

СЕРГЕЙ ГОЛУБИЦКИЙ

# АХАВ И ШЕМАИЯ<sup>1</sup>



«В МИРЕ СЕГОДНЯ ЕСТЬ ДВЕ СУПЕРДЕРЖАВЫ: Соединенные Штаты АМЕРИКИ И РЕЙТИНГОВОЕ АГЕНТСТВО Moody's. Соединенные Штаты МОГУТ УНИЧТОЖИТЬ ВАС, СБРОСИВ БОМБЫ, а Moody's — ПОНИЗИВ РЕЙТИНГ ВАШИХ ОБЛИГАЦИЙ. И ПОВЕРЬТЕ МНЕ — ЕЩЕ НЕИЗВЕСТНО, КТО ИЗ ДВУХ БОЛЕЕ ВЛИЯТЕЛЕН».

Томас Фридман в интервью 1996 года

О роли рейтинговых агентств в финансовом кризисе нашего времени вспомнили в самую последнюю очередь. Сначала, как полагается, смертные грехи делегировали биржевым игрокам (Bear Stearns), затем обвинили государственных риелторов (Fannie Mae, Freddie Mac). Следом за «народными ростовщиками» (Household International) кубок главного козла отпущения перешел страховщикам (AIG), а от них — инвестиционным банкам (Goldman Sachs, JP Morgan), собственноручно слепившим «финансовые инструменты массового поражения» (Уоррен Баффетт о CDS и прочих CDO).

И только под занавес, когда народный гнев изрядно пообстрелился в борьбе за выживание, вспомнили об Олимпийской Тройке — рейтинговых агентствах (далее по тексту — РА) Moody's, Standard & Poor's и Fitch. Тех самых лжеопророках, которые, собственно, и благословили профессиональную камарилю на развод экономически безграмотных аутсайдеров.

Вспомнили хоть и с опозданием, зато по полной программе: всплыли и забой «азиатских тигров» в середине 90-х годов, и соучастие в международном говоре по российским ГКО, и высшая оценка долговых обязательств Энрона, кинувшего половину пенсионных фондов страны. И — главное! — золотой рейтинг инвестиционного уровня «AAA», которым РА благословили многоуровневые долговые обязательства, обеспеченные залогом (CDO).

Поскольку рейтинговые агентства попали под руку последними, разговор с ними вышел хоть и короткий, но жесткий. Сначала — обструкция в федеральной прессе. Затем — слушания в Конгрессе. Под конец — единодушное голосование в Сенате (май 2010 г.) на предмет усиления регуляции кредитных рейтинговых агентств, дабы избежать «повторения финансового кризиса» (будто текущий кризис уже закончился!).

Казалось бы, репутация Moody's, Standard & Poor's и Fitch полностью

изничтожена, и понадобятся долгие десятилетия безупречного и бескорыстного служения нации для реабилитации в глазах общества. Горячие головы заговорили даже о «кончине рейтинговых агентств», об «ударе, от которого они никогда уже не сумеют оправиться», о «скором банкротстве и полной ликвидации».

Куда там! Рейтинговые агентства вполне себе alive and kicking<sup>2</sup>: капитализация на высоте, никаких биржевых спадов, никакого снижения уровня доходов. Обвинения же в обмане рынка РА отмели на корню как химеру финансовой неграмотности народных масс. Оказывается, РА и мысли не допускали, что какому-то дурачку придет в голову сравнивать рейтинг «AAA», присвоенный синтетическим долговым ипотечным обязательствам, с таким же рейтингом «AAA», выданным корпоративным и государственным облигациям. То, что «дурачками» оказались паевые и пенсионные фонды страны вместе с легионом инвесторов, банков, трастов и хедж-фондов на пяти континентах, рейтинговые агентства нисколько не смущает.

Поражает, однако, не отсутствие угрозений совести, а абсолютная непотопляемость рейтинговых агентств. После всех сенатских слушаний и регуляционной угрозы РА, как ни в чем не бывало, продолжают сотрясать мировые рынки даунгрейдами государственных долговых обязательств: в начале 2010-го они обваливали

финансовый рынок Греции, весной — Португалии, летом основательно взялись за Испанию.

Казалось бы: кто после тотальной дискредитации станет прислушиваться к рейтингам Moody's, Standard & Poor's и Fitch?! Кто примет во внимание очередной даунграйд в ситуации, когда каждое второе банкротство наших дней возникло на диссонансе между прогнозами Олимпийской Тройки и реальностью?

Представьте себе... все! Центральные банки и правительства государств, крупнейшие пенсионные

фонды Азии, Европы, Америки и Австралии не просто продолжают прислушиваться, но целиком выстраивают свои финансовые стратегии, формируют портфели, принимают решения об инвестициях в страны или компании на основании рейтингов Олимпийской Тройки. Так было раньше, так продолжается сегодня.

Почему это происходит? Ответ не является тайной: Moody's, Standard & Poor's и Fitch тесно интегрированы в государственную систему регуляции

**“Не только биржевые игроки, но даже правительства крупнейших государств выстраивают свои финансовые стратегии на основании рейтингов Олимпийской Тройки — Moody's, Standard & Poor's и Fitch”**

рынка. В том, когда, почему и с какой целью была сформирована эта патологическая спайка, мы и попробуем разобраться.

250 лет фондовые биржи замечательным образом обходились без рейтинговых агентств. Причина проста: покупкой и продажей ценных бумаг занималась тончайшая страта лиц, так или иначе связанная с банковским капиталом. Банки выводили торговые, строительные и производственные компании на биржу, подписывали транши акций, подбирали инвесторов и сами же выступали гарантом сделок, ставя на кон собственную репутацию.

С другой стороны, эмитентами облигаций выступали почти исключительно государства и государственные структуры, поэтому надежность долговых обязательств подтверждалась гарантиями самого высокого уровня (кидать инвестиционную публику на уровне государства в XVII—XVIII веках еще не научились). Не удивительно, что потребности в посредниках, предоставляющих независимую оценку инвестиций, ни у кого не возникало.

В XIX веке в результате бурного развития торговли, производства и строительства частный бизнес стал

1 Ахав (Иер. 29.21) и Шемая (Иер. 29.31-32) — ветхозаветные лжеопророки.

2 Аналог нашего «живы и здоровы», хотя британская семантика и мрачновата: вас уже вздернули на виселице, но вы еще живы (alive) и сучите ножками (kicking).

## 250 лет

фондовые биржи замечательным образом обходились без рейтинговых агентств

испытывать резкую нехватку капитала. Вопреки расхожему мифу, банки на всем протяжении своей истории никогда не испытывали особой нужды в предоставлении кредитов бизнесу, предпочитая кормиться за счет уже эмитированных долговых обязательств высокой степени надежности (в первую очередь — государственных).

напрямую заинтересованы в успехе в роли андеррайтера, а кредитно-отчетные агентства лишь беспристрастно фиксировали эмиссии, появление независимых оценщиков стало вопросом времени.

Первыми подсуетились журналисты. Главный редактор «Американского железнодорожного журнала» Генри Варнум Пур учредил в 1868 году совместно с сыном фирму, специализирующуюся на издании ежегодного бюллетеня «Пособие по железным дорогам Соединенных Штатов».

«Пособие» Пура в популярной форме излагало сведения о финансовом состоянии и доступной статистике железнодорожных компаний, эмитирующих долговые обязательства. Рейтингов в прямом смысле слова в бюллетене Пура не было, зато вполне вырисовывалась картинка надежности объектов для потенциального инвестирования.

Привычная нам оценка в форме различных буквенных сочетаний появилась лишь в 1909 году в бюллетене Джона Муди «Анализ железнодорожных инвестиций». Муди классифицировал долговые обязательства компаний в диапазоне от AAA (высшая степень инвестиционной надежности) до C (состояние дефолта по долговым обязательствам). Идея приглянулась и привилась: в 1913 году флорист-маркетолог Джон Ноулз Фитч учредил издательство имени себя (Fitch Publishing Company), «углубив» систему Муди рейтинговым диапазоном от AAA до D.

С годами компания Пура объединилась со статистическим бюро Лютера Ли Блэйка (Standard Statistics Bureau) в корпорацию Standard & Poor's (1941 г.). В 1966 году S&P поглотил издательский концерн The McGraw-Hill.

Агентство Moody's плавно перетекло в руки крупных агрегаторов капитала вроде Berkshire Hathaway, а Fitch упокоилась в объятиях французской финансовой акулы Марка Ладре де Лашарьера (концерн Fimalac).

Справедливости ради нужно заметить, что название «Олимпийская Тройка» — своеобразная дань политкорректности. Львиная доля рейтингового бизнеса приходится на Moody's и Standard & Poor's. Эти агентства контролируют по 40% мирового рынка каждый. Fitch вместе со 150 другими зарегистрированными по миру агентствами назначены, в основном, на роль номинальной альтернативы и ритуальной конкуренции.

Деловую активность РА условно стоит поделить на три исторических периода. Первый — с начала XX века по конец 40-х годов — опять же условно можно определить как эпоху ученичества. Агентства исправно покрывали своими рейтингами 100% американского рынка долговых обязательств, вовсю эксплуатируя недовольство публики ролью банков в эмиссиях частного бизнеса.

Проблема в том, что андеррайтеры, стремясь снизить риски до минимума, в обязательном порядке настаивали на вхождении своих представителей в советы директоров компаний, эмитирующих облигации. Это обстоятельство открывало банкам доступ ко всей инсайдерской информации, и они, при отсутствии каких бы то ни было законодательных запретов, любезно и без малейшего зазрения совести снабжали ею избранных инвесторов из круга приближенных лиц. Инвесторам с улицы оставались лишь рекламно-восторженные крики о «шансах всей жизни» и «облигациях века».

В создавшейся ситуации рейтинговые агентства со своими AAA, Aa2 и BBB вполне покрывали потребности в информации участников рынка, не обремененных элитными знакомствами. Коричневка рейтинговых агентств существенно подружила в середине

# 80%

рынка рейтинговых агентств покрывают две ведущие конторы — Moody's и Standard & Poor's

30-х, после воплощения целого букета законодательных актов, которые регламентировали биржевую активность, ужесточали требования к эмитентам долговых обязательств и ограничивали инсайдерский беспредел банков.

**«Эмитенты готовы платить миллионы, лишь бы выгадать себе высокий рейтинг — «золотой ключик», открывающий доступ к кошелькам инвесторов**

Скажем, в середине XIX века какой-нибудь почтовой или железнодорожной компании на среднем американском Западе было практически невозможно получить банковскую ссуду. Еще сложнее было выйти на биржу с эмиссией обыкновенных акций. Основным источником финансирования бизнеса служили частные займы на местном уровне, а также публичная эмиссия долговых обязательств.

Больше всего эмитировали облигации железнодорожные компании, которые плодились как грибы по мере стремительной экспансии бизнеса в западном направлении. Представить себе темпы роста рынка корпоративных долговых обязательств можно по таким цифрам: в сводном реестре кредитно-отчетного агентства R.G. Dun & Company в 1870 году числилось 7 тысяч компаний, в 1880-м — 40 тысяч, а в 1900-м — уже более одного миллиона.

Очевидно, что в таких масштабах оценка качества долговых обязательств уже не могла полагаться на репутацию банков, тем более — на солидность самих эмитентов. Согласитесь, между муниципальными облигациями города Нью-Йорка и долговыми обязательствами железнодорожной компании Steel & Rail из местечка Винни-Пинни штата Айова есть небольшая разница.

В ситуациях, когда массовые эмитенты корпоративных облигаций были никому не ведомы, банки были

В целом в первый период своей биографии рейтинговые агентства справились с возложенными на них задачами: примерно 80% корпоративных облигаций, отмеченных рейтингами инвестиционного уровня (от AAA до A3 по шкале Moody's), успешноправлялись со своевременным погашением обязательств.

Хуже обстояли дела с рейтингами муниципального долга и долгов штатов. Здесь рейтинговые агентства в большинстве случаев переоценивали качество облигации и, соответственно, недооценивали степень инвестиционного риска.

На раннем этапе выявился и такой родовой дефект оценочной деятельности, как *лаггинг*, от которого рейтинговым агентствам не удалось избавиться и поныне. Практически во всех случаях рейтинг отражал не реальное состояние дел компании, а их предысторию. В результате бизнес находится на пороге дефолта, а рейтинг его долговых обязательств все еще сохраняется на инвестиционном уровне. И наоборот: компания вышла из финансовых затруднений и готова со всей ответственностью расплатиться по обязательствам, однако заниженный рейтинг, навешенный не спевающим за развитием событий агентством, камнем тянет на дно, отсекая потенциальных инвесторов.

Второй период истории РА связан с послевоенным экономическим бумом, затянувшимся аж до начала 70-х. С 1945 по 1965 год дефолт пережило менее одной десятой процента (0,1%) всех корпоративных долговых обязательств Америки.

Агентства выставили рейтинги высшего — инвестиционного — уровня 93,5% всех облигаций и в прямом смысле слова задышали на ладан. В самом деле: кому нужны услуги по оценке риска в ситуации, когда риска практически никакого нет?

Еще одна тенденция послевоенного периода активно способствовала отмиранию РА: массовой популярностью стало пользоваться *прямое размещение долга*, в отличие от традиционно публичного (public placement). Эмитенты выплачивали слегка повышенный процент по бондам, зато обходились без лишней волокиты и ограничений, сопряженных с биржевой регистрацией

эмиссии. В условиях почти гарантированного исполнения долговых обязательств корпоративными эмитентами инвесторы с готовностью обменивали биржевую ликвидность облигаций на повышенные купонные выплаты.

Продлился идеическое состояние еще пару-тройку лет, и рейтинговым агентствам можно было бы смело рисовать эпиграфы, но история распорядилась иначе. 15 августа 1971 года случился выдающийся экономический беспредел<sup>3</sup>, давший рейтинговым агентствам не просто вторую жизнь, а жизнь царскую. Именно в новых исторических реалиях, сложившихся после отмены привязки доллара к золоту на международном рынке, родилась *системная потребность в институтах оценки виртуальных активов*.

Поскольку мировая системаобразующая валюта в одночасье потеряла реальные оценочные ориентиры, автоматически стало невозможным объективно оценивать и реальную стоимость долговых обязательств бизнеса, ведущего расчеты в этой самой виртуальной валюте. Если бы рейтинговых агентств не суще-

ствовало в 70-е годы, правительство США непременно создало бы их в приказном порядке, иначе бы вся система экономических отношений погрузилась в беспросветный хаос.

В 1975 году Комиссия по ценным бумагам и биржам снизила требования к резервам банков и иных финансовых учреждений при условии, что их активы инвестированы

**“ После отмены привязки доллара к золоту родилась системная потребность в появления институтов оценки виртуальных активов**

в долговые обязательства «высокой степени надежности». Критерием такой надежности должны выступать рейтинги «Национально признанных Статистических рейтинговых организаций» (Nationally Recognized Statistical Rating Organization, или сокращенно NRSRO). Число агентств, удостоенных правительством США

**3** О «шоке Никсона» читайте наше эссе «Мулла и президенты» («Бизнес-журнал», 2007, № 17).

**14-17 сентября 2010 г.**

Международный выставочный комплекс «Экспоцентр»  
123100, Россия, Москва, Краснопресненская наб. 14

**worldfood MOSCOW VIETNAM Edition**

**ВЫСТАВКА МОРСКИХ И СЕЛЬСКОХОЗЯЙСТВЕННЫХ ПРОДУКТОВ ВЬЕТНАМА**

**НАСЛАЖДАЙТЕСЬ ДАРОМ ПРИРОДЫ!**

Министерство промышленности и торговли  
Управление по продвижению торговли при Министерстве промышленности и торговли  
Посольство Вьетнама в Российской Федерации  
Торговое Представительство Вьетнама в Российской Федерации

Pavilion 3  
Pavilion 3  
Pavilion 3  
Pavilion 3

титула NRSRO, в разные годы колебалось от 7 до 10, но мы помним, что 80% всего рынка покрывают лишь две конторы — Moody's и Standard & Poor's.

Снижение требований к резервам стало лишь первой ласточкой системной интеграции рейтинговых агентств. Далее последовали:

- 1982 год: снижены требования по раскрытию деловой информации (disclosure) для эмиссии долговых обязательств инвестиционного уровня (не ниже BBB);
- 1989: пенсионным фондам разрешили инвестировать в ценные бумаги, обеспеченные активами инвестиционного уровня (не ниже А);
- 1989: ссудно-сберегательным ассоциациям запретили инвестировать в облигации ниже инвестиционного уровня (не ниже BBB);
- 1991: введены ограничения на размеры инвестиций открытыми паевыми фондами в ценные бумаги ниже инвестиционного уровня (не ниже A1);
- 1994: размеры амортизационных отчислений банков и ссудно-сберегательных ассоциаций поставлены в прямую зависимость от рейтинга того или иного актива;
- 1998: Министерство транспорта имеет право кредитовать только проекты, получившие рейтинг инвестиционного уровня (не ниже BBB);
- 1999: право на открытие национальными банками финансовых подразделений поставлено в зависимость от рейтинга их долговых обязательств (не ниже А).

Системная интеграция рейтинговых агентств отразилась на схеме оплаты их услуг. На протяжении всей истории РА зарабатывали на хлеб с маслом за счет потенциальных инвесторов, которые оформляли подписку на рейтинговые бюллетени. Начиная с 70-х годов бремя оплаты труда перенесли на... эмитентов, поскольку отныне именно они оказались кровно заинтересованными в получении достойного рейтинга от NRSRO!

Последнее звено новой конструкции — неустранимый конфликт интересов всех сторон, задействованных в финансовой оценке и рейтингах:

- государство оказывает незаконное предпочтение «придворным» агентствам, выделяя их в особую элитную группу NRSRO;

➤ эмитенты долговых обязательств готовы платить NRSRO миллионы долларов, лишь бы выгадать себе высокий рейтинг — вожделенный «золотой ключик», открывающий доступ к самым кошелькастым инвесторам;

➤ рейтинговые агентства теряют всякий интерес к рядовым потребителям их продукции, поскольку заказывают музыку и танцуют девушку уже не инвесторы, а эмитенты.

Стоит ли удивляться, что в последнее десятилетие поведение РА вышло за рамки всяких приличий. Золотые AAA, присвоенные синтетическим мусорным ипотекам и Энрону, — лишь вершина айсберга откровенного заговора РА на стороне инвестиционных банков и нечистоплотных эмитентов.

Чего стоит одна лишь тактика *notching* — скоординированных действий Moody's и Standard & Poor's по автоматическому дэнгриду ценных бумаг и долговых обязательств эмитентов, отказавшихся по тем или иным причинам от проведения оценки у Ахава и Шемаии. Поскольку подавляющее большинство мелких и частных инвесторов в мире ориентируется исключительно на рейтинги Moody's и Standard & Poor's, ни один эмитент в здравом уме не будет заказывать оценку на стороне, даже если этой стороной окажется Fitch, формально примкнувший к олимпийскому дуумвирату<sup>4</sup>.

Не будем тратить время на перечисление случаев прямого выкручивания рук, когда элитные РА занижали рейтинги эмитентам муниципального долга, школам, больницам и прочим общественным организациям внаказание за отказ проводить оценку долговых обязательств в правильном месте<sup>5</sup>. Важно понимание: рейтинговым агентствам будет наплевать на любую общественную обструкцию и падение репутации в глазах этой самой общественности до тех пор, пока Дядя Сэм не потеряет к РА интереса и не выставит за дверь системную интеграцию.

Этого, однако, никогда не случится: виртуальный бизнес и виртуальная финансовая система не могут существовать без оценочных институтов, наделенных особыми привилегиями и полномочиями. Следовательно, рейтинговые агентства могут спать спокойно. По крайней мере — до полного разрушения всей современной экономической структуры.

**4** Официальное обвинение Moody's и Standard & Poor's в notching как раз Fitch и выдвинул.

**5** Особо любопытные могут начать расследование с иска штата Коннектикут к Moody's и Standard & Poor's двухлетней давности.

# БИЗНЕС-ЖУРНАЛ

Самый большой тираж среди деловых журналов России

УЧРЕДИТЕЛЬ Дмитрий Мендрелюк

ЖУРНАЛ ИЗДАЕТ ООО «Деловой журнал».

Зарегистрирован Министерством печати и информации РФ. Свидетельство о регистрации ПИ № ФС77-22002 от 10.10.2005.

АДРЕС: 115419, 2-й Рощинский проезд, дом 8

ТЕЛЕФОН: (495) 633-1424

ФАКС: (495) 956-2385

E-MAIL: info@b-mag.ru

ИНТЕРНЕТ-САЙТ ЖУРНАЛА: www.b-mag.ru

ДМИТРИЙ МЕНДРЕЛЮК шеф-редактор

ДЕНИС ВИТОРОВ главный редактор

ДМИТРИЙ ДЕНИСОВ главный редактор «Московского Бизнес-журнала»

ЮЛИЯ КАЛИНИНА заместитель главного редактора

Координатор аналитических проектов:

НАДЕЖДА ПАПСУЕВА

Редакторы: АНТОН БЕЛЫХ, ДЕНИС ВОЛКОВ,

ИЛЬЯ ДАНИЛКИН, ВЕРА КОЛЕРОВА

Обозреватели: СЕРГЕЙ ГОЛУБЦИЙ,

АРКАДИЙ КОНОВАЛОВ, ОЛЬГА КОСТЮКОВА,

ВЛАДИМИР ПАЛКИН

Литературная редакция: ВЛАДИМИР ЛОСЕВ

Верстка: ТАТЬЯНА ШАКИРОВА, ИРИНА ВАКШТЕЙН,

АННА КУЦЕЛЁВА

Фотослужба: НИКОЛАЙ САЛОВ

Художники: АНДРЕЙ РУБЕЦКОЙ

В номере использованы фотографии

ИТАР-ТАСС, AP, Dreamstime.com, iStockPhoto.

Общий тираж 79 640 экз.

Тираж сертифицирован

Национальной тиражной службой

ЦЕНА СВОБОДНАЯ

ДАТА ВЫХОДА 07.09.2010 — 04.10.2010

ОТПЕЧАТАНО В ТИПОГРАФИИ SCANWEB, Финляндия

 АДРЕС ТИПОГРАФИИ: P.O. Box 45100, Kouvola, Finland, Korjalankatu, 27

Подписка на «БИЗНЕС-ЖУРНАЛ» можно оформить

во всех почтовых отделениях по объединенному каталогу «Пресса России», том 1;

каталогу Агентства «Роспечать» «Газеты

и Журналы» (подписной индекс 82414)

или по каталогу российской прессы

«Почта России» (подписной индекс 12335)

За содержание рекламных объявлений

РЕДАКЦИЯ ОТВЕТСТВЕННОСТИ НЕ НЕСЕТ.

При перепечатке материалов ссылка

на «Бизнес-журнал» обязательна.

© ООО «Деловой Журнал»

ОТДЕЛ РЕКЛАМЫ

Телефон: (495) 234-3972

E-mail: advert@b-mag.ru

Менеджеры: ДМИТРИЙ ЧЕРНЯЕВ,

МАРИНА ШУМСКАЯ

Менеджер по региональному развитию:

ЮЛИЯ КАРАСЕВА (ykaraseva@b-mag.ru)

Верстка: Юлия Апциаури (juliast@b-mag.ru)

РАСПРОСТРАНЕНИЕ

Телефон/Факс: (495) 232-21-65 (многоканальный)