

сти заемщиков и предотвратить социальный кризис, требовать от банков не обращаться взыскания и т. д. Или, если речь идет о корпоративном рейтинге, мы пытаемся оценить, насколько может измениться финансовая нагрузка компании в результате непредсказуемых изменений налогового законодательства. Понятно, что мы выходим на какие-то цифры, но это не простая модель, в которую мы закладываем входящие данные и получаем что-то на выходе, а это некое обсуждение, иногда основанное на предположениях. А предположения основаны на нашем опыте в других странах. И при том что мы используем расчетные модели, мы все равно в каждом конкретном случае определяем рейтинг путем голосования рейтингового комитета. Мы должны инвестору сообщить определенный параметр, характеризующий кредитоспособность эмитента, который сохранится, на наш взгляд, в течение долгосрочного периода.

Возьмем для примера российскую банковскую систему. В России наши банковские рейтинги колеблются от уровня ССС+ до суверенного уровня, в среднем это категория в районе ВВ. И представим себе, что кризис ликвидности, который был этой осенью, был бы нами не учтен при присвоении рейтингов. Тогда мы были бы вынуждены в срочном порядке понижать рейтинги банков. Но в этот период мы не провели ни одного понижения рейтингов банков в России, поскольку кризис ликвидности был нами заложен в процессе оценки системных рисков. То есть мы устанавливаем некий пол для изменения кредитного качества и говорим инвестору, что вероятность падения ниже него невысока. И это наша основная задача — чтобы не менять рейтинги вслед за краткосрочными колебаниями рынка, а видеть некую долгосрочную перспективу по ценной бумаге.

ВГ: А если эти рыночные колебания окажутся сильнее, чем вы предполагали? До какого их уровня ваши оценки остаются жизнеспособными?

А. Н.: В самом рейтинге заложены сценарные модели, мы делаем так называемое стресс-тестирование по каждой ценной бумаге. Стресс-тестирование — это когда мы предполагаем, например, что суверенное правительство попадает в дефолт, начинается финансовый кризис. И смотрим, что нам нужно для того, чтобы выжила данная ценная бумага.

При этом мы начинаем анализировать разные факторы. В каком состоянии должен находиться, предположим, банк, который обслуживает платежи по этой ипотечной ценной бумаге; что нужно ему для того, чтобы продолжать функционирование. В каком состоянии находится судебная система, насколько она способна принимать гигантские потоки исков, связанных с обращением взысканий.

Словом, чтобы ипотечная ценная бумага получила кредитный рейтинг высокого качества, ей нужна целая серия защит. И мы смотрим, как эти защиты устроены. В ипотечных бумагах предусматриваются вторичные и третичные транши, часто бывает страховка и валютное хеджирование, на случай дефолта первичного заемщика должна быть система, которая позволит быстро обратить взыскание на залог и получить деньги.

ВГ: Как инвестор может ознакомиться с результатами этих стресс-тестов?

А. Н.: У нас все абсолютно доступно и публично. На нашем сайте можно ознакомиться с данной информацией. Кроме того, мы даже продаем инвесторам модели, позволяющие им самостоятельно производить стресс-тестирование ценных бумаг по нашим методикам.

ВГ: Что конкретно позволяют оценить данные модели и кто в основном ими пользуется?

А. Н.: Одна из этих моделей оценивает качество портфеля, вторая оценивает все, что связано с ликвидностью, третья — страновые риски и т. п. Используют их в основном банки, которые хотят купить или продать портфель ценных бумаг и нуждаются в адекватной оценке его стоимости.

ВГ: Скажите, а в каких случаях инвестору в принципе имеет смысл использовать подобные модели, а в каких достаточно ограничиться общим выводом, выраженным в уровне рейтинга?

А. Н.: Если говорить об индустрии рынка ценных бумаг, то, как правило, мы не видим, чтобы крупные институциональные инвесторы — пенсионные фонды, страховые компании, крупные банки — тратили время на изучение конкретного, отдельного клиента. С точки зрения учета вероятности дефолта они обычно ориентируются на мнение нескольких ведущих рейтинговых агентств. Хотя, если имеется такое желание, у них всегда есть возможность проверить уровень надежности эмитента с помощью моделей или критериев, которые мы публикуем.

ВГ: А если у рейтинговых агентств разные мнения? И вообще, чем различаются способы оценки эмитентов у разных рейтинговых агентств, хотя бы у крупнейших?

А. Н.: Я не могу говорить по поводу других агентств, у них своя методология. Тут важно другое: то, что рейтинг — это мнение, выработанное конкретной организацией. И хотя рынок привык использовать мнения нескольких агентств, он все равно должен разбираться в методологиях каждого из них, чтобы понимать, что за продукт он покупает. Мы видим очень много разных подходов. Например, в отношении оценки степени значимости государственной поддержки или, скажем, правовых рисков.

ВГ: А какие риски являются наиболее значимыми с точки зрения S&P?

А. Н.: Так прямо ответить сложно. У нас есть критерии, целый набор рисков, каждый из которых имеет смысл анализировать. Вместе с тем, если говорить о различиях в методологиях рейтинговых агентств, можно смотреть на рыночные спрэды и пытаться понять, в какой степени они соответствуют тем или иным рейтингам. Иными словами, насколько сильно совпадают подходы инвесторов и рейтинговых агентств в оценке рисков.

Мы проводили такое внутреннее исследование. И, с нашей точки зрения, картина вырисовывается довольно четкая. Что касается спрэдов по банковским бумагам и независимым компаниям, здесь инвесторы склонны соглашаться с оценками S&P. Относительно же существенная разница возникает при оценках кредитоспособности государственных компаний или компаний, обладающих поддержкой государства. Причина в том, что мы автоматически не повышаем рейтинг таких компаний до уровня суверенного. Мы всегда смотрим сначала на позицию компании как таковую, а потом уже думаем, повышать ли ее рейтинг — в зависимости от того, как мы оцениваем господдержку. Иногда мы можем достичь суверенного уровня, иногда не можем его достичь. Рынок же, который находится на взлете, часто реагирует, как мы видели за последние годы, на рейтинги крупных государственных компаний как на рейтинги, равные суверенным. Но данный всплеск реакции рынка пока еще очень краткосрочный. Мы считаем, что для того чтобы оценить, насколько такой подход обоснован, должно пройти время. Не исключено, что рыночные спрэды по госкомпаниям еще вернутся к нашим оценкам. И с этой точки зрения наш подход сильно отличается от подходов некоторых других агентств.

«ИСПОЛЬЗОВАНИЕ РЕЙТИНГОВ РЕГУЛЯТОРОМ ВСЕГДА ВЫЗЫВАЕТ ЧУВСТВО НАСТОРОЖЕННОСТИ»

ВГ: Вы все время подчеркиваете, что кредитным рейтингом надо пользоваться строго по назначению. Но реальность такова, что во многом этот продукт используется по разным поводам, в том числе и в политических целях. Связанных с пиаром, к примеру. Насколько это влияет на стремление эмитентов заботиться в первую очередь не о финансовых или бизнес-интересах, а о соответствии неким формальным требованиям рейтинговых агентств?

А. Н.: Мы всегда стремимся дистанцироваться от этого. И мы считаем, что использование рейтингов не по назначению, в целях пиара неразумно. Потому что рейтинг может быть как повышен, так и понижен, и наши аналитики это сделают ровно тогда, когда посчитают нужным, а не когда это будет удобно тому, кто пытается его использовать в каких-то своих целях. В данном случае надо иметь в виду, что независимая оценка — это довольно жесткая штука.

ВГ: Падение рейтинга с точки зрения пиара можно им не заметить, особенно если эмитент контролирует СМИ. А вот чиновник Министерства финансов, к примеру, не заметить, что президент страны в обращении к народу говорит о росте суверенных рейтингов, не может и сделает все возможное, чтобы добиться роста данных показателей. Это не мешает в работе?

А. Н.: Я понял ваш вопрос. Действительно, бывают случаи, когда органы государственной власти используют наши рейтинги не по назначению, хотя механизм обычно отличается от описанного вами. И это скорее мешает в работе. И мы пытаемся с этим бороться. Например, мы всегда стоим в стороне от того, каким образом регулятор использует наши рейтинги. У нас использование наших рейтингов регулятором всегда вызывает чувство настороженности, особенно если регулятор хочет привязать какую-то свою норму к нашему рейтингу.

К примеру, это может касаться размещения резервов пенсионных фондов. Если принимается какое-нибудь законодательство по регулированию негосударственных пенсионных фондов, то часто есть соблазн привязать регулирование к уровню рейтинга. Например, задать нижний предел рейтинга бумаг, в которые возможно инвестирование. Но тогда регулятор должен объяснить, какие рейтинги он признает. В этом случае признание рейтингов рынком, основанное на историческом опыте, заменяется некоей формальной процедурой. И вот тут начинаются большие проблемы, потому что существует риск заменить признание на лицензирование. Последнее может привести к очевидному конфликту интересов.

ВГ: Но в России как раз деятельность многих институциональных инвесторов именно так и регулируется — через задание нижних уровней рейтингов бумаг, доступных для инвестирования. Да и вложения средств стабфонда и резервов Центрального банка тоже.

А. Н.: Мы стоим от этого в стороне. Мы же не можем диктовать регулятору то, что он должен или не должен делать. Для нас главное — это независимость. Главное — чтобы рынок понимал, что мы независимы и те решения, которые регулятор для себя принимает в отношении наших рейтингов, не индуцированы нами.

ВГ: Формально вы действительно в стороне от регулирования. Но поскольку от ваших рейтингов зависит стоимость фондирования, у эмитентов есть большой соблазн подогнать свои операции и свою отчетность под ваши требования, пусть даже с некоторым ущербом для бизнеса, благо интерактивный режим присвоения рейтинга позволяет это сделать. Не есть ли это де-факто регулирование?

А. Н.: Давайте начнем с интерактивного процесса. Он предназначен именно для того, чтобы понять истинные мотивы тех или иных действий эмитента, его внутреннюю финансовую структуру, все риски, чтобы на основе бесед с менеджментом исключить возможность непонимания каких-то операций, в том числе и непонимания псевдоопераций, которые могут иметь место. И это один из ключевых моментов. Мы не делаем рейтингов, основанных на публичной информации. Какой бы хорошей она ни была, мы все равно видим, что публичной информации недостаточно, нужно обязательно говорить с менеджментом. И не просто поговорить, а выяснить стратегию, понять, каким образом устроено корпоративное управление, как оно может повлиять на кредитоспособность и т. д. Именно поэтому мы делаем все на основе интерактивного анализа.

Что же касается нашего влияния на эмитента, на практике компании очень сложно подогнать свои показатели под наши оценки. Потому что, например, такие показатели, которые связаны со страновыми рисками, бизнес-рисками в связи с деятельностью конкурентов, экономическими циклами и т. д., находятся за пределами влияния компаний. Можно допустить, что каким-то образом какие-то ответы удастся подстроить под то, что, как думает эмитент, рейтинговое агентство хотело бы услышать. Но это все проверяется. Например, если мы встречаемся с несколькими представителями компании и слышим, что их ответы разнятся, мы задаемся соответствующими вопросами.

Бывает и так, что, например, мы видим, что либо отчетность непрозрачная, либо мы чего-то не понимаем. И до тех пор пока мы не проясним данные вопросы, мы не можем присвоить рейтинг. Иногда бывает так, что мы просто отказываемся от присвоения рейтинга: не понимаем, не верим, не чувствуем.

ВГ: А как выглядит формальная процедура присвоения рейтинга?

А. Н.: Когда мы начинаем процесс присвоения рейтинга, назначается аналитическая группа, которая будет над ним работать. Это, как правило, два человека — ведущий аналитик и тот, который его поддерживает. Оба аналитика в равной степени вникают в суть дела — начинают анализировать документы компании, которые мы просим прислать, готовятся к встречам с менеджментом. Потом приезжают в саму компанию, встречаются с менеджментом, если нужно иногда и с акционерами. Если речь идет о регионе — с представителями властей. Затем аналитики готовят внутренний отчет и рассылают его членам рейтингового комитета.

В рейтинговый комитет входят от пяти до девяти аналитиков в зависимости от того, какой конкретный случай рассматривается. Как правило, это люди, представляющие либо ту же самую отрасль, либо связанные с ней отрасли. Например, если речь идет о рейтинге страны, то обычно мы в рейтинговый комитет приглашаем банковских аналитиков, которые следят за состоянием ее банковской системы. Иногда еще и корпоративных аналитиков, если страна сильно зависит от каких-то крупных компаний. Например, как Россия от поставщиков нефти и газа.

Аналитики, которые собираются в рейтинговом комитете, представляют и разные сектора, иногда и много разных стран. Это позволяет решить сразу несколько задач. Прежде всего, произвести сопоставление кредитных рисков в разных страновых контекстах, поскольку мы присваиваем рейтинги по глобальной шкале. Также это позволяет использовать опыт, который аналитики приобретают в разных секторах и странах. И в-третьих — может быть, самое важное в ситуации рыночной турбулентности, — это независимость, это невозможность давить на мнение рейтингового агентства.

Если информации и докладов тех двух аналитиков, которые занимаются рейтингом, недостаточно, то тогда рейтинговый комитет отправляет их доклад на доработку, и аналитики снова вступают в контакт с компанией и т. д. Далее происходит голосование на рейтинговом комитете — и присваивается определенный рейтинг. Затем он сообщается вместе со специальным отчетом самому эмитенту и публикуется в доступных для инвесторов источниках.

ВГ: Даже если клиент будет против такой публикации?

А. Н.: Если клиент изначально не хочет, чтобы мы публиковали рейтинг, он нам это сообщает заранее, и наши отношения остаются конфиденциальными. То есть никто даже не узнает, что он к нам обращался, до тех пор пока он сам того не захочет. Но если рейтинг становится публичным, дальше он попадает уже в наши руки. Клиент может его отозвать, но снова его засекретить он не может. ■

«РЕЙТИНГ — ЭТО УЗКОПРОФЕССИОНАЛЬНЫЙ ПРОДУКТ. КОЭФФИЦИЕНТ ВЕРОЯТНОСТИ ДЕФОЛТА — ЭТО ТО, ЧТО МЫ РЕАЛЬНО МОЖЕМ ОЦЕНИТЬ И ВЗЯТЬ НА СЕБЯ ОТВЕТСТВЕННОСТЬ ЗА ДАННУЮ ОЦЕНКУ. ОЦЕНИТЬ ЖЕ ЛИКВИДНОСТЬ ЧРЕЗВЫЧАЙНО ТЯЖЕЛО»

