

Каратаев Сергей Вячеславович*, начальник сектора экономики зарубежных стран Центра экономических исследований РИСИ, кандидат экономических наук.

Рейтинговое агентство БРИКС: миф или насущная необходимость?

Мы должны понимать, что оценки действующих, надо прямо сказать, американских агентств, они влияют на экономику даже отдельных предприятий.

В. В. Путин

Кризис 2007 г. стал одной из первых "ласточек", свидетельствующих об окончании моноцентричного устройства международной финансовой архитектуры. Он выявил необходимость поиска коллективного ответа на этот вызов, что стало причиной кардинального изменения роли "Группы 20" в мире и определило её важную роль в выработке и принятии мер, направленных на восстановление экономического роста. И хотя финансовая система всё ещё остаётся под преобладающим влиянием Запада, переход инициативы к форуму, где интересы развивающихся стран и стран с переходной экономикой представлены более полно, был крайне симптоматичен.

Следующим шагом стало создание БРИКС, что продемонстрировало желание крупнейших государств с формирующимися рынками активно отстаивать свои интересы на международной арене. Для этого лидеры Бразилии, России, Индии и Китая, собравшись в июне 2009 г. в Екатеринбурге, посчитали необходимым повысить уровень взаимодействия для координации антикризисных мер, а также обозначить возможность выработки совместных глобальных инициатив. В первом заявлении глав стран БРИК (Южная Африка присоединилась к блоку в 2011 г.) была, в частности, отмечена важность центральной роли "Группы 20" в противодействии мировому финансовому кризису, необходимость реформы международной финансово-экономической архитектуры, а также поддержка становления "более демократичного и справедливого многополярного миропорядка"¹.

В последующем изменение мировой финансовой системы оставалось одним из важнейших пунктов повестки дня БРИКС. Однако вплоть до весны 2015 г. каких-либо существенных уступок со стороны Запада

* sergey.karataev@giss.ru.

¹ Совместное заявление лидеров стран БРИК // Президент России : офиц. интернет-сайт. 2009. 16 июня. URL: <http://archive.kremlin.ru/text/docs/2009/06/217932.shtml> (дата обращения: 12.01.2015).

добиться не удалось. Предложенные ещё в 2009 г. на уровне "Группы 20" и поддержанные странами БРИКС реформы международных институтов *де-факто* были заблокированы США. При этом реализация собственных инициатив БРИКС началась только в 2014 г. с решения о создании Нового банка развития и Пула условных валютных резервов², способных придать импульс многополярности развитию мировой финансовой системы.

В то же время многие институты, непосредственно влияющие на функционирование финансовых рынков, оставались вне приоритетов БРИКС. Одними из них, безусловно, являются международные рейтинговые агентства, сыгравшие важную роль сначала в беспрецедентном развитии мировых финансов в 1980–2000 гг., а затем и в возникновении глобального кризиса, начавшегося в 2007 г. в США и распространившегося на другие рынки.

С 2008 г. их деятельность стала объектом пристального внимания международных структур, включая "Группу 8", "Группу 20", Совет по финансовой стабильности, а также регулирующие органы отдельных стран. Так, вопросам контроля над деятельностью агентств был посвящён отдельный раздел Заявления "двадцатки" об укреплении финансовой системы 2009 г., подтверждающий их статус "важнейших участников рынка"³, а также определяющий обусловленную этим необходимость введения жёстких мер надзора для обеспечения высокого качества и прозрачности рейтинговых показателей. Важность реформирования отрасли была отмечена и на встрече министров финансов БРИК, которые заявили, что "на рейтинговые агентства также должны распространяться надлежащее регулирование и надзор"⁴.

Такая оценка роли рейтинговых агентств в глобальной экономике достаточно объективна. Стоимость финансовых активов выросла с 1980 по 2012 г. более чем в 18 раз: с 12 трлн до 225 трлн дол., масштабы финансовых рынков – со 120 до 312 % мирового ВВП⁵ (табл. 1), что было вызвано как развитием информационных и финансовых технологий и появлением новых форм ценных бумаг, так и всё большим распространением рейтингов в инвестиционной деятельности. *Возможность использовать простой, достаточно надёжный и повсеместно признанный инструмент оценки рисков неплатёжеспособности экономических субъектов в разных частях света во многом определила потенциал*

² Форталезская декларация (принята по итогам шестого саммита БРИКС) // Президент России : офиц. интернет-сайт. 2014. 15 июля. С. 6–7. URL: <http://news.kremlin.ru/media/events/files/41d4f1dd6741763252a8.pdf> (дата обращения: 12.01.2015).

³ Заявление "Группы двадцати" об укреплении финансовой системы // Официальный сайт председательства Российской Федерации в "Группе двадцати" : интернет-сайт. 2009. 2 апреля. URL: <http://ru.g20russia.ru/load/780974963> (дата обращения: 12.01.2015).

⁴ Issuing their first-ever communique at a G20 finance ministers' meeting, Brazil, China, Russia and India have called for a bigger voice on international bodies – signalling their growing political resolve to influence global affairs // Reuters : website. 2009. March 14. URL: <http://www.reuters.com/article/2009/03/14/g20-brics-text-idUSLE47000820090314> (дата обращения: 12.01.2015).

⁵ Financial Globalization: Retreat or Reset? Global Capital Markets 2013 // McKinsey Global Institute : website. 2013. March. P. 2. URL: http://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/dotcom/Insights%20and%20pubs/MGI/Research/Financial%20Markets/Financial%20globalization/MGI_Financial_globalization_Full_report_Mar2013.ashx (дата обращения: 12.01.2015).

существенного расширения географии инвестиций и позволила кардинально увеличить объёмы трансграничных вложений⁶.

Усилению влияния рейтинговых компаний способствовало сразу несколько факторов, кардинально повлиявших на архитектуру финансовых рынков. Среди них кризис доверия американских инвесторов, связанный с крупнейшим в США в 70-е гг. прошлого века банкротством компании Penn Central Railroad; переход агентств на взимание оплаты с эмитентов долговых обязательств, приведший к распространению их оценок среди неограниченного круга участников рынка; а также начало использования рейтингов в нормативных документах, регулирующих финансовую сферу⁷. Рост масштабов их деятельности привёл к устранению асимметричности в распределении информации между заёмщиками и кредиторами, что позволило повысить ликвидность финансовых рынков и активность инвесторов, в том числе за счёт существенного сокращения их затрат на получение и анализ сведений о потенциальных объектах вложений. Заёмщики, в свою очередь, при подтверждении своей надёжности получали доступ к более дешёвому финансированию.

Таблица 1

Объём и структура мировых финансовых активов в 1990–2012 гг. (трлн дол.)*

	1990	1995	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Финансовые активы	56	75	119	165	185	206	189	206	219	218	225
<i>в том числе:</i>											
акции	11	18	37	47	56	64	36	48	54	47	50
гособлигации	9	14	18	29	30	32	35	39	43	46	47
финансовые облигации	8	11	19	30	35	39	42	42	41	42	42
корпоративные облигации	3	3	5	7	7	8	8	9	10	11	11
секьюритизированные кредиты	2	3	5	9	11	13	14	14	13	13	13
прочие кредиты	23	26	35	42	46	50	54	54	57	60	62
Трансграничное движение капиталов (% к ВВП)	1,0	1,7	4,9	7,8	9,2	11,8	2,2	1,7	6,1	5,3	4,6
Объём финансовых рынков (% к ВВП)	263	256	310	331	345	355	307	339	335	312	312

* По данным на 1 июля 2012 г.: *Financial Globalization: Retreat or Reset? Global Capital Markets 2013* // McKinsey Global Institute : website. 2013. March. P. 2, 4. URL: http://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/dotcom/Insights%20and%20pubs/MGI/Research/Financial%20Markets/Financial%20globalization/MGI_Financial_globalization_Full_report_Mar2013.ashx (дата обращения: 12.01.2015).

⁶ Utzig S. The financial crisis and the regulation of credit rating agencies: A european banking perspective / Siegfried Utzig // ADBI Working Paper Series. 2010. January. № 188. P. 1. URL: <http://www.adbi.org/files/2010.01.26.wp188.credit.rating.agencies.european.banking.pdf> (дата обращения: 12.01.2015).

⁷ Sibert A. Rating agencies / Anne Sibert // Rating agencies – role and influence of their sovereign credit risk assessment into the euro area / European Parliament. Policy Department Economic and Scientific Policy. 2011. December. P. 44. URL: <http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201203/20120323ATT41788/20120323AT T41788EN.pdf> (дата обращения: 12.01.2015).

Для появлявшихся с каждым годом новых, более сложных для восприятия рядовыми участниками рынка финансовых инструментов рейтинги стали главным фактором принятия решений. Они фактически, как отмечается в отчёте Форума по финансовой стабильности, подменили собой "надлежащую проверку объекта инвестиций"⁸ (*due diligence*). *Зависимость от них укоренилась настолько, что потенциальные заёмщики были вынуждены получать кредитный рейтинг, чтобы привлечь средства. В результате чрезмерная вера в надёжность предоставляемых рынку оценок и стала одной из основных причин разразившегося в 2007 г. глобального финансового кризиса.* Агентства недооценили риск структурированных кредитных продуктов и не смогли вовремя распознать и исправить ошибки в используемых методиках, а возможно, и не стремились. Инвесторы же наравне с государственными регуляторами к тому моменту уже практически полностью отказались от самостоятельного анализа долговых бумаг.

Необходимо отметить, что просчёты в работе агентств случались и раньше. Так, рейтинговые компании не смогли предсказать ни азиатский кризис 1997–1998 гг., ни банкротства американских компаний Enron, WorldCom, итальянской Parmalat и др. То есть уже в конце 90-х гг. прошлого века начали проявляться факторы, в последующем приведшие к окончательной дестабилизации глобального рынка. Так, Fitch Rating и Egan-Jones Rating Companies указывали на недобросовестную практику двух крупнейших участников рынка (Moody's и Standard & Poor's), связанную со снижением рейтинга в случае, если заёмщик нанимал другие компании. В ответ Moody's отмечало, что Fitch Rating при добровольно иницилируемой им оценке безосновательно определяет более низкий рейтинг по сравнению с другими, ссылаясь на недостаточность открытой информации и использование собственной методологии⁹.

Эти факты свидетельствовали о необходимости усиления регуляторных требований к рейтинговым компаниям, ставших к тому моменту "крупнейшей неконтролируемой силой глобальной финансовой системы"¹⁰. Однако существовавшее на тот момент доверие со стороны рынка, вера в их высокую мотивацию к сохранению репутации среди инвесторов, в том числе за счёт совершенствования внутренних процедур и методик, а также весомая роль рейтингов в регуляторных нормах снизили масштаб межгосударственных инициатив по изменению ситуации на рейтинговом рынке.

В результате в 2004 г. на международном уровне был разработан достаточно общий по содержанию "Кодекс поведения для рейтинговых агентств"¹¹, устанавливающий основные принципы обеспечения качества и добросовестности рейтингового процесса. Его положения были

⁸ Report of the Financial Stability Forum on enhancing market and institutional resilience // Financial Stability Board : website. 2008. April 7. P. 39. URL: http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_0804.pdf (дата обращения: 12.01.2015).

⁹ Elkhoury M. Credit rating agencies and their potential impact on developing countries / Marwan Elkhoury // UNCTAD Discussion Papers. 2008. January. № 186. P. 7. URL: http://unctad.org/en/Docs/osgdp20081_en.pdf (дата обращения: 12.01.2015).

¹⁰ Utzig S. Op. cit. P. 4.

¹¹ Code of conduct fundamentals for credit rating agencies / The technical committee of the international organization of securities commissions // International Organization of Securities Commissions : website. 2004. December. 11 p. URL: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf> (дата обращения: 12.01.2015).

добровольно инкорпорированы компаниями во внутренние процедуры¹², что тем не менее не спасло рынки от кризиса, наступившего всего через три года.

Высокие рейтинги, присвоенные структурированным кредитным продуктам, обеспечением по которым выступала ипотека, оказались необоснованными. Однако именно они в течение нескольких лет стимулировали инвесторов вкладывать средства в эти бумаги, в том числе и в связи с законодательно установленными требованиями к качеству инвестиционных портфелей, формально обоснованными необходимостью снижения рыночных рисков. Резкое падение цен на недвижимость в США в 2007 г., запоздалая и неадекватная реакция на него со стороны рейтинговых агентств вызвали кризис на финансовом рынке – возникла паника, которая привела к триллионным убыткам¹³ для его участников. По оценке МВФ, более 75 % обеспеченных ипотекой ценных бумаг, оценённых до кризиса компанией Standard & Poor's как наиболее надёжные (AAA), к 2010 г. потеряли инвестиционный статус¹⁴.

Позднее, в ходе европейского долгового кризиса, выявились упущения и в методиках оценки суверенных заёмщиков. Публикуемые рейтинги становились самостоятельным негативным фактором, оказывающим существенное влияние на рынок долговых обязательств попавших в сложное экономическое состояние стран. При этом общее для всех агентств ухудшение в уровне оценки суверенных заёмщиков было связано скорее с их опасениями совершить новую ошибку, чем фактическим состоянием государственных финансов и вероятности дефолта по обязательствам (рис. 1).

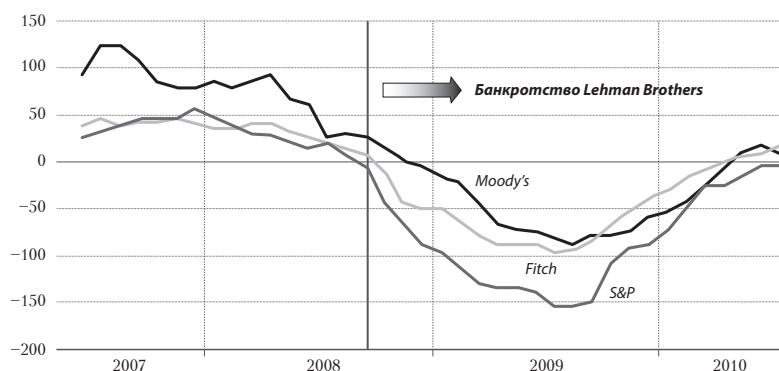


Рис. 1. Изменения в оценке суверенных заёмщиков в ходе финансового кризиса (2007–2010 гг.) (Global financial stability report: Sovereigns, funding, and systemic liquidity // International Monetary Fund : website. Washington : IMF, 2010. October. P. 88. URL: <https://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2010/02/pdf/text.pdf> (дата обращения: 12.01.2015))

¹² Utzig S. Op. cit. P. 12.

¹³ Bongaerts D. Alternatives for issued-paid credit rating agencies : Working paper series / Dion Bongaerts // European Central Bank : website. 2014. August. № 1703. P. 2. URL: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1703.pdf> (дата обращения: 12.01.2015).

¹⁴ Global financial stability report: Sovereigns, funding, and systemic liquidity // International Monetary Fund : website. Washington : IMF, 2010. October. P. 88. URL: <https://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2010/02/pdf/text.pdf> (дата обращения: 12.01.2015).

В результате эйфория участников рынка и регулирующих органов от возможности использования рейтингов в качестве объективных инструментов сменилась их обвинениями в непрофессионализме и предвзятости оценок. Некоторые критики, такие как глава компании Roubini Global Economics известный экономист Н. Рубини, напрямую обвиняли рейтинговые компании в том, что с ростом востребованности они становились всё более заинтересованы в удовлетворении запросов своих клиентов: "Если заёмщик хотел получить рейтинг AAA... [*максимальный уровень надёжности*]. – **Прим. авт.**], у него были хорошие шансы добиться желаемого"¹⁵. Однако главной причиной всё же был целый комплекс фундаментальных недостатков международного рейтингового рынка, оказавших мультипликативный эффект на деятельность агентств.

Оценка ситуации, проведённая после 2007 г. МВФ, Всемирным банком, другими международными организациями, регулируемыми органами США, ЕС, Великобритании и других стран, научным и экспертным сообществами, позволила выявить основные факторы, ставшие причинами системных ошибок, допущенных рейтинговыми компаниями.

1. *Чрезмерное использование рейтингов в регулятивных и договорных нормах.*

Лёгкость и удобство использования кредитных рейтингов привели к их широкому использованию в контрактах, регуляторных нормах и законах большинства стран мира. Наиболее важным для международного рынка стало внедрение базельских стандартов банковского надзора, предоставивших возможность оценки активов на основе суждений крупнейших рейтинговых агентств. При этом в ходе слушаний в ООН эксперты отмечали, что совмещение таких факторов, как мотивация агентств, использование ими принципа "эмитент платит" и предоставление консультационных услуг, нередко приводило к тому, что рейтинги отражали регуляторный арбитраж, а не экономические реалии¹⁶.

Это также увеличивало риск возникновения так называемого "эффекта обрыва", когда снижение оценки заёмщиков вынуждало инвесторов продавать его обязательства из-за законодательных и договорных ограничений, что в дальнейшем вело к спиралевидному росту убытков для всех участников финансового рынка. Аналогичный эффект возникал при срабатывании принципа "суверенного потолка" надёжности, подразумевающего ограничение оценки банков и компаний рейтингом страны их нахождения, что оказывало наиболее негативное влияние на государства с развивающимися рынками¹⁷. Решения международных агентств,

¹⁵ Roubini N., Mihm S. Crisis economics: A crash course in the future of finance / Nouriel Roubini, Stephen Mihm. New York : Penguin Press, 2010. P. X.

¹⁶ The role of credit rating agencies in the international financial system / Thematic debate. 67th Session of the UN General Assembly // United Nations : website. New York, 2013. September 10. P. 5. URL: http://www.un.org/en/ga/president/67/letters/pdf/Thematic%20Debate_Role%20of%20Credit%20Rating%20Agencies%20-%2028%20June%202013.pdf (дата обращения: 12.01.2015).

¹⁷ Borensztein E., Cowan K., Valenzuela P. Sovereign ceilings "Lite"? The impact of sovereign ratings on corporate ratings in emerging market economies / Eduardo Borensztein, Kevin Cowan, Patricio Valenzuela : IMF Working Paper // International Monetary Fund : website. 2007. April. P. 16. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp0775.pdf> (дата обращения: 12.01.2015).

снижавших в 2014 г. – начале 2015 г. суверенный рейтинг России, и их воздействие на рынок: это яркая иллюстрация данного явления. Присвоение Standart & Poor's и Moody's России спекулятивного уровня надёжности повысило стоимость фондирования и сократило возможности выхода на международный кредитный рынок для отечественного бизнеса¹⁸.

Следует отметить, что большинство участников рынка, в отличие от представителей государств и экспертных сообществ, никогда не отвергали широкого использования рейтингов. Более того, многие из них возражают против введения обязательной внутренней системы оценки принимаемых рисков. Так, американская компания Pimco – один из крупнейших международных инвесторов – отмечает, что может себе позволить проведение комплексного анализа только в отношении крупнейших экономик, что определяет необходимость использования сторонних оценок для других объектов вложений¹⁹. Ещё более заинтересованы в наличии рейтингов индивидуальные инвесторы и небольшие компании, возможности которых не позволяют проводить самостоятельный анализ.

2. *Конфликт интересов, связанный с используемыми принципами оплаты и предложением агентствами дополнительных услуг.*

Произошедшее в 80-е гг. прошлого века повсеместное изменение принципа вознаграждения привело к тому, что заёмщики стали выбирать то агентство, которое предлагало им наилучший рейтинг. При этом стоимость оценки зависела от объёма выпуска и сложности выпускаемых ценных бумаг, что в условиях жёсткой борьбы за увеличение доли рынка приводило к усилению конфликта интересов между объективностью суждений и коммерческой составляющей, присущей деятельности любой частной компании. Наиболее сильно этот аспект проявился при бурном развитии рынка структурированных продуктов, когда рост объёмов торговли обострил конкуренцию на рынке.

Конфликт интересов проявлялся и до кризиса 2007–2008 гг. Так, в 2004 г. Moody's было обвинено в том, что занижало уровень кредитоспособности при добровольно проводимой оценке участников рынка, вынуждая тех платить за свои услуги²⁰.

Кроме того, рейтинговые агентства активно оказывали вспомогательные консультационные услуги клиентам (включая рекомендации по использованию тех или иных финансовых инструментов с учётом потенциального уровня рейтинга, который они могли бы получить по результатам оценки). Вследствие этого у банков, выпускавших сложные инструменты, появлялась возможность структурировать их таким образом, чтобы они высоко оценивались, согласно методикам рейтинговых агентств, независимо от их фактической надёжности.

¹⁸ См., например: Снижение рейтинга РФ плохо сказалось на фондировании для Сбербанка // АЭИ Прайм : интернет-сайт. 2015. 11 февраля. URL: <http://1prime.ru/finance/20150211/802309490.html> (дата обращения: 12.02.2015).

¹⁹ Milne R., Oakley D. Sovereign debt: Hard to credit / R. Milne, D. Oakley // Financial Times : website. 2011. March 27. URL: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/9e1f1da2-58ac-11e0-9b8a-00144feab49a.html#axzz3RC07TK5U> (дата обращения: 12.01.2015).

²⁰ Klein A. Credit Raters' power leads to abuses, some borrowers say / Alec Klein // The Washington Post : website. 2004. November 24. URL: <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/articles/A8032-2004Nov23.html> (дата обращения: 12.01.2015).

Конфликт интересов проявлялся и при оценке суверенных заёмщиков, когда их объектом становится фактический или потенциальный регулятор рынка, на котором действовало агентство. Многие авторы в связи с этим обращали внимание на компании "большой тройки" (Moody's, Standard & Poor's и Fitch), находящиеся в американской юрисдикции. В частности, они отмечали, что этот факт, а также то, что на рынок США приходится более половины выручки этих агентств, делает их оценку местных организаций, в особенности банков и страховых фирм, более благожелательной²¹.

3. Отсутствие ответственности за совершённых ошибки.

Отсутствие ответственности за злоупотребления – ещё одна характерная черта рейтингового рынка, которая, по мнению критиков, вела к системным ошибкам и проблемам с мотивацией деятельности. *Рейтинговые агентства, в отличие от аудиторов, консультантов и других субъектов финансовой системы, предоставляющих информационные и консультационные услуги инвесторам, в течение длительного времени формировали общественное мнение с тем, чтобы их рейтинги воспринимались как "оценочное суждение".*

Так, Standard & Poor's, отмечая роль агентств, специально указывало на то, что главное в их работе – это "помощь в сокращении информационного разрыва между инвесторами и заёмщиками за счёт предоставления независимого **мнения [Выд. авт.]** об их кредитоспособности"²². Тем самым рейтинговые компании старались подчеркнуть, что они не дают рекомендаций для покупки, продажи и других операций с финансовыми инструментами. Вместо этого они претендовали на статус "финансовых журналистов" с тем, чтобы получить возможность использовать конституционное право на свободу слова²³. Также они ссылались на то, что точность их суждений зависит от достоверности и полноты используемой информации, т.е. от того, что находится вне сферы их ответственности.

4. Недостатки методологии оценки сложных финансовых инструментов и практики информирования участников рынка.

По оценкам исследователей, ошибки в методологии работы рейтинговых агентств были вызваны следующими причинами: чрезмерное использование математических и статистических моделей при недостаточном объёме данных; недоучёт влияния макроэкономических и рыночных факторов; ненадлежащее раскрытие информации о методологии и принципах определения рейтингов²⁴.

²¹ Sibert A. Op. cit. P. 46.

²² Adelson M. H. The role of credit ratings in the financial system / Mark H. Adelson // Standard & Poor's : website. 2012. May 17. P. 1. URL: <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245333790527> (дата обращения: 12.01.2015).

²³ Katz J., Salinas E., Stephanou C. Credit rating agencies no easy regulatory solutions / Jonathan Katz, Emanuel Salinas, Constantinos Stephanou : Crisis Response: Viewpoint Policy Journal / World Bank. 2009. October. № 53041. P. 1. URL: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/10227/530410BR10Cris10Box345594B01PUBLIC1.pdf> (дата обращения: 12.01.2015).

²⁴ Utzig S. Op. cit. P. 4.

Другая претензия связана с медленной реакцией агентств на изменения в финансовом состоянии заёмщиков и последующими "суетливыми" действиями, которые приводили к усилению паники на рынке. Подобное развитие событий отмечалось как в отношении недооценки рисков суверенной задолженности в период долгового кризиса в странах Латинской Америки в начале нынешнего века, когда рейтинговые компании не смогли спрогнозировать дефолт Аргентины, так и по корпоративным займам крупнейших международных компаний²⁵. В период азиатского кризиса агентства не сразу учли целый ряд факторов, ставших причиной дестабилизации суверенных экономик. Среди них – уровень краткосрочной задолженности, объём условных обязательств, реальный обменный курс и др.²⁶

Бызывали нарекания и выводы агентств, которые не всегда находили понимание в других странах. Так, в ходе развития кризиса суверенного долга стран еврозоны оценка американских рейтинговых компаний в ряде случаев называлась безосновательной и несправедливой. Многие специалисты считали, что рейтинговые агентства, стараясь не повторять допущенные ими ранее ошибки, принимали слабоаргументированные решения, снижая тем самым эффект от предпринимаемых европейскими правительствами мер и усугубляя ситуацию на рынках.

Кроме того, у инвесторов возникали вопросы и к практике деятельности ведущих агентств, так как она не учитывала степень воздействия их оценочных суждений на мировой финансовый рынок, а именно тот факт, что рейтинги к тому моменту стали важным рычагом влияния на поведение его участников. Эти решения также влияли на структуру портфелей достаточно большого количества инвесторов, у которых требования к качеству вложений были привязаны именно к рейтинговой оценке надёжности. *В результате ухудшение состояния рынка зачастую было вызвано его первоначальной оценкой агентствами, а впоследствии уже именно оно становилось причиной ещё более негативных прогнозов, что приводило к дальнейшему падению котировок.*

Анализ причин роста доходности итальянских суверенных обязательств, проведённый Центральным банком Италии, показал, что на инвесторов влияют не только и не столько данные о состоянии национальной экономики и финансов, сколько их собственные опасения²⁷. Низкий уровень котировок был в большей степени вызван причинами, которые не поддавались контролю со стороны государства. В то же время они были подвержены существенному воздействию внешней негативной информации, в том числе поступающей от рейтинговых агентств. При этом последующая позитивная оценка далеко не всегда приводила к изменению ситуации на рынке²⁸.

²⁵ Katz J., Salinas E., Stephanou C. Op. cit. P. 4.

²⁶ External debt sustainability and development : Report of the UN Secretary-General // United Nations Conference on Trade and Development : website. 2011. July 20. P. 11. URL: http://unctad.org/en/docs/a66d164_en.pdf (дата обращения: 12.01.2015).

²⁷ Schneider H. At European Central Bank, new thinking about what ails euro-zone economies / Howard Schneider // The Washington Post : website. 2012. October 22. URL: http://www.washingtonpost.com/business/economy/at-european-central-bank-new-thinking-about-what-ails-euro-zone-economies/2012/10/22/03e110ba-1318-11e2-be82-c3411b7680a9_story.html (дата обращения: 12.01.2015).

²⁸ См.: External debt sustainability and development. P. 10.

5. Отсутствие должного уровня конкуренции на рейтинговом рынке

В настоящее время в мире насчитывается более 70 рейтинговых агентств, однако только три из них могут по праву считаться международными. На долю американских Moody's, Standard & Poor's и Fitch, или так называемой "большой тройки", приходится более 90 % этого вида доходов мирового рынка финансовых услуг²⁹ (рис. 2). Среди остальных компаний обычно выделяют канадскую Dominion Bond Rating Service, кипрскую Capital Intelligence, германскую Feri EuroRating Services, японские Japan Credit Rating Agency и Rating and Investment, а также китайскую Dagong Global Credit Rating.

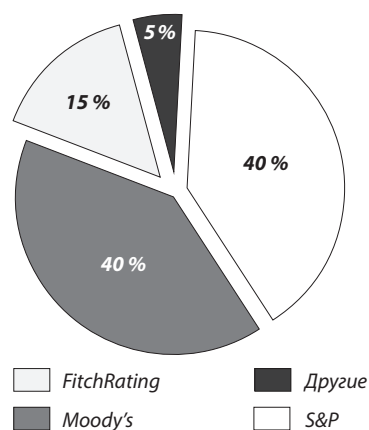


Рис. 2. Структура глобального рынка рейтинговых услуг в 2011 г. (Do we really need a European credit rating agency? defacto / Association of German Banks. 2011. April. Iss. 14. P. 3)

Снижение конкуренции связывается с действием фактора "экономии на масштабах", характерного для информационных услуг. Зарубежные эксперты отмечают, что "сбор и анализ информации имеет высокую фиксированную стоимость, а её распространение – небольшие относительные издержки, делая экономику агентств схожей с любыми другими сетевыми компаниями"³⁰. В результате доходность деятельности "большой тройки" (по показателю операционной прибыли), по некоторым оценкам, составляет не менее 30 %, а у Moody's и Standard & Poor's превышает 50 %³¹.

При этом высокий уровень монополизированности рынка создаёт предпосылки для антирыночного поведения ведущих агентств, а важность для инвесторов бренда, т.е. приобретаемой только с годами репутации, и, соответственно, их готовность к восприятию оценок узкой группы компаний становятся серьёзными барьерами для выхода на рынок. При этом, не имея возможности оценивать объективность предоставляемой информации об уровне кредитоспособности заёмщиков, участники рынка вынуждены опираться на данные об успешности деятельности агентств в прошлом и их известности³².

²⁹ См., например: Caouette J. et al. Managing credit risk : the great challenge for global financial markets / John B. Caouette, Edward I. Altman, Paul Narayanan, Robert Nimmo. 2nd ed. Hoboken : John Wiley & Sons, 2008. P. 82.

³⁰ См.: The role of credit rating agencies in the international financial system. P. 3.

³¹ Dittrich F. The Credit Rating Industry: Competition and Regulation / Fabian Dittrich. Köln : Lulu Press, 2007. P. 20.

³² Ibid. P. 21.

приводит к появлению "эффекта блокировки", когда клиенты вынуждены оставаться с тем же агентством только потому, что его смена может быть негативно воспринята рынком. Данный фактор наиболее сильно воздействовал на новых участников рынка, что существенно ограничивало возможности их развития.

Выявление факторов, способствовавших развитию финансового кризиса в 2007–2011 гг., позволило сформулировать предложения по изменению ситуации на рейтинговом рынке. Детальные рекомендации, разработанные Советом по финансовой стабильности по поручению "Группы 20" и в последующем дополненные национальными регуляторами, были направлены на достижение следующих целей:

- усиление национального регулирования деятельности рейтинговых компаний, включая необходимость обязательной регистрации с предварительным и последующим выполнением установленных законодательством требований, а в дальнейшем – контроль за их выполнением со стороны надзорного органа;

- введение принципа ответственности агентств при вынесении ими ошибочных суждений, что сразу же было использовано властями США для подачи исков в отношении крупнейших агентств³³, а также регулятором Евросоюза, потребовавшим улучшить практику рейтинговой деятельности на европейском рынке³⁴;

- сокращение регуляторной зависимости финансовых институтов от рейтингов, направленное на снижение риска возникновения "эффекта обрыва", а также расширение применения собственных методик крупными участниками рынка;

- стимулирование применения альтернативных методов оплаты рейтинговым агентствам ("инвестор платит" и др.) для снижения возможности возникновения конфликта интересов;

- увеличение прозрачности рынка, что предусматривало раскрытие методологии, процедур и предположений, лежащих в основе оценок, введение нормативных ограничений, препятствующих рейтингованию аффилированных структур, открытая публикация присвоенных рейтингов по всем обращающимся финансовым инструментам;

- упорядочение работы рейтинговых агентств по проведению оценки и публикации суждений об уровне кредитоспособности суверенных заёмщиков;

- усиление конкуренции на рейтинговом рынке, в том числе за счёт предоставления дополнительных возможностей для агентств с малой

³³ См., например: *Neumann J. Cost of Ratings Suit: \$225 Million / Jeannette Neumann // The Wall Street Journal : website. 2013. April 29. URL: <http://www.wsj.com/articles/SB10001424127887323528404578453292918428224> (дата обращения: 12.01.2015).*

³⁴ См., например: *Greek crisis/EU support package – Financial regulation // Joint letter from Nicolas Sarkozy, President of the Republic, and Angela Merkel, Chancellor of Germany, to Herman Van Rompuy, President of the European Council, and José Manuel Barroso, President of the European Commission. Paris-Berlin, May 6, 2010 // France in the United States : website. 2010. May 6. URL: <http://www.ambafrance-us.org/spip.php?article1636> (дата обращения: 12.01.2015); *Brunsdon J. S&P censured on French Rating Gaffe at height of crisis / Jim Brunsdon // Bloomberg : website. 2014. June 3. URL: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-06-03/s-p-censured-by-regulators-over-false-french-credit-rating-gaffe> (дата обращения: 12.01.2015).**

рыночной долей, а также введения в отдельных случаях требований по получению рейтингов в двух разных независимых агентствах и периодической смене оценивающих компаний.

Однако предпринятые усилия не позволили кардинально изменить ситуацию. Так, при работе с клиентами преобладающим остаётся использование метода "эмитент платит". При этом предложения научного и экспертного сообществ по изменению системы оплаты встретили серьёзные возражения участников рынка.

Главным из них называется риск сокращения круга получателей сведений при переходе на оплату со стороны инвесторов, что снизило бы информированность малых и средних участников рынка, увеличило их расходы и риски и в результате могло бы привести к снижению их инвестиционной активности. Кроме того, агентства отмечают, что этот метод не защищает от возможного конфликта интересов, так как давление может быть продолжено, но уже со стороны крупных инвесторов, заинтересованных в том или ином рейтинге³⁵.

Другой альтернативный метод – централизованное распределение работ по оценке рисков между агентствами на уровне бирж³⁶ – может лишить компании рыночных стимулов и негативно скажется на уровне конкуренции.

Не произошло изменений и в структуре рынка – "большая тройка" в целом смогла сохранить свои позиции, а новые амбициозные проекты так и не привлекли достаточного интереса инвесторов³⁷. В результате в США и Евросоюзе, государственные органы которых наиболее активно проводили реформы рейтинговой отрасли, доля трёх крупнейших агентств практически не изменилась. Так, согласно данным Европейской организации по ценным бумагам и рынкам (ESMA) за 2013 г., на Standard & Poor's пришлось 40 % европейского рынка, Moody's – 35 %, Fitch – 16 % (остальные 20 компаний заняли 9 %)³⁸, причём по сравнению с 2012 г. их совокупная доля увеличилась с 88 до 91 %.³⁹ Схожая ситуация наблюдается и в США (табл. 2), где, несмотря на сокращение количества поддерживаемых рейтингов, "большая тройка" удерживает свои позиции. Развитие же небольших агентств было успешно лишь

³⁵ См., например: Statement of Raymond W. McDaniel CEO and President, Moody's Investors Service Before the United States Securities and Exchange Commission : Roundtable on credit rating agencies / Moody's Investors Service // U.S. Securities and Exchange Commission : website. 2009. April 15. P. 7. URL: <https://www.sec.gov/comments/4-579/4579-11.pdf> (дата обращения: 12.01.2015).

³⁶ См.: External debt sustainability and development. P. 11.

³⁷ Dearth of investors: Plan to set up european rating agency under threat // Spiegel : website. 2012. April 16. URL: <http://www.spiegel.de/international/europe/plan-to-set-up-european-rating-agency-is-failing-according-to-newspaper-a-827876.html> (дата обращения: 12.01.2015).

³⁸ Credit Rating Agencies' 2014 market share calculations for the purposes of Article 8d of the CRA Regulation // European Securities and Markets Authority (ESMA) : website. 2014. December 22. P. 6. URL: http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-1583_credit_rating_agencies_market_share_calculation_2014.pdf (дата обращения: 12.01.2015).

³⁹ CRAs' Market share calculation according to Article 8d of the CRA Regulation // ESMA : website. 2013. December 16. P. 6. URL: http://www.esma.europa.eu/system/files/esma_cra_market_share_calculation.pdf (дата обращения: 12.01.2015).

в отдельных сегментах рынка, таких как оценка страховых компаний (A. M. Best) или отдельных финансовых инструментов, например обеспеченных активами ценных бумаг (Dominion Bond Rating Service)⁴⁰.

Таблица 2

Структура рейтингового рынка США в 2012–2013 гг.*

	2013	Доля рынка (%)	2012	Доля рынка (%)	Изменение доли
Поддерживаемые рейтинги	2 437 046	100,00	2 504 584	100,00	–
<i>в том числе:</i>					
Standard & Poor's	1 124 700	46,15	1 143 300	45,65	+0,50
Moody's	901 900	37,01	923 363	36,87	+0,14
Fitch	326 257	13,39	350 370	13,99	–0,60
прочие	84 189	3,45	87 551	3,50	–0,04
Аналитики в штате	4 218	100,00	4 022	100,00	–
<i>в том числе:</i>					
Standard & Poor's	1 465	34,73	1 436	35,70	–0,97
Moody's	1 244	29,49	1 123	27,92	+1,57
Fitch	1 102	26,13	1 092	27,15	–1,02
прочие	407	9,65	371	9,22	0,42
Доля в доходах отрасли, (млрд дол.)	5,4	100,00	5,1	100,00	–
<i>в том числе:</i>					
"большая тройка"	5,1	94,5	4,8	94,7	–0,2
прочие	0,3	5,5	0,3	5,3	+0,2

* *Annual report on nationally recognized statistical rating organizations // U.S. Securities and Exchange Commission. 2013. December. P. 8, 14, 15. URL: <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/nrsroannrep1213.pdf> (дата обращения: 12.01.2015); Annual report on nationally recognized statistical rating organizations // U.S. Securities and Exchange Commission : website. 2014. December. P. 9, 14, 15. URL: <http://www.sec.gov/ocr/reportspubs/annual-reports/nrsroannrep1214.pdf> (дата обращения: 12.01.2015).*

Усилившиеся требования регуляторов к агентствам неожиданно стали дополнительным барьером для небольших компаний и новых участников рынка. Так, данные отчёта Комиссии США по ценным бумагам и биржам (SEC) показывают, что наибольшие трудности с выполнением дополнительных требований испытывают именно они, а не "большая тройка", имеющая объективно более богатый опыт, а также достаточные финансовые, кадровые и иные необходимые ресурсы⁴¹.

Кроме того, крайне высок уровень начальных инвестиций (например, количество аналитиков в каждой из трёх крупнейших компаний в 3 раза превышает показатели всех других участников американского рынка)

⁴⁰ Annual report on nationally recognized statistical rating organizations // U.S. Securities and Exchange Commission : website. 2014. December. P. 9, 18–19. URL: <http://www.sec.gov/ocr/reportspubs/annual-reports/nrsroannrep1214.pdf> (дата обращения: 12.01.2015).

⁴¹ 2014 Summary report of commission staff's examinations of each nationally recognized statistical rating organization // U.S. Securities and Exchange Commission : website. 2014. December. URL: <http://www.sec.gov/ocr/reportspubs/special-studies/nrsro-summary-report-2014.pdf> (дата обращения: 12.01.2015).

при том, что эффект "узнавания" для нового участника рынка наступает не менее чем через 5–7 лет.

Во многом по этой причине так и не началась реализация проекта создания глобального рейтингового агентства в рамках Евросоюза. Наибольший интерес к этой инициативе проявило германское экспертное сообщество, выразившее желание покончить с гегемонией американской "большой тройки"⁴². Идея была поддержана на самом высоком уровне – в 2008 г. канцлер ФРГ А. Меркель отмечала, что "в среднесрочном периоде Европе потребуется собственное рейтинговое агентство, так как денежно-кредитная система еврозоны до сих пор не получила достаточного влияния на правила, определяющие функционирование финансовых рынков"⁴³.

Однако в последующем, несмотря на рассмотрение предложения на уровне Евросоюза и даже "Группы 8", а также определённую поддержку со стороны других европейских стран⁴⁴, окончательного решения так и не было принято. Во многом на это повлияла высокая стоимость реализации проекта, оцениваемая в 300–500 млн евро, а также опасения ЕС, что зависимость новой компании от европейского регулятора будет негативно воспринята рынком и сильно снизит уровень доверия к её оценкам⁴⁵.

Подтверждением наличия трудно преодолимых барьеров для выхода на международный уровень для национальных рейтинговых проектов может также служить пример крупнейшего китайского агентства Dagong Global Credit Rating. Созданная в 1994 г. компания так и не смогла составить конкуренцию "большой тройке". Так, доля её участия в европейском рынке составила в 2013 г. менее 0,01 %⁴⁶. А решение сохранить суверенный рейтинг России на уровне А в январе 2015 г.⁴⁷ никак не повлияло на мнение западных инвесторов на фоне негативных прогнозов лидеров рынка.

Другой не менее важной причиной представляется узость внутренних рынков и связанные с этим малые масштабы деятельности национальных агентств, что препятствует росту доверия к ним международных инвесторов. Так, *несмотря на преобладающую роль отечественных рейтинговых компаний в России (на них приходится 68 % рынка, на "большую*

⁴² См., например: Experte Bofinger: Zock-Stopp für die Weltwirtschaft // Spiegel Online : website. 2009. May 14. URL: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/experte-bofinger-zock-stopp-fuer-die-weltwirtschaft-a-623653.html> (дата обращения: 12.01.2015).

⁴³ Barber L. Merkel calls for eurozone ratings agency / Lionel Barber // Financial Times : website. 2008. June 11. URL: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/233f3fac-3750-11dd-bc1c-0000779fd2ac.html> (дата обращения: 12.01.2015).

⁴⁴ Thesing G., Brown M. EU-backed rating company faces 'uphill struggle' with investors / Gabi Thesing, Matthew Brown // Bloomberg : website. 2010. June 3. URL: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=munievents&sid=aC1ZO9dB03I8> (дата обращения: 12.01.2015).

⁴⁵ New rules on credit rating agencies (CRAs) – frequently asked questions // European Commission : website. 2013. January 16. P. 9. URL: http://europa.eu/RAPID/press-release_MEMO-13-13_en.htm (дата обращения: 12.01.2015).

⁴⁶ См.: CRAs' Market share calculation according to Article 8d of the CRA Regulation. P. 6.

⁴⁷ Китайское рейтинговое агентство "Дагун" высоко оценило кредитный рейтинг России // CNTV : интернет-сайт. 2015. 8 января. URL: <http://www.cntv.ru/2015/01/08/VIDE1420727885357247.shtml> (дата обращения: 12.01.2015).

тройку" – 32 %⁴⁸), их потенциал представляется достаточно низким. Наиболее значимыми являются "Эксперт РА" (около 800 поддерживаемых рейтингов), "Национальное рейтинговое агентство" (НРА) – 350 и "Рус-рейтинг" – 180 рейтингов соответственно⁴⁹. При этом численность сотрудников в крупнейшем из них ("Эксперт РА") не превышает 140 человек⁵⁰, НРА – 27, "Рус-рейтинг" – 18⁵¹ по сравнению с 600 в Dagong Global Credit Rating⁵² и несколькими тысячами в компаниях "большой тройки".

Кроме того, при работе только на национальном рынке, где конкуренция существенно ниже, возрастают риски появления конфликта интересов. В России большое количество претензий к деятельности отечественных агентств предъявляется в связи с завышением ими рейтингов проблемных заёмщиков. Так, накануне отзыва лицензии у Мастер-банка, его кредитоспособность при активах, оцениваемых в размере 3,8 млрд руб., и обязательствах на 14,5 млрд руб. определялась "Экспертом РА" на уровне "А" по национальной шкале⁵³. Другим примером является "Инвестбанк", имевший незадолго до отзыва лицензии высокую оценку от "Национального рейтингового агентства"⁵⁴ и т.д. В результате Московская биржа даже рассматривала возможность отказа от использования рейтингов некоторых национальных агентств⁵⁵.

Приоритетность местного для себя рынка в деятельности рейтинговых компаний вызывает также опасения инвесторов в связи с потенциальным воздействием со стороны регулятора. Широкий спектр механизмов оказания политического давления подтверждается недавним российским опытом. В условиях конфронтации возросшие регуляторные возможности США позволили им манипулировать рейтинговыми решениями в отношении нашей страны.

Рассмотрим события, предшествовавшие и последовавшие за снижением рейтинга Standard & Poor's и Moody's в январе-феврале 2015 г. 25 января Б. Обама заявил о готовности "рассмотреть все имеющиеся

⁴⁸ Миркин Я. Рейтинг как элемент суверенитета // Эксперт. 2014. 3 февраля. URL: <http://expert.ru/expert/2014/06/rejting-kak-element-suvereniteta/> (дата обращения: 12.01.2015).

⁴⁹ Алешкина Т. и др. Россия передумала создавать собственное рейтинговое агентство // Татьяна Алешкина, Екатерина Метелица, Наталья Старостина, Сирануш Шароян // РБК daily : интернет-сайт. 2014. 24 апреля. URL: <http://www.rbcdaily.ru/finance/562949991278314> (дата обращения: 12.01.2015).

⁵⁰ Об агентстве // Эксперт РА : интернет-сайт. URL: <http://www.raexpert.ru/about> (дата обращения: 12.01.2015).

⁵¹ Метелица Е. Россия и Китай договорились о создании рейтингового агентства // Екатерина Метелица // РБК daily : интернет-сайт. 2014. 4 июня. URL: <http://rbcdaily.ru/finance/562949991651148> (дата обращения: 12.01.2015).

⁵² About us // Dagong Global : website. URL: <http://en.dagongcredit.com/about/aboutDagong.html> (дата обращения: 12.01.2015).

⁵³ Метелица Е. ЦБ готовит замену "большой тройке" – S&P, Moody's и Fitch // Екатерина Метелица // РБК daily : интернет-сайт. 2014. 26 мая. URL: <http://rbcdaily.ru/finance/562949991564825> (дата обращения: 12.01.2015).

⁵⁴ Алексеевских А. Банки хотят отказаться от услуг Moody's, Standard & Poor's и Fitch // Анастасия Алексеевских // Известия : интернет-сайт. 2014. 4 апреля. URL: <http://izvestia.ru/news/568653> (дата обращения: 12.01.2015).

⁵⁵ Царёва Л. У агентств снижается рейтинг // Любовь Царёва // Коммерсант.ru : интернет-сайт. 2014. 11 декабря. URL: <http://www.kommersant.ru/doc/2630386> (дата обращения: 05.02.2015).

дополнительные варианты⁵⁶ оказания давления на Россию, не уточняя деталей. А уже на следующий день Standard & Poor's сообщило о понижении суверенного рейтинга нашей страны⁵⁷. При этом выводы агентства хотя и базировались на экономической составляющей, но были чрезмерно пессимистичными и слабо отражали основную составляющую оценки – объективно низкую на текущий момент вероятность дефолта по государственным обязательствам.

В начале февраля после вынесения устраивающего американское руководство решения Standard & Poor's неожиданно удалось достичь мирового соглашения в рамках длящегося более трёх лет судебного разбирательства, возбуждённого против него Министерством юстиции США. Сумма отступных составила около 1,5 млрд дол.⁵⁸ по сравнению с первоначальными требованиями в размере 5 млрд⁵⁹ и предложенного Минюстом в 2014 г. компромисса на уровне 3,2 млрд⁶⁰. А уже на следующий день стало известно о начале расследования в отношении второго лидера рынка – Moody's⁶¹, оставившего в январе 2015 г. инвестиционный уровень надёжности российских обязательств.

В результате 20 февраля 2015 г., спустя всего месяц после предыдущей оценки, Moody's вновь понизило суверенный рейтинг России до неинвестиционного значения (Ba1). При этом обоснование практически не отличалось от январской мотивировки: высокий уровень геополитических рисков, резкое снижение мировых цен на нефть и курса рубля, сокращение валютных резервов и бюджетных поступлений⁶². Однако если в январе 2015 г. основной причиной, приведшей к снижению рейтинга, называлась вызванная совокупностью вышеуказанных факторов *неопределённость*, влияющая на экономические перспективы страны⁶³, то через месяц они же стали основанием для присвоения "мусорного" рейтинга. При этом

⁵⁶ *Liptak K., McLaughlin E. C.* Obama on Russia: 'Large countries don't bully smaller countries' / Kevin Liptak, Elliott C. McLaughlin. 2015. January 25. URL: <http://edition.cnn.com/2015/01/25/asia/ukraine-russia-obama/> (дата обращения: 05.02.2015).

⁵⁷ *Andrianova A., Galouchko K.* Russia credit rating is cut to junk by S&P for the first time in a decade / Anna Andrianova, Ksenia Galouchko // Bloomberg Business : website. 2015. January 26. URL: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-01-26/russia-credit-rating-cut-to-junk-by-s-p-for-first-time-in-decade> (дата обращения: 05.02.2015).

⁵⁸ *Бочкарёва Т.* S&P выплатит \$1,5 млрд властям США / Татьяна Бочкарёва // Ведомости : интернет-сайт. 2015. 3 февраля. URL: <http://www.vedomosti.ru/finance/news/38979851/sp-vyplatit-15-mlrd-dlya-uregulirovaniya-iska-ssha-o> (дата обращения: 05.02.2015).

⁵⁹ *Walsh W. M., Nixon R.* S.&P. e-mails on mortgage crisis show alarm and gallows humor / Mary Williams Walsh, Ron Nixon // The New York Times Dealbook : website. 2013. February 5. URL: <http://dealbook.nytimes.com/2013/02/05/case-details-internal-tension-at-s-p-amid-subprime-problems/> (дата обращения: 12.01.2015).

⁶⁰ *Бочкарёва Т.* Указ. соч.

⁶¹ *Ночевка Ф.* Минюст США взялся за Moody's / Филипп Ночевка // Коммерсант.ru : интернет-сайт. 2015. 2 февраля. URL: <http://www.kommersant.ru/doc/2659149> (дата обращения: 05.02.2015).

⁶² Rating Action: Moody's downgrades Russia's sovereign rating to Ba1 from Baa3; outlook negative // Moody's Investor Service : website. 2015. February 20. URL: https://www.moody.com/research/Moody-downgrades-Russias-sovereign-rating-to-Ba1-from-Baa3-outlook--PR_318857 (дата обращения: 27.02.2015).

⁶³ Rating Action: Moody's downgrades Russia's government bond rating to Baa3; on review for further downgrade // Moody's Investor Service : website. 2015. January 16. URL: https://www.moody.com/research/Moody-downgrades-Russias-government-bond-rating-to-Baa3-on-review--PR_316487 (дата обращения: 27.02.2015).

в феврале 2015 г., наоборот, произошло резкое снижение масштабов боевых действий на Украине вследствие новых мирных договорённостей, а в экономической сфере отмечался рост нефтяных котировок с 50 до 60 дол. за баррель и снижение обменного курса с 64,83 до 62,13 руб. за доллар.

Слабая аргументация снижения надёжности России как заёмщика и повышение риска дефолта по суверенным обязательствам позволяют говорить о необъективности и политизированности принятого решения. Так, соотношение таких важных в данном случае показателей, как размер государственного долга, объём ВВП, бюджетных доходов, а также междунациональных резервов, в сравнении с другими странами подтверждает этот вывод (табл. 3). При этом характерно, что схожие заявления прозвучали не только со стороны государственных органов власти⁶⁴, но и простых участников финансового рынка, в том числе западных банков⁶⁵.

Таблица 3

Оценка надёжности суверенных заёмщиков*

Страна	Standard & Poor's*	Moody's ¹	Fitch Rating ¹	ВВП, млрд дол.	Государственный долг, млрд дол.	Гос-долг/ВВП, %	Справочно: международные резервы, млрд дол. ²
Испания	BBB	Вaa2	BBB+	2245,7	1 156,5	51,50	50,9
Бразилия	BBB-	Вaa2	BBB	1393,0	1 214,0	87,15	361,8
Исландия	BBB-	Вaa3	BBB	15,3	16,2	105,68	4,2
Италия	BBB-	Вaa2	BBB+	2149,5	2 569,2	119,53	142,2
Румыния	BBB-	Вaa3	BBB-	189,6	76,3	40,24	43,1
ЮАР	BBB-	Вaa2	BBB	350,6	152,2	43,41	49,1
Россия	BB+	Вa1	BBB-	2096,8	215,0	10,25	385,5
Португалия	BB	Вa1	BB+	227,3	305,2	134,26	21,3

¹ По состоянию на 1 марта 2015 г.

² По состоянию на 1 января 2015 г.

* Sovereigns Rating List // Standard & Poor's Rating Services : website. URL: <http://www.standardandpoors.com/ratings/sovereigns/ratings-list/en/us?sectorName=null&subSectorCode=39> (дата обращения: 01.03.2015); Credit Rating – Countries – List // Trading Economics : website. 2015. URL: <http://www.tradingeconomics.com/country-list/rating> (дата обращения: 01.03.2015); World Bank Data (GDP (current US\$)) // World Bank : website. 2015. URL: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD> (дата обращения: 27.02.2015); Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity // IMF : website. Last updated: 06.03.2015. URL: <https://www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/colist.aspx> (дата обращения: 27.02.2015); Gross Central Government Debt // World Bank Public Sector Debt Statistics : website. URL: <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/DATASTATISTICS/EXTQPUBSECDEBT/0,,menuPK:7404478~pagePK:64168427~piPK:64168435~theSitePK:7404473,00.html> (дата обращения: 27.02.2015).

⁶⁴ Пресс-релиз "О снижении суверенного рейтинга РФ агентством Moody's" // Минфин России : офиц. интернет-сайт. 2015. 21 февраля. URL: http://minfin.ru/ru/press-center/?id_4=33096 (дата обращения: 27.02.2015).

⁶⁵ Citibank: оснований для снижения рейтинга Moody's рейтинга РФ нет // РИА Новости : информ. агентство. 2015. 25 февраля. URL: <http://ria.ru/economy/20150225/1049545955.html> (дата обращения: 27.02.2015).

Следует отметить, что в условиях внешнеполитической конфронтации её информационная составляющая сама по себе является фактором, существенно воздействующим на рынок. Спланированная последовательность событий позволила заявить о широких возможностях руководства США воздействовать на решения национальных агентств. Однако речь скорее идёт об использовании регуляторных возможностей американских властей и умелом применении ими знаний о принципах, методиках и практике рейтинговой деятельности агентств, входящих в "большую тройку".

Так, важной частью работы этих компаний является анализ информационного фона, в том числе политического⁶⁶, который в западных СМИ в отношении России носит преимущественно негативный характер. При этом, согласно результатам исследований Европейского центрального банка, именно отрицательная информация является определяющей для рынка⁶⁷. Поэтому уже упомянутое выступление Б. Обамы, постоянная публикация высказываний европейских лидеров о необходимости разработки новых санкций⁶⁸ не могут не воздействовать на мнение специалистов, проводящих анализ рисков и перспектив экономического развития нашей страны. Таким образом, *действия США, направленные, по словам помощника госсекретаря В. Нуланд, на создание "рыночной неопределённости" в отношении состояния российской экономики и возможности сотрудничества с отечественными компаниями*⁶⁹, используются в том числе и для опосредованного воздействия на оценки рейтинговых компаний.

Кроме того, уже упоминавшиеся претензии Минюста США к деятельности Standard & Poor's, предъявленные сразу после принятия агентством в 2011 г. решения о снижении суверенного рейтинга США, а затем и вынужденная отставка президента компании, позволяют говорить о наличии и других неформальных инструментов воздействия на "большую тройку".

Практика применения санкций также показала, что у США имеется возможность безосновательного с экономической точки зрения отзыва присвоенных ранее рейтингов. Для компаний, против которых американские власти принимают ограничительные меры, это означает фактическую

⁶⁶ Gill D. J., Gill M. J. The Great Ratings Game How Countries Become Creditworthy / David James Gill, Michael John Gill // Foreign Affairs : website. 2015. January 21. URL: <http://www.foreignaffairs.com/articles/142804/david-james-gill-and-michael-john-gill/the-great-ratings-game> (дата обращения: 12.02.2015).

⁶⁷ Afonso A., Furceri D., Gomes P. Sovereign credit rating and financial market linkage application to european data / António Afonso, Davide Furceri, Pedro Gomes // European central bank. Working paper series. 2011. № 1347. P. 20. URL: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1347.pdf> (дата обращения: 12.01.2015).

⁶⁸ См., например: Norman L. EU heads push for more Russian sanctions / Laurence Norman // The Wall Street Journal : website. 2015. January 27. URL: <http://www.wsj.com/articles/eu-heads-call-for-more-russia-sanctions-1422351364> (дата обращения: 05.02.2015).

⁶⁹ Russia's destabilization of Ukraine. Hearing before the Committee of foreign affairs. House of representatives. One hundred thirteenth congress. Second session // U.S. Printing office : website. 2014. May 8. URL: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-113hhrg87837/html/CHRG-113hhrg87837.htm> (дата обращения: 12.01.2015).

утрату перспектив международных заимствований. Причём это касается даже тех рынков, которые не поддерживают антироссийскую политику. Подобные действия были предприняты в апреле 2014 г. Moody's в отношении российского железнодорожного оператора "Трансойл", подконтрольного попавшему в американский санкционный список Г. Тимченко. При этом агентство откровенно указало, что основанием для отзыва стали "собственные деловые причины", не связанные с финансовым положением "Трансойла"⁷⁰.

Таким образом, можно говорить о существовании и достаточно активном использовании методов манипулирования деятельностью рейтинговых агентств. Политическое давление вынуждает эти компании применять наиболее консервативные подходы при рейтинговании для снижения риска претензий со стороны контролирующего органа. А национальный регулятор, со своей стороны, не предъявляет каких-либо претензий в адрес компаний, как уже было в период европейского долгового кризиса.

Воздействие политических интересов на деятельность агентств подтверждает и анализ статистических данных, проведённый в 2013 г. германскими экономистами А. Фушем и К. Герингом. Он, в частности, показал, что более высокие рейтинги присваиваются странам, где находятся сами компании и с которыми поддерживаются тесные межгосударственные связи. При этом политические интересы, по мнению авторов, приоритетны, а возможности оказания давления со стороны властей достаточно широки⁷¹.

Ещё один недостаток в деятельности крупнейших агентств, ставший объектом критики в период европейского долгового кризиса, – непрозрачность методологии оценки суверенных рисков – также не был полностью устранён. Рейтинговые методики компаний продолжают различаться как набором факторов, так и степенью их влияния на итоговый показатель, определяемый в ходе анализа. По мнению многих зарубежных исследователей, именно подобная неопределённость ведёт к появлению ошибок при оценке стран-заёмщиков, а необходимость учёта политических и других неиндикативных факторов лишь увеличивает их вероятность⁷². Одновременно с этим недоучёт подобных элементов риска ведёт к тому, что агентства излишне полагаются на финансовые показатели и запаздывают в оценке возникающих рисков или, наоборот, чрезмерно осторожны при

⁷⁰ Rating Action: Moody's withdraws Transoil's ratings // Moody's investor service : website. 2014. April 4. URL: https://www.moody.com/research/Moodys-withdraws-Transoils-ratings--PR_296531 (дата обращения: 05.02.2015).

⁷¹ Fuchs A., Gehring K. The home bias in sovereign ratings / Andreas Fuchs, Kai Gehring // Heidelberg University. Discussion Paper Series № 552. 2013. P. 13. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID2370374_code2087449.pdf (дата обращения: 12.01.2015).

⁷² Eijffinger S. Rating agencies – role and influence of their sovereign credit risk assessment in the euro area / Sylvester Eijffinger // Rating agencies – Role and influence of their sovereign credit risk assessment into the euro area / European Parliament. Policy Department Economic and Scientific Policy. 2011. December. P. 12. URL: <http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201203/20120323ATT41788/20120323AT T41788EN.pdf> (дата обращения: 12.01.2015).

принятии решений. Это приводит к дополнительным расходам для эмитентов, вынужденных платить повышенные проценты по привлекаемым средствам, а при ухудшении прогноза – к росту оттока капиталов из национальных финансовых систем.

Не произошло и кардинальных изменений, которые позволили бы улучшить практику работы рейтинговых агентств в отношении стран с развивающимися рынками. В отличие от развитых государств, где рейтинг обычно присваивается агентствами в инициативном порядке на безвозмездной основе, они вынуждены платить за проведение подобной оценки. В результате около 70 государств так и не имеют рейтинга ни одной из трёх крупнейших рейтинговых компаний⁷³, что приводит к появлению существенной неопределённости отношения потенциальных инвесторов к их надёжности как заёмщиков и усложняет им выход на международные рынки капитала. При этом негативное влияние распространяется как на государственные структуры, так и на частные национальные компании.

Кроме того, предпринятые после глобального финансового кризиса меры способствовали ещё большему разобщению интересов между развивающимися и развитыми странами. Усиление регулирования было в первую очередь направлено на стабилизацию ситуации на финансовых рынках Запада и защиту их инвесторов, в том числе за счёт требований по применению агентствами более консервативных подходов в оценке. В то же время развивающиеся страны представляют собой преимущественно рынки заёмщиков, которые заинтересованы в более объективных подходах. Однако их мнение так и не было учтено: данные МВФ показывают, что с 2007 г. "большая тройка" существенно снизила уровень присваиваемых рейтингов в отношении всех категорий заёмщиков⁷⁴.

Таким образом, существует достаточно большое количество проблем, которые не были и, пожалуй, не могут быть решены в обозримом будущем регуляторными методами. Их значительное воздействие на развивающиеся рынки позволяет говорить о недостаточном учёте интересов стран Юга, а также необходимости увеличения их представительства в реформировании подобных элементов мирового финансового рынка⁷⁵. Поэтому создание новых агентств, которые будут специализироваться на оценке их кредитоспособности и учитывать всю присущую им специфику экономической, социальной и политической ситуации, представляется крайне актуальным для обеспечения устойчивого развития.

⁷³ Ratha D., De P. K., Mohapatra S. Shadow sovereign ratings for unrated developing countries / Dilip Ratha, Prabal K. De, Sanket Mohapatra // Worldbank : website. 2010. P. 2. URL: http://siteresources.worldbank.org/TOPICS/Resources/214970-1288877981391/Shadow_Rating_World_Development_2010.pdf (дата обращения: 12.01.2015).

⁷⁴ Global financial stability report: Sovereigns, funding, and systemic liquidity. P. 88.

⁷⁵ Statement on behalf of the Group 77 and China by H. E. Ambassador P. Thomson, permanent representative of Fiji to the UN, Chair of the Group of 77, at the thematic debate on "the role of credit rating agencies in the international financial system" (New York, 10 September 2013) // G77 : website. URL: <http://www.g77.org/statement/getstatement.php?id=130910> (дата обращения: 12.01.2015).

Данный рынок наиболее ёмок: по данным Moody's, именно государства являются крупнейшими международными заёмщиками, на которые приходится более 60 % мирового рынка⁷⁶. Поэтому появление здесь новых участников будет востребовано рынком в случае, если их деятельность предоставит инвесторам альтернативную оценку ситуации. Одним из способов может стать отказ от присвоения рейтингов по заказу субъектов оценки с тем, чтобы повысить объективность результатов (или, по крайней мере, их восприятие рынком).

Выявленные недостатки национальных инициатив свидетельствуют о том, что успешным может стать тот проект, который будет реализован на межгосударственной основе странами, имеющими достаточно ёмкий внутренний финансовый рынок и возможности для привлечения создаваемой компании к оценке крупных инвестиционных программ. Это позволит аккумулировать международный опыт и завоевать доверие инвесторов из разных стран.

Одновременно с этим встаёт вопрос о форме организации компании: будет ли она эффективна с привлечением частного капитала или необходима активная поддержка со стороны государства? Выбор должен основываться на потенциале решения основных задач, стоящих перед новичком, главные из которых: достаточная ёмкость потенциального рынка для работы и скорейшее обретение положительной репутации среди инвесторов и заёмщиков.

Рассмотренный ранее опыт КНР и России показал сложность реализации подобных проектов в частном секторе. Перспективность создания цепочки агентств, работающих в разных странах, также вызывает обоснованные сомнения – схожие инициативы, реализуемые компаниями из России, КНР и США (Universal Credit Ratings Group), а также Бразилии, Индии, ЮАР совместно с Малайзией и Португалией (Arc Rating) не смогли доказать свою эффективность. Целью в обоих случаях было завоевание доли международного рынка и конкуренция с "большой тройкой". Однако, как показала практика, усилий частных компаний для успешной реализации поставленных задач оказалось недостаточно.

Следовательно, необходимо использовать государственный потенциал, направленный прежде всего на облегчение выхода на международный рынок и использование оценок новой структуры на уровне регулирующих органов и центральных банков стран-участниц. Важность "политического процесса" в ходе реализации проекта признаётся и участниками рынка⁷⁷. Целесообразно выглядит специализация на развивающихся рынках, где присутствие "большой тройки" несколько ниже, что позволит компании сразу занять более существенную нишу.

При этом малые размеры финансовых систем развивающихся стран диктуют необходимость объединения усилий для совместной реализации

⁷⁶ Milne R., Oakley D. Op. cit.

⁷⁷ General assembly examines growing role of credit rating agencies as arbiters of risk, while speakers call for common standards, objectivity, reforms / UN General Assembly. Thematic Debate // United Nations : website. 2013. September 10. URL: <http://www.un.org/press/en/2013/ga11409.doc.htm> (дата обращения: 12.01.2015).

подобного проекта. В ином случае масштабы деятельности новой компании так и останутся несопоставимыми с удельным весом лидеров финансовых рынков Запада (рис. 3).

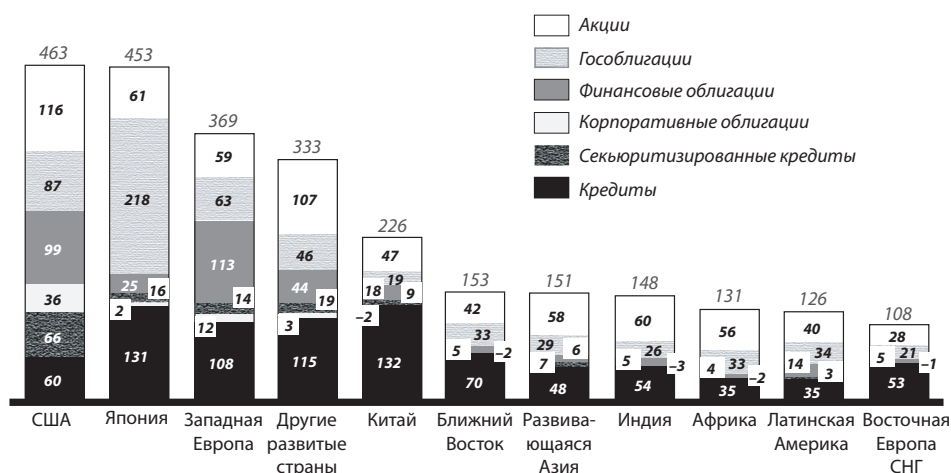


Рис. 3. Объём финансовых рынков в % к ВВП на 2012 г. (Financial Globalization: Retreat or Reset? Global Capital Markets 2013 // McKinsey Global Institute : website. 2013. March. P. 19. URL: http://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/dotcom/Insights%20and%20pubs/MGI/Research/Financial%20Markets/Financial%20globalization/MGI_Financial_globalization_Full_report_Mar2013.ashx (дата обращения: 12.01.2015))

Так, активы финансовой системы США оцениваются в 75 трлн дол., Европы – 56 трлн, Китая (крупнейший развивающийся рынок) – около 20 трлн, остальные страны, включая Россию, – до 5–7 трлн дол.⁷⁸ Поэтому возможности развития агентства должны базироваться на участии в проекте крупнейших региональных держав, которые откроют ему для работы не только свой рынок, но и будут способствовать расширению использования его рейтингов в соседних странах. Недостаточность рыночных возможностей, по всей видимости, и стала причиной торможения аналогичных инициатив, проработка которых осуществлялась на базе ЕврАзЭС⁷⁹ и ШОС⁸⁰.

Таким образом, оптимальной площадкой может стать объединение БРИКС, для которого собственное рейтинговое агентство станет не только инструментом снижения зависимости от Запада в финансовой сфере, но и дополнительной возможностью для реализации принципов,

⁷⁸ Метелица Е. Восточные рынки капитала не смогут быстро заменить российским компаниям западные // Екатерина Метелица // РБК daily : интернет-сайт. 2014. 12 августа. URL: <http://www.rbcdaily.ru/finance/562949992115288> (дата обращения: 12.01.2015).

⁷⁹ Международный семинар по вопросам создания рейтингового агентства ЕврАзЭС // ЕврАзЭС : интернет-сайт. 2012. 14 октября. URL: <http://www.evrases.com/mezhgossovet/measure/119> (дата обращения: 12.01.2015).

⁸⁰ ШОС может создать своё рейтинговое агентство // Коммерсант.ru : интернет-сайт. 2011. 15 сентября. URL: <http://www.kommersant.ru/doc/1773818> (дата обращения: 12.01.2015).

заложенных в основных программных документах блока. Ведь оно будет способствовать созданию открытой экономики, в которой развивающиеся страны будут "иметь надлежащие права и равные возможности и на справедливой основе участвовать в глобальной экономической, финансовой и торговой деятельности"⁸¹. Создание альтернативного рейтингового инструмента соответствует также позиции, высказанной Россией, Индией и Китаем, по обеспечению устойчивого развития, а именно "помощи развивающимся странам в решении проблем обеспечения финансирования"⁸², в том числе за счёт облегчения их доступа на международный финансовый рынок и снижения стоимости заимствований.

Предложение новых принципов и выбор специализации, способствующей росту возможностей для привлечения капитала в развивающиеся страны, позволят создать альтернативный взгляд на рейтинговую деятельность, что принесёт пользу всему мировому сообществу и может быть достойной целью лидеров государств БРИКС. Так, азиатские эксперты надеются, что появление дополнительных методик, которые будут более прозрачны и приближены к реальностям развивающихся рынков, позволят повысить оценку как одного из крупнейших мировых финансовых центров – Китая, так и других стран региона⁸³.

На начальном этапе рейтинговое агентство БРИКС может быть организовано на базе создаваемого Нового банка развития и работать над оценкой кредитоспособности заёмщиков Банка. Это позволит ему получить необходимый опыт и будет способствовать поступлению в проекты дополнительных инвестиций с международных рынков капитала. Для Банка оказание подобного рода поддержки представляется полезным с практической точки зрения. Небольшой уровень фактически оплачиваемого капитала (10 млрд дол. в течение 7 лет⁸⁴) свидетельствует о необходимости активного привлечения заёмных средств, что потребует предоставления потенциальным инвесторам информации об уровне принимаемых ими рисков, т.е. проведения расчётов и оценок, применяемых в практике определения кредитных рейтингов, которые могут быть осуществлены новой компанией.

Стоит также отметить, что отдельные исследования указывают на перспективность совмещения рейтинговых и инвестиционных функций, обеспечивающего большую точность оценок и объективность рейтингов в силу прямой заинтересованности агентств в надёжности собственных вложений⁸⁵.

⁸¹ См.: Форталезская декларация (принята по итогам шестого саммита БРИКС). С. 10.

⁸² Joint Communiqué of the 13th Meeting of the Foreign Ministers of the Russian Federation, the Republic of India and the People's Republic of China // The Ministry of Foreign Affairs of the Russian Federation : offic. website. 2015. February 2. URL: http://www.mid.ru/bdcomp/brp_4.nsf/e78a48070f128a7b43256999005bcbb3/8d6de00ba64f65b343257de0004fe531 (дата обращения: 12.01.2015).

⁸³ A new regulatory framework for credit rating agencies // Global credit review. 2011. Vol. 1. P. 27. URL: <http://rmi.nus.edu.sg/gcr/files/02%20GCR%20vol%201.pdf> (дата обращения: 12.01.2015).

⁸⁴ Статья 9. Оплата подписки на акции Статей соглашения Нового банка развития // Соглашение о Новом банке развития : Приложение. С. 8. URL: http://static.consultant.ru/obj/file/doc/fz_050215-2.pdf (дата обращения: 12.01.2015).

⁸⁵ *Bongaerts D.* Op. cit. P. 3.

Кроме того, принадлежность агентства наднациональной структуре позволит достичь целого ряда целей, которые до сих пор не были урегулированы на рейтинговом рынке, в том числе:

– получить достаточную независимость от влияния отдельных государств и их регулирующих органов за счёт наднационального статуса, что позволит снизить возможность политического давления на принимаемые решения и повысить объективность присваиваемых рейтингов;

– обеспечить альтернативу существующей олигополии "большой тройки" и повысить стабильность рейтингования суверенных и корпоративных заёмщиков независимо от геополитической ситуации и обострения политических разногласий с тем, "чтобы рейтинги невозможно было бы включать и выключать по решению правительств"⁸⁶;

– сохранить возможность учёта региональной специфики экономик, особенностей делового этикета стран, приоритетных для деятельности агентства, за счёт достаточно узкого круга объектов оценки; это позволит избавиться от рисков неточной оценки, которые нередко присущи американским агентствам, ориентированным преимущественно на рынок США⁸⁷;

– обеспечить поддержку агентства на нескольких национальных рынках и повысить тем самым его международную конкурентоспособность за счёт признания проводимых оценок государственными органами и рыночными регуляторами стран-участниц, а в последующем – в регионах, где государства БРИКС являются лидерами региональных экономических объединений;

– способствовать развитию открытой и прозрачной методологии определения кредитных рейтингов суверенных заёмщиков на основе комплексной многосторонней и многофакторной оценки, а также разработке механизма по сокращению их негативного воздействия на рынок;

– снизить потенциальные риски возникновения конфликта интересов за счёт отказа от использования принципа оплаты объектом оценки, что, по мнению многих специалистов, существенным образом повысит авторитет нового участника рынка⁸⁸.

Главной задачей нового агентства, таким образом, должно стать обеспечение больших возможностей для привлечения финансовых средств компаниями и государственными органами стран с развивающимися рынками. Помощь беднейшим странам в форме рейтингования их суверенной задолженности и определения уровня кредитоспособности основных субъектов их экономической деятельности принесёт этим государствам ощутимую пользу и увеличит возможности их доступа к капиталу. Кроме того, принадлежность к надгосударственной структуре позволит избежать конфликта интересов между естественными целями

⁸⁶ Интервью первого вице-преьера правительства РФ Игоря Шувалова Forbes и Die Welt // Forbes : website. 2014. 13 апреля. URL: <http://www.forbes.ru/sobytiya/vlast/254015-chtoby-finansirovat-krym-pravitelstvu-pridetsya-zanimat-ili-raspechatat-rezerv> (дата обращения: 12.01.2015).

⁸⁷ Егоров А. Глобальная финансовая инфраструктура: момент истины / А. Егоров // Банковское дело. 2013. № 7. С. 10.

⁸⁸ См., например: A new regulatory framework for credit rating agencies. P. 30.

частных агентств, стремящихся максимизировать свою прибыль, и задачами обеспечения регулятивных функций, что ранее часто дискредитировало весь международный рейтинговый рынок.

Ключевые слова: *Dagong Global Credit Rating – Fitch Rating – Moody’s – Standard & Poor’s – БРИКС – Группа двадцати – кредитный рейтинг – мировая финансовая система – развивающиеся рынки – рейтинговые агентства – финансовый кризис.*

Keywords: *Dagong Global Credit Rating – Fitch Rating – Moody’s – Standard & Poor’s – BRICS – G20 – credit rating – global financial system – emerging markets – rating agencies – financial crisis.*