Как известно на фондовом рынке оценка инвестиционных качеств ценных бумаг различных компаний выражается в форме рейтингов, присваиваемых рейтинговыми агентствами.

Рейтинг – это мнение о качестве фондовой ценности, суждение эксперта об объективных показателях рынка, суждение относительно вероятности оплаты основной суммы долга и процентов.

Рейтинговые оценки крупнейших международных агентств прочно вошли в число критериев, определяющих положение финансовых институтов на финансовых рынках, объёмы инвестиций в национальные экономики, курсы долговых обязательств, обращающихся на фондовых биржах.

В период финансовой нестабильности происходит не только корректировка ранее существовавших механизмов расчёта рейтинга, но и переосмысление качественных интерпретаций количественных рейтинговых оценок.

Разразившийся мировой финансовый кризис ставит под сильные сомнения адекватность рейтинговых оценок, присваиваемых международными рейтинговыми агентствами.

Использование инвестором рейтинга ценных бумаг позволит ему иметь квалифицированную информацию о состоянии рынка определённых бумаг для принятия решений о вложениях в те или иные ценные бумаги.

Как оцениваются с помощью рейтинга надёжность ценные бумаги компаний на фондовом рынке? В зависимости от надёжности компаний, работающих на фондовом рынке, ценным бумагам этих компаний может быть присвоен определённый бал в виде буквенного набора специальными рейтинговыми агентствами. Так, например:

Показать всю таблицу

Максимально возможная надёжность
Высокая надёжность
Умеренно высокая надёжность
Менее высокая надёжность
Ненадёжные инвестиции
Высоко спекулятивные инвестиции
Риск, возможно невыполнение обязательств
Несвоевременное выполнение обязательств

AAA
AA+/AA/AA-
A+/A/A-
BBB+/BBB/BBB-
BB+/BB/BB-
B+/B/B-
CCC+/CCC/CCC-
D

Рейтинги востребованы как в хорошие, так и в плохие времена, тем более что зачастую их наличие является требованием надзорных органов.

На фондовом рынке работают разные рейтинговые агентства. До последнего времени самыми влиятельными были три крупные американские рейтинговые агентств – Moody«s, Fitch и Standard & Poor»s , именуемые «Большой тройкой». Они с давних пор занимают доминирующее положение на рынке и сохраняют его по сей день, несмотря на многочисленные просчёты. Оценки крупных рейтинговых агентств предопределяют успех или провал инвесторов, структурированных финансовых продуктов и целых компаний. Если у аналитиков «Большой тройки» сложится плохое мнение о ценных бумагах какой либо страны, то это может повлечь пересмотр кредитоспособности целых государств. Не далее как в январе текущего года такая судьба постигла Испанию, после чего процентные ставки там резко возросли.

Каждый их плюс или минус неизбежно приводит в движение миллиарды. Если Standard

& Poor«s, Moody»s или Fitch снижали рейтинг какой-либо компании, на рынке, как правило, начинается паника, несчастной фирме приходится в срочном порядке искать свежие деньги: крупные фонды автоматически выставляют её акции на продажу.

Финансовый кризис показал, что эти агентства довольно часто допускали ошибочные оценки, присваивая иногда высшие баллы «мусорным» облигациям, тем самым они раздували ажиотаж на финансовых рынках. И в связи с этим сегодня они утратили репутацию непогрешимых и никогда не ошибающихся структур.

Это из-за вопиющих неверных оценок «Большой тройки» инвесторы во всём мире до самой последней минуты перед катастрофой (началом кризиса) чувствовали себя в безопасности. Их высшие баллы (AAA) предвещали стабильность и прибыль, в то время как фундамент финансовой архитектуры давал первые трещины тут и там. Первым громким существенным провалом был прогноз в отношении Lehman Brothers. Всего за один день до банкротства «Большая тройка» всё ещё оценивала банк как в высшей степени надёжный: A, и A+. Менее известные рейтинговые агентства, например, небольшое агентство Egan-Jones ещё за полгода до катастрофы снизило рейтинг Lehman Brothers до BBB+, потом совсем стёрли плюс, позднее пририсовали минус, а за день до банкротства вынесло смертельный приговор – CCC. Инвесторы не прислушались к прогнозам такого рейтингового агентства.

Поэтому инвесторы и взбунтовались против Moody's сотоварищи, считая тех виновными в понесённых ими убытках. В связи с крупными ошибками этих агентств при выставлении неоправданно высоких кредитных рейтингов ипотечным облигациям и прочим долговым инструментам сомнительной надёжности, некоторые управляющие крупнейшими хедж-фондами обвинили финансовую систему США и рейтинговые агентства в текущем экономическом кризисе, а также призвали к всеобъемлющим реформам на рынке финансовых инструментов.

Сейчас надзорные органы и правительства Европы и США хотят связать крупные агентства строгими обязательствами. Нельзя допустить, чтобы вкладчики ещё раз потерпели крах из-за слепой веры в авторитет рейтинговых агентств. Но крупные агентства стали отчаянно бороться за свою репутацию и пытаются исправить положение, резко снижая рейтинги. Однако в результате ситуация лишь усугубляется.

Напрашивается вопрос: почему они не смогли вовремя оценить ситуацию? Какой урок

нужно вынести из случившегося? И наконец, кто в будущем должен присваивать «знаки качества» и какими критериями руководствоваться?

По мнению участников фондового рынка, корень зла таится в том, что составление рейтингов оплачивают те компании, ценным бумагам которых даётся оценка. Понятно, что эмитенты облигации и финансовых продуктов более чем заинтересованы в получении высших баллов. Ни для кого не секрет, что фактор оплаты определяющим образом сказывается на поведении.

Участники фондового рынка предлагают разработать принципиально новую бизнес-модель для «Большой тройки». Их рейтинги должны заказывать не эмитенты, а инвесторы, ведь именно они в наибольшей степени заинтересованы, чтобы аналитики давали оценку без прикрас.

Хотя такая бизнес-модель уже существовала и принесла славу в 1909 г. фирме Джона Муди. История Джона Муди является классическим примером реализации американской мечты. Он начал свой трудовой путь курьером, работал в одном из банков на Уолл-стрит. Однако в отличие от сотен других обычных курьеров он старался постоянно быть в курсе событий на рынке, для чего ежедневно читал биржевую хронику. В один прекрасный день, как раз во время такого чтения, он испытал озарение, писала впоследствии о нём The Washington Post. Котировки акций стремительно растут, и рано или поздно рынок начнёт испытывать нужду в руководстве, способном предоставить инвесторам полную информацию об эмитентах ценных бумаг. Тогда он составил рейтинги облигаций железных дорог, рынок которых обладал слишком большой волатильностью.

Джон Муди создал буквенный код для обозначения степеней рисков. Во время биржевого краха 1929 г. ни одна из ценных бумаг, которую Муди счёл в высшей степени надёжной, не упала – результат, достойный уважения. Вкладчики доверяли аналитику и были готовы платить за объективные прогнозы.

В 1936 г. в США был принят федеральный закон, в соответствии с которым комиссия по ценным бумагам США (SEC) не допускала к биржевым торгам бумаги, оцененные национальными рейтинговыми агентствами ниже инвестиционного уровня. Но через два года, закон был отменён под давлением финансового лобби и прогнозов о том, насколько фатальными могут в этом случае оказаться ошибки рейтинговых агентств.

В 1970-е гг. крупные рейтинговые компании изменили бизнес-модель на модель существующую сейчас. Теперь аналитические услуги рейтинговых компаний оплачиваются не инвесторами, а эмитентами ценных бумаг.

Например, стоимость получения рейтинга у крупнейших международных агентств составляет от $30 тыс. до $100 тыс. Ежегодное подтверждение или пересмотр рейтинга обходится в среднем на 20% дешевле, чем первоначальное рейтингование.

Оборот и прибыль рейтинговых агентств стремительно росли. Их бизнес неизменно сопровождал успех, несмотря на периодические просчёты в прогнозах. Прибыльность в 30 % в отрасли была обычным явлением.

Рейтинговую оценку структурированных продуктов они превратили в механизм по извлечению прибыли и тем самым подорвали доверие к себе – таков суровый приговор относительно высоких оценок, которые агентства давали ипотечным кредитам, далёким от первоклассного уровня.

Бизнес, построенный на извлечении прибыли, в годы бума был на самом деле исключительно привлекательным. Об этом свидетельствуют финансовые отчёты тех лет. В 2006 г. команда Standard & Poor по всему миру заработала $1,2 млрд, Moody's свели баланс с плюсом в $ 1,3 млрд. Только их дочерняя фирма в Германии получила доход с собственного капитала в размере сказочных 160 %.

Те золотые времена ушли в прошлое. Доходы падают, да ещё сегодня парламент ЕС пытается регламентировать бизнес тех, кто сделал своей профессией оценку солидности фирм.

23 апреля этого года Европарламент, применив ускоренную процедуру, утвердил новый свод правил. Теперь рейтинговые агентства обязаны получать регистрацию и иметь в своих наблюдательных советах не менее трёх представителей, не зависящих от них в финансовом отношении. Внутренним контрольным органам агентств предписано регулярно проверять деятельность своих аналитиков.

Приёмы, наиболее чреватые неприятностями, теперь попали под запрет. Многие годы агентства оценивали и финансовые продукты, при подготовке которых они выступали в качестве консультантов. Это примерно то же, что и разрешить автомастерской выдавать талоны техосмотра на машины, которые она сама собрала.

В то время как официальные учреждения осуществляют постоянный контроль, например, над банками, эксперты по рейтингам нередко работают в тех зонах, которые остаются вне поля зрения властей. Чтобы агентства не подставили всех ещё раз, «нужен полный надзор за их деятельностью, подразумевающий постоянную проверку их методик и назначение штрафных санкций при обнаружении некорректностей», – требуют специалисты по банковскому надзору. Но такого, к сожалению, ожидать не приходится, поскольку даже вводимые сейчас новые правила и положение о регистрации агентств в этом отношении прорывом не станут.

Но будут ли фирмы вроде Moody's и иже с ними впредь доминировать на рынке? А может быть, появятся даже государственные рейтинговые ведомства?

Во всяком случае, другие не очень крупные игроки, доказывают, что существуют альтернативные бизнес-модели. Они, как и первопроходец отрасли Джон Муди 100 лет назад, получают финансирование только от инвесторов – и это их принципиальная позиция.

Первые сомнения в объективности суждений агентств появились только в 60-е гг., когда «тройка» стала рассылать информацию о пересмотре рейтингов бесплатно, зато начала выставлять счета за проведение самой процедуры присвоения рейтингов. Это незамедлительно превратило агентства в богатейшие корпорации, так как рейтинги были нужны всем.

Первым ударом по репутации «большой тройки», конечно, стала история с Южной Кореей. Эта страна, носившая гордое имя главного «азиатского дракона», была поражена в 1997 г. тяжелейшим финансовым кризисом. Выяснилось, что её фондовый рынок страшно перегрет, а многие макроэкономические показатели являются дутыми. Последнее обстоятельство не помешало оплоту рыночной экономики в Юго-Восточной Азии получить из рук агентства Moody«s Investor Service инвестиционный рейтинг. Ситуацию усугубило то, что эта высочайшая оценка была поставлена экономике страны всего лишь за год до начала азиатского финансового кризиса. То есть в период, когда

всевозможные проблемы, например, чрезмерная задолженность компаний, фиксированный валютный курс при отсутствии постоянной практики хеджирования курсового риска и высоком процентном риске, уже имели место быть. Moody»s Investor Service по каким-то причинам их проигнорировало, как утверждали впоследствии наблюдатели, прежде всего потому, что присвоение высокого рейтинга Южной Корее отвечало внешнеполитическим интересам тогдашней администрации США.

Не успели Moody«s Investor Service и Standard & Poor»s перевести дух после азиатского кризиса, как в 2002-2003 гг. рухнул американский энергетический гигант Энрон, имеющий высокий инвестиционный рейтинг, погребя под собой миф о прозрачности отчётности ведущих компаний США, а заодно и уверенность инвесторов в непогрешимости агентств. «Казус Энрона» потряс всех. И прежде всего, конечно, американских инвесторов, которые до этого были безусловными почитателями «Большой тройки».

После обвала Энрона претензии в адрес агентств всё чаще стали озвучивать не только отдельные компании, но и целые государства. Наиболее громко о своём недовольстве деятельностью «Большой тройки» заявила Германия: в 2003 г. она обвинила агентства в умышленном занижении рейтингов ведущих национальных компаний. Власти страны утверждали тогда, что таким образом Standard & Poor«s и Moody»s Investor Service наказали Германию за разногласия с США по проблеме Ирака.

Однако все эти проколы наверняка сошли бы «Большой тройке» с рук, если бы не грянувший в 2007 г. крах ипотеки subprime в США и не последовавший вслед за ним глобальный кризис ликвидности. Здесь, как говорится, ударило всех, и ударило по самому святому – по карману! Негосударственные пенсионные фонды, хеджевые фонды, страховые компании, крупнейшие международные банки – все вкладывали средства в ценные бумаги, обеспеченные ипотекой. Большой популярностью пользовались, например, выпуски CDO – Collateralized Debt Obligation. Спрос на них был тем более активным потому, что они в большинстве случаев имели высочайшие рейтинги на уровне AAA.

А этот заветный трёхбуквенный код означал, что угроза дефолта по подобным бумагам практически равна нулю.

Дальнейшие события доказали, что это не так. После начала кризиса ипотеки выпуски

CDO начали обесцениваться со сказочной быстротой. Инвесторов потрясло не только это обстоятельство, но и поведение «большой тройки»: вместо того, чтобы отстаивать правильность присвоения ипотечным облигациям высочайших оценок, агентства начали в массовом порядке пересматривать рейтинги в сторону понижения. Особенно отличилось в этой «гонке на понижение» Standard & Poor's: одним небрежным движением изменило рейтинг одного из CDO под управлением компании State Street с AAA на CCC. То есть 6умага, до этого считавшаяся абсолютно непотопляемой, в течение минуты переместилась в разряд «мусорных облигаций». И это должно было поднять доверие к рейтинговым агентствам на небывалую высоту?

Испытанием для агентств «большой тройки» будет, по мнению экспертов, оценка суверенного кредитного рейтинга США. Однако сейчас, по мнению независимых наблюдателей, есть все же основание для его пересмотра в сторону понижения – взять хотя бы показатели американского бюджета. Однако руководители агентств «большой тройки» к решительному шагу явно не готовы. Пока же «большая тройка» даёт понять, что изменения оценки кредитоспособности крупнейшей экономики ждать не стоит: мол, снижение в нынешней ситуации не усмирит кризис, а, напротив, обострит его.

Результат налицо: репутация «большой тройки», ещё недавно казавшаяся непоколебимой, теперь под большим вопросом. Заявления представителей Standard & Poor«s, Moody»s Investor Service и Fitch Ratings о готовности внести коррективы в свою деятельность воспринимаются со скептицизмом, их оправдания – с усмешкой, их заверения в том, что подобное больше никогда не повторится, вообще пропускаются мимо ушей.

В России прогнозы «большой тройки» для нашей страны переломными стали 90-е гг. Россия в этот период испытала все прелести шоковой терапии, а Standard & Poor«s, Moody»s Investor Service и Fitch – прелести новых ощущений возникающих в случае, когда твои оценки опровергаются самой жизнью.

Недавно международное агентство Standard & Poor's понизило суверенный рейтинг России с BBB+ до BBB впервые со времен «чёрного августа 1998». Старейший участник «Большой тройки» раскритиковал финансовую политику правительства нашей страны, усомнился в достаточности резервов ЦБ и Минфина и предрёк России дефицит бюджета в 2009 г. на уровне 2,5 %. Еще год–два назад подобные оценки агентства вызвали бы бурную негативную реакцию рынков (например, обвал котировок акций) и были бы восприняты как национальное бедствие.

Но этого не произошло. Рынки уже не раз имели возможность убедиться в необъективности агентств, а политики в предыдущие несколько лет неоднократно говорили о том, что рейтинг России занижен из политических соображений. Точнее, из-за того, что власти страны придерживаются по многим внешнеполитическим вопросам иной точки зрения, чем администрация США. Российские же банки – во всяком случае, многие из них – в последние два–три года не раз сетовали на необъективность агентств и на дороговизну рейтингов (по некоторым оценкам, услуги агентств «Большой тройки» обходятся в 3-4 раза дороже, чем услуги национальных рейтинговых компаний).

Однако пока внешние рынки капитала были в работоспособном состоянии, за оценки международных рейтинговых агентств волей-неволей приходилось платить. Международный рейтинг был своего рода «галстуком-бабочкой». Его наличие позволяло быть принятым в элитарный круг международных финансов, являлось сигналом для признания участниками международных финансовых рынков и своеобразным сертификатом качества, принимаемым суверенными органами пруденциального надзора.

Сейчас, как хорошо известно, на внешних рынках капитала установились совсем иные правила игры. Никакие рейтинги, даже самые высокие, не обеспечивают возможность получения здесь дешёвых «длинных» кредитов. На внутреннем же рынке банки, не имеющие международных рейтингов, ограничены в правах: до недавнего времени они, например, не могли принимать участия в беззалоговых аукционах Минфина. Только в конце ноября 2008 г. Банк России смягчил требования к таким финансово-кредитным структурам: теперь банк может претендовать на участие в аукционах ЦБ по беззалоговому кредитованию в случае, если он располагает рейтингами национальных рейтинговых агентств. Но с оговорками: во-первых, пока при ЦБ аккредитованы только четыре национальных рейтинговых агентства. Однако участники рынка всё равно рассматривают это как серьёзный шаг вперёд. И утверждают: не было бы счастья, да несчастье помогло: неизвестно, сколько бы ещё времени понадобилось для уравнивания рейтинговых агентств в правах, если бы не кризис, подорвавший репутацию «Большой тройки» и разрушивший миф о её непогрешимости.

Сейчас же участники фондового рынка всё чаще задаются вопросом: а судьи кто? Могут ли агентства, допустившие столько проколов и ошибок, претендовать на объективность суждений?