

Ключевые слова:

кредитные рейтинговые агентства,
кредитный рейтинг, регулирование,
финансовый кризис, конфликт интересов

С. И. Никулина, науч. сотр.

Центра международных финансов НИФИ
(e-mail: SNikulina86@gmail.com)

Международное правовое регулирование рейтинговых агентств

В мире есть две супердержавы: Соединенные Штаты Америки и рейтинговое агентство Moody's. Соединенные Штаты могут уничтожить вас, сбросив бомбу, а Moody's — понизив рейтинг ваших облигаций. И, поверьте мне, еще неизвестно, кто из двух более влиятелен.

Т. Фридман, международный обозреватель The New York Times

Кредитные рейтинги используются в законодательстве развитых стран для регулирования финансовых рынков. От них зависят направления движения огромных финансовых потоков. Острота вопроса заключается в том, что присвоение рейтингов содержит в себе конфликт интересов, следствием чего выступают неверные кредитные рейтинги и инвестиционные решения, принятые на их основе.

Индустрия кредитных рейтингов формировалась в условиях всеобщей заинтересованности «в преобразовании большого объема разрозненной финансовой информации в простую и ясную оценку кредитоспособности должников — кредитный рейтинг. В США практика присвоения кредитных рейтингов эмитентам долговых обязательств насчитывает уже более ста лет, в то время как европейский и национальные рынки кредитно-рейтинговых услуг получили развитие лишь в последние два десятилетия»¹.

В настоящее время международная рейтинговая индустрия практически монополизирована «большой тройкой» — агентствами Moody's, Standard & Poor's (S&P) и Fitch Ratings, контролирующими около 95 % глобального рынка рейтинговых услуг². Рейтинги этих агентств широко применяются в регулятивных целях в США и в других странах, тем самым служа «входным билетом» на глобальные финансовые рынки.

Несмотря на обширную базу данных и богатый опыт, необходимые для адекватной оценки кредитоспособности заемщиков, упомянутая «тройка» регулярно допускает ошибки, приводящие к финансовым потерям инвесторов. Она не смогла вовремя дать адекватную оценку событиям, имевшим серьезные экономические последствия: крупнейшему финансовому кризису в азиатском регионе, России и ряде других

¹ См.: Хомяков А. И. Рейтинговые агентства на финансовом рынке: автореф. дис. ... к. э. н. — Санкт-Петербург, 2011.

² Там же, с. 3.

развивающихся стран (1997–1998), ухудшившемуся финансовому состоянию компаний Enron, WorldCom, Parmalat (2000-е). Более того, присвоение наивысших рейтингов обеспеченным долговым обязательствам, которые на самом деле стоили гораздо меньше своего номинала, стало одной из главных причин американского ипотечного кризиса, спровоцировавшего финансовый кризис 2007–2009 гг. Последний выявил целый ряд проблем в рейтинговой индустрии:

- фактическое отсутствие конкуренции на рейтинговом рынке, где доминирует «большая тройка»;
- чрезмерную зависимость инвесторов от рейтингов;
- непрозрачность механизма присвоения рейтингов;
- конфликт интересов, присущий бизнес-модели рейтинговых агентств, в которой эмитент оплачивает оказываемые услуги³;
- переход конфликта интересов из экономической в политическую сферу⁴;
- пробелы в правовом регулировании деятельности рейтинговых агентств, в частности отсутствие законодательной ответственности за присваиваемые рейтинги.

Поэтому усилия регуляторов всех стран сейчас направлены на то, чтобы улучшить существующую систему надзора за деятельностью кредитных рейтинговых агентств. Несмотря на то, что они существуют уже более ста лет, до начала XXI в. их никто не контролировал, что позволяло им избегать ответственности за недостоверность присвоенных рейтингов. В США регистрация и надзор за ними были введены только в 2007 г., в ЕС — в 2009 г. В России с 2009 г. действует система их аккредитации.

На международном уровне к рейтинговым агентствам предъявляются требования, которые изложены в следующих документах:

- Кодекс основ поведения для кредитных рейтинговых агентств, разработанный Международной организацией комиссий по ценным бумагам (The International Organization of Securities Commissions — IOSCO), в редакции 2008 г.;
- документ Базельского комитета по банковскому надзору «Международная конвергенция измерения капитала и стандартов капитала: новые подходы» («Базель II»);
- Принципы по снижению зависимости решений экономических контрагентов от кредитных рейтингов (далее — Принципы по снижению зависимости), разработанные Советом по финансовой стабильности (Financial Stability Board — FSB) в октябре 2010 г. и одобренные лидерами «Большой двадцатки» (G20) в ноябре того же года на саммите в Сеуле.

Кодекс IOSCO юридически не обязателен. Напротив, он основан на принципе «Следуй или объясни несоблюдение» (раздел 4.1)⁵. Тем не менее его нормы во многом были приняты большинством кредитных рейтинговых агентств. Он содержит как запретительные нормы для ограничения агентств и их сотрудников в определенных действиях, так и обязательства действовать упреждающе (например, посредством внедрения соответствующей организационной структуры), гарантируя, что конфликта интересов не возникнет, а если и возникнет, то любые его потенциальные последствия будут смягчены (скажем, путем разглашения информации о возникшем конфликте на рынке).

³ С 1990-х гг. около 90 % своих валовых доходов рейтинговые агентства получают от эмитентов, что неизбежно вызывает конфликт интересов. См.: Kubota T. *Regulation of Rating Agencies: Current and Future // International Monetary and Financial Law. The Global Crisis / Mario Giovanoli and Diego Devos, eds. — Oxford University Press. — 2010. — P. 257.*

⁴ Хорошо известны примеры Канады и Австралии, когда понижение суверенного рейтинга накануне выборов в них приводило к смене правящей политической партии. В 2003 г. власти Германии указали на умышленное, по их мнению, занижение американскими агентствами рейтингов немецких компаний из-за противоречий США и ряда европейских стран по поводу Ирака. Президент S&P Д. Шарма ушел в отставку в августе 2011 г., спустя несколько недель после того, как это агентство понизило кредитный рейтинг США с максимального AAA до AA+, что привело к обвалу рынков по всему миру.

⁵ См.: *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies / The International Organization of Securities Commissions (IOSCO) (<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>).*

Что касается минимальных требований Базельского комитета по банковскому надзору к рейтинговым агентствам, они включают:

- Объективность.

«Методология присвоения кредитных рейтингов должна быть четкой, системной и в определенной форме подтверждаемой историческим опытом... Прежде чем органы надзора подтвердят методологию присвоения рейтингов для каждого сегмента рынка, она должна функционировать не менее года (желательно три года)».

- Независимость.

Агентство «должно быть независимым и не подвергаться политическому или экономическому давлению, которое может повлиять на рейтинги».

- Международный доступ/транспарентность.

«Как иностранные, так и местные учреждения, имеющие законные интересы, должны получать рейтинги на равных условиях. Кроме того, общая методология... должна быть широко доступна».

- Раскрытие информации.

Агентство «должно раскрывать следующую информацию: методология присвоения рейтингов, включая определение дефолта, временного горизонта и значение каждого рейтинга; реальные уровни дефолтов по каждой из категорий рейтингов; движение рейтингов, например вероятность того, что рейтинг AA может перейти со временем в рейтинг A».

- Ресурсы.

Агентство «должно обладать достаточными ресурсами для проведения высококачественных оценок кредитных рейтингов. Эти ресурсы должны обеспечивать постоянный и тесный контакт с высшими и операционными звеньями оцениваемых учреждений для повышения качества присваиваемых рейтингов».

- Достоверность.

Достоверность проистекает из приведенных выше критериев. Надежность агентства «также обеспечивается внутренними процедурами предотвращения злоупотреблений конфиденциальной информацией»⁶.

Если кредитные рейтинговые агентства удовлетворяют этим требованиям, то внешние рейтинги могут использоваться банками в политике управления рисками и оценке достаточности собственного капитала.

Важный шаг в регулировании деятельности кредитных рейтинговых агентств — разработка FSB Принципов по снижению зависимости. Они призваны положить конец механическому использованию рейтингов участниками рынка, убрать или заменить нормативные ссылки на кредитные рейтинговые агентства в законодательстве альтернативными стандартами кредитоспособности.

На встрече министров финансов и глав центральных банков G20 в Мехико 24–25 февраля 2012 г. был заслушан промежуточный отчет FSB, в котором делалась попытка подвести итоги соблюдения его рекомендаций по уменьшению использования оценок рейтинговых агентств для принятия инвестиционных решений. Этот отчет показал, что цель, которую ставил FSB, вырабатывая рекомендации, не достигнута. «Оказалось, что большое желание продвинуться в этом направлении столкнулось с техническими проблемами — из-за устоявшейся инфраструктуры финансовых рынков, в которой рейтинговые агентства играют большую роль», — пояснил по итогам встречи заместитель Министра финансов России С. Сторчак. Он также сообщил, что FSB к ноябрю подготовит новые предложения по снижению влияния оценок рейтинговых агентств на инвестиционные решения.

В настоящее время в мире существуют две основные системы регулирования деятельности рейтинговых агентств: американская и европейская.

⁶ Международная конвергенция измерения капитала и стандартов капитала: уточненные рамочные подходы. Базельский комитет по банковскому надзору, Банк международных расчетов, июнь 2004. — С. 28–29.

В США кредитные рейтинговые агентства подлежат регулированию и контролю с момента вступления в силу Закона о реформе кредитных рейтинговых агентств (Credit Rating Agency Reform Act) 27 июня 2007 г. Регулирование включает требования по регистрации тех агентств, чьи рейтинги используются в регулятивных целях. Одобренные агентства получают статус национально признанных статистических организаций. Комиссия по ценным бумагам и биржам США отвечает за их регистрацию в соответствии с порядком и критериями, установленными в разделе 15E Закона о ценных бумагах и биржах 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934) с учетом поправок в связи с принятием 21 июля 2010 г. Закона Додда — Франка, включая положения относительно конфликтов интересов.

Закон Додда — Франка, принятый после длительных обсуждений, внес существенные изменения в сферу финансовых рейтингов. Он предусматривает усиление регулирования, прозрачности и подотчетности для кредитных рейтинговых агентств. В частности, на них возлагается вся полнота ответственности за присваиваемые рейтинги. В США рейтинговые агентства исторически были эффективно защищены против исков благодаря свободе выражения мнения, предоставленной им Первой поправкой к Конституции США. Судьи долгое время признавали рейтинги мнениями. Но Закон Додда — Франка намерен изменить эту практику. Исходя из коммерческого (в значительной степени) характера рейтингов, Закон предполагает, что рейтинговые агентства не должны быть абсолютно защищены, когда публикуют финансовые рейтинги. Для этого он вводит две нормы, регулирующие финансовый рынок, которые предусматривают их гражданскую ответственность. Во-первых, он изменяет Закон о ценных бумагах и биржах от 1934 г., включая положение о том, что рейтинговые агентства несут ответственность, если они, намеренно или нет, не выполняют свою обязанность — проведение должным образом исследований. Во-вторых, Закон Додда — Франка отменяет статью Закона о ценных бумагах от 1933 г. (Securities Act of 1933), которая освобождала рейтинговые агентства от гражданско-правовой ответственности как экспертов. Также отменяется правило, согласно которому агентства не могут считаться экспертами с точки зрения ответственности (раздел 11 Закона о ценных бумагах)⁷. Таким образом, теперь есть все шансы для того, чтобы рейтинговые агентства, считаясь экспертами, могли быть привлечены к ответственности за ошибки, допущенные в обнародованных результатах.

Однако Закон Додда — Франка не содержит мер для непосредственного пересмотра модели «эмитент — плательщик». Сенатор А. Франкен предложил систему, основанную на идее нейтрального посредника между рейтинговыми агентствами и эмитентами. Его идея состояла в создании независимого органа, который будет получать запросы на проведение рейтинга, а затем назначать агентства, которые и будут присваивать рейтинги. Эта поправка Франкена была внесена в текст законопроекта, который предложил Сенат, но Палата депутатов ее отвергла.

В итоге в Законе Додда — Франка не осталось мер, прямо направленных на устранение конфликта интересов, который вытекает из модели «эмитент — плательщик». Тем не менее нельзя недооценивать его достижения. Несмотря на то, что Закон не уточняет, какие меры должны заменить кредитные рейтинги, американских регуляторов призывали к поиску альтернатив для улучшения регулирования финансовых рынков. При реализации Закона рейтинговые агентства перестанут играть роль квазирегулятора. Результат будет зависеть от решений, которые примут регулирующие органы и участники финансового рынка. Таким образом, ожидать эффекта следует в долгосрочной перспективе. Американские регуляторы, в т. ч. Комиссия по ценным бумагам и биржам, больше склоняются к решениям, учитывающим правила рыночной экономики. Некоторые авторы, например, предложили заменить рейтинг регулированием с помощью кредитных спредов или кредитных дефолтных свопов (credit default swap — CDS)⁸.

⁷ См.: Darbellay A., Partnoy F. *Agences de Notation et Conflits d'Intérêts* // *Revue d'Économie Financière*. — 2012. — Vol. 105. — P. 316.

⁸ См.: Flannery M., Houston J., Partnoy F. *Credit Default Swap Spreads as Viable Substitutes for Credit Ratings* / *Social Science Research Network* (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1666350).

Главное — установить такие правила игры, которые не могли бы обойти или изменить ни агентства, ни их клиенты.

Что касается Европы, контроль за деятельностью рейтинговых агентств здесь был введен лишь с утверждением 16 сентября 2009 г. Европарламентом и Советом министров Правил ЕС №1060/2009 о кредитных рейтинговых агентствах (Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies). Эти Правила имеют юридически обязывающий характер и включают следующие требования:

- запрет для рейтинговых агентств на предоставление консалтинговых услуг;
- запрет на выставление рейтинга финансовым инструментам, если информации для принятия решения недостаточно;
- обязательство раскрывать информацию об истории их рейтингов, а также о моделях, методологии и основных предположениях, на основании которых выставляется рейтинг;
- дифференциация рейтингов структурированных продуктов в зависимости от их сложности;
- обязательство публиковать ежегодный отчет;
- создание специального отдела внутри каждого агентства для проверки качества рейтингов;
- в совет директоров должны входить минимум два независимых директора, вознаграждение которых не должно зависеть от показателей деятельности. Срок их полномочий может составлять не более пяти лет (максимум — один срок). Они могут быть отстранены только в случае ненадлежащего исполнения профессиональных обязанностей⁹.

В сентябре 2009 г. Европейская комиссия одобрила создание двух органов надзора — Европейской системы органов финансового надзора (European Financial Regulation System) и Европейского совета по системному риску (European Systemic Risk Board) — для улучшения координации между существующими регулирующими органами. Главная задача первого — регулирование на микроуровне, второго — макропруденциальное регулирование, направленное на ограничение системных рисков.

В июне 2010 г. члены Еврокомиссии объявили о своем намерении усилить контроль за деятельностью рейтинговых агентств, для чего планировалось создать специальный наблюдательный орган, наделенный обширными полномочиями, включая возможность наложить штраф либо лишить агентство лицензии на работу в стране. Главным предметом его изучения должны были стать методики определения кредитоспособности компаний или стран.

19 июня 2012 г. комитет по вопросам экономической и монетарной политики Европарламента одобрил проект закона, которым вносятся изменения в действующий с 2009 г. закон о кредитных рейтинговых агентствах. Данный пакет изменений «CRA 3» обсуждался около года. Первоначально он был довольно революционным, однако в итоге наиболее радикальные предложения в окончательный компромиссный текст не вошли.

Европарламент одобрил ограничения деятельности рейтинговых агентств в плане суверенных рейтингов, утвердив положение, согласно которому агентствам будут назначать только две или три даты в год для публикации рейтинговых оценок. При этом возможность публикации оценок в другое время будет рассматриваться европейским регулятором рынка ценных бумаг. В то же время европейские законодатели частично отвергли предложение Еврокомиссии, которое вынуждало компании чередовать рейтинговые агентства, оценивающие их облигации.

Еврокомиссия предложила ввести правило чередования рейтинговых агентств в прошлом году в рамках закона об ужесточении регулирования их деятельности на фоне появившегося мнения, что именно рейтинговые решения усугубили европейский

⁹ См.: Хомяков А. И. Рейтинговые агентства на финансовом рынке: автореф. дис. ... к. э. н. — Санкт-Петербург, 2011. — С. 18.

кризис. Ротация агентств, по ее мнению, привела бы к увеличению конкуренции и решила проблему конфликта интересов. Это предложение предполагало, что компании будут чередовать рейтинговые агентства, оценивающие их кредитоспособность, каждые три года.

Однако комитет по вопросам экономической и монетарной политики Европарламента одобрил введение этого правила лишь в отношении секьюритизированных активов компаний и других структурных инструментов. Смена рейтинговых агентств в этих случаях должна происходить каждые пять лет, а не три года. Правило также не будет распространяться на эмитентов, пользующихся услугами двух и более агентств.

Таким образом, анализ международной практики показывает, что регулирование в сфере рейтинговых агентств преследует следующие цели: обеспечение достаточной конкуренции между кредитными рейтинговыми агентствами и прозрачности их деятельности через обязательства по раскрытию информации, усиление защиты прав инвесторов посредством обеспечения объективности рейтинговых агентств и устранения конфликта интересов.

Несмотря на недостатки в работе кредитных рейтинговых агентств, альтернативы им на сегодняшний момент не существует. Поэтому усилия правительств разных стран в настоящее время сосредоточены на совершенствовании законодательной системы регулирования их деятельности. В перспективе необходим поиск иных инструментов оценки инвестиционной привлекательности компаний.

Библиография

1. Кудряшов, В. В. Правовое регулирование кредитных рейтинговых агентств: европейская модель // Финансовое право. — 2010. — № 9.
2. Моисеев, С. Р. Регулирование деятельности рейтинговых агентств на национальном рынке // Вопросы экономики. — 2009. — № 2.
3. Пищулин, Е. А. Кредитные рейтинги: игра на повышение // Банковское дело. — 2010. — № 1.
4. Турсунов, Т. М. Конфликт интересов с участием международных кредитных рейтинговых агентств как отправная точка в развитии регулирования их деятельности // Финансы и кредит. — 2010. — № 43.
5. Хомяков, А. И. Рейтинговые агентства на финансовом рынке: автореф. дис. ... к. э. н. — Санкт-Петербург, 2011.
6. Официальный сайт Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC) [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.sec.gov/>.
7. Официальный сайт Комитета по надзору и правительственной реформе Палаты представителей США (Committee on Oversight and Government Reform) [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://oversight.house.gov/>.
8. Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies [Электронный ресурс] / The International Organization of Securities Commissions (IOSCO). — Режим доступа: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>.
9. Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings [Электронный ресурс] / Financial Stability Board. — Режим доступа: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101027.pdf.
10. Blumberg, N., Wirth, J., Litsoukov, N. The Liability of Credit Rating Agencies to Investors: a Review of the Current Liability Regime and Recent SEC Proposals // Journal of Structured Finance. — 2011. — Vol. 16. — Issue 4.
11. Colomer, N. Open Conflict // Asset Securitization Report. — 2012. — Vol. 12. — Issue 5.
12. Darbellay, A., Partnoy, F. Agences de Notation et Conflits d'Intérêts // Revue d'Économie Financière. — 2012. — Vol. 105.
13. Devine, E. The Collapse of an Empire? Rating Agency Reform in the Wake of the 2007 Financial Crisis // Fordham Journal of Corporate & Financial Law. — 2011. — Vol. 16. — Issue 1.
14. Goodhart, Charles A. E. The Regulatory Response to the Financial Crisis. — 2009.
15. Johansson, T. Regulating Credit Rating Agencies: the Issue of Conflicts of Interest in the Rating of Structured Finance Products // Journal of Banking Regulation. — 2010. — Vol. 12. — Issue 1.
16. Kubota, T. Regulation of Rating Agencies: Current and Future // International Monetary and Financial Law. The Global Crisis / Mario Giovanoli and Diego Devos, eds. — Oxford University Press. — 2010.
17. Ulinski, M., Girasa, R. From Credit Fraud to Meaningful Recovery: the Role of Credit Rating Agencies and How Auditors Might Be Affected by the Dodd-Frank Act // Journal of Modern Accounting and Auditing. — 2011. — Vol. 7. — No. 11.