

*Володин С.Н., Веселова А.С.*

Национальный исследовательский университет  
«Высшая школа экономики» (Россия)

## **Актуальные проблемы деятельности международных рейтинговых агентств**

### **Обзор рынка рейтинговых агентств**

История рейтингового бизнеса берет свое начало в 1860 г., когда Генри Пур опубликовал свое исследование «История железных дорог и каналов в Соединенных Штатах». Тогда Г. Пур начал публиковать на регулярной основе финансовую информацию для европейских инвесторов, вкладывающих свои ресурсы в инфраструктурные проекты США. Спустя семь лет в 1867 г. Г. Пур вместе с сыном открыли компанию Poor's Railway Manual Company, которая впоследствии была переименована в Poor's Publishing Company и занималась публикацией финансовой информации в сфере железных дорог и каналов на внутреннем рынке США.

В 1906 г. появилось Standard Statistics Bureau, которое сменило ориентацию с европейских инвесторов на американские компании, предоставляя им ранее недоступную финансовую информацию. Немного позднее, в 1916 г., Standard Statistics Bureau впервые за десятилетнюю историю деятельности организации начало присваивать кредитные рейтинги корпоративным облигациям и суверенным долговым обязательствам. Однако точкой отправления существующего общепризнанного мирового лидера в сфере предоставления информации о финансовых рынках — агентства Standard & Poor's стал 1941 г. Именно тогда в результате слияния Poor's Publishing Company и Standard Statistics Bureau было образовано сегодняшнее рейтинговое агентство Standard & Poor's. Следующим важным шагом для компании стало ее приобретение в 1966 г. корпорацией McGraw-Hill Financial. Сегодня служба кредитных рейтингов Standard & Poor's имеет представительства в 26 странах мира, в том числе и в России. В 1998 г. агентство открыло представительство в Москве и запустило процесс интеграции с российским EA Ratings. Отличительной чертой методологии присвоения рейтингов S&P банкам является несколько

более консервативный и осторожный подход к оценке рисков [Карминский, Сосюрко, 2010, с. 8].

Несмотря на долгую историю развития S&P, первое рейтинговое агентство было основано в 1909 г. Джоном Муди в 1900 г. была опубликована оценка рынка под названием «Руководство Moody's для промышленных и прочих ценных бумаг» и основана John Moody & Company. В издании раскрывалась информация об акциях и облигациях финансовых институтов, правительства, производства и горной промышленности. Однако финансовый кризис 1907 г. и крах фондового рынка США вынудили Дж. Муди продать свой бизнес в связи с нехваткой капитала.

Спустя два года, в 1909 г., Джон Муди основал компанию Moody's и опубликовал очередное исследование «Анализ железнодорожных инвестиций», используя буквенные символы для оценки их рисков. Несмотря на то что концепция рейтинговых оценок не была новшеством, Муди был первым, кто опубликовал их в доступном формате и ввел абонентскую плату с инвесторов. Moody's Investors Service был зарегистрирован 1 июля 1914 г., а за год до этого события включил в ассортимент рейтинг государственных бумаг и промышленные предприятия. К 1924 г. агентство охватило почти весь рынок облигаций США.

Рейтинговая шкала Moody's имеет особенность — у нее отсутствует категория D, обозначающая дефолт. Рейтинг агентства показывает вероятность того, что инвесторы понесут потери при наступлении дефолта. В то же время кредитные рейтинги Moody's более либеральны [Там же, с. 9].

Самое молодое среди «большой тройки» рейтинговых агентств — Fitch Ratings — основано 24 декабря 1913 г. Джоном Фитчем в качестве компании Fitch Publishing, занимающейся предоставлением финансовой статистической информации. Среди изданий компании «Облигационный справочник Fitch» и «Руководство Fitch по акциям и облигациям» становились все более востребованы как в Америке, так и за рубежом среди потенциальных инвесторов экономики США. Издания содержали возможные варианты предварительных отчетов, что позволило компании уже в первую декаду существования стать лидером в сфере предоставления статистики инвестиционному сообществу и обзавестись крупными клиентами, среди которых была Нью-Йоркская фондовая биржа.

Растущий спрос на независимую оценку финансовых инструментов обусловил введение в 1924 г. шкалы рейтингов от AAA до D, что обозначило статус компании в качестве рейтингового агентства.

В 1989 г. агентство начало предоставлять инвесторам обоснованную позицию аналитиков по финансовым инструментам, а в 1997 г. произошло слияние Fitch Ratings и организации IBCA Limited, что позволило расширить аналитический охват агентством банков, финансовых организаций и суверенных эмитентов. В 1992 г. владельцем агентства стала холдинговая фирма Fimalac S.A., в результате чего оно укрепило свои позиции на международной арене.

В 2000 г. агентство приобрело фирму Duff & Phelps Credit Rating Co со штаб-квартирой в Чикаго, а чуть позже была приобретена рейтинговая организация Thomson BankWatch. Сегодня Fitch Ratings — рейтинговое агентство, имеющее штаб-квартиры в Нью-Йорке и Лондоне, а также 51 представительство по всему миру.

В 1975 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам США приняла инструкцию по регулированию уровня достаточности капитала, которая содержала определение «национально признанная статистическая рейтинговая организация» — Nationally Recognized Statistical Rating Organization. Тройка агентств, имеющих сегодня статус «большой тройки», получила официальный статус статистических рейтинговых организаций, а присваиваемые ими рейтинги были включены в систему регулирования. К началу 1980-х гг. статус «национально признанной статистической рейтинговой организации» был присвоен семи рейтинговым агентствам, однако их число упало до трех в результате поглощения более мелких компаний тремя лидерами.

Согласно исследованию Лондонской школы экономики рейтинговые агентства Moody's и Standard & Poor's доминируют в индустрии рейтингования, а совместно с Fitch Ratings контролируют порядка 95% рынка. Тем не менее существуют и другие рейтинговые агентства регионального уровня, которые могут составить достойную конкуренцию «большой тройке» в определенных узкоспециализированных отраслях.

Одно из таких рейтинговых агентств — A.M. Best — совместно с «большой тройкой» является национально признанной статистической рейтинговой организацией, которая специализируется на оценке рынка страховых компаний. Компания была основана в 1899 г. Альфредом Бестом и выполняла функции по предоставлению информации о финансовой устойчивости страховщиков и страховой индустрии. С 1906 г. A.M. Best начинает предоставлять первые рейтинги финансовой устойчивости, используя систему рейтинговых оценок Альфреда Беста. 24 сентября 2007 г. Комиссия по ценным бумагам США признала агентство в качестве «национально признан-

ной статистической рейтинговой организации», а спустя четыре года А.М. Best Europe зарегистрирован на территории ЕС с целью предоставлять кредитные рейтинги в рамках европейского законодательства под регулированием Европейского управления по надзору за рынком ценных бумаг. С середины 2011 г. А.М. Best Asia-Pacific Limited осуществляет деятельность по предоставлению кредитных рейтингов на территории Гонконга и Новой Зеландии.

Еще одним рейтинговым агентством, успешно осуществляющим свою деятельность наряду с «большой тройкой», является Dominion Bond Rating Service, основанное в Канаде кредитным аналитиком Уолтером Шредером в 1976 г. В центре внимания агентства находятся компании, выпускающие долговые обязательства, привилегированные акции и коммерческие бумаги на мировых рынках капитала. В 2003 г. Комиссией США по ценным бумагам агентству был присвоен статус четвертой «национально признанной статистической рейтинговой организации».

В качестве еще одного рейтингового агентства, вызывающего интерес у инвесторов, можно упомянуть китайское агентство Dagong Global Credit Rating, учрежденное в 1994 г. по инициативе Народного банка Китая.

Таким образом, в последние годы с усложнением и ростом финансовых рынков все более отчетливо заметна потребность экономики в усилении роли института рейтингования, но вместе с тем богатый опыт существования рынка рейтинговых агентств говорит о существовании ряда негативных последствий сложившейся структуры индустрии кредитных рейтингов.

### **Когда рейтинговые агентства не справляются**

Истории известно немало примеров, когда рейтинговым агентствам не удалось вовремя предвидеть события, которые имели серьезные экономические последствия.

Одним из самых ранних прецедентов, пошатнувших репутацию «большой тройки», стал максимальный инвестиционный рейтинг Южной Кореи накануне тяжелейшего финансового кризиса, которым она была поражена в 1997 г. Впоследствии кризис распространился на весь регион Юго-Восточной Азии, принеся инвесторам огромные убытки. Гиганты рейтингового бизнеса проигнорировали чрезмерную задолженность компаний, фиксированный валютный курс при отсутствии постоянной практики хеджирования курсового риска, высокий процентный риск и, несмотря на все это, выставляли

высокие рейтинги, что отвечало внешнеполитическим интересам администрации США [Гусейнова, Лапач, 2011].

Наступивший в 2007 г. ипотечный кризис является одним из самых громких дел «большой тройки». Агентства, конкурируя за прибыль, получаемую от банков-оригинаторов, присваивали необоснованно высокие оценки их секьюритизированным облигациям, что стимулировало инвесторов вкладывать в них свои средства. Из-за неадекватных рейтинговых оценок международных агентств инвесторы во всем мире чувствовали себя в безопасности вплоть до самого начала кризиса, а выставляемые «большой тройкой» наивысшие рейтинги однозначно ориентировали на стабильность и крайне низкие риски, в то время как финансовый рынок уже начинал давать сбой.

Разразившийся в результате резкого падения цен на недвижимость в США мировой финансовый кризис выявил необходимость поиска коллективного ответа на этот вызов, что стало причиной кардинального изменения роли «группы 20» в мире и определило ее важную роль в выработке и принятии мер, направленных на восстановление экономического роста [Каратаев, 2015, с. 174]. В частности, Советом по финансовой стабильности в рамках поручения «группы 20» были подготовлены рекомендации в части уменьшения использования рейтинговых агентств для принятия инвестиционных решений.

В рамках финансового кризиса самым громким является случай с четвертым по величине американским международным банком Lehman Brothers, который имел наивысшие кредитные рейтинги от «большой тройки» за несколько дней до объявления им 15 сентября 2008 г. о банкротстве. Все три международных агентства приступили к «гонке на понижение» рейтингов после банкротства банка. Так, Standard & Poor's тотчас же изменило рейтинг одной из непоколебимых CDO с AAA на CCC, что переместило ее на один уровень с «мусорными облигациями».

В качестве яркого примера, когда рейтинговые агентства подорвали доверие к их деятельности, можно привести банкротство энергетической компании Enron Corporation. Финансовое состояние компании начало ухудшаться начиная с марта 2001 г., когда динамика цен акций Enron приняла отрицательный тренд. До конца октября 2001 г. рейтинг компании оставался на инвестиционном уровне, по мнению «большой тройки», и лишь к началу следующего месяца агентства снизили рейтинги компании на одну-две ступени. 28 ноября рейтинг компании упал до В– по мнению S&P, В2 по мнению Moody's и СС у Fitch, а 30 ноября компания подала документы

на банкротство. Таким образом, инвестиционного рейтинга компания лишилась лишь за четыре дня до банкротства, и это однозначно показывает, что реальные рыночные события резко противоречили имевшимся рейтинговым оценкам.

### **Причины неудач рейтинговых агентств**

Несмотря на то что рейтинговые агентства призваны укрепить доверие инвесторов к финансовому рынку, обеспечив их максимально объективной и полной информацией, история существования рейтинговой индустрии показала ее слабые места в отношении этой задачи. Опыт неудач рейтинговых агентств в предвидении некоторых событий позволяет говорить о том, что они не всегда объективно фиксируют состояние как отдельных эмитентов, так и целых стран.

Оценка ситуации ведущими экспертами и научным сообществом позволяет выделить в качестве основных причин неудачного опыта рейтинговых агентств следующие.

1. *Высокие входные барьеры в отрасль.* Входные барьеры на рынок рейтинговых агентств одни из самых высоких. Практически непреодолимым для нового игрока барьером является время для завоевания доверия. Репутация как основной продукт всех рейтинговых агентств завоевывается у инвесторов годами, а может и десятилетиями [Маркелов, 2015, с. 37]. Накопленные опытными рейтинговыми агентствами знания и методология оценки кредитоспособности являются их огромным преимуществом перед новичками. Поэтому конкуренция в отрасли низка, и это явно не стимулирует рейтинговые компании к повышению качества оценок.

2. *Чрезмерное использование рейтингов в регулятивных целях.* В процессе формирования единого экономического пространства и развития информационных технологий удобство механизма применения кредитных рейтингов для оценки рисков привело к их широкому использованию при регулировании рынков капитала большинства стран [Каратаев, 2015, с. 169]. Так, в США рейтинговые агентства получили широкое применение в контрактных и регулятивных отношениях еще в 1975 г., когда Комиссия по ценным бумагам США разрешила компаниям осуществлять некоторые финансовые операции только на основании рейтингов, присвоенных «национально признанными статистическими рейтинговыми организациями». Важнейший регулятивный документ банковского сектора — соглашение Базель-2 — дифференцирует коэффициенты достаточности капитала

с учетом рисков заемщиков, для оценки которых также привлекаются рейтинговые агентства.

Однако необходимо учитывать, что модель получения прибыли агентствами создает условия для манипулирования рейтингами под влиянием человеческого фактора. В результате регуляторного арбитража и огромной власти агентств на мировых финансовых рынках возникает риск влияния на макроэкономическую конъюнктуру. Э. Боренштейн, К. Коуэн и П. Валенсуэло подчеркнули особую опасность суверенных рейтингов для стран с высокими политическими рисками [Borensztein, Cowan, Valenzuela, 2013, p. 4023].

В качестве примера рассмотрим последствия снижения суверенного рейтинга России для макроэкономической конъюнктуры страны. На российском финансовом рынке сегодня риск использования кредитного рейтинга как инструмента международной политики стоит особенно остро. На общем фоне негативных последствий геополитической обстановки для национальной экономики был понижен суверенный рейтинг РФ, а вместе с тем и кредитные рейтинги российских компаний. Ограничение доступа российских банков и государственных корпораций к международным рынкам капитала, существенное ограничение импорта продовольственных товаров, а также санкции зарубежных стран после присоединения Крыма, по мнению аналитиков агентства Moody's, выступают факторами последующей рецессии экономики страны. Еще одним фактором понижения рейтингов является давление на динамику цен на нефть и ухудшение платежного баланса России. По мнению аналитиков «большой тройки», цены на нефть останутся в ближайшей перспективе на достаточно низком уровне, и Россия будет вынуждена искать варианты покрытия дефицита бюджета. Текущее состояние суверенного кредитного рейтинга Российской Федерации приведено в таблице.

**Потолок российских рейтингов (март 2016 г.)**

Агентство	Дата присвоения рейтинга	В иностранной валюте	В национальной валюте
Standard and Poor's	18 марта 2016 г.	BB+ (долгосрочный)	BВВ– (долгосрочный)
Moody's	4 декабря 2015 г.	Ba1	Baa3
Fitch	16 октября 2015 г.	BВВ– (долгосрочный)	BВВ– (долгосрочный)

*Источник:* официальные сайты «большой тройки».

Как скажется значительное понижение рейтинга страны на ее экономике? В условиях отстраненности российского рынка от мирового понижение рейтинга страны до спекулятивного уровня «большой тройкой» является сигналом международным инвесторам не вкладывать средства в экономику России. И многие инвесторы, которые считают кредитный рейтинг одним из основных показателей качества инвестиций, уже избавились от российских ценных бумаг. Поэтому отток капитала из страны на фоне неблагоприятных для вложений условий в виде понижения суверенного рейтинга может лишь усилиться, что еще больше усугубит положение дел.

В первую очередь стоит сказать о значительном ухудшении положения ключевых российских компаний, рейтинг которых будет падать вслед за суверенным. При отсутствии доступа к международным рынкам это окончательно нивелирует их инвестиционную привлекательность. Падение рейтинга российских компаний и, как следствие, их возможности сотрудничать с западными партнерами спровоцируют рост безработицы среди населения. А падение благосостояния населения усугубится ростом цен, спровоцированным чередой неблагоприятных для экономики факторов.

Лишившись существенной части международных инвесторов, задача экономического развития государства должна будет решаться за счет использования внутренних ресурсов, которых явно недостаточно. Таким образом, пониженный суверенный рейтинг выступает в качестве катализатора усугубления экономической ситуации в стране. На данном этапе рейтинги ведущих мировых агентств имеют первоочередное значение для положения страны на международных финансовых рынках. Экономическое развитие России должно осуществляться в том числе и за счет внешних заимствований, цена которых напрямую будет зависеть от оценок крупнейших международных рейтинговых агентств.

3. *Бизнес-модель получения прибыли агентствами.* В случае когда рейтинг начинает сказываться на доходности и стоимости ценных бумаг эмитента, у него появляется экономическая заинтересованность в получении как можно более высокого рейтинга [Хейнсворт, 2009, с. 41]. Однако проблема такого явления заключается в том, что альтернативных моделей не существует. В ситуации, когда за рейтинг платит только сам инвестор, эмитенты в меньшей степени заинтересованы в предоставлении конфиденциальной информации о компании, а значит, данные для анализа будут менее полные и объективные.

4. *Отсутствие ответственности за совершенные просчеты.* Злоупотребление полномочиями рейтинговыми агентствами не несет



за собой последующей ответственности. В брошюре «Все, что нужно знать о кредитных рейтингах» агентства Standard & Poor's подчеркивается, что кредитный рейтинг — не совет или рекомендация по инвестированию, не гарантия кредитного качества, а лишь независимое мнение аналитиков. В работе С.В. Каратаева подобная позиция агентств характеризуется статусом «финансовых журналистов», претендующих на свободу слова [Каратаев, 2015, с. 171].

5. *Олигополия на рынке рейтинговых услуг.* Совместно три крупные игрока выпускают абсолютное большинство рейтингов в мире, несмотря на существование еще семи «национально признанных статистических рейтинговых организаций» и других национальных агентств. Существовавшая сегодня олигополия «большой тройки» агентств и отсутствие должного уровня конкуренции создают предпосылки для их оппортунистического поведения. Несмотря на это, инвесторам важна репутация этих агентств, приобретаемая только за долгие годы, что становится серьезным барьером для входа на рынок новых игроков.

За последние несколько лет количество эмитентов, не удовлетворенных заниженными кредитными рейтингами по результатам анализа агентств, заметно выросло. Тем не менее инвесторы прислушиваются к мнению рейтинговых агентств касательно экономического положения той или иной страны, равно как и отдельных эмитентов, в том числе потому, что это достаточно простой вариант оценки активов, да и каких-либо его аналогов сегодня нет.

Таким образом, существующее на рынке рейтинговых агентств огромное количество проблем, которые так и не были решены, свидетельствует об опасности привязки системы инвестирования к показателям рейтинговых агентств. Однако в ближайшем будущем кредитным рейтингам суждено остаться единственным инструментом на финансовых рынках, способным оценить уровень кредитного риска, что порождает необходимость совершенствования модели регулирования рейтинговой деятельности.

В качестве одного из возможных вариантов хотя бы частичного решения проблем, связанных с «большой тройкой» рейтинговых агентств, является увеличение ориентации национальных инвесторов на национальные же рейтинговые агентства. К примеру, на российском рынке рейтингования национальные рейтинговые организации ведут свою деятельность весьма успешно и пользуются популярностью среди отечественных инвесторов. Реестр аккредитованных рейтинговых агентств Банка России включает четыре отечественных агентства. Крупнейшим является «Эксперт РА» — рейтинговое агент-

ство, чьи оценки входят в список официальных требований к эмитентам, банкам, страховщикам. В 2014 г. была создана международная группа RAEX, которая на сегодняшний день представлена несколькими рейтинговыми и консалтинговыми агентствами в России, Казахстане, Беларуси и Европе, получив аккредитацию Европейского регулятора в области рынка ценных бумаг.

Вторым крупным игроком среди отечественных институтов рейтингования является Национальное рейтинговое агентство. До 2004 г. организация выступала как экспериментальный рейтинговый проект, а впоследствии начала развиваться под брендом «НРА». В 2014 г. агентство учредило дочернюю компанию в Австрии — NRA International GmbH. Сейчас Национальное рейтинговое агентство контролирует 19% российского рынка рейтинговых услуг, параллельно осуществляя социально значимые проекты (например, присвоение рейтинга экологической ответственности нефтегазовых компаний).

Предыстория еще одного российского агентства RusRating берет свое начало в 1992 г., когда Ричард Хейнсворт начал сотрудничать с зарубежными партнерами по кредитным рейтингам, а в 1996 г. стал представителем рейтингового агентства Thomson Bank Watch в России, чьими клиентами являлись представители международных финансовых институтов. После его закрытия в 2001 г. было создано агентство RusRating, которое сохранило клиентскую базу Thomson Bank Watch. Организация специализируется по большей части на присуждении рейтингов банкам, облигациям банков и на исследовании банковского сектора. В 2008 г. RusRating стало одним из первых рейтинговых агентств, аккредитованных при СРО «Национальная фондовая ассоциация».

Первый рейтинг тогда еще Рейтингового центра Информационного агентства АК&М был присвоен участникам рынка ценных бумаг в 1994 г., а в 2005 г. на базе этого центра было образовано ЗАО «Рейтинговое агентство АК&М» в качестве дочерней компании ЗАО «АК&М». Рейтинги агентства признаются Банком России, Правительством Российской Федерации, Внешэкономбанком и Фондовой биржей ММВБ.

Широкое признание отечественных рейтингов со стороны государства и участников финансового рынка свидетельствует о доверии к рейтингам как к надежному источнику информации о кредитоспособности рейтингуемых субъектов. Так, использование отечественных рейтингов может помочь решить проблему необъективности рейтингов международных агентств по отношению к российским

компаниям, возникшую по причине понижения суверенного рейтинга страны. Однако относительно привлечения средств на международных рынках использование рейтингов национальных агентств не является решением проблемы, поскольку зарубежные инвесторы склонны доверять рейтингам лишь «большой тройки», несмотря на все имеющиеся проблемы.

### Список использованных источников

1. *Гусейнова Т., Лапач Д.* Научная студенческая конференция «Международное движение капитала и участие в нем стран и регионов мира». URL: [www.mirec.ru/2011-04/investitsionnie-reitingi](http://www.mirec.ru/2011-04/investitsionnie-reitingi) (дата обращения 01.04.16).
2. *Каратаев С.В.* Рейтинговое агентство БРИКС: миф или насущная необходимость? // Проблемы национальной стратегии. 2015. № 2. С. 164–188.
3. *Карминский А.М., Сосюрко В.В.* Сравнительный анализ моделей формирования рейтингов // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2010. Т. 14. № 38. С. 2–9.
4. *Маркелов В.С.* К вопросу о создании и деятельности рейтинговых агентств // Деньги и кредит. 2015. № 8. С. 37–38.
5. *Хейнсворт Р.* Регулирование деятельности рейтинговых агентств // Деньги и кредит. 2009. № 7. С. 40–45.
6. *Borensztein E., Cowan K., Valenzuela P.* Sovereign ceilings «lite»? The impact of sovereign ratings on corporate ratings // Journal of Banking & Finance. 2013. Vol. 37. No. 11. P. 4014–4024.