

Рейтинговые войны

Международные агентства с удивительной легкостью присваивают рейтинги компаниям, фондам и целым государствам, претендуя на роль последней инстанции в определении надежности, привлекательности и стабильности хозяйствующих субъектов.

ВИТАЛИЙ ШАПРАН

Рейтинги, в том числе и кредитные, – всего лишь оценка, которая имеет смысл только тогда, когда ей массово доверяют инвесторы, вкладчики и кредиторы. А в любой оценке есть доля субъективности. Попробуем приоткрыть завесу таинственности над самими рейтинговыми агентствами и оценить их способность давать объективные оценки.

Принципы американских пионеров

Рейтинговый бизнес получил первоначальный толчок к своему развитию на территории США. Сегодня можно встретить корпоративные истории о 100-летнем и даже 150-летнем опыте работы международных рейтинговых агентств. Но, увы, это не более чем красивая сказка. До 1975 г. работа большинства рейтинговых агентств в Штатах, Канаде и Европе была сравнима разве что с деятельностью консалтинговых компаний или статистических бюро, которые проводили независимую оценку кредитоспособности и публиковали ее для инвесторов.

Конъюнктура американского рынка облигаций сложилась таким образом, что в 60-70-е годы на этом рынке массово присутствовали население и небольшие инвестиционные и пенсионные фонды,

которые нуждались в неангажированной аналитической поддержке. Так постепенно рождался спрос на услуги по независимой оценке кредитоспособности. Рейтинговые агентства завоевывали умы инвесторов, а их продукт становился все популярнее.

К концу 60-х годов инвесторы начали разделять долговые обязательства компаний на бумаги инвестиционного и спекулятивного классов. Такое разделение первое время было весьма условным. Как правило, его использовали инвестиционные фонды, которые в своих декларациях, позиционируясь для инвесторов, прописывали ограничения на инвестирование в определенный класс долговых обязательств. Пенсионные фонды ограничивались инвестиционным классом, а обычные инвестфонды работали и с рынком «мусорных» облигаций.

Реальное разделение бумаг на инвестиционные и спекулятивные, а также соответствующие изменения в конъюнктуре спроса на облигации окончательно закрепились только после того, как инвестиционные фонды начали массово опираться на рейтинги. После этого проявилась и обратная сторона – рейтинги стало возможным воспринимать как инструмент продвижения ценных бумаг на рынке.

Эмитенты, получившие хорошие рейтинги, могли рассчитывать на меньшую стоимость своих займов и большую благосклонность инвесторов. А поскольку шкалы кредитных рейтингов довольно дифференцированы, а четкие критерии оценок до конца не раскрываются, у агентств оставалась возможность натягивать или, наоборот, занижать оценку. И дело было не только в том, что эмитенты оплачивают процедуру присвоения рейтингов и вступают в финансовые отношения с агентствами, но и в самой политике проведения рейтинговой оценки.

На фоне приближающегося кризиса агентства могли специально занижать новые оценки или оперативно пересматривать старые. И наоборот, у агентства могло появиться желание привязать стоимость рейтинга к его значению. Тем не менее, и в 70-е годы, и сейчас агентства вынуждены соблюдать нейтралитет, чтобы не потерять доверие инвесторов. Именно поэтому американские пионеры рейтингового бизнеса в 1975 г. получили официальный статус.

Ликвидность впереди

Именно в США регулятор рынка ценных бумаг одним из первых попробовал внедрить рейтинги в регуляторный процесс. Комиссия по ценным бумагам и биржам США

(SEC) в 1975 г. учредила т.н. институт национально признанных статистических и рейтинговых организаций (NRSRO). Парадокс, но NRSRO до сих пор не имеет четкого юридически закрепленного статуса. Изначально NRSRO был определен как перечень рейтинговых агентств, оценки которых SEC использует в своих регуляторных актах.

Например, выдвигая требования к ликвидности брокеров, SEC учитывала рейтинги облигаций, находившихся в портфеле эмитента. Чем лучшим было значение рейтинга, тем мягче были требования. Однако восхищение вызывает то, что SEC по давней традиции назвала вещи своими именами: поясняя суть NRSRO, американский регулятор указывал, что для него определяющим является не качество оценок рейтинговых агентств, а популярность таких оценок на рынке. Чиновники SEC считают, что если рынок верит оценкам, которые рейтинговые агентства присваивают финансовым инструментам, то инструменты с хорошими оценками будут обладать наилучшей ликвидностью.

С выводами американского регулятора трудно спорить. Трейдерам хорошо известен тот факт, что популярность методов анализа на рынке часто оказывает влияние на динамику цен. Точно так же действует рейтинговый механизм. Доверяя рейтингам, инвесторы формируют соответствующее отношение к финансовому инструменту. Соответственно, значение рейтинга если не формирует спрос на финансовый инструмент, то, по крайней мере, в значительной степени его корректирует.

Насилье гегемона

Итак, рейтинговые агентства сегодня находятся в ситуации, когда не «рынок делает аналитика», а «аналитик делает рынок». Это привело к тому, что деятельность рейтинговых агентств сегодня остается слабо регулируемой. Даже в SEC, где традиционно четко и почти по-военному привыкли формулировать требования к своим подопечным, до сих пор не могут сформулиро-

вать ясные требования к агентствам, желающим вступить в NRSRO. По существующей ныне практике американский регулятор самостоятельно проводит анализ и изучает, рейтинги каких агентств пользуются популярностью на рынке.

Те агентства, которые, по мнению SEC, готовы получить статус NRSRO, получают от регулятора уведомление. В настоящий момент такой статус имеют пять агентств: A.M. Best Company Inc., Dominion Bond Rating Service Ltd, Fitch Inc., Moody's Investor Service, Standard&Poor's – подразделение корпорации McGraw-Hill Companies Inc. Понятно, что названные агентства обладают перед остальными участниками рынка неоспоримым преимуществом. Поскольку регулятор при расчете нормативов использует рейтинги агентств, получивших статус NRSRO, то и эмитенты со всего мира стремятся получать рейтинги именно у этих агентств. Это обеспечивает спрос на финансовые инструменты эмитента со стороны американских инвесторов – финансовых посредников.

Хотя из пяти агентств, получивших статус NRSRO, два формально не являются американскими, рынок очень не доволен тем, что процедура отбора достойнейших из достойных не имеет четких кри-

ни инвестиционного сообщества росла, менялась и позиция SEC. Американские чиновники вынуждены были официально признать проблему NRSRO, и с середины 90-х годов началось обсуждение требований к агентствам, желающим получить статус NRSRO. Обсуждение идет до сих пор.

Последний раз американский регулятор давал разъяснения о статусе NRSRO 12 апреля 2005 г. Основные тезисы по этому вопросу изложены в выступлении директора департамента регулирования рынков SEC Аннетт Назарет (Annette Nazareth). Анализ официального заявления г-жи Назарет показал, что даже после десяти лет обсуждения проблемы американский регулятор не спешит менять сложившуюся практику.

С одной стороны, SEC абсолютно права в том, что рейтинги можно использовать в регуляторной практике, если им массово верит рынок. С другой стороны, SEC не выдвигает четких критериев к NRSRO, но диктует мировому рынку, рейтинги каких агентств можно считать достойными. Всех смущает именно тот факт, что оценка популярности рейтингов американским регулятором проводится практически тайно, в то время как агентства, получившие статус NRSRO, не стесняются да-

Доверяя рейтингам, инвесторы формируют соответствующее отношение к финансовому инструменту.

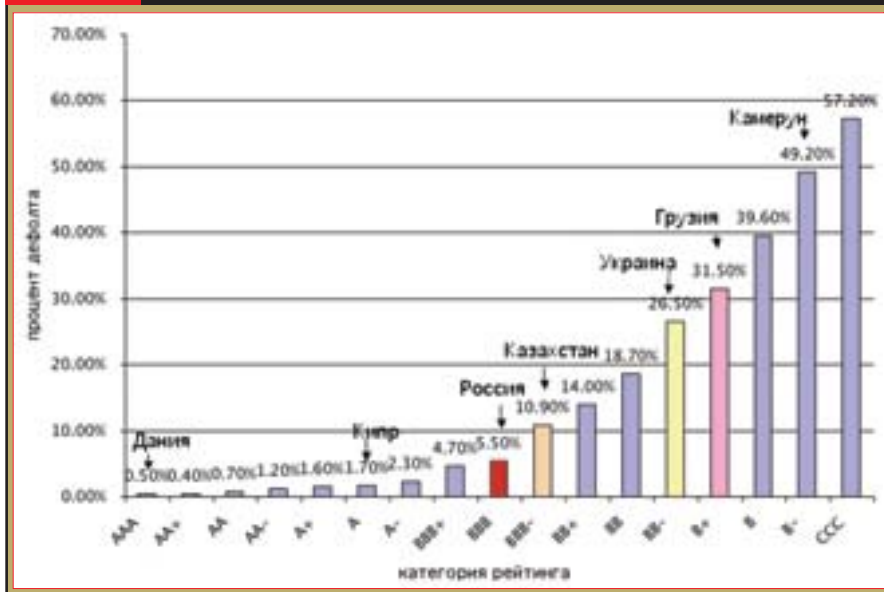
териев. Всего в мире работает около 120 рейтинговых агентств, и даже такие известные, как Dun&Bradstreet или Japan Credit Rating Agency, Ltd, не имеют статуса NRSRO.

Поначалу SEC занимала эгоистическую позицию: кому как не регулятору определять, оценками каких агентств пользоваться в регуляторных актах. Однако по мере того, как роль рейтингов в жиз-

вать оценку кредитоспособности публичных корпораций и даже отдельных государств.

Судя по тому, что американский регулятор с весны 2005 г. не сделал ни одного внятного заявления по поводу проблемы NRSRO, в Вашингтоне не знают, как разрешить дилемму, одновременно ублажив мировой рынок и не допустив в состав NRSRO агентства, рейтинги которых сомнительны.

РИСУНОК 1 СРЕДНЯЯ СУММАРНАЯ ЧАСТОТА ДЕФОЛТОВ ЗА 1981-2002 ГГ.



Европейский либерализм

В конце прошлого года Еврокомиссия обратилась с официальным письмом в Ассоциацию регуляторов рынка ценных бумаг стран ЕС (CERS). Комиссия просила компетентный орган подумать над вопросом о том, каким образом можно было бы отрегулировать деятельность рейтинговых агентств в странах Евросоюза. В марте 2006 г. CERS публично отказалась от разработки единой стратегии регулирования, оставив этот вопрос на усмотрение регуляторов стран-членов ЕС.

Однако начиная с весны нынешнего года, CERS потребовала от всех агентств, желающих работать, формальный отчет и обязательство соблюдать кодекс поведения рейтинговых агентств, разработанный два года назад Международной организацией регуляторов рынка ценных бумаг (IOSCO). И вот здесь всплывают интереснейшие факты, которые заставляют глубже взглянуть на проблему формирования рынка рейтинговых услуг.

Действительно, кодекс поведения и принципы, разработанные IOSCO в 2003-2004 гг., и сегодня остаются основой для требований к работе рейтинговых агентств по всему миру. Однако эти требования формальны и в основном касаются процедурной части рейтингового процесса – общения агентства с клиентами. IOSCO умалчивает о

требованиях к агентствам как к профессиональным участникам рынка. Эти требования также не определяют формат отношений агентств с прессой, через которые происходит информирование общественности. В целом все документы, принятые IOSCO в отношении рейтинговых агентств, носят рекомендательный, а не обязательный характер, и их невыполнение не ведет ни к административной, ни к уголовной ответственности.

За рейтингами – будущее

Тем не менее, в 2006 г. финансовый мир оказался на пороге изменения роли рейтингов на финансовом рынке. В странах ЕС уже начат полномасштабный переход к Базелю-2 – новым нормам банковского регулирования, которые должны изменить регуляторную политику государства в отношении банковского сектора, приведя ее к более рыночному формату. Но проблема в том, что по Базелю-2 банки будут рассчитывать достаточно на рейтинги, а не на происхождение актива. И если рейтинги будут внедрены в практику банковского регулирования, то их значение, так же как и влияние на финансовых посредников, резко возрастет.

В страховом секторе также происходит нечто подобное: к подписанию готовится соглашение с условным названием «Пла-

тежеспособность-2» – документ, по своей сути аналогичный Базелю-2, но разрабатываемый для стандартизации регулирования работы страховых компаний. В этом документе также предусмотрена возможность имплементации рейтингов в регуляторный процесс. Пока трудно говорить о сроках внедрения новых стандартов регулирования в страховую деятельность, а вот Базель-2 будет действовать по всей Европе уже к 2010 году.

Итак, с одной стороны, мощный фондовый рынок США позволяет SEC влиять на мировой рынок рейтинговых услуг. С другой стороны – уже через несколько лет крупные европейские банки и финансовые холдинги станут зависимыми от рейтингов. Практика регулирования с помощью NRSRO не пересматривается отчасти и потому, что мировой гегемон боится потерять еще один инструмент влияния на мировой рынок.

В ЕС, как всегда, поступили эгоистично, их рынок рейтинговых услуг, в принципе, уже сформирован. И хотя на нем присутствуют американские агентства, но в Скандинавии, Германии и Нидерландах есть несколько агентств, готовых конкурировать с агентствами, имеющими статус NRSRO. Кроме того, агентство Fitch Inc., имеющее центральные офисы в США и Великобритании, фактически принадлежит французской компании Fimalac S.A. Таким образом, Евросоюз предоставил развивающимся рынкам самостоятельно решать проблему регулирования рынка рейтинговых услуг, оставив их один на один с американским регулятором.

Униженные и оскорбленные

Развивающиеся рынки, попадая в рейтинговые жернова, как правило, оказываются на заднем плане, это автоматически влияет на стоимость внешних заимствований. Мы провели небольшое исследование: на статистику 1981-2002 гг. по банкротствам в корпоративном сегменте наложили данные о суверенных рейтингах агентства S&P (рис. 1, данные S&P, суверенные рейтинги нанесены на шкалу дефолтов по состоянию на 10.05.2006 г.).

В идеале данные, конечно, не совсем сопоставимы как по временному горизонту, так и по смысловой нагрузке рейтинговых категорий. Однако общее представление об оценках суверенов они все же дают. К примеру, на 10.05.2006 г. Россия имела кредитный рейтинг ниже, чем Дания или Кипр.

Не совсем ясно, насколько можно сравнивать экономики Кипра и России. Понятно, что любой участник рынка имеет право на собственное мнение, но отличие в том, что мнению агентства массово доверяет большое количество инвесторов в разных странах мира. Вряд ли, например, управляющий инвестиционным фондом в штате Техас отлично осведомлен о торговой войне между Грузией и Россией, но он верит рейтингам агентств, которые к тому же подкрепляют свое мнение убедительными рейтинговыми отчетами. И вряд ли в ближайшие год-два в СНГ удастся создать какой-то противовес оценкам NRSRO.

В Украине в 2004-2005 гг. попробовали создать национальное рейтинговое агентство «Кредит-рейтинг». Тамошний регулятор – Госкомиссия по ценным бумагам и фондовому рынку (ГКЦБФР), обязала всех эмитентов, делающих публичные выпуски облигаций, получать рейтинги в НРА «Кредит-рейтинг». Данное решение регулятора неоднократно оспаривалось в суде, но рейтинговый монополист продолжает работать.

Однако весной 2006 г. в Украине произошло первое банкротство. Эмитент, объявивший дефолт, имел достаточно высокий рейтинг. Сейчас ГКЦБФР в отношении НРА «Кредит-рейтинг» и причастных к банкротству участников рынка ведет расследование. Большинство участников рынка корпоративных бондов в Украине называют сложившуюся систему обязательного рейтингования негласным налогом на эмиссию и не относятся к ней серьезно. В результате между рейтингами и доходностями облигаций нет четких зависимостей, а после первого дефолта существование всей системы оказалось под вопросом.

В России наблюдается определенный прогресс. Рынок рейтинговых оценок не отягощен регуляторными требованиями, и в течение последних лет появилось несколько независимых участников рынка. Однако для создания противовеса NRSRO и появления плюрализма в оценках требуется немало ускорение в становлении российского рынка рейтинговых услуг. Времени для этого осталось не так много, поскольку уже через 2-3 года в СНГ серьезно заговорят о Базеле-2. Окажется ли готова к нему Россия – будет зависеть от того, насколько продвинутой и конкурентной станет ее национальная рейтинговая система.

Секреты NRSRO

Если посмотреть на агентства, имеющие статус NRSRO, можно отыскать немало любопытных вещей. Справедливости ради отметим, что агентства, зарегистрированные в США, более открыты, поскольку подпадают под жесткую систему раскрытия информации американского регулятора.

Как показали наши исследования, одно из самых авторитетных

с оценками Ассоциацией американских банков, по которому S&P выступает оператором системы кодификации ценных бумаг. McGraw-Hill Companies частично контролируется семьей МакГроу, а в состав совета директоров корпорации входят действующие директора таких компаний, как Citigroup и Coca-Cola.

Moody's Investor Service частично принадлежит одиозному инвестору всех времен и народов Уоррену Баффету. Moody's – это специализированная корпорация, рейтинговая активность которой является практически ее единственным видом бизнеса. В состав ее совета директоров также входят бывшие и действующие менеджеры крупных банков и финансовых холдингов Европы. Fitch Inc. менее прозрачна, часть информации по данному агентству раскрывается ее основным акционером Fimalac S.A., но поскольку компания французская, то ее англоязычные финансовые отчеты попадают на рынок с большим опозданием.

Рынок рейтинговых услуг в глобальном масштабе развивается очень быстро. Доминантность аме-

В России рынок рейтинговых оценок не отягощен регуляторными требованиями.

агентств – Standard&Poor's, с 1966 года не является самостоятельной компанией, а выступает рейтинговым подразделением многопрофильной корпорации McGraw-Hill Companies. Фактически S&P – это достаточно раскрученный в глобальном масштабе бренд. По итогам работы за 2005 г. рентабельность продаж сектора финансовых услуг McGraw-Hill Companies превысила 40%. Также McGraw-Hill Companies владеет известным деловым еженедельником Business Week и несколькими телекомпаниями.

В целом у McGraw-Hill Companies есть и было все для раскрутки бренда S&P. Считается, что бизнес Standard&Poor's пошел в гору после подписания в 1968 г. согла-

риканцев в рейтинговой отрасли пока что не является серьезным барьером к развитию финансового рынка в России и СНГ. Однако эта проблема постепенно обостряется, и решать ее нужно уже сейчас. Как показывает опыт Украины, административно сформировать рынок рейтинговых услуг нельзя. Регулятор должен создать конкурентные условия для развития этого рынка, а потому для его становления потребуется минимум 3-5 лет. Сегодня многие российские медиа-холдинги близки к созданию собственных рейтинговых агентств, и многие из них по структуре напоминают McGraw-Hill Companies. Государству осталось лишь выступить катализатором спроса на рейтинговые услуги.

BC