

Провалите на агенциите за кредитен рейтинг по време на глобалната финансова криза – причини и възможни решения

глас. д-р Димитър Рафаилов

Икономически университет – Варна

катедра „Финанси и кредит“

e-mail: d.rafaïlov@finance-varna.com

Резюме: Адекватността на кредитните рейтинги е от ключово значение за нормалното функциониране на пазарите. Провалите на агенциите за кредитен рейтинг засилиха негативните ефекти от глобалната финансова криза, като генерираха допълнителен системен риск. За грешките на агенциите могат да се изведат множество причини, свързани с бизнес моделите, конфликтите на интереси и отсъстващите или неефективни регулации на тяхната дейност. За преодоляване на тези съществени проблеми могат да се очертаят различни подходи, като най-адекватното решение е в подобряването на регулаторните практики, съчетано с ограничаване на регулаторния статус на рейтинговите агенции.

Ключови думи: кредитен рейтинг, рейтингови агенции, финансова криза, регулации.

JEL: G24.

Увод

Развитието на глобалната финансова криза постави агенциите за кредитен рейтинг (АКР) в центъра на дискусиите относно проблемите на финансовата система. Доскоро те се считаха за фактор, който способства за намаляване на информационните проблеми на кредитните пазари и за по-добри инвестиционни решения. Азиатската криза и някои големи корпоративни фалити в началото на десетилетието поставиха под въпрос адекватността на поставяните рейтинги. Срифт на ипотечните облигации, довел до сътресения на останалите финансови пазари и световна рецесия, стана повод за засилване на критиките. Агенциите, сочени за едни от главните виновници за кризата, са обвинявани, че преследвайки по-големи печалби, са действали против интересите на инвеститорите и са генерирали системен риск.

Текущите проблеми с адекватността на кредитните рейтинги разкриха голямото значение, което те имат за нормалното функциониране на финансовите пазари. За емитентите, търсещи финансиране, те дават достъп до широки възможности за финансиране, по-ниска цена на капитала и по-голямо доверие от страна на техните

контрагенти. За инвеститорите в дългови инструменти рейтинзите дават оценка за техния кредитен риск, като намаляват информационната асиметрия и така позволяват вземането на по-ефективни решения. Регулаторите на финансовите пазари използват кредитните рейтинги при рефинансиране от централните банки, определяне на капиталови изисквания, ограничаване на допустимите инвестиции и множество други дейности на финансовите институции. Стойността на рейтинзите, съчетани с нормативните изисквания, обясняват съществена роля, която АКР играят на дълговите пазари, като от тяхната дейност са засегнати всички участници¹.

1. Първи сигнали за проблеми

В продължение на дълъг период след създаването им АКР поддържат своя висок авторитет и определят адекватни рейтинги, които сравнително точно оценяват действителната вероятност от неплатежоспособност на дължника. Процесите на глобализация, съпроводени с увеличаване на волатилността на финансовите пазари, които протичат през последните 20 години, поставиха под въпрос точността на кредитните рейтинги. По време на азиатската финансова криза от края на 90-те години на 20-ти век големите АКР реагират твърде бавно на процесите. Те поддържат инвестиционен рейтинг на най-засегнатите страни (Тайланд, Индонезия и Южна Корея) до края на 1997 г., т.е. 6 месеца след началото на кризата². При последвалата реакция намаляването на рейтинзите е прекалено голямо с оглед на икономическите условия. Това води до значително увеличаване на цената

на външното финансиране и допълнително задълбочава икономическата криза в тези страни [10, 1999, pp. 335-355]. За грешките на агенциите има и обективни причини. Първо, АКР оценяват азиатските емитенти за сравнително кратък период и натрупаните исторически данни не са достатъчни за надеждни рейтинги. Второ, надеждността на данните, с която са борабили агенциите, не е особено висока, тъй като стандартите на местните финансови пазари и качеството на финансовите отчети на компаниите е значително по-ниско в сравнение с тези от развитите страни. Макар че тези фактори обясняват в голяма степен неадекватните рейтинги, остава открит въпросът защо АКР не са отказали да оценяват азиатските компании и правителства, при положение че знаят за големия риск от грешки.

Друг критичен момент за АКР са фалитите на няколко големи корпорации от развитите страни в началото на века. Първият такъв случай е Enron през 2001 г. Компанията имаше инвестиционен рейтинг (BBB-) 4 дни преди официалния фалит въпреки наличната информация за проблеми месеци преди това. През 2002 г. агенциите присъждат на Worldcom инвестиционен рейтинг два месеца преди фалита, а през 2003 г. на Parmalat 18 дни преди фалита. И в трите случая при последните оценки на агенциите, компаниите са определени като стабилни, без никакъв намек за проблеми с платежоспособността. В подкрепа на рейтинговите агенции може да се посочи доводът, че и в трите случая са налице измами и представяните от компаниите данни не са били верни. За разлика от одиторите, АКР нямат правомощия да проверяват верността на данните и разчитат изцяло на добросъвестността на еми-

¹ Важното значение на АКР се потвърждава от данните за тяхната дейност. Standard and Poor's е оценил дългови инструменти с номинал над 30 трлн. долара, включващ над 1 млн. ценни книжа, издадени от над 42 000 емитента в повече от 100 страни. Данните за Moody's са подобни [14, 2006, p. 66].

² Азиатската финансова криза започва на 2 юли 1997 г., когато е девалвиран тайландският бат.

тента. Извън тези популярни случаи, като цяло през този период те реагират бавно на значителните колебания на финансовите пазари. Изследванията показват, че АКР увеличават или намаляват рейтинга не еднократно, а на малки стъпки във времето [4, 2004, pp. 2679-2714]. Доводът на агенциите е, че така следват политиката на „независим от цикъла рейтинг“ (through-the-cycle rating), при която рейтинзите остават стабилни в хода на икономическия цикъл. За целта АКР не променят оценките си за кредитоспособността на длъжника, ако в неговото финансово състояние са настъпили само временни изменения. Така рейтингът отразява не текущата оценка за вероятност от фалит, а тази в дългосрочна перспектива, като по този начин по-добре отговаря на интересите на инвеститорите. Допълнителен аргумент в полза на стабилността на рейтинзите е, че по този начин се допринася за намаляване на колебанията на дълговите пазари. Поддържането на стабилни рейтинги обаче не трябва да е за сметка на тяхната точност. В моменти на големи изменения в пазарните условия рейтинзите „изостават“ от реалната ситуация и в по-крайни случаи, като описаните по-горе, могат да са напълно неадекватни.

2. Провалите при глобалната финансова криза

Докато при азиатската финансова криза и сътресенията през 2001-2003 г. има и обективни причини за неправилните решения на АКР, глобалната финансова криза от последните три години доказва, че проблемът с неточността на кредитните рейтинги може да се дължи и изцяло на техни грешки.

Някои отново са свързани с фалит на големи корпорации. През септември 2008 г. фалира Lehman Brothers, като рейтингът на инвестиционната банка е инвестиционен (А-). Застрахователят AIG има същия рейтинг (А-), когато е спасен от фалит чрез финансова помощ от държавата. И в двата случая не са констатирани измами и представяне на погрешна информация, компаниите са публични и функционират на най-развятия финансов пазар, с най-високи стандарти за прозрачност и влошаването на финансовото им състояние не е временно, а трайно. В тези случаи грешката на рейтинговите агенции е безспорна.

Въпреки отделните случаи на неадекватни рейтинги, оценките по отношение на корпоративните облигации на агенциите като цяло отразяват действителното равнище на кредитен риск. Показателят коефициент на Джини, който се използва за измерване на адекватността на присъжданите рейтинги³, има средни стойности за периода 1981-2009 г. над 77 % за облигациите при тригодишен времеви хоризонт. Като цяло показателят не спада под 75 % през отделните години⁴, като през някои надвишава 90 % [16, 2010].

Най-значителният провал на АКР обаче е оценяването на базираните на рискови ипотечни ценни книжа, и най-вече на обезпечени дългови задължения (Collateralised debt obligations, CDO). В средата на 2007 г. Moody's и Standard and Poor's намаляват рейтинга на структурирани финансови инструменти (СФИ) на стойност 26,7 млрд. долара, които са емитирани през 2006 г. Някои от тях са старши траншовете, които са имали рейтинг AAA, а голяма част от останалите

³ Най-общо смисълът на този коефициент е да отразява до каква степен оценената от рейтинзите вероятност от неплатежеспособност съвпада с действителната. Вж. [12, 2008, pp. 339-341].

⁴ Изключение са 1982 г. със стойност 68 % и 2008 г., когато е 60 %.

са били с инвестиционен рейтинг. До края на годината агенциите намаляват рейтинзите на книжа за още 69 млрд. долара и поставят под наблюдение инструменти за 105 млрд. долара [8, 2008, pp. 81-110]. С развитието на кризата намаляването на рейтинзите в глобален мащаб засяга емисии за 3 трлн. долара. Особено проблемни са CDO. За периода 2006 – 2007 г. 66 % от емисиите са с намален рейтинг, като при 44 % свалянето на рейтинга е от инвестиционен в спекулативен, включително и в неплатежоспособност [18, 2008]. Такова масово и значително намаляване на рейтинзи само 1-2 години след тяхната емисия исторически не е наблюдавано при други инструменти и очевидно говори за съществени грешки при оценяването. Провалът се засилва от факта, че повечето СФИ са емитирани с консултациите на рейтинговите агенции така, че да имат определен постоянен рейтинг (най-вече инвестиционен). Свалянето на рейтинга е свидетелство за напълно погрешните концепции за измерване на кредитния риск, които агенциите са прилагали.

Слабостта на АКР при рейтинзите на СФИ се потвърждава от коефициентите на Джини. През последните 15 години стойностите му не спадат под 80 %. С началото на глобалната финансова криза обаче се наблюдава грастичен спад – 67 % през 2008 г. и 44 % през 2009 г. Още по-ниски са стойностите при CDO, където през 2009 г. коефициентът е едва 15 % [17, 2010].

3. Причини за грешките на рейтинговите агенции

Определянето на неадекватни кредитни рейтинзи, особено при структурираните инструменти, което допринесе значително за мащаба на кризата, изисква да се определят причините, довели до тези про-

вали. Те могат да се обобщят в следните направления:

- *Бизнес моделът „емитентът плаща“* и свързаните с него конфликти на интереси. За определянето на по-голяма част от рейтинзите таксите се заплащат от емитента на ценните книжа, като АКР стават зависими от тях. Агенциите имат стимул да надценяват кредитоспособността на дължниците и да определят по-висок от действителния рейтинг, защото по този начин ще привлекат повече клиенти и няма да загубят настоящи, които биха отишли при друга агенция. Това е в конфликт с интересите на инвеститорите, които изискват адекватни оценки за емитента. Проблемът с бизнес модела се утежнява при СФИ, защото при тях голяма част от емисиите се контролират от малко на брой големи инвестиционни банки, които осигуряват съществена част от приходите на АКР.

- *Липсата на правомощия при осигуряването и проверката на данните.* Кредитните рейтинзи се определят на база информация, предоставена доброволно от емитента. АКР нямат правомощията да извършват проверка за истинността на данните, нито принудително да изискат допълнително такива. По този начин възниква риск от укриване на неблагоприятна информация от емитента, което създава възможности за надценяване на рейтинга.

- *Липсата на конкуренция.* Пазарът на рейтинзи е олигопол между трите най-големи компании (Standard & Poor's, Moody's и Fitch), които владеят 95 % от него в глобален мащаб [12, 2008, pp. 384-386]. Така се ограничава възможността на инвеститорите да получат повече алтернативни мнения за дадена емисия, намалява разнообразието от прилагани подходи и модели за оценка на риска, както и бизнес модели. В среда с отсъстваща конкуренция много лесно може да се стигне до картелни споразумения, чрез ко-

ито да се поддържат монополно високи цени на услугите и да се провеждат координирани политики за сегментиране на пазара.

- *Подходът „независим от цикъла рейтинг“ (through-the-cycle rating).* Както беше посочено, при него АКР не се влияят от текущата конюнктура. Това поведение обаче способства за бавна реакция и твърде късна промяна, най-вече що се касае до намаляване на рейтингите. Освен това при него преценката кога влошаването на кредитоспособността е временно и кога постоянно, е до голяма степен субективно. Този проблем се задълбочава особено в периоди на бързи промени и кризисни ситуации. Поддържането на стабилен рейтинг при СФИ има и проциклични ефекти. При влошаване на икономическата конюнктура, за да се поддържа същият рейтинг ливъриджът на тези книжа трябва да се намали и средната доходност трябва да се увеличи като гаранция за по-високия риск. Това увеличение на свой ред ще води до по-високи лихви по заемите и намалено предлагане на кредит, което допълнително ще влоши конюнктурата.

- *Статусът на квазирегулаторни органи.* Регулациите широко използват кредитните рейтинги при надзора на финансовите институции, като приложението им е в няколко насоки.

Първо, на редица финансови институции (застрахователни компании, пенсионни фондове, взаимни фондове на паричния пазар) е позволено да инвестират дългови инструменти само ако имат инвестиционен рейтинг от призната АКР.

Второ, при определянето на капиталовите изисквания към банките и други финансови институции рисковите тегла на различни инструменти се определят на базата на кредитния им рейтинг, като по-високият рейтинг на притежаваните активи означава по-ниски изисквания за минимален капитал.

Трето, при отпускането на рефинансиране на търговските банки централните банки изискват предоставените като обезпечение дългови книжа да имат минимален кредитен рейтинг.

Чрез тези регламенти рейтинговите агенции на практика придобиват регулаторна власт, като промяната на кредитния рейтинг (особено свалянето под инвестиционен) има значително въздействие върху решенията на редица инвеститори. Регулаторният статут на рейтингите има особено неблагоприятен ефект и създава систематични рискове, защото стимулира финансовите институции да инвестират в книжа с надценен рейтинг. По този начин те могат да поемат по-високи от регламентираните рискове, да поддържат по-нисък капитал и да реализират по-големи печалби. Този ефект е особено силен при СФИ, които се използват най-вече за регулаторен арбитраж. Регулаторният статус на рейтингите дава възможност за опасно съчетаване на интересите на емитенти и инвеститори в посока тяхното надценяване.

- *Съчетаването на рейтингови с консултантски услуги.* Обикновено АКР не само определят рейтинг на емитента. Те го консултират по отношение на това, как различни негови действия ще се отразят на рейтинга му. Така се увеличава зависимостта на агенцията от емитента, защото тя получава от него допълнителни приходи. Проблемът е особено сериозен при структурираните инструменти, защото там АКР консултират банката източник (originator) или организатора (arranger) какви да са параметрите на секюризацията, така че ценните книжа, които ще се емитират, да бъдат с определен рейтинг. След това същата агенция оценява рейтинга на книгата. Очевидно, че след като е дала мнение и получава заплащане за структуриране на сделката, агенцията

трудно може да даде независима оценка за рейтинга.

- *Липса на алтернативни оценки.* В редица случаи рейтингите са единствената оценка за кредитния риск на инструментите. Инвеститорите нямат възможност да ги сравнят с други показатели и така не могат да преценят доколко са адекватни. Типичен пример са първичните пазари на дългови инструменти. По отношение на инвестициите на вторичните пазари на корпоративни облигации проблемът не е толкова сериозен, защото някои от тях са достатъчно ликвидни, за да може да се получи информация от спредовете на доходността. За други облигации кредитният риск може да се оцени и по спредовете на суапите за кредитно изпълнение (Credit Default Swap, CDS). Отново най-проблемни са СФИ, за които вторичен пазар или отсъства, или е с много ниска ликвидност. Така мнението на АКР остава без алтернатива и точността на рейтингите е от съществено значение.

- *Използване на неадекватни математически модели.* Този проблем е типичен за оценяването на структурираните инструменти. За разлика от традиционните облигации, където рейтингът се присъжда на базата на фундаментален анализ и експертна преценка на финансовото състояние на емитента, при структурираните финанси АКР разчитат само на математически модели, чрез които се моделира вероятността от неплатежеспособност на различните траншовете. За да бъде точен рейтингът, моделът трябва да отчита всички рискови фактори. Събитията по време на глобалната финансова криза показаха, че в повечето случаи използваните модели са непълни. Те не отчитат наличието на асиметрия на информация между заемателите, банките, отпускатели заемите (originators), финансовите институции, които ги секюритизират (arrangers), рейтинговите агенции и инвеститорите. Типичен пример е т.нар. риск на източника

(originator risk). Банките източници имат стимул да заблуждават организаторите на секюритизацията и рейтинговите агенции относно истинската кредитоспособност на заемополучателите. Тъй като не се извършва проверка на информацията, се създава морален риск банките източници да предоставят неверни данни, както и да намаляват критериите при отпускането на заемите. Проблемът се влошава и от факта, че след секюритизацията банките, отпуснали заемите, вече не поемат кредитния риск. Така няма стимул да поддържат високи стандарти при отпускането на заемите. В резултат на този риск действителната вероятност от неплатежеспособност по отделните заеми е по-голяма от заложената в модела и кредитният рейтинг е твърде оптимистичен.

- *Липсващи или недостатъчно данни.* Тъй като определянето на кредитен рейтинг на СФИ зависи изцяло от математически модели, качеството на крайния резултат зависи от качеството на входящата информация. За много от параметрите на секюритизирани заеми липсват данни или те са налични за сравнително кратки периоди от време, в които не са реализирани различни възможни сценарии. Например при ипотечните заеми данните обхващат минал период, в който цените на недвижимите имоти не са спадали значително. Така в моделите се включват твърде оптимистични параметри относно неплатежеспособност по отделните заеми и корелациите между тях, което води до твърде висок рейтинг на СФИ.

- *Липсваща или неефективна регулация на дейността на АКР.* Въпреки че кредитните рейтинги играят важна роля за нормалното функциониране на финансовата система, дълго време тяхната дейност не е била регулирана, като се е разчитало изцяло на саморегулацията. Това положение е парадоксално, като се има предвид, че надзорните органи дават „официален статут“ на кредитните рейтинги при регулацията на много от фи-

нансовите институции. Описаните по-горе проблеми трудно могат да се решат единствено на базата на доброволни действия от страна на АКР, като практиката потвърждава това. Първите формални регулации са въведени в САЩ през 1975 г., като за признаване на рейтингите се изисква АКР да бъдат одобрени от Комисията по ценни книжа и фондови борси (SEC). Тъй като липсват ясни правила как става това одобрение, регулацията всъщност заглъбочава проблемите, тъй като създава допълнителна бариера за навлизане на нови конкуренти. Освен това липсват каквито и да е изисквания за прозрачността, конфликтите на интереси и качеството на дейността на АКР. Такива са въведени едва през 2006 г., като са допълнени в средата на 2010 г. В Европа подходът е либерален още по-дълго време. До 2009 г. операциите на агенциите се подчиняват на саморегулиране чрез доброволното спазване на Кодекса за поведение на Международната организация на комисиите за ценни книжа (IOSCO), действащ от 2004 г. [11, 2004]. Едва през септември 2009 ЕС приема регламент, подробно регулиращ дейността АКР.

Изложените проблеми обясняват причините, поради които АКР определят неточни рейтинги. Като се има предвид, че тези проблеми са особено силни при СФИ, провалът на агенциите в тази област е закономерен. Този провал има съществен принос за възникването и мащаба на настоящата глобална финансова криза. Емисията и инвестирането в надценени рискови ипотечни книжа нямаше да бъде толкова голямо, без АКР. От една страна, инвеститорите не биха влагали големи средства в такива книжа, ако те не са с надценен рейтинг, защото доходността им няма да е толкова висока спрямо оценката за риска. От друга страна, банките няма

да са толкова склонни да секюритизират заемите си, защото при по-нисък (реалистичен) рейтинг ще получават по-ниски цени за тях. На трето място, големите инвестиционни банки, които са организатори на процеса, биха печелили много по-малко, защото спреда между доходността, която получават по секюритизираните заеми, и тази, която плащат по траншовете, ще бъде по-малка, ако рейтингът на траншовете е по-нисък. Адекватността на кредитния рейтинг е от съществено значение за мотивите на всяка от страните и неговото надценяване стимулира изкуствено емисията на СФИ, като така създава условия за възникване на мащабна финансова криза. Ситуацията се влошава и от бавната реакция на агенциите за коригиране на рейтингите при започване на кризата, породена от политиката им на „независим от цикъла рейтинг“. Макар че агенциите предупреждават в свои доклади за проблеми с рисковите ипотечни кредити още в началото на 2005 г., те не отчитат коректно мащабите на икономическия спад и не намаляват рейтингите до средата на 2007 г. Това позволява да се емитира много по-голямо количество надценени СФИ и впоследствие загубите за финансовите институции, инвестирани в тях, да са много по-мащабни⁵.

4. Възможни подходи за решаване на проблемите с кредитните рейтинги

Критичната роля, която АКР изграят за стабилността на съвременните финансови пазари, изисква да се предприемат режими мерки за преодоляване на проблемите, свързани с тяхната дейност. При рефор-

⁵ Всъщност основната част от загубите, които реализират финансовите институции по време на кризата, са от инвестирането в рискови ипотечни книжа, емитирани през периода 2005-2007 г.

мирането на сектора са отправени редица предложения, които могат да се обобщят в три възможни подхода: 1) радикална промяна на съществуващата система; 2) усъвършенстване на съществуващата система чрез по-стриктни на регулации; 3) създаване на алтернативи на кредитните рейтинги.

Първият подход е насочен към коренна промяна на начина, по който се определят и заплащат рейтингите. Тук има най-различни предложения:

- Премахване на модела „емитентът плаща“ и възстановяването на модела „инвеститорът плаща“. Така ще се елиминира конфликтът на интереси, защото агенциите няма да са заинтересовани да определят надценени рейтинги. Ако техните оценки са неточни, те ще загубят клиентите си. Проблемът на този подход е, че рейтингите са публично благо и потреблението му не може да се изключва, тъй като информацията за рейтингите много лесно става общодостъпна. За да се преодолее този недостатък, е възможно издаването на рейтингите да става с участието на правителствен орган, който чрез аукцион избира агенция. Разходите за издаването на рейтинга след това ще се покрият от такси, които ще се плащат от инвеститорите при покупката на ценните книжа [13, 2009, pp. 1011-1089]. Така процесът се усложнява значително и няма гаранции, че държавата ще избира агенциите прозрачно, безпристрастно и на конкурентен принцип. Друг недостатък е, че не само купувачите на дълга имат полза от рейтингите и така разходите не се разпределят справедливо. Освен това при модела „инвеститорът плаща“ се създават стимули за издаване на по-ниски от действителните рейтинги.

- Запазване на модела „емитентът плаща“, но създаване на централизиран механизъм за избор на АКР [15, 2009, pp. 101-115]. При това предложение емитентът, който желае да получи рейтинг, се обръща към специализирана централизираща институция, на която заплаща такса. На свой ред институцията възлага изработването на рейтинга на някоя лицензирана агенция. Изборът може да бъде случаен или на базата на критерии за качество. И този модел има сериозни проблеми, защото, ако изборът е на случаен принцип, АКР нямат стимул да подобряват качеството на работата си. Ако е базиран на изисквания за качество, възниква проблемът за обективността на критериите.

- Публично финансиране на издаването на рейтинги. Аргументът е, че рейтингите имат характеристиките на публично благо, и така се премахват конфликтите на интереси. Недостатъкът на това предложение е, че финансирането чрез данъците ще натоварва всички индивиди, докато само малка част от тях ще се възползват от ползите на рейтингите. Освен това отново няма гаранции, че ще се финансират най-качествените агенции с най-адекватните рейтинги.

- Създаване на правителствена агенция за кредитен рейтинг⁶. Идеята е, че по този начин ще се засили конкуренцията на съществуващите големи агенции, тъй като тя ще дава алтернативно независимо мнение. Тук проблемът е дали правителствената агенция ще успее да генерира качествени рейтинги, които ще се използват от инвеститорите, защото липсва мотивът, свързан с печалбата и репутацията. Друг недостатък е неспособността на правителствените организации да следват финансовите иновации, което е важна част от дейността на АКР [6, 2003, pp. 1-73].

⁶ Подобно е предложението за създаване на Европейска агенция за кредитен рейтинг, което се разглежда от Европейската комисия вж. [5, 2010].

Повечето идеи за тотална промяна на настоящата система, от една страна, решават съществуващи проблеми, но от друга, създават нови. Това поражда големи неизвестности и приложението им би застрашило стабилността на финансовата система. От тази гледна точка *вторият подход*, насочен към усъвършенстване на съществуващата практика чрез промяна на регулациите, е по-малко рисков. Изхождайки от факта, че при слабото или липсващо регулиране АКР допуснаха сериозни грешки, държавите се насочиха към много по-подробни и стриктни регулации, които да ограничат възможностите за нови провали в бъдеще⁷.

Началото на този процес започна в САЩ, където през 2006 г. със специален закон⁸ се въведоха изисквания за прозрачността, конфликтите на интереси и качеството на дейността на АКР. Регулациите на АКР са доразвити и детайлизирани в средата на 2010 г., когато се прие законът, реформиращ финансовата система на САЩ⁹.

През септември 2009 ЕС приема специален регламент [3, 2009], подробно регулиращ дейността на АКР, който съдържа механизми, осигуряващи качество на рейтинзите. През юни 2010 г. Европейската комисия внесе в Европейския парламент предложение за допълнение на регламента [2, 2010] с оглед подобряване на надзора, и особено този на СФИ, като се очаква, че предложението ще бъде прието до края на годината.

Освен САЩ и ЕС, подобно законодателство за регулиране на АКР се въведе и в останалите развити страни. Като цяло прилаганите от различните страни правила са сходни и

са насочени към решаване на проблемите в следните насоки:

- Засилване на конкуренцията. За целта нормативно са разписани ясни правила за регистриране на АКР, които се прилагат равнопоставено към всички. Забранява се на АКР да принуждават емитентите да ползват техни услуги, като намаляват рейтинги или избирателно променят методиките за тяхното определяне. Регламентира се използването на непоканиени рейтинги (*unsolicited ratings*). При структурираните инструменти АКР са длъжни да осигурят достъп до цялата информация, която е налична и се използва за определяне на рейтинга на дадения инструмент, на всяка друга регистрирана агенция, която желае да получи достъп.
- Ограничаване на конфликтите на интереси. Като общ принцип АКР се задължават да изяснят всички конфликти на интереси, които могат да доведат до определянето на неадекватни рейтинги, и да организират дейността си така, че тези конфликти да се избягват. По-конкретно се забранява в определянето на рейтинга да участват лица, които са свързани или получават възнаграждение от емитента или друга страна, която има интерес от него. Освен това възнагражденията на лицата, които изготвят рейтинзите, не могат да зависят от приходите, които агенциите получават от оценяваните фирми. Въвежда се ротация на кредитните специалисти, така че даден експерт да не участва в определянето на рейтинга на даден емитент за продължителен период. Забранява се на АКР да предоставят допълнителни консултантски услуги по отношение на въпроси, които директно влияят на кредитния рейтинг, включително от-

⁷ Еволюцията на процеса на регулиране е разгледана по-подробно от Р. Кирилов [1, 2006].

⁸ Закон за реформа на агенциите за кредитен рейтинг от 2006 г. [7, 2006]. Законът ефективно се прилага от средата на 2007 г. след приемането на съответните подзаконови наредби.

⁹ Закон Дог-Франк за реформа на Уол Стрийт и за защита на потребителите [9, 2010].

носно дизайна на СФИ. АКР се задължават да назначат отговорник по съответствието (compliance officer), който да следи за спазването на всички нормативни изисквания, както и да поддържат служба за преразглеждане (review function), която наблюдава за адекватността на прилаганите методологии. Дейността и възнаграждението на отговорника по съответствието и службата за преразглеждане трябва да са независими от дейността по присъждане на рейтинги, включително и по отношение на заплащането.

- Осигуряване на прозрачност на дейността на АКР. Във връзка с това регулациите изискват от агенциите да оповестяват детайлна информация за: правната структура и собствеността; големите клиенти; приходите от оценяването на рейтинги; приходите от допълнителни услуги; потенциалните конфликти на интереси и системата за тяхното преодоляване; присъжданите рейтинги; използваната методика, количествените модели и допусканията в тях; процента на изпадналите в неплатежоспособност по отделни рейтингови категории, както и други данни, необходими за оценка на адекватността на рейтингите; резултатите от оценката на съответствието с регулациите и др.

- Отговорност на АКР. При нарушаване на законовите изисквания регулиращите органи имат правомощия да търсят отговорност от АКР, включително като им налагат различни наказания. Такива са глоби, периодични финансови санкции, временна забрана за присъждане на кредитни рейтинги, временно прекратяване на използването на рейтингите за регулаторни цели, прекратяване на регистрацията на агенцията. В САЩ, където съществуваше практика на защита на АКР от индивидуални искове, се даде възможност на засегнатите лица да търсят по съдебен ред обезщетения за нанесени вреди.

Безспорно тези детайлни регулации ще намалят значително грешките и лошите бизнес практики на АКР. По-стриктните правила обаче са свързани с три проблема:

Първо, няма гаранции, че регулаторните органи ще ги прилагат ефективно. Както показват събитията от последните години, една от причините за възникването на кризата е именно неспособността на регулаторите да осъществяват надзор за спазването на съществуващите правила.

Второ, стриктните регулации намаляват гъвкавостта на агенциите по отношение на организирането на техните структури и дейности, което увеличава разходите по определянето на рейтинзите.

Трето, ограничава иновациите по отношение на разработването на нови, по-ефективни методи за оценката на кредитоспособността. Големата прозрачност и публичност на дейността на АКР силно намалява стойността на инвестициите им в интелектуален продукт, какъвто те предлагат.

За да бъдат ограничени тези проблеми, развитието на регулациите трябва да се съчетае със засилване на чисто пазарните механизми за дисциплиниране на АКР. Този *трети подход* изисква да се намали пазарната им власт, като се ограничи или премахне регулаторният им статут. За целта надзорните органи трябва да отменят изискванията към финансовите институции, които се базират на кредитни рейтинги, като ги заменят със свои вътрешни механизми за оценка на кредитния риск. По този начин мнението на АКР няма да има силата на окончателна „присъда“ и интересът към изкуственото поддържане на висок рейтинг ще изчезне. Тъй като наличието на определен рейтинг няма да е достатъчно условие

за сигурност, инвеститорите ще започнат да търсят алтернативни подходи за оценяване на кредитния риск. Единият вариант е да разработят собствени методики за вътрешни рейтинги или да се базират на информацията от спредовете по облигациите или CDS. Другият вариант е да се обърнат към външни консултанти (включително и съществуващите АКР), на които да заплащат за изготвяните оценки. Желанието на инвеститорите да плащат за подобни услуги ще създаде условия за навлизане на нови участници и увеличаване на конкуренцията, прилагане на нови бизнес модели, които да преодолеят конфликта на интереси¹⁰, стимулиране на иновациите и усъвършенстване на използваните методологии. Независимо какъв ще бъде изборът на финансовите институции, надзорните органи ще трябва да преценяват дали прилаганите подходи правилно оценяват рисковете и дали поеманите рискове не са твърде високи.

Въпреки че подходът за ограничаване на регулаторния статут на рейтинзите е най-ефективен, той все още не намира еднотелна подкрепа в глобален мащаб. От големите страни единствено САЩ го прилагат на практика. Приетият през 2010 г. закон за реформа на финансовата система премахва нормативно установените изисквания за използване на външни кредитни рейтинги и задължава всички федерални регулаторни органи да направят същото в подзаконовите си актове в срок от една година. За разлика от САЩ, ЕС все още обсъжда проблема и няма изработено единно становище.

Заклучение

АКР в продължение на дълги години доказва своята репутация и осигурява важна информация за участниците на дълговите пазари. Неадекватна регулация направи кредитните рейтинги критичен елемент на финансовата система, без да въведе механизми за гарантиране на тяхната обективност. Това създаде условия за появата на редица конфликти на интереси, които стимулираха множество пазарни участници да създават или да инвестират в надценени финансови инструменти. Неизбежно процесът завърши с глобална финансова криза, която направи критичен въпроса за решаване на проблемите, свързани с дейността на АКР. Въведените по-стриктни регулации могат да бъдат отговор само ако бъдат съпроводени с мерки за по-голяма значимост на алтернативите на кредитните рейтинги.

Литература

1. Кирилов, Р., Подходи за регулиране дейността на рейтинговите агенции в световната икономика. Сп. "Икономически алтернативи", бр.1, 2006.
2. Предложение за Регламент на Европейския парламент и на Съвета за изменение на Регламент (ЕО) № 1060/2009 относно агенциите за кредитен рейтинг, 2.06.2010 г., COD/2010/0160.
3. Регламент (ЕО) № 1060/2009 на Европейския парламент и на Съвета от 16 сеп-

¹⁰ Бизнесът на АКР е много сходен на този на медиите и особено на вестниците. Настоящият модел „емитентът плаща“ доста напомня на модела на безплатните вестници, които се издържат само от реклами. Моделът „инвеститорият плаща“ е същият като на вестник, който се издържа само от приходите от продажби на читателите. Трета възможност е моделът, при който и двете страни (емитент и инвеститор) заплащат за рейтинга, подобно на вестник, който получава приходи от продажба на читателите и от реклами. От електронните медии може да се заимства моделът „рекламодателят плаща“, при който информацията за рейтинзите е придружена с платена реклама [15, 2009, pp. 110-111].

тември 2009 година относно агенциите за кредитен рейтинг, Официален Вестник на Европейския съюз L 302, 17.11.2009 г.

4. Altman, E., H. Rijken, How rating agencies achieve rating stability, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 28 (11), November 2004, pp. 2679-2714.

5. Barroso, J., Remarks of President Barroso at the Press conference with Commissioners Rehn and Barnier Press conference Brussels, SPEECH/10/287, 2 June 2010.

6. Choi, S., A. Pritchard, Behavioral Economics and the SEC. *Stanford Law Review*, Vol. 56 (1), Oct., 2003, pp. 1-73.

7. Credit Rating Agency Reform Act of 2006, Public Law 109-291, Sept. 29, 2006.

8. Crouhy, M., R. Jarrow, S. Turnbull, The Subprime Credit Crisis of 2007, *Journal of Derivatives*, Fall 2008, Vol. 16(1), pp. 81-110.

9. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Public Law 111-203, July 21, 2010.

10. Ferri, G., L. Liu, J. Stiglitz, The procyclical role of rating agencies: evidence from the East Asian Crisis, *Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena SpA*, Vol. 28, No. 3, 1999, pp. 335-355.

11. International Organization of Securities Commissions. IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. December 2004 < <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf> > .

12. Langohr, H., P. Langohr, *The Rating Agencies And Their Credit Ratings: What They Are, How They Work And Why They Are Relevant*. John Wiley & Sons Ltd, The Atrium, Southern Gate, Chichester, England, 2008, pp. 339-341.

13. Manns, J., Rating Risk After the Subprime Mortgage Crisis: A User Fee Approach for Rating Agency Accountability. *North Carolina Law Review*, Vol. 87, 2009, pp. 1011-1089.

14. Partnoy, F., How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers, in: *Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors?* (Y. Fuchita, R. Litan eds.), Brookings Institution Press and Nomura Institute Of Capital Markets Research, 2006, pp. 59-99, p. 66.

15. Richardson, M., L. White, *The Rating Agencies: Is Regulation the Answer?*. In: *Restoring financial stability: how to repair a failed system* (Acharya, V., V. Richardson ed.), John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2009, pp. 101-115.

16. Standard and Poor's. *Default, Transition, and Recovery: 2009 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions*, 2010

17. Standard and Poor's. *Global Structured Finance Default Study – 1978-2009: Downgrades Accelerate In 2009 Due To Criteria Changes And Credit Performance*, 2010.

18. Standard and Poor's. *Structured Finance Rating Transitions, and Default Updates as of June 20, 2008*, 2008. **VA**