт. Колумбия, 3 декабря 2008 г.*

Кредитные рейтинговые агентства. Мы договорились о повышении эффективности надзора за деятельностью кредитных рейтинговых агентств, учитывая, что они важные участники рынка. В частности, мы договорились о том, что:

- на все кредитные рейтинговые агентства, чьи рейтинги используются для регулятивных целей, должен распространяться режим регулятивного надзора, включая регистрацию. Режим регулятивного надзора необходимо установить до конца 2009 г., он должен соответствовать «Основным положениям кодекса для кредитных рейтинговых агентств» Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO). IOSCO должна осуществлять координацию надзора за точным соблюдением всех требований;
- органы государственной власти осуществляют данный надзор и требуют внесения изменений в практику деятельности и процедуры, используемые определенным рейтинговым агентством, с целью контроля конфликта интересов и обеспечения прозрачности и качества процесса рейтинга. В частности, кредитные рейтинговые агентства должны дифференцировать рейтинги структурированных продуктов и обеспечивать полное раскрытие информации об истории их рейтингов, а также информации и исходных предпосылок, использованных в процессе рейтинга. Рамки надзора должны быть унифицированы во всех юрисдикциях, при этом органы государственной власти должны в надлежащем порядке делиться между собой информацией, в том числе и через Международную организацию комиссий по ценным бумагам (IOSCO);
- Базельский комитет должен продолжить работу по изучению роли внешних рейтингов для регулирования с совещательным правом и выявления любых нежелательных стимулов, подлежащих устранению.

*Декларация об укреплении финансовой системы,
Приложение № 1, Лондон, 2 апреля 2009 г.*

Вопрос о регулировании деятельности кредитных рейтинговых агентств сейчас является одной из наиболее актуальных и обсуждаемых на международном уровне проблем. И это естественно. Не только инвесторы пострадали от нерегулируемых злоупотреблений монопольной мощью крупнейших рейтинговых агентств, но и другие рейтинговые агентства, которые пытались честно конкурировать с ними.

В апреле 2009 г. Европейский парламент принял законопроект об обязательной регистрации и контроле деятельности рейтинговых агентств в ЕС. Комиссия по торговле ценными бумагами США (SEC) ведет сложную и объемную работу по реформированию и регулированию рейтингового рынка. Самое время поразмышлять над основными принципами эффективного государственного регулирования рейтинговых агентств и функциями регулятора в Российской Федерации.

Мы полагаем, что регулирование необходимо для налаженного рынка, что для надлежащего регулирования деятельности рейтинговых агентств следует обращать внимание как на состав доходов (добываясь того, чтобы доходы поступали как от инвесторов, так и от эмитентов), так и на используемые ими процедуры управления рисками. Мониторинг за соблюдением общего кодекса этики и внедрение верификации рейтинговой привлекательности третьими сторонами будут способствовать увеличению степени использования серьезного анализа в процессе рейтинга и снижению влияния интересов, связанных с получением дополнительных доходов.

Установление «инвестиционного» или единственного рейтингового порога ведет к постепенному снижению ценности рейтинга «инвестиционного класса» и порождает значительный конфликт интересов у рейтинговых агентств. Использование полного спектра рей-

тингов – как высоких, так и низких – для регулятивных целей способствует осуществлению необходимых изменений внутри всех компаний, работающих на рынке, на котором данные рейтинги применяются.

Оптимальное регулирование. Оптимальным режимом регулирования для любого рынка является порядок, при котором проводится четкая дифференциация между функциями, возложенными на государство и на самих участников рынка. Необходимо ясное понимание того, в осуществление каких функций должно вмешиваться государство, а какие функции надлежит оставить на усмотрение коммерческих структур для принятия бизнес-решений в условиях конкурентной борьбы. Так, по банковскому сектору государство, безусловно, должно требовать соблюдения минимальных уровней коэффициента достаточности капитала и пруденциального коэффициента для создания условий безопасной работы банков. При этом сегодня общепризнано, что на усмотрение именно коммерческих структур (а не чиновников) более целесообразно оставлять принятие решений о том, каким компаниям можно дать займы. Рынок предлагает такой механизм для поощрения хороших менеджеров и наказания плохих.

Нынешний глобальный кризис показал, что слишком незначительное регулирование так же опасно, как и неспособность коммерческих структур правильно оценить последствия своих действий в более широком контексте. Рынок не создает стимулов для того, чтобы заботиться об интересах всего рынка в целом, включая конкурентов, и поэтому коммерческие структуры зачастую «ослепляются» сиюминутными выгодами или преимуществами для самих себя. В отличие от них в обязанности регуляторов входит беспристрастное отношение ко всем игрокам на рынке.

Правильное регулирование рынка рейтинговых агентств должно основываться на четком понимании того, что нужно оставить на усмотрение руководства коммерческой структуры, а что должны отслеживать регуляторы.

Далее приводятся некоторые соображения по поводу того, что можно было бы включить в рамки регулятивного режима для рейтинговых агентств. Начнем с рассмотрения ряда идей о роли рейтинговых агентств в современном финансовом мире и почему эта роль будет скорее возрастать, чем уменьшаться.

Какие ценности создаются рейтинговыми агентствами. Двумя основными параметрами, которые необходимы инвестору для принятия решения о том, куда вложить средства, являются доходность и риск. Доходность обычно рассчитывается на основе бухгалтерских стандартов и проверяется аудиторами. Риск оценивается путем выявления факторов риска и определения того, какое воздействие окажут на инвестицию вероятные изменения экономических условий инвестирования. Оценкой риска занимаются рейтинговые агентства.

Подобно тому, как все компании имеют собственных бухгалтеров, работающих по стандартным общепринятым методикам, компании также привлекают собственных профессионалов для оценки рисков. Однако потребность во внешних контролерах – аудиторах и рейтинговых агентствах – сохраняется всегда для того, чтобы сравнивать практику работы разных компаний и от-

раслей и устанавливать общие отправные точки.

Даже несмотря на то, что одной из основных причин глобального кризиса явилось непомерное доверие к мнениям всего трех крупных рейтинговых агентств (и сегодня нередко высказываются предположения о том, что для слишком многих финансовых учреждений и регуляторов расчетами рисков занимались в основном компании «большой тройки»), было бы поспешным и неправильным делать вывод, что рейтинговые агентства следуют устранить с финансовых рынков.

Польза, которую отдельное рейтинговое агентство приносит финансовым рынкам, связана с факторами экономики, обусловленными специализацией. Существует мнение, что поскольку рейтинговые агентства владеют инсайдерской информацией, они могут постигнуть самую суть деятельности компаний. На самом деле основным инвесторам, коммерческим и инвестиционным банкам предоставляется не меньше информации о деятельности предприятия, чем рейтинговым агентствам. Ценность оценок рейтингового агентства не в использовании дополнительной информации, а в профессиональной специализации на исследовании источников риска.

Доходы рейтингового агентства. Исторически у рейтинговых агентств имеется два основных источника доходов от присваиваемого ими рейтинга: доходы от инвесторов, покупающих результаты исследований, и доходы от эмитентов, которым требуется рейтинг.

Доходы от инвесторов могут быть прямыми и опосредованными. Прямой доход от инвестора поступает в том случае, когда заказчик информации (подписчик) оплачивает работу рейтингового агентства по оценке рисков того или иного участника рынка. Опосредованный доход может возникнуть, если, допустим, газета оплачивает работу рейтингового агентства по рейтингованию определенных компаний, вызывающих повышенный интерес у читателей. В этом случае публикация рейтингов в газете приводит к увеличению количества читателей и росту доходов от рекламы.

Как только рейтинг начинается прямо и ощутимо скапливаться на стоимости ценной бумаги (обычно, когда его признает государство), у эмитентов появляется прямая экономическая заинтересованность в рейтинге, и они готовы заплатить за присвоение рейтинга.

Некоторым агентствам удается также получать доход за счет продажи собранной ими о рынке информации, которая не входит непосредственно в материалы исследований рисков (например, индексы акций). Получение таких доходов является скорее исключением, чем правилом, а поэтому не следует считать их составной частью бизнес-модели рейтингового агентства в целом.

Так как чем выше рейтинг выпущенных ценных бумаг, тем ниже доля затрат на эмиссию, а рейтинговым агентствам проще, чем всем остальным сторонам, подсказать, как улучшить рейтинг, у них возникает соблазн оказывать консалтинговые услуги или принимать участие в структурировании сложных финансовых инструментов, чтобы добиться «оптимального» рейтинга. Возможно, именно это произошло в рамках секьюритизации, и высказываются предположения, что сотрудничество или сговор между рейтинговыми агентствами и эмитентами секьюритизированных субстандартных ипотечных закладных в конечном итоге привело к глобальному кри-

зису. Предельно ясно, что, исходя из первопричин, агентство не имеет права предоставлять консалтинговые услуги по вопросам рейтинга, если оно при этом присваивает рейтинг данной компании или ее эмиссии. Нет и не может быть непреодолимой «китайской стены» между подразделениями, занимающимися консалтингом и рейтингованием в рамках одного агентства.

Исторически все основные рейтинговые агентства начинали с предоставления результатов исследований инвесторам. Модель их бизнеса изменилась, когда рейтинги стали обязательным требованием регулятора (это произошло в США в 1970-е годы). Теперь «большая тройка» получает большинство своих доходов от эмитентов.

Существует точка зрения¹, что следует запретить рейтинговым агентствам принимать плату от эмитентов в связи с возникающим из-за этого конфликтом интересов. Однако экономическая реальность следующая: эмитенты, во-первых, все равно обязательно захотят воздействовать на свои рейтинги с целью повышения их значений, а во-вторых, будут жаловаться, что в отсутствие официальных договорных отношений с рейтинговым агентством у них не будет уверенности в полноте и точности данных, используемых рейтинговым агентством для анализа. Поэтому гораздо лучше, чтобы отношения эмитента и рейтингового агентства были открыты и прозрачны.

Конфликт интересов, возникающий при получении платы за проведение рейтинга от эмитента, не так уж отличается от конфликта, с которым сталкиваются аудиторы. Они тоже получают плату от компаний, пользуются полученной от компаний информацией, но аудиторы отвечают перед акционерами, а не перед менеджментом компании, который их нанял и платит им деньги.

Проведенный анализ позволяет сделать несколько выводов:

- регуляторы должны интересоваться тем, из чего складываются доходы, получаемые рейтинговым агентством;
- доходы, получаемые от инвесторов, повышают независимость от отдельных эмитентов; доходы, получаемые от эмитентов, повышают финансовую устойчивость рейтинговых агентств;
- требование о том, что определенную долю своих доходов все рейтинговые агентства обязаны получать от инвесторов, можно использовать как нормативное правило, которое будет способствовать росту независимости рейтинговых агентств.

Риск и рейтинг. Все рейтинговые агентства пользуются для обозначения своих рейтингов очень похожими символами и используют схожие аналитические методы. Поэтому может показаться целесообразным требование о том, чтобы все рейтинговые агентства использовали одинаковые символы и методику.

Как следствие, регуляторы смогли бы проводить анализ методики и определять, не сбились ли рейтинговые агентства с правильного курса. Кроме того, в случае применения одинаковой символики будет понятно, когда

разные агентства имеют различные мнения о риске одной и той же компании.

К сожалению, обе идеи (конвергентные символы и конвергентные методики) ведут к чрезмерному упрощению, польза от которого оказывается не столь очевидной при ближайшем рассмотрении сложностей работы рейтингового агентства. Это можно легко увидеть, когда аналогичные аргументы используются по отношению к другим профессиям. Например, дизайнеры, возможно, все пользуются одними и теми же красками, обоями, кистями и аналогичными методами работы, но качество работы дизайнера и его профессионализм заключаются не в механическом выполнении работ по некоему контрольному списку; залог качества – это специализация, использование профессионального инструмента, постоянная практика и ориентация на конечный результат.

Выбор аналитического подхода (статистические модели или качественный экономический анализ), оформление результатов (выбор символов), глубина анализа (длина отчетов и частота их представления) зависят от взаимодействия между рейтинговым агентством и его клиентами. Некоторые рейтинговые агентства используют несколько наборов символов для различных типов рейтингов, другие предпочитают длинные отчеты, некоторые увлекаются статистическими методами или представляют регулярные отчеты и т. д.

Проблема в значительной степени обусловлена трудностью измерения риска. Финансовые аналитики проводят различие между разнообразными рисками, такими, как: кредитный риск, риск ликвидности, рыночный риск, операционный риск, репутационный риск, правовой риск. Более того, некоторые из этих рисков можно и далее подразделять на более специализированные виды рисков.

Пытаясь помочь клиентам лучше понять отдельные риски, рейтинговые агентства должны уметь проводить различие между рисками, воздействующими на рейтингуемый объект. Поэтому для них логично стремление использовать различные наборы символов для каждого вида риска. С другой стороны, многие инвесторы признают, что важна именно комбинация рисков и то, как они воздействуют на компанию, а поэтому такие инвесторы хотят, чтобы рейтинговые агентства присваивали единый символ, отражающий общий риск.

В зависимости от разных инвесторов и разного экономического климата к рейтинговым агентствам предъявляются различные требования, а поэтому выбор символов и метод отражения рейтинга являются коммерческим решением вопроса о том, как реагировать на требования рынка.

В то же время сами участники рынка хотят сравнивать рейтинги, присваиваемые различными агентствами. Желание удовлетворить потребности рынка, увеличить коммерческую привлекательность своих продуктов заставляет рейтинговые агентства принимать схожие стандарты предоставления результатов своих исследований (схожие шкалы рейтингов), приводит к появлению сравнительных таблиц, т. е. процесс стандартизации рейтингов уже идет, он продиктован самим рынком и не требует вмешательства регулятора.

Анализ свидетельствует, что если регулятор попытается провести унификацию или установить определен-

¹ Lawrence White (NYU), Fixing the Rating Agencies: Is Regulation the Answer? <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/2958>

ные условия в отношении методики и символов или таблицы рейтинга, то в долгосрочной перспективе это приведет к снижению эффективности работы рейтинговых агентств, так как тогда регулятор возьмет на себя принятие коммерческих решений.

Конфликты интересов. Рейтинговые агентства сталкиваются со значительными конфликтами интересов. Они дают субъективную оценку рисков, связанных с компанией или финансовым инструментом, и публично присваивают рейтинг на основе этих оценок. Воздействие рейтинга на компанию или финансовый инструмент может оказаться существенным.

Принимающие участие в этом процессе аналитики, так же как и руководство компаний-эмитентов, – люди. Аналитики могут изменить свои оценки, исходя из сложившихся отношений, а руководство подчас идет на крайние меры, чтобы защитить интересы своей компании.

Риск внутренне присущ структуре любой компании, и рейтинговое агентство приносит пользу, только если может определить и качественно оценить такой риск для каждой компании. Если публичные рейтинги, присваиваемые рейтинговым агентством, зависят от каких-либо иных факторов, помимо методики (например, подкуп аналитика или оказание на него давления), то их точность снизится, а ценность таких рейтингов со временем упадет.

Желание удовлетворить интересы клиентов, сохраняя при этом качество рейтингов, создает для рейтингового агентства конфликт интересов.

Для того чтобы находить выход из неизбежных ситуаций, когда клиенты хотят рейтинг «получше», все рейтинговые агентства должны иметь кодексы этики и системы управления рисками, чтобы выявлять конфликты интересов и сводить их к минимуму.

Кодекс этики, дающий определения поведения и стандартов, являющихся приемлемыми, позволяет создать внешние рамки, которые должны соблюдать все, независимо от их внутреннего кодекса. Этическое поведение также отличается от того, что называется «поступать по закону». Вполне может случиться, что человек ведет себя неэтично, хотя при этом соблюдает закон.

Выразив публичное согласие соблюдать отшлифованный кодекс этики и стандарты поведения, каждое агентство (и все его аналитики) связывают себя формальными стандартами, которые выше стандартов, предписываемых законом. В таком случае агентство или аналитик уже не могут только подчиняться закону или утверждать, что определенный ряд действий был с их точки зрения этичным.

Однако этические стандарты бесполезны, если их не замечает рынок, на котором они применяются. Безусловно, это одна из областей, вмешательство в которую регулятора ведет к повышению доверия.

Даже если агентство внедряет самые высокие этические стандарты, у отдельных сотрудников агентства может возникнуть соблазн манипулировать рейтингами, либо они могут стать объектами давления внешних сил. Все агентства должны налаживать бизнес-процессы для того, чтобы свести к минимуму возможность индивидуального манипулирования и вскрывать случаи, в которых имела место манипуляция.

Международный опыт последних десяти лет в сфере рейтингового бизнеса показывает, что кодексы этики и стандарты поведения в рамках саморегулирования не действуют. В связи с чем решение «Группы 20» (G20) выработать единый набор этических стандартов является вполне обоснованным. В России национальные рейтинговые агентства обогнали весь остальной мир, разработав единый кодекс этики и стандарт профессиональной практики, распространяющиеся на все рейтинговые агентства, признанные регулятором.

Точно известно, что при управлении рисками необходимо разделять различные виды решений и нельзя доверять принятие какого-либо решения только одному человеку. Например, решения, касающиеся условий договора между агентством и компанией, должны приниматься людьми, не связанными с принятием решений по рейтингам и с методикой рейтинга. Само же решение о присвоении рейтинга должно приниматься комитетом аналитиков, проводящим официальные заседания, каждое из которых протоколируется.

Совершенно ясно, что молодые, неопытные аналитики часто в меньшей степени осознают, что на них оказывается давление. Поэтому важно, чтобы в штате аналитиков компании руководящие должности занимали опытные специалисты. Они должны обладать профессиональной квалификацией, придерживаться высоких этических норм.

И наконец, каждое агентство должно четко представлять, в какой степени его методика зависит от количественного анализа (математических моделей) и в какой – от качественного анализа (экспертные оценки). Качественные оценки играют важную роль при присвоении рейтинга, и если такие оценки документируются официально (в протоколах заседаний рейтинговых комитетов), у аналитика нет возможности манипулировать рейтингами.

Все рейтинговые агентства, как правило, сталкиваются с клиентами, недовольными результатами рейтинга. Важно, чтобы в агентстве имелся набор процедур, обеспечивающих регистрацию и рассмотрение жалоб.

Трудно спорить с тем, что этическое поведение или избегание конфликтов интересов диктуются коммерческими решениями. Безусловно, если рейтинговое агентство действительно ставит свое поведение в прямую зависимость от собственных коммерческих интересов, об этом должен знать рынок, и регулятор должен принять меры, чтобы лишить такое агентство доверия участников рынка.

Регуляторы – как показывает настоящий анализ – должны принимать участие:

- в мониторинге соблюдения всеми рейтинговыми агентствами единого кодекса этики и профессиональных стандартов;
- в деятельности по применению кодекса этики в отношении всех работающих в стране рейтинговых агентств на основе равноправия;
- в проверках наличия и качества систем управления рисками, действующих в рейтинговых агентствах.

Естественное правосудие. В любой иной ситуации, когда отдельный человек или средство массовой информации выражают мнение о ком-нибудь, мы считаем

справедливым дать объекту критики возможность опровергнуть это высказывание, если он считает его неверным или дезориентирующим.

После того, как рейтинговое агентство выпустит заключение о рейтинге, у получившей его компании (или страны) нет другой альтернативы, кроме как согласиться с рейтингом. Механизм опротестования рейтинга через третью сторону отсутствует.

Естественно, что зачастую не нравится рейтинг – в рейтинговом бизнесе это почти аксиома. Тем не менее ответственное рейтинговое агентство всегда готово защитить рейтинг перед любым судьей. Создание механизма опротестования рейтинга почти наверняка положит конец большинству жалоб. Рейтинговое агентство, проявившее чрезмерную строгость, от жалобы клиента пострадает, однако компании, подавшей жалобу, но не сумевшей отстаивать свою позицию, придется еще хуже.

Для того чтобы обеспечить соблюдение надлежащего порядка и прозрачности, к рассмотрению любой жалобы необходимо привлекать регулятора, как представителя государства.

Опасность «инвестиционного рейтинга». Когда в 1970-е годы Комиссии по ценным бумагам США потребовался механизм для определения безопасных вкладов, которые следует делать пенсионному фонду или подпадающему под регулирование инвестору, она обратилась к рейтингам, выпускаемым крупнейшими агентствами того времени. По каждому рейтинговому агентству Комиссия по ценным бумагам установила пороговое значение по шкале данного агентства, и если рейтинг оказывался выше этого порога, подпадающие под регулирование учреждения могли без вопросов приобретать ценные бумаги. Так родилось понятие «инвестиционный класс».

Сегодня финансовый мир страдает от «инвестиционного класса». Рейтинг на уровне или выше инвестиционного класса дает значительно больше преимуществ, чем рейтинг чуть ниже, поэтому на рейтинговое агентство оказывается сильное давление всякий раз, когда рейтинг может опуститься ниже этого порога.

По сути, «инвестиционный класс» указывает на то, что любая компания или ценная бумага, которая по субъективной оценке находится выше этого порога, является «золотой», а все, что ниже, – недостойно внимания. Это одинаково несправедливо как по отношению к компаниям, имеющим рейтинги гораздо выше инвестиционного класса, так и по отношению к компаниям с рейтингами ниже инвестиционного уровня.

Чтобы добиться высокого рейтинга, а следовательно, и низкого уровня риска, необходимы инвестиции, более высокие уровни капитала и налаженная хозяйственная практика. И все же, если «инвестиционный класс» является единственной мерой ценности, то ценность высокого рейтинга не выше, чем ценность рейтинга на пороговом уровне. Более того, небольшие и молодые компании могут по разным причинам оказаться не в состоянии добиться «инвестиционного класса», но при этом инвесторы могли бы по достоинству оценить их, если бы инвесторам позволили с ними работать.

Регулятора – когда он устанавливает пороговый уровень – беспокоит на самом деле риск, а не уровень рейтинга. Соответственно, чтобы результативно исполь-

зовать рейтинги, следует установить ряд пороговых уровней рейтингов и льгот или прав, связанных с каждым из них. Таким образом, контролируется общий уровень риска, которым управляет регулятор, но пользу привлекают все имеющие рейтинги компании. Предположим, например, что Банк России захочет регулировать участие банков в качестве контрагентов по деривативам (ситуация, которая в настоящее время невозможна из-за отсутствия законодательства, но которая вполне возможна в среднесрочной перспективе), будет разумно, чтобы крупные банки с низким уровнем риска (высокими рейтингами) получили более широкий доступ, чем банки с высоким риском. Тогда можно было бы установить ряд пороговых уровней (например, T1 – T3), чтобы номинальный доступ банка к деривативам, измеренный как процентная доля от банковского капитала, разрешался в соответствии с правилами:

	рейтинг банка \leq T1,	10% капитала
T1 <	рейтинг банка \leq T2,	20% капитала
T2 <	рейтинг банка \leq T3,	30% капитала
T3 <	рейтинг банка	40% капитала.

Очевидно, что для других целей можно было бы, с учетом подобной модели, устанавливать лимиты кредитования, сроки займов или величину процентных ставок.

Регулятивное воздействие на банковскую систему при использовании полной шкалы рейтингов будет заключаться в том, чтобы стимулировать банки к получению рейтингов – увеличивая, таким образом, прозрачность своих рисков – а также побудить банки идти на инвестиции, которые позволят снизить их риски и извлечь пользу из повышения рейтинга.

Регуляторы оказывают на сферу рейтингов значительное влияние, которым можно было бы воспользоваться для воздействия на финансовые рынки. Регуляторы могут способствовать проведению в жизнь полезных изменений путем:

- отказа от использования единственного «инвестиционного класса»;
- стимулирования участников рынка к получению рейтингов;
- предоставления больших льгот участникам рынка с более низкими уровнями риска и более высокими рейтингами.

Сравнение рейтингов и качество рейтингов. Каждому – регуляторам, инвесторам, рейтинговым агентствам – нужно уметь сравнивать рейтинги как разных агентств между собой, так и с течением времени одного и того же агентства. По мере возрастания важности рейтингов регуляторы, видимо, должны вести мониторинг, чтобы определять, каков уровень новых рейтинговых агентств по сравнению с широко известными агентствами.

Когда в начале прошлого века Джон Муди превратил кредитный рейтинг в бизнес, он связывал рейтинги непосредственно с вероятностью того, что компания не выполнит обязательств по своим облигациям. Это привело к привязке рейтингов к вероятностям дефолта. Во времена Джона Муди компания, оказавшаяся в трудном экономическом положении, делала все возможное прежде, чем объявить о невыполнении обязательств по ценным бумагам, потому что за дефолтом почти всегда следовала ликвидация компании.

Вероятность дефолта по финансовому инструменту с определенным рейтингом является весьма абстрактным понятием. Начнем с того, что невозможно прямо измерить вероятность дефолта. Можно взять ряд дефолтов по инструменту с определенным рейтингом (нужно при этом решить, какой рейтинг использовать – рейтинг на время дефолта или первоначально присвоенный рейтинг) и рассчитать частоту дефолтов (количество дефолтов в сравнении с общим количеством инструментов того же рода). В зависимости от методологического подхода (байесовская или небайесовская стратегия) частота дефолтов является вероятностью дефолта (или сравнима с ней).

Сравнивая вероятности дефолта, полученные для различных рейтингов, можно оценить качество методики рейтинга. Изучение различных временных периодов должно позволить оценить то, как со временем меняется методика рейтинговых исследований, проводимых одним и тем же агентством.

Проблема в том, что дефолты теперь случаются гораздо реже. Компании, попавшие в трудное положение, по закону (в зависимости от страны) имеют возможность реструктурировать свою задолженность прежде, чем объявить о дефолте.

Даже если предположить, что дефолты происходят равномерно по времени (независимо от бизнес-циклов интенсивного развития и спада), существуют трудности в определении дефолта. Предположим, что эмитент не выплатит доход по купону в течение льготного срока (обычно три дня после объявленной даты выплаты), а сделает это на неделю позже? А если выплата по купону произведена с запозданием на 30 дней, или 60, или 90 дней? Убытки владельца облигаций из-за выплаты дохода на неделю позже ничтожны (при прочих равных обстоятельствах), но по мере увеличения запоздания убытки возрастают по экспоненте.

Джон Муди также признавал это ограничение, и его вторая шкала рейтингов (которой в настоящее время пользуется агентство Moody's Investor Services) позволяет измерить восполнимые убытки. Однако на практике рейтинговые агентства измеряют вероятность дефолта (на основе частоты дефолтов), а затем убытки при наступлении дефолта. Но здесь по-прежнему сохраняются проблемы, связанные с измерением вероятностей дефолта.

Привлекательная черта вероятностей дефолта состоит в том, что рейтинги до некоторой степени соотносены с измеряемыми экономическими параметрами. Более того, если рейтинг, присвоенный в прошлом, можно связать с дефолтами, измеренными через несколько лет (и часто при других экономических условиях, например, экономическая рецессия), то возникает соблазн предположить, что теперешний рейтинг является мерой будущих дефолтов, а следовательно, средством количественного определения убытков, которые понесет инвестор по данному портфелю финансовых инструментов.

Вместо того чтобы сравнивать рейтинги с экономи-

ческими данными типа дефолта, можно сравнивать рейтинги, присвоенные разными агентствами, если имеется достаточное количество рейтинговых агентств и достаточное количество компаний или финансовых инструментов, по которым рейтинг проводился разными агентствами. Если два агентства присваивают одинаковый рейтинг (например, кредитный рейтинг) одному и тому же объекту, то и риск одинаковый. Различие между рейтингами является результатом использования разных методик. Если оба агентства правильно измеряют особенности, внутренне присущие компании (ее кредитный риск), то различие не будет иметь системного характера, и статистический анализ позволит определить среднюю величину различий. Отсутствие статистической корреляции доказывает, что рейтинги двух агентств исходят из разных причин, т. е. измеряют не одно и то же.

Экономика подвержена моде так же, как любая другая сфера человеческой деятельности, и на памяти живущих маятник экономической моды раскачивался от всемирного увлечения централизованным планированием до активной поддержки свободного рынка, от тотального регулирования до полного дерегулирования. Глобальный экономический кризис вновь заставляет моду повернуть назад в направлении ужесточения финансового регулирования.

Безусловно, оптимальным является средний путь, без чрезмерного регулирования, – когда все решения принимаются чиновниками, – но и без недорегулирования, – когда никто не отвечает за общество в целом.

Первый вывод состоит в том, что хорошее регулирование возникает, когда есть четкое понимание того, какие функции компании являются по природе своей коммерческими и должны быть оставлены на откуп рыночным силам, а какие – вытекают из более фундаментальных понятий, например, служат общему благу экономики и поэтому являются надлежащей областью для регулирования.

Второй вывод: регуляторы должны осуществлять мониторинг и проверку этических стандартов и систем управления рисками, используемых рейтинговыми агентствами, чтобы убедиться, что рейтинговые агентства справляются с конфликтами интересов. Этические стандарты и мониторинг управления рисками нельзя оставлять в ведении рейтинговых агентств. По той же самой причине – обеспечение справедливости и прозрачности – рассмотрение жалоб под руководством государства является той областью, которую должен контролировать регулятор рейтинговых агентств.

И наконец, третий вывод – унификация шкал рейтинга или регулирование методик рейтинговых агентств не должно входить в обязанности регулятора. Конечно, возможно, что регулятор примет участие в этих процессах, но если это произойдет, то решения, которые должны приниматься коммерческими структурами, останутся за государством. Но насколько верными будут тогда коммерческие решения? ■

Редакция благодарит г-на Хейнсворта за предоставление журналу «Деньги и кредит» содержательного, глубокого исследования темы регулирования рейтингового рынка, имеющего важное значение для дальнейшего развития банковской системы Российской Федерации.