



ИГРА С РЕЙТИНГАМИ

Панайотис Гаврас

Частные агентства кредитного рейтинга выполняли государственную функцию, поскольку органы регулирования не предоставили альтернативы

АГЕНТСТВА кредитного рейтинга стали важной частью финансового ландшафта. Эти частные компании оценивают кредитный риск для компаний и органов государственного управления, собирающихся взять кредит и выпустить ценные бумаги с фиксированным доходом, например, облигации. Зависимость от этих организаций настолько укоренилась, что часто потенциальные заемщики должны получить кредитный рейтинг, прежде чем пытаться привлечь средства на рынках капитала. Рейтинг дает потенциальным кредиторам представление о кредитоспособности заемщика, что способствует определению процентной ставки, или цены, которую заемщик должен платить за финансирование.

Однако эти оценки частных рейтинговых агентств, предназначенные частным финансовым рынкам, стали информацией открытого доступа — органы регулирования во всем мире пользуются ими, например, для оценки рискованности банковских портфелей и определения размера капитала, который организации должны хранить для защиты от неплатежеспособности. Поскольку органы регулирования уделяют все больше внимания риску как основе достаточности капитала, оценка этого риска агентствами кредитного рейтинга стала, по существу, общественным товаром.

Распространение охвата государственного регулирования на агентства кредитного рейтинга — главным образом, Standard & Poor's, Moody's и Fitch (см. вставку 1) — привело к двум

последствиям. Во-первых, изменился характер банковского регулирования, оно перешло от опоры на статические, фиксированные проценты к применению динамических оценок, которые могут меняться в соответствии с оценкой кредитного риска рейтинговым агентством. В результате оно продвинулось вперед, но еще более усложнилось, и стали возможными неправильные, устаревшие или иначе вводящие в заблуждение оценки рисков. Во-вторых, это привело к закреплению частных структур в сфере регулирования, которым обычно занимается государственный сектор. В центре большинства дискуссий о рейтинговых агентствах стоял конфликт интересов и другие проблемы, в той мере, в которой они относятся к оценке качества. Гораздо меньше говорится о потенциальном серьезном конфликте интересов между целями частных рейтинговых агентств, стремящихся максимизировать стоимость для акционеров, и задачами функции регулирования, которую они выполняют, даже если они не стремились к этой роли.

Изучая свои роли в регулировании и надзоре в преддверии мирового кризиса, официальные органы должны рассмотреть зависимость от агентств кредитного рейтинга. Хотя любая оценка должна учитывать расходы на внесение изменений, существует множество возможных путей, включая реформу рейтинговых агентств, распространение на них государственного контроля или поиски альтернативы.

Эволюция кредитных рейтингов

По мере роста сложности финансовых рынков возможности заимствования значительно расширились, и кредиторы становилось все труднее получить полную информацию о потенциальных заемщиках. Благодаря экономии от увеличения масштабов рейтинговые агентства способны предоставлять эффективные с точки зрения затрат информационные услуги, сокращающие разрыв между сведениями инвестора о заемщике и сведениями заемщика, давая каждому заемщику оценку, которая называется рейтингом. Сокращая такую асимметричность информации между заемщиками и кредиторами, агентства способствуют ликвидности рынков, повышая финансовую активность и снижая затраты. Заемщики с более высоким (то есть, лучшим) кредитным рейтингом обычно пользуются более широким и легким доступом к более дешевому финансированию, поскольку считается, что предоставленные им кредиты менее рискованны, а их погашение, включая проценты — более вероятно. Нередко рейтинг служит точкой отсчета для процесса надлежащей проверки.

Несмотря на частный характер агентств кредитного рейтинга, их роль в системах финансового регулирования расширилась с 1970 годов — особенно в результате международного договора об оценке банковских портфелей на основе степени риска, связанного с их активами, и соответствующих требованиях в отношении минимального размера капитала. Это так называемое соглашение Базель-II стремилось внести нюансы в стандарты регулирования (см. вставку 2). Основным обоснованием включения кредитных оценок рейтинговых агентств было убеждение в том, что они были более продвинутым методом измерения кредитного риска, чем более простые методы регулирования, исходившие в требованиях к минимальному размеру капитала из фиксированного процента совокупных активов — подход предыдущего соглашения Базель-I, допускавшего значительно меньшую дифференциацию.

Неотъемлемая часть

В центре посткризисных дебатов о роли агентств кредитного рейтинга в финансовом регулировании стояли, в основном, такие вопросы как конфликт интересов и адекватность результатов. Поднимались вопросы о методах присвоения агентствами рейтингов, о том что они оценивают, питали ли рейтинги предкризисный бум кредитования и последовавшие

Вставка 1

Большая тройка

Агентства кредитного рейтинга, а некоторые из них ведут свое происхождение с 19-го века, оценивают кредитный риск долговых инструментов, выпускаемых компаниями и правительствами, и инвестиционных продуктов, таких как обеспеченные долговые обязательства. Агентства обычно присваивают оценку, которая называется рейтингом и варьируется от самого высокого качества с незначительным риском до самого низкого качества с небольшой вероятностью погашения или отсутствием такой вероятности.

В отрасли рейтинговых агентств доминируют три фирмы — Moody's, Standard & Poor's и Fitch. На Moody's и Standard & Poor's, имеющие головные отделения в Нью-Йорке, приходится по приблизительно 40 процентов мирового оборота, и на Fitch, штаб-квартиры которой находятся в Нью-Йорке и Лондоне, приходится примерно 10 процентов. Менее крупные рейтинговые агентства разбросаны по всему миру, главным образом они занимают ниши по конкретным странам и продуктам.

«пузыри» цен на активы, а также дали ли они противоположный и вредный эффект после кризиса. Это обоснованные опасения, но они также подчеркивают, в какой степени агентства кредитного рейтинга стали важной частью финансовой системы, если угодно, «неотъемлемой», так что они занимают место надлежащей проверки, а не дополняют обоснованный процесс принятия решений (BIS, 2009). Это их свойство вытекает, отчасти, из инвестиционных стратегий банков, инвестиционных фондов и других частных структур. В первую очередь, однако, оно вытекает из институциональной роли агентств кредитного рейтинга в операциях государственной политики — главным образом, в банковском регулировании, а также в таких сферах, как определение соответствия обеспечения требованиям для операций центрального банка и инвестиционные решения таких контролируемых или управляемых государством фондов, как пенсионные фонды.

Применение рейтингов, присвоенных агентствами, в финансовом регулировании равносильно и приватизации процесса регулирования — по своей сути являющегося функцией государства — и отказу правительства от одной из его основных обязанностей в интересах извлечения таких предполагаемых выгод, как снижение затрат на регулирование, повышение эффективности и нюансы.

Проявление неэффективности государственного регулирования

Эту передачу частным агентствам ответственности за регулирование можно считать проявлением неэффективности государственного регулирования, поскольку государство, по сути, передает регулирующие полномочия частным фирмам, но несет ответственность за общий результат. Этот подход проблематичен по ряду причин:

- Агентства кредитного рейтинга стремятся к получению максимальной прибыли и стоимости для акционеров. Несмотря на мощный стимул к предоставлению достоверной информации, у них нет мандата органа регулирования, которому поручено предоставлять информацию в интересах общности. При неполной совместности частных мотивов и общественной необходимости, возможны конфликт и путаница. Может пострадать и то, и другое. Если страдает общественная необходимость, это дискредитирует процесс регулирования.

- Лицензирование и регулирование агентств кредитного рейтинга на удивление ограничено (Katz, Salinas, and Stephanou, 2009). Выбор агентства объясняется, главным образом, признанием рынка, а не систематизированными нормами регулирования или лицензированием. Системы оценки и подтверждения применяемых методологий, процессы предоставления полномочий рейтинговым агентствам и системы мониторинга для гарантии подотчетности оказались слабыми — в лучшем случае, поверхностными.

- Даже при прекрасном послужном списке рейтингового агентства доверие к процессу регулирования может пострадать в силу того, что рейтингам в силу их природы присущи ошибки; они зависят от суждений. На рынке, если агентство кредитного рейтинга выходит за пределы порогового значения ненадежности, оно потеряет клиентов и, со временем, разорится. Однако если оно входит в систему регулирования, его ошибки могут иметь серьезные последствия, и даже если агентство с плохими показателями можно будет со временем устранить, как может обанкротиться агентство кредитного рейтинга, пока оно входит в систему регулирования? Кто будет нести ответственность, если мнения агентства приведут к искажениям — особенно, если у финансовых организаций в результате не будет достаточного капитала? Неправильный рейтинг введет в заблуждение тех, кто от него зависит, что может потенциально дорого обойтись. Рейтинговые агентства

регулярно предупреждают, что их рейтинги являются лишь мнением и они не отвечают за результаты включения рейтингов в регулирование. Возможно, они лучше понимают характер этой проблемы, чем государственные органы.

- Изменения рейтингов приводят рынки в движение, влияя на стоимость активов и, таким образом, на требования в отношении минимального размера капитала. Они также влияют на возможность использования этих активов в качестве обеспечения. Это, по сути, неплохо (в самом деле, такие изменения призваны влиять на оценки рискованности и цены на активы), но изменение может вызвать внезапную дестабилизацию, излишнее усиление нестабильности, и/или ведет к чрезмерной корректировке стоимости актива, особенно в случае снижения рейтинга. Так изменения рейтингов могут вызвать кризис под влиянием регулирования. Кроме того, надлежащая проверка со стороны инвесторов, решения которых привязаны к рейтингам (например, некоторых пенсионных фондов), ослабевает или даже не принимается во внимание в силу подавляющего значения кредитных рейтингов.

- Агентства кредитного рейтинга давно пользуются существенным влиянием на динамику рынка благодаря доверию, с которым к ним относятся потребители их услуг. Закрепление их роли в регулировании усиливает их потенциальную мощь. Это также приводит к перекосам в конкуренции в отрасли, имеющей олигополистические тенденции, поскольку потребители извлекают выгоду не только из способности сопоставить разные категории активов в рамках одной системы рейтингов, но и из отсутствия необходимости в расшифровке методологий многочисленных агентств кредитного рейтинга. Сокращение числа агентств упрощает и улучшает положение для пользователей.

Кроме того, даже если соответствующие частные агентства кредитного рейтинга превосходно справляются со своей работой, всегда может показаться, что есть нарушения — в том числе, влияет ли сознательно или бессознательно на суждения о рейтингах тот факт, что рейтинговые агентства оплачиваются потенциальными заемщиками, а не потенциальными кредиторами. Возможность нарушений может так же быстро подорвать доверие к процессу, как и любое фактическое нарушение.

Дальнейшие действия

Поскольку требования в отношении минимального размера капитала являются важным аспектом общей системы регулирования, и кредитные рейтинги имеют ключевое значение для

Вставка 2

Базельские соглашения

Первое Базельское соглашение, названное Базель-I, было заключено в 1988 году на форуме управляющих центральных банков 10 крупнейших экономик мира, в качестве руководства для органов регулирования международных банков.

Работу этой группы, которая теперь называется Базельским комитетом по банковскому надзору и насчитывает 27 членов, обеспечивает в Базеле, Швейцария, Банк международных расчетов, независимая организация центральных банков.

Официальных соглашений было три, и они относились к таким вопросам, как методы определения суммы капитала, которую обязаны хранить банки. Соглашение Базель-II было заключено в 2004 году, а соглашение Базель-III, комплексный набор реформ, достигнуто в сентябре 2010 года. Применение его рекомендаций все еще обсуждается.

определения этих требований, в любой реформе системы регулирования после кризиса необходимо рассмотреть роль рейтинговых агентств. Реформу можно проводить, по крайней мере, по четырем возможным направлениям.

Совершенствование нормативов. Это предполагает изменение действующих правил, но с сохранением по существу неизменной нормативной роли агентств кредитного рейтинга. Нормативы можно ужесточить. Например, официальные органы управления могут потребовать, чтобы рейтинговые агентства работали в более открытом режиме. Возможно, будет изменен метод их оплаты, чтобы устранить конфликт интересов. Возможно, что будет регулироваться оплата. Государственные органы могли бы ввести более эффективные процессы оценки и аккредитации для рейтинговых агентств и их методологии и усилить контроль за качеством. Можно создать советы инвесторов, которые будут запрашивать кредитные рейтинги, что отдалит клиентов от рейтинговых агентств. Органы регулирования могли бы признать возможность погрешностей и установить допустимые значения точности, хотя это может поставить вопрос о праве регресса или компенсации в случае неточностей. Некоторые подходы или все они способны смягчить определенные проблемы, повысить точность и оперативность, ослабить конфликт интересов, возникающий при оплате оценки структурой, обращающейся за благоприятным рейтингом. При этом реформы такого рода не в состоянии устранить принципиальный конфликт между частными стимулами и общественной необходимостью в точности рейтинга для регулирования.

Возможность нарушений может так же быстро подорвать доверие к процессу, как и любое фактическое нарушение.

Альтернативой может быть настолько детальное регулирование деятельности частных агентств кредитного рейтинга, что они станут по существу государственными структурами. Этот подход может существенно ослабить конфликт интересов и обойдется значительно дешевле, чем создание нового государственного рейтингового агентства. Он также поставит важные вопросы о выборе рейтинговых агентств. Будут ли потенциальные заемщики вынуждены использовать определенное агентство? Попросят ли агентства предлагать свои услуги? Будет ли конкурсный отбор?

Государственное решение. Одно или два частных агентства кредитного рейтинга можно поставить под государственный контроль, или все частные агентства можно исключить из регулирования и заменить их новым государственным ведомством. Новое ведомство будет придерживаться прозрачной и утвержденной методологии присвоения рейтинга. Его операционные затраты будут оплачиваться, но его главной задачей вместо максимизации прибыли будет предоставление точной информации для оптимизации процесса регулирования. Создание такого ведомства может быть не по силам отдельным странам и привести к другим проблемам, таким как нормативный протекционизм. В то же время было бы сложно создать такое ведомство на наднациональном уровне, поскольку для этого необходимо международное сотрудничество и доверие.

Государственное решение решит определенные проблемы конфликта интересов, но, вероятно, создаст новые проблемы в отношении рейтинга суверенных заемщиков, которые будут

Реформы после кризиса

После кризиса 2008 года рейтинговые агентства стояли в центре реформ, особенно в США и Европейском союзе. В США закон Додда-Франка усилил надзор за рейтинговыми агентствами в целях усиления требований к раскрытию информации и устранения конфликта интересов, связанного с моделью «оплаты пользователем». Законодательство также требует от органов регулирования рассматривать подходы, которые уменьшают зависимость от рейтинговых агентств, и подготавливать регулярные обзоры.

Европейский союз не планирует уменьшение зависимости от агентств; вместо этого он расширяет регулирование и меняет бизнес-модель агентств. ЕС предложил значительно более жесткие правила аккредитации, требования к раскрытию информации и конфликту интересов, включая предложение об обязательной смене рейтингового агентства эмитентами долговых инструментов каждые 3 года или ежегодно, если агентство присваивает рейтинг более 10 последовательным долговым инструментам эмитента.

Другие предложения включают разрешение органу регулирования ЕС запрещать публикацию суверенных кредитных рейтингов «в исключительных обстоятельствах» и создание государственного рейтингового агентства ЕС.

присваивать рейтинг самим себе или этим будет заниматься принадлежащая им (полностью или частично) структура. Кроме того, государственное ведомство должно будет добиться доверия и независимости от политического влияния и проявить себя как надежный источник. Оно будет дорогостоящим, поскольку предполагает создание одного или нескольких учреждений. Оно также не будет застраховано от таких проблем, как узурпация функций регулирования, погрешности рейтингов, задержки, моральный риск и политические последствия его решений. Действующие рейтинговые агентства, вероятно, потеряют часть своих клиентов.

Возвращение к более простым правилам в отношении капитала. Можно также устранить роль рейтинговых агентств, и органы регулирования могли бы вернуться к нескольким простым и предопределенным требованиям в отношении минимального размера капитала для заемщиков. Потери в плане нюансов и продвинутого характера будут компенсироваться большей простотой и, следовательно, прозрачностью. Такой режим был бы также более предсказуемым и простым в применении и мониторинге для органов регулирования. Возвращение к статическим коэффициентам устранило ошибки в суждениях, вытекающие из изменений рейтингов, хотя определение отношений будет предметом серьезных споров. В отсутствие конфликтов интересов частных рейтинговых агентств усилятся прозрачность и предсказуемость. Упрощение, вероятно, также сократит возможности уклонения участников рынка от правил. При этом упрощенные правила в отношении капитала могут повысить стоимость привлечения средств для некоторых организаций, что может ограничить финансовую деятельность и отрицательно сказаться на экономическом росте. Кроме того, поскольку упрощенные правила не делают различия между рисками, они могут создать порочный стимул для банков к увеличению кредитования более рискованных структур, тем самым повышая вероятность будущих финансовых кризисов. Так что за подходом на базе простых правил необходимо тщательно следить и применять его в сочетании с другими инструментами и показателями регулирования. В силу относительной простоты этого предложения и отсутствия институтов, его реализация обойдется правительствам дешевле

всех других. С политической точки зрения любое возвращение к простым правилам может указать на несостоятельность метода Базель-II, поддерживавшего требования к капиталу с учетом рисков.

Требования к капиталу, связанные с рынком. Этот метод опирался бы на рынок для определения размера капитала, который организация должна хранить для поддержки актива (Rosenkranz, 2009). Вместо кредитного рейтинга для оценки структуры рисков актива использовалась бы рыночная цена. По сути, сумма капитала, необходимого для хранения ценной бумаги с фиксированным доходом, была бы связана с ее доходностью. Сумма такого капитала, связанного с ценной бумагой, росла бы пропорционально ее спреду по отношению к установленному ориентиру: рынок определял бы риск.

Такой подход выведет агентства кредитного рейтинга из сферы регулирования, сохранив продвинутый, прозрачный и рыночный процесс. Более того, из-за частного изменения рыночных определений, можно чаще производить корректировки капитала — более постепенно и точнее изменений рейтингов агентствами кредитного рейтинга, которые часто приводят к внезапным, дестабилизирующим колебаниям. Для этого подхода необходимы емкие и ликвидные рынки и его, возможно, придется дополнить требованиями к минимальному и максимальному капиталу — сделав его вариантом простых правил в отношении капитала. Дополнительные защитные механизмы в периоды кризиса на рынке потребуют интервенции органов регулирования при превышении ценами определенных пороговых значений и значительном отклонении от базовых значений. Рынок может выступать в роли руководства для органов регулирования, не отстраняя их от процесса регулирования — что происходит, когда они полагаются на агентства кредитного рейтинга. При этом есть возможность манипулирования, особенно когда ликвидность ограничена или актив редко продается и покупается и, по этой причине, подвержен резким колебаниям.

Недостатки и издержки каждого варианта необходимо сопоставить с ожидаемыми выгодами — которые должны быть указаны и, когда это возможно, количественно. В некотором смысле, речь идет о «выборе наименьшего из зол» для себя, поскольку регулирование всегда будет связано с риском, и регулируемые организации всегда изобретут пути, чтобы уклониться или подорвать правила, которые им не нравятся. Любая реформа агентств кредитного рейтинга должна проводиться в рамках более широкого пересмотра регулирования, поскольку после мирового финансового кризиса 2008 года были выявлены многие сбои регулирования (см. вставку 3). Кроме того, необходимо внимательно рассмотреть расходы на переход к новой системе, поскольку они наверняка будут значительными. При этом расходы не должны оправдывать бездействие — которое бы увековечило неспособность правительства и подорвало доверие к финансовому регулированию. Это может стать угрозой для состояния финансового сектора и экономики — в масштабах страны и мира. ■

Панайотис Гаврас — один из руководителей Департамента политики и стратегии Черноморского банка торговли и развития.

Лупепамура:

Bank for International Settlements Basel Committee on Banking Supervision (BIS), 2009, "Stocktaking on the Use of Credit ratings," Joint Forum Working Group on Risk Assessment and Capital (Basel).

Katz, Jonathan, Emanuel Salinas, and Constantinos Stephanou, 2009, "Credit Rating Agencies: No Easy Regulatory Solutions," World Bank Crisis response Policy Briefs, Note Number 8 (Washington).

Rosenkranz, Robert, 2009 "Let's Write the Rating Agencies Out of Our Law," 2009, Wall Street Journal, January 2, p. A15.