

Рейтинговые агентства и их роль на рынке структурированных финансовых инструментов

Турсунов Т.М.¹⁸

Разочарование в качестве предоставляемых агентствами услуг стало возрастать с началом мирового финансового кризиса 2008–2009 годов. Провал рейтинговых агентств обсуждался на многих форумах и экономических конференциях, побуждая к принятию новых правил регулирования. В статье рассматриваются актуальные проблемы, связанные с деятельностью рейтинговых агентств, прежде всего с позиции необходимых изменений в регулировании их деятельности. Автор обобщает основные недостатки в работе рейтинговых агентств, а также предлагает возможные пути их устранения.

JEL: G240

Ключевые слова: рейтинг, рейтинговое агентство, структурированные финансы, мировой финансовый кризис, конфликт интересов, регулирование

Рейтинговые агентства появились как один из институтов, призванных решать проблему информационной асимметрии на рынках. Первое рейтинговое агентство Г. Пура было создано в XIX веке в США именно в целях повышения прозрачности американских компаний для иностранных инвесторов. В периоды бурного развития финансовых рынков, например в конце XIX – начале XX века, в 1920-е годы, востребованность услуг рейтинговых агентств существенно возросла, хотя до второй половины XX века они играли заметную роль только в США.

Экономические и финансовые кризисы, в свою очередь, требовали от регулирующих органов поиска институтов, призванных поддерживать финансовую стабильность экономики, ее финансового и банковского секторов. Так, после кризиса конца 1920-х – начала 1930-х годов в США возникла система страхования депозитов. Наряду с созданием новых институтов регулирующие органы могли включать в целях обеспечения финансовой стабильности и ранее действовавшие институты, призванные решать проблему информационной асимметрии, например кредитные бюро и рейтинговые агентства. В 1970-е годы Федеральная комиссия США по ценным бумагам и биржам закрепляет за тремя рейтинговыми агентствами – Moody's, Standard & Poor's, Fitch Ratings – статус национально признанных, а рейтинги, присваиваемые ими, включаются в систему регулирования и надзора.

В 1980-е и 1990-е годы в условиях бурного развития финансовых рынков роль рейтинговых агентств продолжает возрастать. Рейтинговые агентства появляются в Европе, Юго-Восточной Азии, России, однако на рынке рейтинговых услуг по-прежнему доминирует «большая тройка». Это было связано не в последнюю очередь с их особым статусом, повсеместно закрепленным в системе регулирования и надзора. Создававшиеся национальные рейтинговые агентства нередко становились дочерними структурами «большой тройки».

В последние годы рейтинговые агентства становятся важным элементом системы оценки рисков в финансовых и кредитных институтах, что, в частности, нашло отражение в соглашении Базель II. Несомненно, в свете тенденций развития банковского регулирования и надзора их роль как института и в дальнейшем будет усиливаться. Однако существует глубокое противоречие между объективной потребностью экономики в усилении роли этого

¹⁸ Аспирант кафедры международных экономических отношений Санкт-Петербургского государственного университета экономики и финансов (СПбГУЭФ).

института и негативными последствиями сложившейся чрезмерной монополизации рынка рейтинговых услуг, которая не может не приводить к ряду негативных явлений. Это особенно ярко наблюдалось в последние годы.

Так, несмотря на солидную базу данных, накопившуюся в течение десятилетий, большой штат аналитиков, ведущие мировые рейтинговые агентства не смогли дать адекватную и своевременную оценку ухудшавшемуся финансовому состоянию ряда крупных корпораций и банков, их ценным бумагам, ситуации на финансовых и кредитных рынках. Развитие в последние годы финансовых инструментов, в частности связанных с секьюритизацией активов, не нашло адекватного отражения в применяемых рейтинговыми агентствами методиках.

Итак, как же появляются структурированные финансовые инструменты – причина предкризисных явлений, а затем и самого финансового кризиса? Банк выдает ипотечные кредиты и начинает ежемесячно получать проценты по ним. В дальнейшем эти кредиты (в виде закладных) продаются или передаются специализированной компании SPV (*special purpose vehicle*), которая совместно с инвестиционным банком и облигационным попечителем организует выпуск ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, – MBS (*mortgage-backed securities*). MBS – это облигации, обеспеченные пулами ипотечных кредитов, а точнее платежами, поступающими от должников в счет погашения этих кредитов и процентов по ним. Пулы состоят из множества ипотечных кредитов с различными характеристиками (качество залога, доходность и многие другие). Пулы делятся по качеству составляющих их закладных на качественные; приносящие стабильную доходность, в которых закладные обеспечены высоколиквидным залогом; и некачественные – закладные с меньшей доходностью и/или с худшим залогом. Чтобы распределить риски, связанные с некачественными пулами закладных, MBS выпускаются в виде двух траншей. Облигации транша А обладают лучшими характеристиками и продаются широкому кругу инвесторов. Облигации транша В обеспечены самым худшим залогом и выкупаются обычно банком-эмитентом или организатором выпуска. Таким образом, инвестор застрахован от возможных потерь, связанных с непогашением плохих закладных [Finch, 2005]. Приведенная выше модель структурированных долговых обязательств – SDO (*structured debt obligation*) – отражает их реальную сложность лишь отчасти, так как все условия выпуска, погашения, очередности выплат по траншам и многое другое оговариваются в каждом отдельном случае и представляют собой масштабные соглашения, требующие немало времени для детального ознакомления и анализа.

Среди действующих лиц рынка SDO рейтинговые агентства кажутся на первый взгляд если не лишними, то одними из самых сомнительных посредников. Однако им была отведена одна из принципиальных ролей. Стоит отметить, что с 1970-х годов рейтинговые агентства завоевали на самых развитых финансовых рынках мира одну из ведущих позиций. Эти компании прошли путь от простого оценщика рисков до законодателя инвестиционного мира за сравнительно короткий срок. Уже в конце XX века инвесторы всего мира стали руководствоваться мнением трех-четырех ведущих рейтинговых агентств при формировании своей инвестиционной политики, составлении портфеля ценных бумаг и принятии инвестиционных решений. Ценные бумаги с наивысшим инвестиционным рейтингом AAA автоматически признаются самыми привлекательными и стоят дороже других. Однако, в отличие от других финансовых посредников, именуемых в англоязычной экономической литературе и исследованиях «*financial gatekeepers*», рейтинговые агентства оказались наименее зарегулированными в своей деятельности.

Роль кредитных рейтинговых агентств на рынке структурированных финансовых инструментов состояла в том, чтобы рейтинговать выпускаемые в огромных количествах MBS, давая, таким образом, инвесторам уверенность, а нередко и саму возможность инвестировать в них. Процесс рейтингования в структурированных финансах связан с трудностями в определении и измерении кредитного риска облигаций. Сложная структура последних не позволяет в достаточной степени достоверно выявить все возможные риски и

справедливо охарактеризовать итоговый кредитный риск. Рейтингование становится еще более сложным в связи с ограниченной шкалой рейтингов, принятых на рынке. Все эти факторы повлияли на развитие и без того развитой торговли рейтингами.

Основа для появления рейтинговых монополистов была заложена еще в 1975 году — тогда Комиссия по ценным бумагам США разрешила компаниям совершать определенные финансовые операции только на основании рейтингов, присвоенных «национально признанной статистической рейтинговой организацией» (NRSRO). Кредитные рейтинги, выпускаемые NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations), в настоящее время стали широко применяться в регулирующих и контрактных отношениях в США и во всем мире. Со временем рейтинги агентств NRSRO появились в федеральных и государственных законах, указаниях и контрактах. Рейтинги стали диктовать требования достаточности капитала банков и брокеров, выбор инвестиционных инструментов для фондов денежного рынка, инвестиционные возможности пенсионных фондов. Пользуясь такой властью, рейтинговые агентства стали предлагать свои услуги как «входной билет» на финансовые рынки, часто не заботясь о качестве предлагаемых услуг [Manns, 2009].

Есть три доминирующих игрока на рейтинговом рынке: Fitch Ratings (далее Fitch), Moody's Investor Service (Moody's) и Standard & Poor's Rating Services (S&P). Fitch имеет наименьшую долю на рынке. Несмотря на наличие еще семи рейтинговых агентств, утвержденных комиссией по ценным бумагам США, а также множеством национальных рейтинговых агентств в других странах, упомянутое «трио» выпускает и несет ответственность за подавляющее большинство рейтингов в мире. В США регуляторами были установлены рамки, в которых действуют инвесторы. И поскольку для удовлетворения этим требованиям могут быть использованы только рейтинги NRSRO, они оказались наделены огромной, почти государственной властью.

Рейтинговые агентства NRSRO стали объектом критицизма из-за той роли в финансовом кризисе, которую они сыграли. За месяц до банкротства или ухудшения ситуации в 11 крупных финансовых компаниях S&P, Moody's и Fitch давали им высшие инвестиционные рейтинги. Так, они ставили AIG в категорию AA, а Lehman Brothers за месяц до банкротства имел инвестиционный рейтинг A. До недавнего времени многие уже бесполезные и обесцененные финансовые инструменты, связанные с низкокачественными ипотечными кредитами (subprime), имели наивысшие рейтинги AAA.

До сих пор кредитные рейтинговые агентства продолжают играть важную роль в качестве влиятельных контролеров (gatekeeper), пропускающих игроков на глобальные финансовые рынки. Трудно переоценить значимость этой функции рейтинговых агентств и их рейтингов. Один из журналистов New York Times так выразил власть рейтинговых агентств: «По моему мнению, сегодня существуют две суперсилы. Это США и Moody's Bond Rating Service. США могут уничтожить вас с помощью вооружения, а Moody's — понизив рейтинг ваших облигаций. И поверьте мне, иногда неизвестно что страшнее» [Partnoy, 2009].

В связи с такой центральной ролью рейтинговых агентств возникает закономерный парадоксальный вопрос: почему рейтинги и рейтинговые агентства сегодня настолько важны, если зачастую они ненадежны?

Кризис открыл сразу две «рейтинговые» проблемы. Первая — то, что на оценки агентств очень сильно надеялись инвесторы. А между тем даже сами рейтинговые агентства серьезно недооценивали риски по активам. К тому же, подчеркивают представители Moody's, Standard & Poor's, и Fitch, они оценивали только риск фактического дефолта, то есть кредитный риск. Но ведь продукты несли и риск ликвидности (держатель инструмента будет не в состоянии быстро продать его по текущей цене), а также рыночный риск (на стоимости ценной бумаги могут отразиться другие рыночные факторы — скажем, общая траектория процентных ставок).

Другим неприятным моментом, выявленным кризисом, стало то, что агентства едва ли не без разбору присваивали рейтинги структурированным финансовым инструментам: в структуре доходов рейтинговых компаний их оценка накануне кризиса достигла около 70%.

Главной же опасностью этих ценных бумаг стало то, что их можно было структурировать так, чтобы на выходе получить нужный рейтинг. В результате такой финансовой «алхимии» долговые обязательства, основанные на активах с низким рейтингом (скажем, ВВ или ССС), легко превращались в ценные бумаги с рейтингом ААА. Все три «кита» рейтинговых агентств ставили высшую оценку ипотечным ценным бумагам (MBS) даже тогда, когда проблемность этих бумаг была очевидна. И именно эти «очень надежные обязательства» и оказались в мировой экономике слабым звеном.

Проведенное в 2008 году Федеральной комиссией по ценным бумагам и биржам США расследование деятельности крупнейших рейтинговых агентств (в том числе в части оценки ипотечных ценных бумаг) показало, что ни у одного из агентств «большой тройки» не было никаких документально зафиксированных процедур для оценки сложных финансовых инструментов, в частности ценных бумаг, обеспеченных жилищной ипотекой – MBS, и обеспеченных долговых обязательств – CDO (collateralized debt obligations). Не было и алгоритма оценки. Также рейтинговые агентства нарушали процедуру документирования, в результате чего значительная часть информации не была зафиксирована. Резюмируя итоги расследования, председатель Комиссии по ценным бумагам и биржам Кристофер Кокс (Christopher Cox) в опубликованном докладе комиссии по итогам 10-месячного расследования отметил: «Мы обнаружили серьезные нарушения у этих компаний, включая неполное раскрытие информации инвесторам, отсутствие необходимых процедур контроля и методологии и наплевательское отношение к возможности возникновения конфликта интересов... Недавние события, ударившие по нашей экономике, оказались катализатором активности мировых регулирующих инстанций, которые в срочном порядке пересмотрели свои подходы к надзору за деятельностью рейтинговых компаний» [SEC report, 2008].

Наконец, в вину агентствам вменили конфликт интересов. Компании просто не могли присвоить плохой рейтинг по долговым обязательствам того эмитента, которому предоставляли услуги по формированию пулов структурированных инструментов. Так, Moody's с началом кризиса признался, что присваивал долговым обязательствам эмитентов завышенные рейтинги. В результате инвесторы, ориентировавшиеся на эти рейтинги, при покупке ценных бумаг потеряли более 60% вложений.

Руководство кредитно-рейтинговых агентств как может пытается отвести от себя гнев общественности, заявляя, что они обновили свои модели подсчета рейтингов, а в будущем их работа будет более прозрачной. «Но все это скорее риторика, – говорит Ян Рэндольф из международной исследовательской компании Global Insight. – Конфликт интересов в их бизнес-моделях никуда не исчез» [Amadou, 2009]. Впрочем, несмотря на негативный осадок, очень сильных опасений нынешние заявления и призывы у руководства кредитно-рейтинговых агентств все же не вызывают. Альтернативы им на рынке сегодня нет.

Каким бы образом ни развивалась корпоративная культура на западных рынках, кредитным рейтингам суждено остаться единственным измерителем кредитных рисков и эффективным инструментом продвижения ценных бумаг и финансовых услуг.

Таким образом, в условиях значительного увеличения кредитных и рыночных рисков, жесткой монополизации рынка рейтинговых услуг, присутствия политических моментов в оценке суверенных рейтингов и рейтингов компаний необходимость в развитии национальных рейтинговых агентств резко возрастает.

Для Узбекистана в силу геополитических факторов задача развития национальных рейтинговых агентств особенно важна. Однако очевидно, что сложившаяся ситуация, когда в систему управления рисками в большинстве случаев инкорпорированы три крупных иностранных рейтинговых агентства, совершенно не соответствует потребностям экономики и интересам национальной безопасности.

Безусловно, развитие национальных рейтинговых агентств следует осуществлять цивилизованным путем. Эти институты должны соответствовать как международным критериям, в частности Кодексу профессиональной этики рейтинговых агентств IOSCO (Международной организации комиссий по ценным бумагам), так и формируемым

национальным стандартам в этой области, например Положению «О требованиях к деятельности рейтинговых агентств на финансовых рынках» (Постановление Министерства финансов Республики Узбекистан от 17 декабря 2007 года № 104).

Развитие национальных рейтинговых агентств необходимо сопровождать усилиями монетарных властей, бизнес- и банковского сообщества по повышению как прозрачности рынка, так и информированности инвесторов и кредиторов. Объективные и независимые рейтинги агентств в этом плане, безусловно, могут стать одним из важнейших инструментов снижения остроты проблемы информационной асимметрии, повышения управляемости рисками.

Таким образом, демонополизация рынка рейтинговых услуг, развитие национальных рейтинговых агентств, официальное признание рейтингов и рейтинговых агентств как неотъемлемых элементов систем управления рисками и регулирования, деятельность самих рейтинговых агентств по предоставлению бизнес-сообществу объективной и независимой оценки рисков, несомненно, будут способствовать обеспечению устойчивого развития экономики, ее банковского и финансового секторов.

Список литературы

1. Amadou, Sy N.R. (2009), The systematic regulation of credit rating agencies and rated markets, IMF working paper 09/129.
2. Finch, N. (2005), A framework for understanding the acceptability of rating agency methodologies, Macquarie University, Working papers 2005-11.
3. Manns, J. (2009), Rating risk after the subprime mortgage crisis: a user fee approach for rating agency accountability, North Carolina law review, vol. 89 (2009).
4. Partnoy, F. (2009), Rethinking regulation of credit rating agencies: an institutional investor perspective, University of San-Diego, Research paper 09-014.
5. Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies. US SEC, July 2008.