

В. А. Бакланова, CFA, PRM
старший директор группы рейтингов фондов коллективного
инвестирования и управляющих компаний
Fitch Ratings*
e-mail: viktoria.baklanova@gmail.com

ВЛИЯНИЕ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ КРЕДИТНЫХ РЕЙТИНГОВ РЕГУЛЯТОРАМИ НА ПОВЕДЕНИЕ УЧАСТНИКОВ ФИНАНСОВОГО РЫНКА В США **

Аннотация

В июле 2008 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам США опубликовала три документа, содержащие предложения по изменению практики использования кредитных рейтингов, присваиваемых признанными на национальном уровне статистическими рейтинговыми организациями, в нормативных актах Комиссии. Предложенные улучшения были разработаны Комиссией по ценным бумагам и биржам в связи с озабоченностью тем, что использование кредитных рейтингов в нормативных актах Комиссии могло быть причиной чрезмерного доверия к кредитным рейтингам со стороны участников финансового рынка. Опубликовав эти документы, Комиссия по ценным бумагам и биржам предложила участникам финансового рынка прокомментировать и выдвинуть встречные предложения по поводу инициативы Комиссии.

В данной статье изучается использование кредитных рейтингов различными участниками финансового рынка, в том числе его регуляторами, а также детально анализируются предложения, выдвинутые Комиссией по ценным бумагам и биржам в этой области.

* Мнения, приведенные в этой статье, являются личными мнениями автора, которые могут отличаться от мнения компании Fitch Ratings.

** Оригинал статьи написан на английском языке. Перевод на русский Александра Некрасова, г. Новосибирск

Статья начинается с краткого обзора истории возникновения и развития рейтингового бизнеса в США. Далее в статье рассматривается реакция различных участников рынка на предложения по отказу от использования кредитных рейтингов Комиссией по ценным бумагам и биржам, а также выявляются вопросы, по поводу которых мнения участников рынка расходятся. Одним из важнейших результатов данного исследования является тот факт, что участники финансовых рынков не готовы принять на себя ответственность по индивидуальной оценке кредитного риска и в большинстве своем не поддерживают предложение Комиссии. Автор заключает, что инвесторы, управляющие компании и другие регулируемые участники финансового рынка ждут от регуляторов разработки новой, более точной меры кредитного риска, не подверженной конфликту интересов разных сторон.

1. Введение

А. Краткая история кредитных агентств.

Начиная со времени своего основания в 1900 г., компания John Moody & Company начала публикацию «Справочника промышленных и прочих ценных бумаг компании Мудис» (Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities). В справочнике приводилась подробная информация об акциях и облигациях, эмитированных финансовыми институтами, промышленными и добывающими компаниями, коммунальными предприятиями, а также компаниями-производителями пищевых продуктов. Таким образом, деятельность кредитного агентства изначально началась с предоставления финансовой информации. Именно по этой причине кредитные агентства указывают на традицию свободы слова [1] и конституционные гарантии свободы печати в США¹ [2. С. 2] в качестве фундаментальных основ своего бизнеса.

В 1909 г., в дополнение к информации об активах, капитализации и менеджменте публичных компаний, компания Джона Муди стала предлагать инвесторам анализ стоимости ценных бумаг и их относительных инвестиционных качеств, выраженных в качестве буквенного кода – рейтинга, заимствованного у кредитных бюро конца XIX века. Первого июля 1914 г. была

¹ В последнее время в судебной практике США появилось значительное количество дел, в которых предпринимаются попытки использования Первой поправки к Конституции США для признания за кредитным рейтингом права свободы слова. См., например: *Moody's Investors Service, Inc. vs. Lloyds TSB Bank PLC* [2008] 580 F. Supp. 2d 630 and *Fitch, Inc. vs. New York Pension Funds* [2008] 580 F. Supp. 2d 630

Судебное заседание ... определило, что согласно Первой поправке, опубликованные кредитные рейтинги не имеют безоговорочных конституционных гарантий. Для определения конституционных гарантий по Первой поправке любые основополагающие факты, обстоятельства, природа содержания, а также язык заявления подлежат изучению. Поскольку конституционные гарантии в отношении кредитных рейтинговых агентств как «финансовой прессы», выполняющей «традиционные журналистские функции» не являются общепризнанными, суд обращается к специальным судебным процедурам для определения того, являются ли мнения о кредитоспособности защищенными Конституцией.

создана компания *Moody's Investors Service Incorporated*². Годом позже, 24 декабря 1913 г., Джон Ноулз Фитч основал в Нью-Йорке *Fitch Publishing Company*, известную сегодня как *Fitch Ratings*. *Fitch Publishing Company* начала свою деятельность с публикаций финансовой статистики в собственных изданиях «Книга облигаций компании Фитч» (*Fitch Bond Book*) и «Справочник по акциям и облигациям компании Фитч» (*Fitch Stock and Bond Manual*)³.

В 1941 г. в результате слияния *Poor's Publishing* и *Standard Statistics* появилась компания *Standard & Poor's Corporation*. Можно сказать, что компания *Standard & Poor's* ведет свое начало от публикации Генри Варньюмом книги «История железных дорог и каналов в США компании Poor» (*Poor's History of Railroads and Canals in the United States*) в 1860 г. Вторая компания, позже участвовавшая в слиянии с *Poor's – Standard Statistics Bureau* – была основана в 1906 г. Лютером Ли Блейком⁴.

К концу 1920-х гг. рынок облигаций США насчитывал 6 000 эмитентов, а суммарный номинал эмитированного долга составлял \$26 млрд. [3. С. 1]. Почти каждый выпуск облигаций имел рейтинг, присвоенный тем или иным рейтинговым агентством, например, *Moody's Investors Service* [Там же]. Благодаря вступлению в силу закона «О реформе кредитных рейтинговых агентств» (*Credit Rating Agency Reform Act*) в 2006 г., Комиссия по ценным бумагам и биржам США стимулировала рейтинговые агентства к аккредитации в качестве национально признанных статистических рейтинговых организаций, НПСРО (*Nationally Recognized Statistical Rating Organization, NRSRO*) [4]. К середине 2008 г. в США существовало 10 компаний, имею-

² *Moody's Investors Service*. *Moody's History*. 2008 (<http://v2.moody's.com/moody's/cust/AboutMoody's/AboutMoody's.aspx?topic=history>).

³ *Fitch, Inc.* *The History of Fitch Ratings*. 2008 (<http://www.fitchratings.com/jsp/corporate/AboutFitch.faces?context=1&detail=3>).

⁴ *Standard & Poor's, a Division of The McGraw-Hill Companies, Inc.* *Standard&Poor's Company History*. 2008 (http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/us/page.topic/aboutsp_ch/4,2,2,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0.html).

щих статус национально признанных статистических рейтинговых агентств, подтвержденный Комиссией по ценным бумагам и биржам⁵.

Б. Цель присвоения кредитного рейтинга.

В целом, кредитный рейтинг представляет собой мнение рейтингового агентства об относительной способности некой организации выполнить свои финансовые обязательства, такие как выплата процентов по долгу, дивиденды по привилегированным акциям, страховые выплаты или исполнить иные обязательства перед контрагентами⁶. Шкала относительной способности организаций выполнить свои финансовые обязательства состоит из нескольких латинских букв, каждая из которых обозначает группу, для которой характеристики кредитных рисков в целом схожи. В таблице в Прил. 1 приведены характеристики кредитных рисков каждой группы рейтингов по определению трех крупнейших НПСПО^{7, 8} [5]. С тех пор, как стали публиковаться справочники, содержащие не только обширную финансовую информацию, но и первые кредитные рейтинги, инвесторы (в основном институциональные) стали использовать кредитные рейтинги в качестве дополнительного источника информации для проведения собственного анализа. По мере роста интенсивности использования кредитных рейтингов, возрастал и масштаб присвоения рейтингов различным финансовым инструментам. Сегодня гло-

⁵ Десять организаций, имеющих статус НПСПО в середине 2008 г.: Realpoint LLC (постановление No. 34-58000), LACE Financial Corp. (постановление No. 34-57300), A.M. Best Company, Inc. (постановление No. 34-56507), DBRS Ltd. (постановление No. 34-56508), Egan-Jones Rating Company (постановление No. 34-57031), Fitch, Inc. (постановление No. 34-56509), Japan Credit Rating Agency, Ltd. (постановление No. 34-56510), Moody's Investors Service, Inc. (постановление Публикация No. 34-56511), Rating and Investment Information, Inc. (постановление No. 34-56512), Standard & Poor's Ratings Services (постановление No. 34-56513).

⁶ См., например: *Fitch, Inc.* Fitch Ratings Definitions. 2008 (<http://www.fitchratings.com/corporate/fitchResources.cfm?detail=1>).

⁷ Там же.

⁸ *Moody's Investors Service.* Rating Definitions. 2008 (<http://www.moody's.com/moodys/cust/AboutMoody's/AboutMoody's.aspx?topic=rdef&subtopic=moody's%20credit%20ratings&title=Introduction.htm>).

бальные кредитные агентства Fitch Ratings, Moody's Investors Service и Standard & Poor's Rating Services присваивают кредитные рейтинги корпоративным облигациям, векселям, привилегированным акциям, синдицированным банковским ссудам, долгам суверенных государств, муниципальным облигациям, инфраструктурным проектам, транзакциям структурного финансирования⁹, банковским депозитам и паевым инвестиционным фондам¹⁰.

За 100 лет своего существования кредитные агентства стали главными поставщиками публичной информации о кредитных рисках на финансовом рынке¹¹. Сами рейтинговые агентства объясняют широкое использование кредитных рейтингов двумя крупнейшими группами рыночных участников – инвесторами и эмитентами – следующими неотъемлемыми характеристиками, присущими кредитным рейтингам [2. С. 2]:

- *Независимость*: считается, что рейтинг, присвоенный рейтинговым агентством, является беспристрастным и не выражает ничьих интересов.
- *Дальновидность*: изучение исторических уровней дефолта долговых бумаг показывает, что рейтинги, присвоенные рейтинговыми агентствами, являются достаточно надежными индикаторами будущей относительной способности эмитента облигаций в полной мере исполнить свои обязательства, связанные с этими облигациями¹².

⁹ Структурное финансирование – тип финансирования, при котором кредитное качество выпущенных долговых обязательств оценивается на основе прямой гарантии третьей стороны или на основе качества активов заемщика, а не на основе финансовой устойчивости самого заемщика (<http://www.rusipoteka.ru/security/glossary/>).

¹⁰ J.Fons. White Paper on Rating Competition and Structured Finance. 2008 ([https://www.glggroup.com/News/White-Paper-on-Rating-Competition-and-Structured-Finance-\(Part-1\)-23549.html](https://www.glggroup.com/News/White-Paper-on-Rating-Competition-and-Structured-Finance-(Part-1)-23549.html)).

¹¹ См., например: *Moody's Investor Service*. Moody's Role in the Global Capital Markets. 2008 (http://www.moody's.com/moodys/cust/AboutMoody's/AboutMoody's.aspx?topic=intro&redir_url=/cust/AboutMoody's/staticRedirect.asp).

¹² См., например: *Moody's Investor Service*. Guide to Moody's Default Research, August 2008 Update. 2008 (<http://www.moody's.com>).

- *Стабильность*: рейтинги основываются на фундаментальных финансовых показателях эмитента и не являются в высокой степени зависимыми от экономических циклов¹³.
- *Простота для понимания*: буквенные символы, ранжированные в алфавитном порядке, просты для восприятия и интуитивно понятны.
- *Широта покрытия*: глобальные кредитные агентства присваивают рейтинги тысячам эмитентов разных странах, анализируют многочисленные классы активов и типы финансовых инструментов. Теоретически, работа кредитных агентств позволяет напрямую сравнивать относительную кредитоспособность различных финансовых инструментов по всему миру¹⁴.

Благодаря тому, что кредитные рейтинги находятся в свободном доступе, рейтинговые агентства считают, что их деятельность способствует становлению прозрачного рынка, устраняя информационную асимметрию между кредиторами и заемщиками [6]. Информация о рейтингах (за редким исключением непубликуемых рейтингов) распространяется с помощью средств массовой информации, а также находится в свободном доступе на веб-сайтах рейтинговых агентств¹⁵.

Неотъемлемые характеристики каждого рейтинга, обозначенные выше, а также значимость информации о присвоенных рейтингах подвергались острой критике в академической среде. Характерным примером такой критики

¹³ Перед рейтинговыми агентствами стоят конфликтующие друг с другом задачи точности и его стабильности. Крупнейшие рейтинговые агентства подверглись строгой критике со стороны регуляторов после банкротства компании Enron 30 ноября 2001 г., имевшей рейтинги инвестиционной категории, присвоенные крупнейшими рейтинговыми агентствами не позднее, чем за месяц до того, как компания подала документы на банкротство.

¹⁴ К примеру, согласно данным веб-сайта компании S&P (www.standardandpoors.com) общий объем находящегося в обращении в 100 странах долга, имеющего рейтинг компании S&P, составляет примерно \$32 трлн. Только в 2007 году Standard & Poor's Ratings Services опубликовала более 510 тыс. рейтингов, включая новые и пересмотренные рейтинги.

¹⁵ См., например: <http://www.fitchratings.com>, <http://www.moody.com>, <http://www.standardandpoors.com>.

может быть публикация Partnoy (2006), посвященная парадоксу кредитных рейтингов: изменения рейтингов важны для участников рынка, но все же представляют собой малую информационную ценность [7. С. 4]. Altman (2005) обнаружил доказательства существования конфликта интересов между такими характеристиками рейтинга, как его точность и стабильность.

... инвесторы стремятся проводить ребалансировку своих портфелей настолько редко, насколько это возможно, поэтому для инвестора важна стабильность рейтинга. Рейтинговые агентства руководствуются тем, что инвестору не нужно изменение рейтинга вследствие незначительного изменения финансового состояния эмитента. Компания Standard & Poor's убеждена, что стабильность рейтинга имеет важнейшее значение для инвестора. С точки зрения регулятора, стабильность рейтинга важна для предотвращения возникновения проциклических эффектов, поскольку быстрая реакция финансовых рынков на изменение кредитоспособности конкретных эмитентов способна усугублять финансовые кризисы. Во время кредитного кризиса в США в 2007-2008 гг. было установлено, что взаимосвязь инвестиционных деклараций с рейтингами НПСРО была причиной вынужденной ликвидации инвесторами своих позиций из-за снижения рейтинга. Этот факт в конечном итоге стал одной из причин разразившегося кризиса ликвидности. Третьим аргументом в пользу стабильности рейтинга является поддержка репутации рейтинговыми агентствами. Частые смены рейтинга могут негативно сказаться на репутации рейтингового агентства, даже если эти изменения рейтинга отражают реальную изменчивость кредитоспособности организации.¹⁶

Характеристика точности и стабильности рейтингов, равно как и их дальновидность, подверглись критике, которая была вызвана широким масштабом снижения кредитных рейтингов долговых обязательств с залогом с начала 2007 г. и в течение всего 2008 г. В самом деле, огромное количество снижений кредитных рейтингов таких инструментов, как RMBS¹⁷ и CDO¹⁸ не имело прецедента. Начиная с февраля 2008 г., компания Moody's понизила рейтинг как минимум одного транша из 94,2% выпусков RMBS, обеспечен-

¹⁶ Altman E., Rijken H. The effects of rating through the cycle on rating stability, rating timeliness and default prediction performance. 2008 (<http://pages.stern.nyu.edu/~ealtman/TheEffectsof-RatingThroughtheCycleonRatingStability.pdf>).

¹⁷ Residential Mortgage-Backed Securities – ценные бумаги, обеспеченные пулом однородных ипотечных кредитов на жилую недвижимость (<http://www.rusipoteka.ru/security/glossary/>).

¹⁸ Collateralized Debt Obligation – облигация, обеспеченная пулом различных типов долговых инструментов (<http://www.rusipoteka.ru/security/glossary/>).

ных субстандартными ипотечными кредитами, получивших рейтинг в 2006 г., включая 100% RMBS, обеспеченных облигациями со вторичным требованием, выпущенных в 2006 г., и 76,9% выпусков ценных бумаг, получивших рейтинг в 2007 г. [8]. В своем отчете об изменении рейтингов компания Standard & Poor's заявила о понижении рейтингов 44,3% субстандартных траншей, которые получили свой рейтинг между первым кварталом 2005 г. и третьим кварталом 2007 г. [9]. Наконец, к концу 2007 г. компания Fitch Ratings понизила рейтинг приблизительно 34% субстандартных траншей, которым был присвоен рейтинг в 2006 г. и в первой половине 2007 г. [10].

Независимость рейтинговых агентств ставилась под сомнение участниками финансового рынка и регуляторами как в США, так и во всем мире в связи со спецификой бизнес модели рейтинговых агентств, которая подразумевает взимание платы за присвоение кредитного рейтинга с эмитента [11. С. 2]. Более того, широкомасштабные снижения рейтингов, начавшееся весной 2007 г. и продолжавшиеся весь 2008 г., подтвердили ранее выдвигавшуюся гипотезу о том, что рейтинги, присвоенные агентствами, входящими в число НПСРО, являются скорее скоррелированными и обращенными в прошлое, чем независимыми мнениями о будущей кредитоспособности. Все три глобальных рейтинговых агентства понижали рейтинги одних и тех же бумаг приблизительно в одно и то же время и уже после того, как кредитное качество этих бумаг заметно снизилось [12. С. 3].

Оставшаяся часть данного исследования организована следующим образом. Раздел 2 раскрывает степень использования кредитных рейтингов в нормативных документах Комиссии по ценным бумагам и биржам. Будут рассмотрены некоторые нормативы, установленные Законом о ценных бумагах 1933 г., Законом о торговле ценными бумагами 1934 г., Законом об инвестиционных компаниях 1940 г. и Законом об управляющих компаниях 1940 г. Первого июля 2008 г. Комиссия предложила всем желающим публично прокомментировать предложенные Комиссией поправки к правовым нормам,

обнародованные в выше обозначенных законодательных актах, заключающиеся в отказе от использования кредитных рейтингов Комиссией. Раздел 3 подводит итог предложенным поправкам. Конечной целью этих поправок является устранение поддержки, оказываемой регулятором частным рейтинговыми компаниям. Реакция рынка на эти предложения будет проанализирована в Разделе 4. В Разделе 5 предпринимается попытка проследить за изменениями в поведении инвесторов и эмитентов долговых бумаг в связи с использованием рейтингов регуляторами. В Разделе 5 также рассмотрены непреднамеренные последствия использования рейтингов регуляторами. В Раздел 6 содержит заключительные высказывания и выводы.

2. Использование кредитных рейтингов регуляторами

Характеристики, присущие кредитным рейтингам, приведенные в Разделе 1, привели к широкомасштабному использованию кредитных рейтингов регуляторами. Первое свидетельство использования кредитных рейтингов регулятором относится к 1931 г.; рейтинги упоминались в документах таких ведомств, как Контролер денежного обращения (Office of the Comptroller of the Currency) и Федеральная резервная система США (Federal Reserve System). В то время регуляторы использовали кредитные рейтинги для определения различий между ценными бумагами инвестиционной категории, обычно обозначаемых рейтингами ВВВ/Ваа и выше, и бумагами, кредитный рейтинг которых ниже инвестиционного уровня¹⁹. С течением времени,

¹⁹ В 1931 г. Контролер денежного обращения и Федеральная резервная система в своих нормативных актах обязали банки корректировать балансовую стоимость облигаций с рейтингом ниже Ваа/ВВВ таким образом, чтобы она отражала их рыночную стоимость. В 1936 г., Федеральная корпорация по страхованию вкладов (Federal Deposit Insurance Corporation) и Контролер денежного обращения совместно запретили банкам приобретать «спекулятивные ценные бумаги», т.е. ценные бумаги, имеющие рейтинг ниже Ваа/ВВВ. В 1951 г. Национальная ассоциация уполномоченных по страхованию (National Association of Insurance Commissioners) увеличила требования к размеру собственного капитала для своих членов, приобретающих ценные бумаги с низким рейтингом.

регуляторы в США и по всему миру постепенно включали кредитные рейтинги в свои нормативные акты и правила с целью установления требований к капиталу регулируемых участников финансового рынка, обеспечения раскрытия информации, а также ограничения инвестиций в некачественные ценные бумаги. К примеру, в 1975 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам США приняла поправки к правилу 15с3-1²⁰ Закона о торговле ценными бумагами 1934 г., которые обязали брокерско-дилерские организации при расчете чистого капитала вычитать из собственного капитала определенный процент рыночной стоимости собственной позиции в ценных бумагах. Правило 15с3-1 [13] позволяет брокерско-дилерским организациям применять дисконт в сделках репо²¹ с определенными векселями, неконвертируемыми облигациями и неконвертируемыми привилегированными акциями при условии, что эти инструменты имеют рейтинги в специальных рейтинговых категориях, присвоенные одной или двумя НПСРО²².

²⁰ См. 17 CFR § 240.15с3-1(с)(2)(vi)(E) (уровни дисконта в сделках репо с векселями), 17 CFR § 240.15с3-1(с)(2)(vi)(F) (уровни дисконта в сделках репо с неконвертируемыми долговыми бумагами) и 17 CFR § 240.15с3-1(с)(2)(vi)(H) (уровни дисконта в сделках репо с кумулятивными неконвертируемыми привилегированными акциями). Термин «НПСРО» также используется в правилах расчета чистого капитала. См. 17 CFR § 240.15с3-1а(б)(1)(i)(C) (определение термина «базовая валюта портфеля») и 17 CFR § 240.15с3-1f(d) (определение размера вычетов из капитала, возникающих из-за определенных внебиржевых сделок с деривативами).

²¹ Типичное соглашение репо, заключаемое паевым фондом, представляет собой контракт с брокером, дилером или банком (контрагентом по сделке) о приобретении ценных бумаг. Контрагент соглашается выкупить ценные бумаги в заранее определенное время, или по требованию, по цене, представляющей собой возврат суммы, уплаченной фонду плюс дополнительную сумму в качестве дохода на инвестиции фонда. Соглашения репо представляют собой эффективный способ инвестирования избыточной наличности на короткое время. Экономически соглашение репо работает как заем, выдаваемый фондом контрагенту, в котором ценные бумаги, приобретенные фондом выступают в роли обеспечения займа и размещаются во владение или распоряжение попечителя (кастодиана) на время действия соглашения.

²² К примеру, параграф (с)(2)(vi)(E) правила 15с3-1 позволяет применять дисконт в размере до 0.5% рыночной стоимости в сделках репо с векселями, банковскими акцептами и депозитными сертификатами, имеющими рейтинг одной из трех высших рейтинговых категорий, присвоенный как минимум двумя НПСРО (в зависимости от даты погашения). При

В качестве другого примера использования рейтингов регуляторами может послужить правило 2a-7 [14], которое регулирует инвестиционную и операционную деятельность зарегистрированных в Соединенных Штатах фондов денежного рынка. Согласно этому правилу, такого рода фонды не могут инвестировать в ценные бумаги, обеспеченные пулом активов, пока последним не будет присвоен рейтинг агентством из числа НПСРО [Там же].

Приведенные выше примеры иллюстрируют существующий регуляторный режим для некоторых организаций, таких как брокерско-дилерские организации и зарегистрированные паевые фонды. Регуляторы используют кредитные рейтинги как взаимозаменяемые и нивелируют различия в методологиях присвоения рейтингов различных агентств. Более того, данное использование рейтингов для целей оценки кредитного качества инвестиционного портфеля приводит к тому, что у регулируемых организаций отсутствуют стимулы проводить самостоятельный анализ кредитоспособности ценных бумаг.

Понимая возможные последствия использования кредитных рейтингов регуляторами, первого июля 2008 года Комиссия по ценным бумагам и биржам опубликовала три различных документа, содержащих поправки к правилам 2a-7 [17 CFR 270.2a-7], 3a-7 [17 CFR 270.3a-7], 5b-3 [17 CFR 270.5b-3], и 10f-3 [17 CFR 270.10f-3] Закона об инвестиционных компаниях 1940 г.²³, и поправки к нормативным актам 206(3)-3T [17 CFR 275.206(3)-3T] Закона об управляющих компаниях 1940 г.²⁴ [15]. Также приветствовались коммента-

отсутствии рейтинга перечисленные ценные бумаги попадают под действие параграфа (c)(2)(vi)(J), который требует вычета 15% из рыночной стоимости ценной бумаги при расчете собственного капитала брокерско-дилерской организации.

²³ 15 U.S.C. 80a. Пока не указано иное, все упоминания правил Закона об инвестиционных компаниях будут означать упоминание раздела 17, части 270 Кодекса Федеральных постановлений (the Code of Federal Regulations) [17 CFR 270].

²⁴ 15 U.S.C. 80b. Пока не указано иное, все упоминания правил Закона об управляющих компаниях будут означать упоминание раздела 17, части 275 Кодекса Федеральных постановлений (the Code of Federal Regulations) [17 CFR 275].

рии по поводу прекращения действия правил Закона о ценных бумагах 1933 г. и Закона о торговле ценными бумагами 1934 г. относительно ссылок на рейтинги ценных бумаг с альтернативными требованиями (например, Формы S-3 и F-3). Вдобавок, Комиссия запросила комментарии рыночных участников по поводу нормативных актов, касающихся информирования клиентов о рейтинге, присвоенном ценным бумагам [16]. В своем третьем релизе Комиссия предложила улучшения различных правил и нормативных актов Закона о торговле ценными бумагами 1934 г., которые основываются на рейтингах, присваиваемых НПСРО [Там же].

3. Краткое описание предложений Комиссии по ценным бумагам и биржам

Предложенные Комиссией по ценным бумагам и биржам поправки были внесены для снятия беспокойности о том, что использование рейтингов НПСРО регуляторами могло вызвать чрезмерное доверие к кредитным рейтингам со стороны остальных участников рынка. Ниже приводится краткое описание тех поправок, которые были предложены Комиссией в опубликованных документах.

А. Правило 2а-7 Закона об управляющих компаниях 1940 г.

Комиссией было предложено четыре изменения условий действия правила 2а-7:

- 1) Комиссия возложит ответственность за анализ минимального кредитного риска, а также определение первого и второго уровней на советы директоров фондов денежного рынка²⁵;

²⁵ Правило 2а-7(с)(4) содержит требования к диверсификации портфелей фондов денежного рынка, касающиеся ценных бумаг первого и второго уровней.

- 2) фонды денежного рынка не смогут иметь в своих портфелях неликвидные ценные бумаги на сумму, превышающую 10% от совокупных активов портфеля²⁶;
- 3) будет изменен порядок работы фонда денежного рынка в случае, если кредитный рейтинг ценных бумаг, находящихся в портфеле фонда, был понижен или по этим бумагам был объявлен дефолт²⁷;
- 4) фонды денежного рынка должны будут в краткий срок отчитываться перед Комиссией в случае, если аффилированное с фондом юридическое лицо, учредитель фонда или его основной андеррайтер приобретает у фонда ценные бумаги, которые более не являются допустимыми инвестициями для данного типа фондов согласно нормативному акту 17а-9 Закона об инвестиционных компаниях²⁸.

²⁶ Предложенный стандарт систематизирует существующие положения в отношении ликвидности портфеля. См. Revisions to Rules Regulating Money Market Funds, Investment Company Act Release No. 21837 (Mar. 21, 1996) [61 FR 13956 (Mar. 28, 1996)] (“Rule 2a-7 1996 Amending Release”), сопроводительный текст №108 («Лимит неликвидных активов в портфеле фонда денежного рынка не должен превышать 10% стоимости всех активов фонда»); Приобретение и оценка определенных портфельных инструментов зарегистрированными в США инвестиционными компаниями, Investment Company Act Release No. 14983 (Mar. 12, 1986) [51 FR 9773 (Mar. 21, 1986)] (“1986 Valuation Release”). Несмотря на то, что кредитные рейтинги не учитывают риск ликвидности напрямую, их использовали в качестве меры риска ликвидности, потому как ликвидность ценной бумаги может резко снижаться в случае снижения рейтинга.

²⁷ Предложенная поправка к правилу 2а-7(с)(7)

В случае, если управляющая компания фонда денежного рынка (или любое лицо, которому совет доверил управление портфелем фонда) определит, что ценная бумага, имеющаяся в портфеле фонда может перестать соответствовать критерию минимального кредитного риска, совет директоров должен своевременно переоценить кредитный риск, присущий данной ценной бумаге и убедиться в том, что управляющие фонда совершили действия, отвечающие интересам фонда и его акционеров.

²⁸ Предложенная поправка к правилу 2а-7(с)(7)(iii)(B) (требование уведомить Комиссию по ценным бумагам и биржам о любом «приобретении ценной бумаги из портфеля фонда аффилированным лицом, учредителем фонда, андеррайтером фонда или аффилированным с ними лицом в соответствии с правилом 17а-9»). См. правило 17а-9 (исключение из раздела 17(а) о приобретении ценной бумаги, «более не являющейся допустимой для покупки фондом ценной бумагой (согласно [правилу 2а-7(а)(10)]) при определенных условиях»).

Согласно нормативному акту 2а-7, некоторые типы ценных бумаг, например, ценные бумаги, обеспеченные пулом активов, должны иметь рейтинг, присвоенный одной из “назначенных НПСРО”, чтобы считаться допустимой для приобретения фондами денежного рынка²⁹ [14. (а)(10)(ii)(В)]. Однако, наличие рейтинга, присвоенного одной из «назначенных НПСРО» является обязательным, но не достаточным требованием для инвестирования средств фонда денежного рынка, и более того, не может являться единственным основанием для определения подверженности ценных бумаг минимальному кредитному риску [14. (с)(3)(i)]. Упраздняя использование рейтингов «основных НПСРО», Комиссия по ценным бумагам и биржам усиливает роль совета директоров фонда в процессе оценки кредитоспособности ценных бумаг. Соответственно, Комиссия предполагает, что совет директоров фонда (или делегированные им лица) обладает достаточной квалификацией и финансовыми знаниями для того, чтобы сделать собственное независимое заключение о кредитном риске, присущем конкретным ценным бумагам.

Вторая предложенная поправка систематизирует текущие стандарты, касающиеся ликвидности портфелей и не оказывает существенного влияния на деятельность фондов денежного рынка. Третья предложенная поправка сходна с первой в ожиданиях, что совет директоров примет более активное участие в оценке кредитоспособности индивидуальных ценных бумаг в портфеле, включая мониторинг финансовой информации, имеющей отношение к этим бумагам. Вероятно, последняя предложенная поправка улучшит положение участников рынка посредством стимулирования раскрытия фондами денежного рынка информации о сделках с аффилированными юридиче-

Уведомление, согласно предложенным поправкам, также будет упрощено и будет осуществляться по электронной почте вместо других средств уведомления, перечисленных правилом 2а-7(с)(6)(iii). Комиссия считает это нововведение своевременным в свете развития телекоммуникационных технологий, а также благодаря опыту получения уведомлений о дефолте в электронном виде в течение прошлого года.

²⁹ Термин «допустимая для приобретения фондом ценная бумага» определяется правилом 2а-7(10), термин «назначенная НПСРО» определяется правилом 2а-7(а)(21).

скими лицами, которые чаще всего представляют собой покупку подешевевших активов из портфеля фонда материнской компанией управляющей компании фонда. Такие приобретения обычно происходят по амортизированной стоимости или балансовой стоимости, которые, как правило, выше текущей рыночной цены, что очевидно, выгодно для акционеров фонда. В то же время, заключение таких сделок является убыточной операцией для аффилированной организации.

Б. Правило 3а-7 Закона об инвестиционных компаниях 1940 г.

Правило 3а-7 содержит несколько критериев, которые отличают инвестиционные компании от организаций структурного финансирования³⁰ [14]. Критерии включают требования о том, что инструменты структурного финансирования, предложенные индивидуальным инвесторам, должны иметь рейтинг не ниже одной из четырех высших категорий, присвоенный хотя бы одной НПСПО [14. (а)(2)]. Комиссия по ценным бумагам и биржам сделала пояснения, что даже если инструменты структурного финансирования имеют высокий рейтинг, они, как правило, не продаются розничным инвесторам [15. С. 15-16]. Таким образом, Комиссия предложила:

- 1) упразднить использование рейтингов в правиле 3а-7, убрав из него исключение для инструментов структурного финансирования, предложенных широкой публике;
 - 2) изменить часть правила 3а-7, которая касается понятия «допустимой для покупки фондами денежного рынка ценной бумаги», чтобы исключить зависимость фондов от снижения рейтингов таких бумаг.
- Правило 3а-7 позволяет эмитенту купить дополнительные допусти-

³⁰ Структурное финансирование (structured financing) - тип финансирования, при котором кредитное качество выпущенных долговых обязательств оценивается на основе прямой гарантии третьей стороны или на основе качества активов заемщика, а не на основе финансовой устойчивости самого заемщика (<http://www.rusipoteka.ru/security/glossary/>).

мые для приобретения ценные бумаги или избавиться от активов только если, помимо прочих условий, покупка или продажа активов не влечет за собой понижения рейтинга находящихся в обращении бумаг с фиксированной доходностью [14. (a)(3)(ii)].

- 3) Потребовать от эмитентов введения специальных процедур для того, чтобы убедиться, что покупка или продажа позиции залогового портфеля не повлияет отрицательно на полноту и своевременность выплат по структурным ценным бумагам, находящимся в обращении³¹;
- 4) изменить ту часть правила 3a-7, которая обеспечивает сохранность активов [14. (a)(4)], т.е. изменить требование о том, что поток платежей по позиции залогового портфеля должен быть депонирован на отдельный счет, согласующийся с полными и своевременными выплатами по бумагам, находящимся в обращении³².

Фактически, путь решения проблемы с помощью разделения розничных инвесторов и инвесторов в продукты структурированного финансирования, как это было предложено в первой поправке к правилу 3a-7, противоречит ключевой миссии Комиссии по ценным бумагам и биржам, которая состоит в защите интересов инвесторов и содействии формированию капитала³³. К тому же, такие эмитенты, как страховые компании, использовали исключение из правила 3a-7, которое позволяло предлагать розничным инвесторам инструменты структурированного финансирования, обеспеченные инвестицион-

³¹ Предложенная Комиссией по ценным бумагам и биржам поправка 3a-7(a)(3)(ii).

³² Предложенная Комиссией по ценным бумагам и биржам поправка 3a-7(a)(4)(iii) требует от эмитента произвести

...действия, необходимые для периодического депонирования денежного притока от допустимых для приобретения ценных бумаг на изолированный счет, контролируемый доверенным лицом, согласующимся со своевременной и полной выплатой обязательств по находящимся в обращении ценным бумагам.

³³ SEC. The Investor's Advocate: How the SEC Protects Investors, Maintains Market Integrity, and Facilitates Capital Formation, 2008 (<http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>).

ными контрактами с гарантией [20]. Упразднив это исключение, Комиссия в сущности ограничит доступность финансовых продуктов для розничных инвесторов, но не достигнет конечной цели предложенных поправок, которая заключается в том, чтобы снизить чрезмерное доверие к рейтингам, присваиваемым кредитными агентствами. Вторая и третья поправки, не имея более конкретной директивы, касающейся покупки или продажи активов компании, могут привести к еще меньшей прозрачности инструментов структурного финансирования. Процедуры, которые, возможно, придется применить согласно третьей предложенной поправке, должны быть более четко определены и в равной мере применены ко всем эмитентам схожих ценных бумаг. Последняя предложенная поправка, будучи принятой, поможет улучшить безопасность денежных потоков конечных инвесторов.

В. Правило 5а-3 Закона об инвестиционных компаниях 1940 г.

Правило 5а-3 [21] разрешает зарегистрированному паевому фонду при определенных условиях рассматривать соглашение репо в качестве приобретения ценных бумаг, обеспечивающих соглашение репо³⁴ для целей разделов 5(b)(1) и 12(d)(3) Закона об инвестиционных компаниях, а не в качестве принятия кредитного риска контрагента, если обязательство продавца выкупить обратно свои ценные бумаги из фонда «полностью обеспечено за счет активов»³⁵ [21. (a)]. Считается, что соглашение репо полностью обеспечено за счет активов тогда, когда, кроме всего прочего, обеспечение соглашения репо состоит целиком из ценных бумаг, которые, в момент вступления в силу со-

³⁴ См. Treatment of Repurchase Agreements and Refunded Securities as an Acquisition of the Underlying Securities, Investment Company Act Release No. 25058 (July 5, 2001) [66 FR 36156 (July 11, 2001)] (“Rule 5b-3 Adopting Release”).

³⁵ Термин «полное обеспечение за счет активов» определяется в правиле 5b-3(c)(1). Инвестиционная компания, инвестирующая в соглашения репо, в первую очередь обращает внимание на стоимость и ликвидность ценных бумаг, выступающих в роли обеспечения, а не на кредитное качество контрагента.

глашения об обратной покупке имели рейтинг высшей категории, присвоенный «назначенной НПСРО» [21. (c)(1)(iv)], или из ценных бумаг, не имеющих рейтинга [21. (c)(8)], но обладающих теми же качествами, что и ценные бумаги, имеющие рейтинг высшей категории, присвоенный «назначенной НПСРО», что подтверждается советом директоров фонда или делегированными им лицами. Комиссия предложила отказаться от требования о том, что обеспечение должно иметь рейтинг НПСРО. В качестве альтернативы рейтингам, совет директоров паевого фонда будет обязан убедиться в том, что ценные бумаги, предоставленные в качестве обеспечения, обладают минимальным кредитным риском и высоколиквидны. Также Комиссия предложила отменить использование рейтингов «назначенных НПСРО» для определения статуса диверсификации конкретных рефинансированных ценных бумаг [21. (b)-(c)].

Г. Правило 10f-3 Закона об инвестиционных компаниях 1940 г.

Правило 10f-3 было принято в 1958 г. для того, чтобы дать возможность паевому фонду, аффилированному с членами синдиката адеррайтеров, приобретать ценные бумаги у синдиката при выполнении определенных условий [22]. Муниципальные облигации, которые могут быть приобретены согласно нормативному акту («допустимые для покупки фондами денежного рынка муниципальные облигации»), включают ценные бумаги, которые имеют кредитный рейтинг не ниже инвестиционного уровня как минимум от одной НПСРО или, если эмитент или организация, предоставляющая платежи, из которых будет оплачиваться эмиссия, осуществляла свою деятельность непрерывно менее трех лет (т.е. ценная бумага, недолго находящаяся в обращении), имеют один из трех самых высоких категорий рейтингов НПСРО [22. (a)(3)]. Комиссия предложила прекратить использование рейтингов согласно правилу 10f-3 и улучшить использование определения «допустимой для покупки фондами денежного рынка муниципальной облига-

ции» для того, чтобы обозначать ценные бумаги, достаточно ликвидные для того, чтобы быть проданными стоимости, близкой к балансовой, в приемлемый срок. Вдобавок, ценные бумаги обязаны будут: (i) обладать не более чем умеренным кредитным риском; либо (ii) в случае, если они являются ценными бумагами с ограниченным сроком обращения, подверженными минимальному кредитному риску³⁶.

Проще говоря, правило 10f-3 было создано для того, чтобы предотвратить членов синдиката-андеррайтера от размещения низкокачественных или нерыночных ценных бумаг в аффилированные паевые фонды. В этом случае использование рейтинга инвестиционного уровня служит в качестве меры кредитных рисков и рисков ликвидности, которые признаются важными для паевых фондов. Отказ от использования рейтингов без предоставления альтернативного механизма для определения кредитного риска, связанного с ценными бумагами, может привести к тому, что инвесторам придется самостоятельно определять, подвержена ли данная ценная бумага «минимальному» риску, или же «не более, чем умеренному» риску, а также является ли она «достаточно ликвидной». Даже после того, как совет директоров фонда справится с этой задачей, решения подобного рода вопросов остаются весьма специфичными и зависящими от конкретного фонда, что формируют мнение о подобных фондах, как о менее прозрачных организациях.

³⁶ Предложенная Комиссией по ценным бумагам и биржам поправка 10f-3(a)(3). Предложенное правило будет определять «допустимые для покупки фондами денежного рынка муниципальные облигации» как

... муниципальные ценные бумаги, определенные согласно разделу 3(a)(29) Закона о торговле ценными бумагами 1934 г., которые обладают достаточной ликвидностью для того, чтобы быть проданными по балансовой стоимости (или немного ниже) в сжатый срок, или (i) обладают не более чем умеренным кредитным риском; или (ii) если эмитент муниципальных ценных бумаг, или организация, предоставляющая доход или иные платежи, из которых будет оплачиваться выпуск, осуществляла свою деятельность непрерывно менее трех лет, включая деятельности компаний-предшественников, ценные бумаги обладают минимальным или низким уровнем риска.

Д. Правило 206(3)-3Т Закона об управляющих компаниях 1940 г.

Правило 206(3)-3Т применяется к управляющим компаниям, также зарегистрированных в Комиссии по ценным бумагам и биржам в качестве брокерско-дилерских организаций, когда они выступают в роли члена андеррайтингового синдиката в транзакциях с определенными клиентами [23]. Правило запрещает таким управляющим компаниям совершать сделки купли-продажи без предварительного уведомления стороны сделки о том, в каком качестве выступает управляющая компания, и без получения согласия на такую сделку [24]. Нормативный акт содержит исключение для андеррайтинга неконвертируемых долговых бумаг инвестиционного уровня [24. №36]. Правило определяет «долговую ценную бумагу инвестиционного уровня» как неконвертируемую долговую бумагу, которая в момент продажи имеет рейтинг в одной из четырех высших рейтинговых категориях, присвоенный как минимум двумя НПСРО [23. (с)].

Комиссия по ценным бумагам и биржам предложила улучшить правило 206(3)-3(Т) путем устранения возможности управляющей компании полагаться исключительно на рейтинги НПСРО для того, чтобы определить, является ли облигация ценной бумагой инвестиционного уровня для целей правила. Вместо этого, управляющая компания будет обязана сделать свою собственную оценку, принимая во внимание установленные критерии, включая те, что ценная бумага: (i) должна быть подвержена не более, чем умеренному кредитному риску; и (ii) достаточно ликвидна для того, чтобы быть проданной по стоимости, близкой к балансовой, в допустимые сроки [17. С. 26].

Принципиальные улучшения, к которым приведет принятие предложенных Комиссией поправок, по мнению Комиссии по ценным бумагам и биржам.

Комиссия подчеркивает, что в случае принятия предложенных поправок, будут иметь место следующие принципиальные улучшения:

- 1) для правила 2a-7 это акцентирование важности самостоятельного проведения оценок кредитного риска фондами денежного рынка [17. С.39];
- 2) для правила 3a-7 это акцентирование важности того, что рейтинги необязательны для аккредитованных и квалифицированных институциональных инвесторов при оценке облигаций с залогом активов, эмитированных согласно правилу [Там же];
- 3) для правила 5b-3 и 10f-3 это акцентирование важности того, что фондам, инвестирующим в сделки репо или ценные бумаги, подписанные аффилированной организацией, нужно самостоятельно оценивать кредитные риски, связанные с обеспечением или гарантийными ценными бумагами соответственно. Вдобавок, поскольку из правил исключается обязательное использование кредитных рейтингов, фонды могут выиграть от приобретения более широкого списка ценных бумаг, которые обладают привлекательными инвестиционными возможностями и требуемым уровнем кредитного риска, хотя эти бумаги и не удовлетворяют условиям определенного кредитного рейтинга [Там же];
- 4) для правила 206(3)-3Г это разрешение управляющим компаниям принимать во внимание иные факторы помимо рейтингов кредитного качества облигаций НПСРО для определения приемлемости ценных бумаг по нормативному акту. Управляющие компании будут определять, основываясь на установленных критериях, обладает ли ценная бумага не более чем умеренным кредитным риском и достаточным уровнем ликвидности, а также обладает ли эта ценная бумага инвестиционным качеством. Вдобавок к принятию во внимание рейтингов НПСРО, управляющие компании могут также взвешивать различные факторы и оценивать кредитное качество

бумаги, основываясь на количественных и качественных факторах, которые считают наиболее важными [Там же].

Делая заявления об улучшениях, Комиссия подчеркивает возросшую роль советов директоров фондов и указывает на возросшую аналитическую роль управляющих компаний и институциональных инвесторов в формировании независимых суждений о кредитных рисках, равно как и рисках ликвидности, связанных с ценными бумагами, которые подпадают под вышеуказанные нормативные акты. Тем не менее, независимая оценка «минимального кредитного риска» уже сейчас требуется нормативным актом 2а-7 [14.(с)(3)(i)]. Рейтинг НПСРО служил в качестве первого критерия для выбора ценных бумаг, кредитный риск которых считается приемлемым для фондов денежного рынка, но рейтинг НПСРО ни в коем случае не предполагался достаточным основанием для принятия инвестиционного решения. Удаление такого критерия первоначального отбора без предоставления альтернативной процедуры определения приемлемости ценных бумаг не предоставляет никаких преимуществ для инвесторов фондов. Фактически, отсутствие какого-либо показателя для сравнения кредитоспособности разных бумаг между фондами денежного рынка, каким бы несовершенным он был, вероятно, повысит неопределенность в определении кредитоспособности фондов денежного рынка, т.к. инвесторы столкнутся с многочисленными мнениями разных управляющих компаний, сформированными на основе самых разнообразных методологий.

Предложенные изменения правила 2а-7 могут быть обоснованы, в случае если Комиссия предложит технологию определения минимального кредитного риска, которая а) будет более совершенной, чем та, что используется сегодня НПСРО; и б) могла бы применяться всеми управляющими компаниями фондов денежного рынка.

Предложенные изменения правила 3а-7, будучи принятыми, смогут ограничить количество потенциальных инвесторов, использующих структур-

ные инвестиционные схемы, созданные согласно данному правилу. В то время как мы понимаем намерение Комиссии защитить розничных инвесторов от приобретения сложных для анализа активов, побочным эффектом может являться то, что значительное количество высококачественных бумаг станут недоступны для подобных инвесторов. Это, в свою очередь, противоречит ключевой миссии Комиссии по ценным бумагам и биржам США, которая состоит в содействии формированию капитала. Возможным решением проблемы может оказаться а) более полное раскрытие информации о рисках, связанных с ценными бумагами, предлагаемыми индивидуальным инвесторам; и б) делегирование вопросов о допустимости приобретения этих ценных бумаг розничными инвесторами брокерско-дилерским организациям.

В предложенных изменениях к правилу 5b-3 и правилу 10f-3, Комиссия повышает роль совета директоров фонда в определении кредитного качества ценных бумаг и их ликвидности. В одном из заявлений Комиссии в пользу поправок говорилось, что фонды могут выиграть от привлекательных инвестиционных возможностей, которые в противном случае не будут доступны благодаря требованиям, предъявляемым к рейтингам сегодня [15. С.39].

Предлагая изменения правила 206(3)-3Т, Комиссия полагает, что предложение большего разнообразия ценных бумаг недискриционным клиентам поможет повысить рыночную ликвидность и формирование капитала в таких ценных бумагах [15. С. 40]. Участники рынка могут продолжать полагаться на рейтинги НПСРО, либо могут дополнить рейтинги собственным количественным или качественным анализом. Сформировав свои новые предложения, Комиссия признает, что рейтинги НПСРО являются ценной информацией для участников рынка, но пытается предотвратить неправомерное использование этих рейтингов. Комиссия также приветствовала комментарии в отношении доступных моделей, позволяющих измерить кредитные риски и риски ликвидности, а также источников эмпирических данных [15. С. 40]. Мы считаем, что инвесторы могут выиграть от этого предложения в случае,

если количественные и качественные методы оценки кредитного риска, альтернативные рейтингам НПСПО, будут определены и будут последовательно использованы в отношении всех ценных бумаг. Качественно разные методы, принятые различными брокерско-дилерскими организациями, по нашему мнению, затруднили бы и без того сложный инвестиционный анализ и сдержали бы рост ликвидности.

Е. Формы S-3 приемлемости размещений ценных бумаг, обеспеченных реальными активами согласно Закону о ценных бумагах 1933 г. («Регистрация эмиссии на полке»³⁷ для эмитентов ценных бумаг, обеспеченных пулом активов).

Форма S-3 это краткая форма, используемая подходящими под ее критерии эмитентами для регистрации предложений ценных бумаг согласно Закону о ценных бумагах 1933 г. Форма позволяет подходящим под ее критерии эмитентам предоставлять отчеты, которые заполняются согласно Закону о торговле ценными бумагами, для удовлетворения большого количества требований о раскрытии информации согласно Закону о торговле ценными бумагами. В настоящее время, для того, чтобы подходить для использования Формы S-3, эмитент должен иметь рейтинг инвестиционного уровня от НПСПО, а также соответствовать другим требованиям Формы [16. С. 10].

Комиссия предложила собственные требования к допустимым размещениям ценных бумаг по Форме S-3, обеспеченных пулом активов минимальным достоинством \$250 000 для первичных и последующих продаж, а также требование о том, что первичные продажи могут быть только квалифицированным институциональным инвесторам [25. (a)(1); 16. С. 12].

Это предложение, будучи принятым, уменьшит количество потенциальных инвесторов в ценные бумаги, обеспеченные пулом активов, исполь-

³⁷ «Регистрация эмиссии на полке» (shelf registration) - регистрация ценных бумаг с правом задержки фактического выпуска до наступления благоприятных рыночных условий (<http://www.rusipoteka.ru/security/glossary/>).

зующих ускоренную самостоятельную регистрацию в качестве квалифицированных институциональных инвесторов, которые по своей сути являются инвесторами с большими аналитическими ресурсами, которые способны самостоятельно проводить кредитный анализ ценных бумаг, обеспеченных пулом активов. Возникает вопрос, достигается ли цель продвижения самостоятельного кредитного анализа, когда ограничивается количество потенциальных инвесторов в ценные бумаги, обеспеченные пулом активов? Устранение важного индикатора относительной кредитоспособности размещаемых ценных бумаг без предоставления адекватной альтернативы может привести к еще меньшей прозрачности рынка ценных бумаг, обеспеченных пулом активов, что понизит ликвидность этого рынка.

Ж. Правило 3a1-1, Регулирование альтернативных торговых систем, Форма ATS-R, и Форма Pilot согласно Закону о торговле ценными бумагами 1934 г.

Правило 3a1-1(a) содержит исключение из определения «торговли» в Законе о торговле ценными бумагами [26. (a)(2)]. Процесс получения разрешения на такое исключение основан на большом количестве тестов, включая установленный объем торгов долговыми ценными бумагами инвестиционного уровня. Отличительной характеристикой долговой ценной бумаги инвестиционного уровня, согласно действующим сегодня правилам, является то, что она имеет рейтинг в одной из четырех высших категорий как минимум в одной НПСРО. Комиссия предложила изменить правило 3a1-1 заменив тест объема торгов долговыми ценными бумагами инвестиционного качества и ценных бумаг не инвестиционного качества категорией «корпоративных долговых бумаг» [15. С. 8-9].

Другие регламенты и формы, упомянутые в названии этого подраздела, содержат аналогичные ссылки на ценные бумаги инвестиционного и не инвестиционного качества, основанных на базовых рейтинговых категориях НПСРО. Комиссия предлагает отказаться от использования кредитных рей-

тингов с помощью объединения показателей объемов торгов долговыми бумагами в одну категорию. По нашему мнению, это изменение не улучшает и не ухудшает положение рыночных участников, поскольку, согласно отчету Комиссии, за девять лет, прошедшие с тех пор, как было принято правило 3a1-1, не требовалось альтернативной торговой системы для того, чтобы зарегистрировать сделку, основываясь на приведенных критериях [15. С. 10].

3. Иные правила и регламенты Закона о торговле ценными бумагами 1934 г.

Комиссия по ценным бумагам и биржам приветствовала комментарии, касающиеся ряда иных правил и регламентов: правило 10b-10, правило 15c3-3, правила 101 и 102 Регламента М, Формы Х-17А-5 Части IIВ. Правило 10b-10, которое является правилом подтверждения сделок для брокерско-дилерских организаций, детально описывает процесс подтверждения сделки во время диалога между брокерско-дилерской организацией и ее клиентом. Параграф (а)(8) правила 10b-10 в своей сегодняшней форме требует подтверждения сделок с долговыми бумагами, которые не являются государственными, а также информирования клиента, в случае, если эта ценная бумага не имеет рейтинга НПСРО [27. (а)(8)]. Комиссия предлагает исключить параграф (а)(8) из правила 10b-10. Далее Комиссия разъясняет, что намерения, лежащие в основе принятия параграфа (а)(8) в 1994 году заключались в продвижении диалога между брокерско-дилерской организацией и ее клиентом касательно инвестиционного качества торгуемой бумаги [15. С. 17]. С тех пор, согласуясь с текущими усилиями, направленными на устранение использования рейтингов НПСРО в своих правилах и регламентах, Комиссия поменяла свою позицию и сегодня убеждена, что использование рейтингов в нормативных документах Комиссии может вызвать чрезмерное доверие к рейтингам и подвергать инвесторов риску неправильной оценки кредитных рисков. Однако, в отсутствие какой-либо иной системы раскрытия и уменьшения инвестиционных рисков, в отсутствие даже поэтапной формы такого

раскрытия, осведомленность инвесторов о принимаемом на себя риске не возрастает. В стране слепых одноглазый – король.

Правило 15с3-3 разъясняет расчет чистого капитала для брокерско-дилерских организаций. Многие из этих требований относятся к рейтингам, присваиваемым НПСРО³⁸. В текущих предложениях Комиссия заявляет, что брокерско-дилерские организации являются профессиональными участниками рынка, самостоятельно проводящими внутренний риск-анализ собственных позиций, подпадающих под правило 15с3-3 [15. С. 20] Соответственно, Комиссия предложила отказаться от использования рейтингов НПСРО как единственной меры рыночного риска, но по-прежнему разрешать использовать такого рода рейтинги в качестве дополнения к собственным моделям расчета подходящих уровней дисконта³⁹. Запрашивая комментарии участников рынка, Комиссия определила один из важнейших конфликтов интересов, с которым может столкнуться брокерско-дилерская организация, использующая самостоятельную внутреннюю систему расчета рисков: преуменьшение риска, связанного с конкретными ценными бумагами для того, чтобы понизить отчисления в счет резервного капитала [15. С. 25]. По нашему мнению, серьезный конфликт интересов возникает не только из-за того, что оценку риска предлагается перенести от третьих лиц к внутренним моделям оценки, но также благодаря частной природе такого рода моделей может возникнуть возможность существования разных уровней дисконта в сделках

³⁸ См. 17 CFR § 240.15с3-1(с)(2)(vi)(Е) (уровни дисконта в сделках репо с векселями), 17 CFR §240.15с3-1(с)(2)(vi)(F) (уровни дисконта в сделках репо с неконвертируемыми долговыми бумагами) и 17 CFR § 240.15с3-1(с)(2)(vi)(H) (уровни дисконта в сделках репо с кумулятивными неконвертируемыми привилегированными акциями). Термин «НПСРО» также используется в правилах расчета чистого капитала. См. 17 CFR § 240.15с3-1a(b)(1)(i)(С) (определение термина «главной иностранной валюты») и 17 CFR § 240.15с3-1f(d) (определение размера вычетов из капитала, возникающих из-за определенных внебиржевых сделок с деривативами).

³⁹ Уровень дисконта - определенная сумма средств, которая служит залогом в соглашениях об обратном выкупе ценных бумаг.

репо с одной и той же бумагой в разных торговых портфелях. Таким образом, это предложение в сегодняшней форме, вероятно, создаст существенные сложности для риск-менеджмента брокерско-дилерских организаций.

Основная область действия этого предложения была аналогична детальным обзорам в вышеизложенных подразделах от (А) до (З) – отказ от использования рейтингов НПСРО. Далее, Комиссия отдельно интересовалась мнением участников рынка по поводу наиболее важных вопросов: существуют ли какие-то возможные альтернативы использованию рейтингов НПСРО и как избежать неверного понимания надежности этих рейтингов [15. С. 18]?

Позже в анализе комментариев участников рынка, мы покажем, что на сегодняшний день готовых альтернатив не существует. Однако, стимулирование развития участников рынка в этом направлении регуляторами, в особенности в области регулирования НПСРО, возможно, в будущем поможет создать стороннюю организацию, способную создать независимую меру риска, в то же время избегая чрезмерного, не подкрепленного собственным анализом доверия инвесторов.

4. Обзор комментариев участников рынка

К концу периода, отведенного для комментариев, пятого сентября 2008 г., Комиссия по ценным бумагам и биржам разместила на своем веб-сайте 63 комментария, предоставленных розничными и институциональными инвесторами, эмитентами, профессиональными торговыми ассоциациями и поставщиками финансовых услуг, такими как юридические фирмы и НПСРО. Полный перечень статусов респондентов и их комментариев представлен в Табл. 1 (См. стр. 31).

Как видно из Табл. 1, большинство комментаторов (79%) не согласны с предложением Комиссии отказаться от использования рейтингов в различ-

ных правилах и других регулирующих документах Комиссии. В следующих подразделах мы проанализируем природу такой реакции рыночных участников и проиллюстрируем ее релевантными цитатами.

А. Институциональные инвесторы.

Значительное число инвесторов в Соединенных Штатах, в особенности, розничных инвесторов, осуществляют свои инвестиционные операции через коллективные инвестиционные схемы, в основном, через зарегистрированные в США паевые фонды. Объединенные активы паевых фондов США в сентябре 2008 г. оценивались в \$10,6 трлн. по данным исследования индустрии паевых фондов, проведенного Investment Company Institute^{40, 41}. В случае инвестирования в паевый фонд, интересы владельцев фонда представляет со-

Таблица 1: Обзор комментариев, полученных Комиссией в ответ на предложения по использованию рейтингов НПСРО⁴²

Статус респондента	Количество	Рамки комментариев	Суть комментария
Научное сообщество	2	Комментарии общего характера, Правило 2a-7, Правило 5b-3, Правило 10f-3	Согласны – 2 (100%)
Граждане США / розничные инвесторы	6	Комментарии общего характера - 3 Правило 2a-7 - 3	Согласны – 2 (33%) Не согласны – 4 (66%)
Институциональные инвесторы ⁴³	28	Комментарии общего характера - 1	Согласны – 2 (8% ⁴⁴) Не согласны – 24 (92%)

⁴⁰ Investment Company Institute (ICI) – национальная ассоциация инвестиционных компаний США, включающих паевые инвестиционные фонды, инвестиционные фонды закрытого типа, коллективные фонды, торгующиеся на бирже (ETFs). ICI стремится развивать приверженность высоким стандартам этики, способствовать лучшему пониманию их деятельности со стороны общества и помогать соблюдению интересов фондов, акционеров, директоров и консультантов. Организации-члены ICI управляют активами на сумму около \$12.14 трлн. и служат интересам почти 90 млн. акционеров.

⁴¹ ICI. Trends In Mutual Fund Investing September 2008. 2008 (http://www.ici.org/stats/latest/trends_09_08.html#TopOfPage).

⁴² SEC. Comments on References to Ratings of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations; [Release No. 34-58070; File No. S7-17-08]; [Release No. 33-8940; 34-58071; File No. S7-18-08]; [Release Nos. IC-28327, IA-2751; File No. S7-19-08], 2008 (<http://www.sec.gov/comments/s7-19-08/s71908.shtml>).

⁴³ Институциональные инвесторы представлены советами директоров паевых фондов, для которых обсуждаемые предложения, как ожидалось, будут иметь наибольшее значение, то

		Правило 2а-7 – 28 Правило 5b-3 – 6 Правило 10f-3 – 1 Правило 15с3-1 - 1	Комментарии не релевантны сути предложения – 2
Поставщики услуг: - Депозитарии - Поставщики данных - Юридические фирмы - Рейтинговые агентства	16 - 1 - 3 - 7 - 5	Комментарии общего характера - 2 Правило 2а-7 – 9 Правило 5b-3 – 1 Правило 10f-3 – 3 Правило 15с3-1 – 1 Правило 3а-7 – 6	Согласны – 5 (36%) Не согласны – 8 (57%) Комментарии не релевантны сути предложения – 3
Профессиональные торговые ассоциации	11	Правило 2а-7 – 10 Правило 3а-7 – 2 Правило 5b-3 – 3 Правило 10f-3 – 2	Согласны – 1 (9%) Не согласны – 10 (91%)
Итого	63		Согласны – 12 (21%) Не согласны – 46 (79%) Комментарии не релевантны сути предложения – 5

вет директоров фонда, который, в свою очередь, отвечает за подписание договора об управлении активами с управляющей компанией фонда. Именно управляющая компания отвечает за принятие инвестиционных решений от имени акционеров фонда. Использование конкретного уровня рейтинга в качестве минимального допустимого кредитного качества инвестиций широко распространено в инвестиционных декларациях институциональных инвесторов от паевых фондов до пенсионных фондов и казначейств корпораций. Рейтинги как таковые влияют на способность попечителей (fiduciaries) и других участников рынка делать определенные инвестиции. В случае фондов денежного рынка, кредитные рейтинги, присвоенные НПСРО, встроены в регуляторное правило 2а-7 [14], определяющее работу фондов денежного рынка, операционные стандарты и стандарты соответствия юридическим требованиям. При принятии инвестиционных решений, управляющие фондов денежного рынка основывают свой кредитный анализ на определенном рейтинге приемлемых для данных фондов ценных бумаг. В идеале, кредитные рей-

есть фондов денежного рынка, работающих согласно правилу 2а-7 Закона об инвестиционных компаниях 1940 г.

⁴⁴ Здесь и далее проценты проголосовавших рассчитаны только в отношении комментариев, релевантных сути обсуждаемого вопроса.

тинги должны представлять собой общепринятую меру кредитного риска, подходящую для инвестиций в фонды денежного рынка. Соответственно, наибольшая группа комментаторов, высказавшаяся против предложения Комиссии, в основном включала в себя советы независимых директоров паевых фондов денежного рынка и управляющих компаний этих фондов. Девяносто два процента респондентов этой группы не приветствуют предложения Комиссии. Ожидается, что предложенные изменения правила 2a-7, будучи принятыми, смогут оказать существенное влияние на масштаб ответственности директоров фонда. Советы директоров посчитали предложенные изменения не соответствующими более широкому намерению Комиссии снизить операционное бремя на директоров фонда. Далее, предложение в своем нынешнем виде противоречит основной миссии деятельности директоров паевого фонда, связанной с вопросами конфликта интересов [28].

К примеру, The Vanguard Group, Inc.⁴⁵ (Vanguard) в своих комментариях твердо воспротивилась предложению Комиссии устранить использование кредитных рейтингов в правиле 2a-7. Председатель совета директоров и главный исполнительный директор Vanguard Джон Бреннан в своем комментарии сказал

[правило 2a-7]... предоставляет мощную регуляторную систему для фондов денежного рынка со времени его принятия 25 лет назад. Как один из крупнейших управляющих фондов денежного рынка, защищающий интересы акционеров, мы считаем, что предложенное исключение использования рейтингов НПСПО лишило бы инвесторов существенной защиты по правилу 2a-7, ослабило бы инвестиционные стандарты, и потенциально бы подвергло риску долговую историю стабильности \$3,5 триллионной индустрии фондов денежного рынка [29].

Члены советов директоров фондов, и своих комментариях указали также и на иные проблемы, с которыми инвесторы могут столкнуться в случае, если поправки будут приняты:

⁴⁵ Компания The Vanguard Group, Inc. со штаб-квартирой в Вэлли Фордж, Пеннсильвания, является одной из крупнейших управляющих компаний мира, предлагая более 150 фондов с совокупными активами более \$1,2 трлн. (<http://www.vanguard.com/>).

- советы директоров различных фондов, вероятно, будут иметь разнообразные мнения о кредитоспособности ценных бумаг денежного рынка, таким образом усложняя сравнительный анализ фондов инвесторам;
- небольшие фонды, не имеющие собственного аналитического персонала, возможно, станут преследовать более агрессивную стратегию, скорее стремясь получить доходность, чем ограничивать риски [30. С. 2-3].

Далее, что члены советов директоров подчеркивают нехватку подходящего образования и опыта, который бы позволил определить кредитное качество ценной бумаги. По этой причине советы директоров, вероятно, будут обращаться за помощью к квалифицированным консультантам, с ролью которых лучше всего справятся рейтинговые агентства, чьи кредитные рейтинги, как отметила Комиссия, могут приниматься во внимание [31. С. 2-3]. Соответственно, советы директоров фондов нашли предложенные изменения ни улучшающими ключевую надзорную роль советов директоров фондов, ни предпочтительными для инвесторов и постарались убедить Комиссию оставить правило 2a-7 в его нынешнем виде.

Б. Профессиональные торговые ассоциации.

Другой группой участников рынка с высоким уровнем поддержки использования рейтингов НПСРО, выступающая, в основном, против принятия обсуждаемых поправок, являются профессиональные торговые ассоциации. В задачи профессиональных торговых ассоциаций входит поддержание связей с регуляторами и способствование лоббистской активности институциональных инвесторов, таких как паевые фонды или казначейства корпораций. Соответственно, профессиональные ассоциации формируют мнение, которое отражает позицию своих членов. В соответствии с мнением институциональных инвесторов, 91% из принявших участие профессиональных ассоциаций

высказались против предложений Комиссии. В своем комментарии, The Investment Company Institute отметил, что

...рейтинги – даже время от времени не точные – защищают инвесторов, устанавливая важный качественный уровень, ниже которого инвестиции осуществляться не могут. Устранив этот уровень, Комиссия устраним из правила 2a-7 важный механизм защиты инвесторов, прекратит ту регуляторную систему взглядов, которая зарекомендовала себя очень успешной, поспособствует появлению новых неопределенных вопросов и рисков, и подвергнет риску саму форму фонда денежного рынка, которая успешно служила целому поколению инвесторов [32].

Как видно из комментариев институциональных инвесторов и их профессиональных торговых ассоциаций, кредитные рейтинги представляют собой бенчмарк, который может применяться в широком ряде решений по поводу кредитоспособности различных ценных бумаг, которые должны сделать советы директоров фондов денежного рынка. Таким образом, устранение такого бенчмарка, вероятно, создаст неразбериху для акционеров фонда, которым придется столкнуться с множеством мнений, и снизит возможности сравнения портфелей различных фондов, управляемых различными компаниями. В этом случае, решение задачи развития эффективного и прозрачного рынка для Комиссии будет затруднено.

В. Научное сообщество.

Противоположную сторону в дискуссии занимает научное сообщество, которое было представлено двумя респондентами: профессором Лоуренсом Д. Уайтом из Бизнес-школы Стерна Нью-Йоркского университета и профессором Фрэнком Партным из Юридической школы университета Сан Диего. Оба профессора согласились с предложенными поправками. Комментарии научного сообщества были общими по своей природе и, в основном, сфокусированными на проблеме устранения воспринимаемой рынком монополии кредитных рейтингов, присваиваемых рейтинговыми агентствами, созданной благодаря использованию такого рода рейтингов регуляторами. Профессор Лоуренс Д. Уайт отметил, что

последствиями существующих требований... являлась защита горстки рейтинговых фирм, которые таким образом имели гарантированный рынок для своего продукта. Этот гарантированный рынок был следствием того, что от регулируемых финансовых институтов требовалось использование рейтингов этих нескольких рейтинговых фирм, что привело к тому, что финансовые рынки в целом стали полагаться на рейтинги этих фирм [33].

Профессор Партной согласился с комментариями профессора Уайта, заметив, что по его мнению, успех крупнейших НПСРО большей частью основан на оплате услуг по присвоению рейтингов выпускам структурного финансирования, требуемого регуляторами. Профессор Партной порекомендовал использование рыночной информации и рыночных цен для измерения рискованности вложения в конкретный актив вместо рейтинга НПСРО [34].

Критикуя предложение профессора Партного, мы обратимся к урокам кризиса ликвидности в США в 2007-2008 гг., характеризующемся, кроме прочего, ухудшением связи между рыночной ценой актива и его ценностью. Во времена острой ограниченности ликвидности, цена на вторичном рынке не обязательно отражает базовую стоимость актива, а скорее достаточность торгового лимита маркет-мейкера. Столкнувшись с отсутствием котировок, финансовые институты были вынуждены прибегнуть к широкомасштабным списаниям по этим активам. Высокая зависимость рыночных индикаторов от наличия ликвидного рынка усиливает скорость, с которой происходит снижение рынка. Применительно к текущему финансовому кризису, для того, чтобы остановить обвальное снижение цен паев паевых фондов, в условиях отсутствия рыночной ликвидности, десятого октября 2008 г. Комиссия выпустила директиву [35], информируя фонды денежного рынка о том, что Комиссия не будет предпринимать принудительных санкций против фондов, не использующих рыночные котировки для целей оценки портфеля фонда денежного рынка [14. (7)(ii)(A)(1)]. Нежелательная волатильность кредитных рейтингов, основанных на рыночных факторах обсуждается в Разделе 5 этой статьи.

Предложения Комиссии поддерживаются научным сообществом в основном из-за заявленной цели отойти от фактического лицензирования, находящегося в руках регуляторов и защищающего олигополию рейтинговых агентств. Область, в которой ученые могли бы помочь рынку выйти из затруднительного положения - это конструирование индикатора, а также предоставление высококвалифицированных рекомендаций для оптимального регулирования НПСПО для избежания угрозы потворства риску и наилучшего информирования инвесторов о рисках.

Г. Поставщики рыночных услуг.

Другой категорией, характеризующейся достаточно высоким уровнем поддержки предложений, выдвинутых Комиссией, является категория поставщиков услуг, включающая поставщиков финансовой информации, и юридических фирм.

Шесть юридических фирм⁴⁶ прокомментировали предложенные изменения Правила 2а-7, Формы S-3 приемлемости для эмитентов ценных бумаг, обеспеченных залогом, и правила 415 приемлемости для эмитентов ценных бумаг, обеспеченных залогом ипотечных облигаций. Природа комментариев юридических фирм согласуется с теми комментариями, что были предоставлены инвесторами и профессиональными ассоциациями, представляющим брокерско-дилерские организации и участников рынка секьюритизации, таких как Ассоциация индустрии ценных бумаг и финансовых рынков (Securities Industry and Financial Markets Association, SIFMA) и Американского форума по секьюритизации (American Securitization Forum, ASF). Ни одна из юридических фирм не согласилась с предложенными изменениями правила 2а-7, юридические фирмы выразили озабоченность о том, что исключение использования рейтингов НПСПО и/или изменения требований приемлемо-

⁴⁶ Cleary Gottlieb Steen Hamilton LLP, Debevoise & Plimpton LLP, Dechert LLC, Dewey & Leboeuf LLP, Mayer Brown LLP, Shearman & Sterling LLP.

сти, вероятно, приведут к меньшей прозрачности на рынках ценных бумаг, обеспеченных пулом актов, и понизит возможности держателей этих бумаг продать или совершить иные транзакции с этими бумагами [36].

Д. Рейтинговые агентства или НПСПО.

Финальный и, пожалуй, несколько неожиданный отклик был получен от рейтинговых агентств, в настоящее время реорганизованных в НПСПО. На сегодняшний день насчитывается десять компаний, которым Комиссия присвоила статус НПСПО. Пять из них предоставили свои комментарии⁴⁷. Три из пяти организаций – Moody’s Investors Service, Standard & Poor’s Ratings Services, Egan-Jones Ratings Company – согласились с предложениями Комиссии. Две NRSRO – DBRS, Ltd. И Realpoint, LLC – высказались против. Те НПСПО, что были согласны с предложениями, высказали свое мнение о том, что массовое использование рейтингов регуляторами может представлять определенную опасность для рейтингового бизнеса, в том виде, каким он им представляется. В 1995 году, Томас МакГуайр, исполнительный вице-президент компании Moody’s Investors Service в своей речи, обращенной к Комиссии, «Рейтинги и регулирование: Петиция гориллам», обсуждал правомерность использования регуляторами частного продукта, предоставленного бесплатно для целей общественного блага. МакГуайр далее заявил, что финансовый рынок сможет самостоятельно регулировать деятельность рейтинговых агентств и корректировать точность рейтингов, пока у этих агентств не будет никаких других задач, кроме как служить интересам инвесторов [3].

Основной проблемой с точки зрения агентств является вовлечение Комиссии в процесс формирования рейтинговых методологий. К примеру, Вики А. Тиллман, исполнительный вице-президент компании Standard & Poor’s

⁴⁷Следующие НПСПО предоставили свои комментарии по поводу поправок, предложенных Комиссией по ценным бумагам и биржам DBRS, Egan-Jones Ratings Company, Moody’s Investors Service, Realpoint LLC, Standard & Poor’s Ratings Services.

Ratings Services, прокомментировала, что «инвестиционное сообщество может считать, что [Комиссия] вовлечена в процессы или методологии, связанные с НПСРО, или что [Комиссия] имеет влияние на значение или суть рейтингов НПСРО» [37]. В своих комментариях, глобальные рейтинговые агентства повторили, что в их понимании рейтинги являются одним из инструментов, доступных всему рынку, включая регуляторов. Moody's Investors Service заявила, что

[компания] не подразумевает и никогда не рекомендовала, что [рейтинги] должны быть использованы иначе, чем просто мнения о кредитном риске. [Moody's] ожидает, что переоценка Комиссией использования рейтингов в своих правилах и формах, поможет продвинуть именно эту концепцию [2. С. 6].

Среди тех, кто высказался против предложений Комиссии были две небольшие компании, которым статус НПСРО был предоставлен сравнительно недавно: DBRS получила статус НПСРО в сентябре 2007 [38], Realpoint получила статус НПСРО в июне 2008 года [39]. Комментарии DBRS были направлены конкретно на улучшения правил 15с3-1 и правила 2а-7 [40]. DBRS подчеркнула, что видит конфликт интересов в том, что использование брокерско-дилерскими организациями своих собственных моделей для расчетов требований чистого капитала может противоречить другим мерам риска, таким как рейтинги, присвоенные НПСРО [40. С. 3]. DBRS также предложила меры для уменьшения этого конфликта [40. С. 8]. Комментируя предложенные поправки к правилу 2а-7, DBRS высказала опасения по поводу того, имеют ли советы директоров фондов денежного рынка необходимый опыт и ресурсы, достаточные для того, чтобы быть полностью ответственными за кредитное качество портфелей [40. С. 9].

Компания Realpoint, будучи самой последней рейтинговой компанией, получившей статус НПСРО, не только не поддержала предложения Комиссии, но и выдвинула аргументы в пользу более высокой роли НПСРО в документах Комиссии [41]. Отвечая на вопросы Комиссии о преимуществах и недостатках устранения требования использования рейтингов НПСРО из

правила 2a-7 [15. С. 9], Realpoint не назвала ни одного преимущества в расчете только на совет директоров фонда денежного рынка в определении минимального кредитного риска, но предложила

Комиссии пересмотреть правило 2a-7 с целью потребовать от советов директоров фондов отдельно принимать во внимание кредитные рейтинги «назначенных НПСРО» и документировать или публиковать, когда заключения совета директоров отличаются от них. Такое требование поддержит заявленные Комиссией цели без санкционирования полного игнорирования уже готовых кредитных рейтингов НПСРО [41. С. 2].

Далее, Realpoint убеждает Комиссию рассмотреть улучшения определения «назначенной НПСРО» в правиле 2a-7 с целью включения как минимум одного добровольно предоставленного НПСРО рейтинга [41. С. 3]. Анализ реакций НПСРО выявляет интересный феномен разделения мнений рейтинговых агентств с солидной репутацией и компаний, недавно получивших лицензию НПСРО. Как Moody's, так и S&P защищают исключение рейтингов НПСРО из правил Комиссии, таким образом уничтожая публичное восприятие поддержки регуляторами их бизнеса и высказываясь в пользу независимого кредитного анализа самими рыночными участниками. В противоположность таким рейтинговым агентствам, новые игроки этого рынка, включая DBRS и RealPoint, поддержали существующий регуляторный режим и предложили меры для усиления использования рейтингов в правилах Комиссии. Разделение мнений НПСРО иллюстрирует, что использование кредитных рейтингов в правилах Комиссии поддерживает существующую бизнес модель и даже предполагает, что новички не смогут завоевать долю рынка без требований мандатных рейтингов и связанного «рейтингового шоппинга» (см. Раздел 5 настоящей статьи для обсуждения этого явления). Следующий раздел предоставляет собой обзор того, как использование рейтингов в регуляторных фидуциарных документах влияет на поведение инвесторов и эмитентов.

5. Изменение поведения рыночных участников

Среди участников рынка, инвестиционного сообщества, финансовых и нефинансовых публикаций сложилось мнение, что использование регуляторами рейтингов НПСРО являлось основной причиной доходности бизнеса НПСРО [42]. Это впечатление привело к неправильному толкованию истории использования кредитных рейтингов. В самом деле, сами рейтинговые агентства предупреждали о том, что рейтинги НПСРО не должны использоваться в качестве заменителя регулятора финансовых рынков и рыночной дисциплины. Как сказал в 1995 году Томас МакГуайр, в то время сотрудник Moody's, в своей речи перед Комиссией,

«используя рейтинги ценных бумаг в качестве инструмента регулирования, государства фундаментально изменяют природу того продукта, который производят рейтинговые агентства. Эмитенты платят за получение рейтинга не как за доверие инвестиционного общества, а как за лицензию от государства... И если существующие тенденции регуляторного использования не будут остановлены, доверие и честность рейтинговой системы непременно разрушится» [3].

Согласно приведенной цитате, использование кредитного рейтинга в качестве регуляторного инструмента, регулятор может влиять на поведение участников рынка, включая инвесторов, эмитентов, регулируемых организации фондового рынка, и даже самих рейтинговых агентств. Исторически, инвесторы, в основном институциональные, использовали кредитные рейтинги в качестве независимого второго мнения для измерения правильности своих аналитических выводов. В таком виде рейтинги предназначались для использования как дополнительный источник информации в процессе принятия инвестиционного решения. Соответственно, точность рейтинга, включающая в себя своевременную реакцию на меняющиеся фундаментальные факторы, будет положительным качеством, присущим рейтингам. Однако, существуют доказательства того, что инвесторы предпочитают стабильность рейтинга краткосрочной точности рейтинга в ответ на меняющуюся рыночную ситуацию. Это происходит в основном благодаря инвестиционной политике, основанной на рейтингах: изменения рейтинга, основанные на краткосрочных ин-

дикаторах, дорого обходятся фондам [43]. Дискуссия по поводу компромисса между аккуратностью рейтинга и его стабильностью усилилась с 2002 г. в свете дефолта компании Enron, которая имела рейтинг инвестиционного уровня вплоть до нескольких дней до подачи документов на банкротство. Рейтинговые агентства были вынуждены пересмотреть свои рейтинговые практики [44]. Случай с компанией Enron стал предметом изучения вопроса о том, будет ли немедленное изменение рейтинга в ответ на изменение рыночных индикаторов, такие как свопы кредит-дефолт (CDS), выгодными для инвестора [45]. Исследования показали, однако, что немедленная реакция на новую информацию приведет к повышению волатильности рейтинга [45. С. 2] и, в конце концов, приведет к проциклической нисходящей спирали по причине того, что инвесторы, работающие на основании рейтинговой инвестиционной политики, начнут массово продавать ценные бумаги, рейтинг которых понизился ниже обусловленного декларациями уровня. Эмитенты в основном используют рейтинги для повышения ликвидности рынка своих облигаций. Устанавливая уровень кредитного риска, публикуемые рейтинговые мнения играют важное значение в построении эффективного и ликвидного рынка. Рейтинговые агентства видели себя в роли проводников эффективности и прозрачности на рынке долговых ценных бумаг. По этой причине рейтинги считаются одними из инструментов, способствующих доступу эмитентов на финансовые рынки. Однако, официальное признание рейтингов НПСРО в некоторых регуляторных документах, таких как правило расчета чистого капитала и взаимозаменяемое использование доступных рейтингов способствовало «рейтинговому шопингу» среди эмитентов. Это явление имеет место, когда эмитент выбирает рейтинговое агентство, которое присвоит наивысший рейтинг, т.е. имеет наименее строгий критерий получения желаемого рейтинга [46]. Явление особенно заметно в кредитных выпусках с залогами, где рейтинг основан на использовании количественных моделей, чувствительных к разным предположениям. В своем отчете, названном «Рей-

тинговый шопинг – Теперь последствия», опубликованном в апреле 2006 года, компания Nomura Securities указывает на нереалистичное предположение компании S&P о нулевой корреляции между двумя компаниями в разных отраслях в моделях, помогающих рассчитать вероятности дефолта в рейтингах CDO. Предположение было более мягким, чем корреляционная статистика, использовавшаяся другими рейтинговыми агентствами, и приводило к более высоким рейтинговым заключениям [46. С. 1]. Действительно, доля компании S&P в бизнесе CDO была выше, чем у компаний Moody's и Fitch. Как было отмечено в том же самом отчете, инвесторы могут служить своего рода сторожевыми псами, следящими за «рейтинговым шопингом», и проявлять спрос на бумаги, имеющие сразу несколько рейтингов. В ситуации, когда рейтинги являются предметом торговли, эмитент стремится заказать рейтинг у агентства с менее строгими критериями, чем у конкурентов. Благодаря преимуществам обладания наиболее высоким рейтингом из возможных, эмитенты не отдают предпочтение более низким, но более точным и стабильным рейтингам. С точки зрения эмитента, надежность рейтинга поддерживается официальным статусом присвоившей его НПСРО.

Наконец, рейтинговые агентства рассматривали разнообразие рейтинговых мнений, основанных на собственных методологиях, в качестве важнейшего преимущества для рынка. Однако, использование основанной на рейтингах регуляторной системы для обнаружения, измерения и управления инвестиционными рисками может побудить регуляторов попытаться сделать методологии присвоения кредитных рейтингов более однородными. В самом деле, гармоничные рейтинговые и мониторинговые критерии, равно как и критерии изменения рейтинга, могли бы поспособствовать последовательной оценке относительной кредитоспособности. Однако это противоречит основной цели рейтинга предоставлять независимое и компетентное мнение об относительной кредитоспособности.

6. Заключение

С 1909 г. кредитные рейтинги служили рынку в качестве мнения об относительной кредитоспособности эмитентов долговых бумаг. С течением времени, благодаря ряду неотъемлемых характеристик, присущих рейтингам, рейтинги стали широко использоваться многими рыночными участниками, включая регуляторов. Начиная с середины 70-х годов, использование рейтингов стало частью различных регуляторных документов в США и по всему миру. Вдобавок, использование кредитных рейтингов стало распространенным в фидуциарных руководствах и трастовых соглашениях об эмиссии, определяющих частную инвестиционную деятельность.

Понимая негативный эффект скрытой поддержки рейтингов НПСРО путем использования их в регулировании финансовых рынков, Комиссия пересмотрела большинство законодательных нормативов, использовавших кредитные рейтинги. Летом 2008 г. Комиссия сделала запрос на комментарии по поводу того, как прекращение использования рейтингов НПСРО повлияет на участников рынка. В данной статье мы проанализировали предложения Комиссии и изучили предоставленные комментарии. Наш обзор заключил, что подавляющее большинство рыночных участников все еще находят рейтинги НПСРО полезным индикатором относительной кредитоспособности. Институциональные инвесторы заявили о своей озабоченности о том, что исключение такого бенчмарка, даже и несовершенного, будет способствовать неразберихе по поводу относительного кредитного качества индивидуальных портфелей. Юридические фирмы, представляющие брокерско-дилерские организации и участников рынка кредитных финансовых инструментов с залогом, заключили, что лучше отставить правила такими, как они есть, в отсутствие более удачной меры кредитного бенчмарка. Вдобавок, юридические фирмы указали на факт, что сделав определенные ценные бумаги недоступными для инвесторов с целью отказаться от использования рейтингов

НПСРО, противоречит ключевой миссии Комиссии, заключающейся в продвижении формирования капитала. Комментарии, сделанные самими НПСРО, разделились: рейтинговые агентства с многолетней репутацией, такие как Moody's и S&P, высказались за предложения Комиссии, а новички, представленные DBRS и Realpoint, высказались против предложений, но предложили меры, которые способствовали дальнейшему продвижению рейтингов НПСРО. Обзор показал, что главную конфликтную точку в использовании рейтингов НПСРО в регуляторных документах - потребность в индикаторе кредитного качества, по которому бы регуляторы и попечители судили бы об инвестиционном качестве торговых позиций и инвестиционных портфелей – должна быть взвешена против нежелательного эффекта чрезмерного доверия такого индикатора инвесторами и регулируемыми организациями фондового рынка. Мы указываем на растущую зависимость всех рыночных участников от рейтингов НПСРО как основной меры кредитоспособности, в особенности, в мире менее прозрачных долговых обязательств с залогом. Поведение рыночных участников, включая инвесторов, эмитентов и регулируемых организаций фондового рынка были подвержены такому влиянию. Мы критически рассмотрели рекомендации, предоставленные академическим сообществом для снижения монопольного положения крупнейших НПСРО, включая предложения о создании индикаторов кредитного качества, основанных на рыночных показателях. Правила, основанные на рыночных индикаторах ценности, имеют тенденцию усиливать негативный тренд во времена рыночных сбоев.

Рейтинговые агентства имеют длинную историю взаимодействия с различными рыночными участниками. В 1995 г. компания Moody's предупредила регуляторов, что регуляторное использование рейтингов налагает тяжелое бремя на естественное развитие частного бизнеса. Предложения Комиссии появлялись частично из неспособности НПСРО тщательно показать рискованность долговых бумаг, обеспеченных залогом. Широкомасштабные изме-

нения рейтингов в 2007-2008 гг. способствовали продолжавшемуся снижению рынка. Тем не менее, полученная Комиссией обратная связь свидетельствует о том, что рыночные участники не готовы принять ответственность независимой оценки рисков. Мы делаем вывод, что инвесторы, попечители и регулируемые организации фондового рынка ждут от регуляторов предложения удобной меры риска, свободной от конфликтов интересов.

Список литературы

1. *Cot USA*. Amendments to the Constitution of the United States of America, 1789.
2. *M. Madelain*. Moody's Investors Service Comments to References to Ratings of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations - Files S7-17-08, S7-18-08, S7-19-08, 2008.

3. *T.J. McGuire*. Ratings in Regulations: A Petition to the Gorillas. Washington, D.C, 1995.
4. *K.L. Casey*. Speech by SEC Commissioner: Remarks at the Commission Open Meeting. Washington, D.C, 2008.
5. *Standard&Poor's*. Standard & Poor's Ratings Definitions. New York: Standard & Poor's Ratings Services, 2008.
6. *R.W. McDaniel*. Testimony before the United States House of Representatives Committee on Oversight and Government Reform, 2008.
7. *F. Partnoy*. How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers. University of San Diego, School of Law Legal Studies Research Paper Series, SSRN, San Diego, 2006.
8. *Moody's Investors Service*. U.S. Subprime RMBS 2005-2007 Vintage Rating Actions Update: January 2008. New York: Moody's Investors Service, 2008.
9. *Standard&Poor's*. Transition Study: Structured Finance Rating Transition And Default Update As Of March 21, 2008. NewYork: Standard & Poor's Ratings Services, 2008.
10. *Fitch, Inc*. Update on U.S. Subprime and Alt-A: Performance and Rating Reviews. New York: Fitch Ratings, 2008.
11. *Waxman H*. Opening Statement of Rep. Henry A. Waxman Chairman, Committee on Oversight and Government Reform Credit Rating Agencies and the Financial Crisis. Washington, D.C., 2008.
12. *A. Cifuentes*. Turmoil in U.S. Credit Markets: the Role of the Credit Rating Agencies. Testimony Before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs. Washington: U.S. Senate, 2008.
13. *SEC*. 17 CFR § 240.15c3-1 Net capital requirements for brokers or dealers. Washington, D.C., 1998.
14. *SEC*. 17 CFR § 270.2a-7 Money market funds. Washington, D.C., 2002.
15. *SEC*. References to Ratings of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations 17 CFR Parts 270 and 275 [Release Nos. IC-28327; IA-2751 File No. S7-19-08] RIN 3235-AK19. Washington, D.C., 2008.

16. *SEC*. Securities Ratings; 17 CFR Parts 229, 230, 239, and 240 [Release No. 33-8940; 34-58071; File No. S7-18-08] RIN 3235-AK18. Washington, D.C., 2008.
17. *SEC*. References to Ratings of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations; 17 CFR Parts 240, 242, and 249 [Release No. 34-58070; File No. S7-17-08] RIN 3235-AK17, 2008.
18. *SEC*. 17 CFR § 270.3a–7 Issuers of asset-backed securities. Washington D.C., 2000.
19. *SEC*. The Investor's Advocate: How the SEC Protects Investors, Maintains Market Integrity, and Facilitates Capital Formation, 2008.
20. *Dewey&LeBoeuf*. Release Nos. IC-28327, IA-2751; File No. S7-19-08 (References to Ratings of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations); и Release Nos. 33-8940, 34-58071; File No. S7-18-08 (Security Ratings). SEC, 2008 (www.sec.gov).
21. *SEC*. 17 CFR § 270.5b–3 Acquisition of repurchase agreement or refunded security treated as acquisition of underlying securities. Washington, D.C., 2001.
22. *SEC*. 17 CFR § 270.10f–3 Exemption for the acquisition of securities during the existence of an underwriting or selling syndicate. Washington, D.C., 2001.
23. *SEC*. 17 CFR § 275.206(3)–3T Temporary rule for principal trades with certain advisory clients. Washington, D.C., 2005.
24. 15 USC Section 80b-6 Prohibited transactions by investment advisers. Washington, D.C.
25. *SEC*. 17 CFR § 230.144A Private resales of securities to institutions, 1992.
26. *SEC*. 17 CFR § 240.3a1–1 Exemption from the definition of “Exchange” under Section 3(a)(1) of the Act. Washington, D.C., 1998.
27. *SEC*. 17 CFR § 240.10b-10 *Confirmation of transactions*. 1998.
28. *SEC*. Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation. Securities and Exchange Commission, 1992.

29. *J.J. Brennan*. The Vanguard Group, Inc. Comments to Proposed rules regarding references to ratings of Nationally Recognized Statistical Ratings Organizations, Investment Company Act Release No. 28327, File No. S7-19-08, 2008.
30. *M. Gittens*. TD Asset Management Comments to References to Ratings of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, Release No IC-28327, File No. S7-19-08 (the "Release"), 2008.
31. *V. Stringer*. First American Funds Comments to File No. S7-19-08, 2008.
32. *ICI*. The Investment Company Institute Comments to References to Ratings of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (File No. S7-19-08), 2008.
33. *L. White*. Comments of L. White on S7-18-08, 2008.
34. *F. Partnoy*. Comments of Professor Frank Partnoy on Release Nos. IC-28327; IA-2751 File No. S719-08, References to Ratings of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, 2008.
35. *SEC*. No Action Letter: Investment Company Act of 1940 — Section 2(a)(41) and Rules 2a-4 and 22c-1. Washington, D.C., 2008.
36. *Debevoise&Plimpton*. Debevoise & Plimpton LLP Comments to Release Nos. IC-28327; 1A-275 1 (File Number S7-19-08): References to Ratings of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations; Release No. 33-8940: 34-58071 (File Number S7-18-08): Security Ratings, 2008.
37. *V.A. Tillman*. Standard & Poor's Ratings Services Comments to References to Ratings of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, Securities Exchange Act of 1934 Release No. 58070 (July 1, 2008) File No. S7-17-08; Security Ratings, Securities Act of 1933 Release No. 8940 (July 1, 2008) File No. S7-18-08; References to Ratings of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, Investment Company Act of 1940 Release No. 28327 (July 1, 2008) File No. S7-19-08, 2008.
38. *SEC*. Order Granting Registration of DBRS Limited as a Nationally Recognized Statistical Rating Organization. Washington, D.C., 2007.

39. *SEC*. Order Granting Registration of Realpoint LLC as a Nationally Recognized Statistical Rating Organization. Washington, D.C., 2008.
40. *DBRS*. DBRS Comments to References to Ratings of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations. File Nos. S7-17-08, S7-18-08 and S7-19-08, 2008.
41. *R. Dobilas*. Realpoint LLC ('Realpoint') Comments to Release No. 1C-28327 References to Ratings of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations ("NRSROs"), 2008.
42. *SEC*. Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets. Washington, D.C., 2003.
43. *R.M. Cantor, C. Mann*. Analyzing the Tradeoff between Ratings Accuracy and Stability. SSRN, Journal of Fixed Income, 2006.
44. *SEC*. Hearing on the Current Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operations of the Securities Markets. Washington, D.C., 2002.
45. *G. Löffler*. Ratings versus Equity-based Measures of Default Risk in Portfolio Governance. EFMA, 2004.
46. *Nomura Fixed Income Research*. Rating Shopping – Now the Consequences. Nomura Fixed Income Research, 2006.

ПРИЛОЖЕНИЕ I.

Таблица 2: Шкала кредитных рейтингов крупнейших рейтинговых агентств

Рейтинговые символы	Определение рейтинга		Рейтинговые символы	Определение рейтинга
	Fitch	S&P		Moody's
Рейтинги инвестиционной категории				

AAA	Наивысший уровень кредитоспособности. Рейтинги этого уровня обозначают самые низкие ожидания по кредитным рискам. Рейтинги данного уровня присваиваются только в случае исключительно высокой способности своевременно погашать финансовые обязательства. Вероятность негативного влияния на эту способность со стороны предсказуемых обстоятельств очень низка.	Очень высокая способность своевременно и полностью выполнять свои долговые обязательства; самый высокий рейтинг.	Aaa	Эмитенты или долговые обязательства с рейтингом Aaa характеризуются самой высокой кредитоспособностью и минимальным риском.
AA+, AA, AA-	Очень высокая кредитоспособность. Рейтинги уровня «AA» обозначают очень низкие ожидания по кредитным рискам и очень высокую способность своевременно погашать финансовые обязательства. Подверженность этой способности влиянию предсказуемых обстоятельств незначительна.	Незначительно отличается от самого высокого рейтинга. Высокая способность своевременно и полностью выполнять свои долговые обязательства.	Aa1, Aa2, Aa3	Эмитенты или долговые обязательства с рейтингом Aa характеризуются очень высокой кредитоспособностью и очень низким риском.
A+, A, A-	Высокая кредитоспособность. Рейтинги уровня "A" обозначают низкие ожидания по кредитным рискам. Способность своевременно погашать финансовые обязательства оценивается как высокая. Тем не менее, данная способность может быть более подвержена влиянию изменений обстоятельств или экономической конъюнктуры, чем в случае более высоких уровней рейтинга.	Умеренно высокая способность своевременно и полностью выполнять свои долговые обязательства, однако большая чувствительность к воздействию неблагоприятных перемен в коммерческих, финансовых и экономических условиях.	A1, A2, A3	Эмитенты или долговые обязательства с рейтингом A имеют уровень кредитоспособности выше среднего и обладают низким кредитным риском.
BBB+, BBB, BBB-	Хорошая кредитоспособность. Рейтинги уровня "BBB" обозначают низкие на данный момент ожидания по кредитным рискам. Способность своевременно погашать финансовые обязательства оценивается как адекватная, однако негативные изменения обстоятельств и экономической конъюнктуры с большей вероятностью могут понизить данную способность. Данный уровень рейтинга является самым низким среди рейтингов инвестиционной категории.	Достаточная способность своевременно и полностью выполнять свои долговые обязательства, однако более высокая чувствительность к воздействию неблагоприятных перемен в коммерческих, финансовых и экономических условиях	Baa1, Baa2, Baa3	Эмитенты или долговые обязательства с рейтингом Baa представляют средний уровень кредитоспособности. Относятся к средней категории риска и поэтому могут обладать некоторыми спекулятивными характеристиками.
Рейтинги спекулятивной категории				

BB+, BB, BB-	<p>Спекулятивный рейтинг. Рейтинг уровня "BB" обозначает, что существует возможность развития кредитных рисков, особенно в результате негативных экономических изменений, которые могут произойти со временем. Однако при этом компаниям могут быть доступны альтернативные ресурсы в сфере бизнеса или финансов, которые позволяют им выполнить свои финансовые обязательства. Ценные бумаги, которым присвоены рейтинги данного уровня, не являются ценными бумагами инвестиционной категории.</p>	<p>Вне опасности в краткосрочной перспективе, однако более высокая чувствительность к воздействию неблагоприятных перемен в коммерческих, финансовых и экономических условиях.</p>	Ba1, Ba2, Ba3	<p>Эмитенты или долговые обязательства с рейтингом Ba имеют уровень кредитоспособности ниже среднего.</p>
B+, B, B-	<p>В значительной степени спекулятивный рейтинг. В отношении эмитентов и ценных бумаг, обязательства по которым выполняются, рейтинги уровня "B" обозначают наличие значительных кредитных рисков, однако при этом остается ограниченная "подушка безопасности". На данный момент финансовые обязательства выполняются, однако способность продолжать выплаты зависит от устойчивой и благоприятной деловой и экономической конъюнктуры. В случае отдельных выпусков обязательств, рейтинг данного уровня может быть присвоен ценным бумагам, на которые наложен арест или по которым объявлен дефолт, но с исключительно высоким потенциалом возвратности средств. Такие обязательства будут иметь рейтинг возвратности активов на уровне "RR1" (исключительно высокая вероятность возвратности).</p>	<p>Более высокая уязвимость при наличии неблагоприятных коммерческих, финансовых и экономических условий, однако в настоящее время имеется возможность исполнения долговых обязательств в срок и в полном объеме.</p>	B1, B2, B3	<p>Эмитенты или долговые обязательства с рейтингом B имеют низкую кредитоспособность и обладают значительным кредитным риском.</p>
CCC+, CCC, CCC-	<p>В отношении эмитентов и ценных бумаг, обязательства по которым выполняются, дефолт представляется реальной возможностью. Способность выполнять финансовые обязательства целиком зависит от устойчивой и благоприятной деловой или экономической конъюнктуры. В случае отдельных выпусков обязательств, рейтинг данного уровня может быть присвоен проблемным эмиссиям или эмиссиям, по которым объявлен дефолт, с потенциалом возвратности средств от среднего до исключи-</p>	<p>на данный момент существует потенциальная возможность невыполнения эмитентом своих долговых обязательств; своевременное выполнение долговых обязательств в значительной степени зависит от благоприятных коммерческих, финансовых и экономических условий.</p>	Caa1, Caa2, Caa3	<p>Эмитенты или долговые обязательства с рейтингом Caa характеризуются как спекулятивные и имеют очень низкую кредитоспособность и обладают высоким кредитным риском.</p>

	<p>тельно высокого. Различия в кредитоспособности эмиссий с рейтингом данного уровня могут быть показаны с помощью добавления знаков "плюс" или "минус" к обозначению рейтинга. Такие обязательства будут иметь рейтинг возвратности активов на уровне "RR2" (высокие перспективы возвратности), "RR3" (хорошие перспективы возвратности) или "RR4" (средние перспективы возвратности).</p>			
СС	<p>В отношении эмитентов и ценных бумаг, обязательства по которым выполняются, дефолт представляется вероятным.</p>	<p>В настоящее время высокая вероятность невыполнения эмитентом своих долговых обязательств.</p>	Са	<p>Эмитенты или долговые обязательства с рейтингом Са характеризуются как высоко-спекулятивные и имеют чрезвычайно низкую кредитоспособностью, высокая вероятность дефолта, с перспективой возвратности.</p>
С	<p>В отношении эмитентов и ценных бумаг, обязательства по которым выполняются, дефолт представляется неизбежным.. В случае отдельных выпусков обязательств рейтинг данного уровня может быть присвоен проблемным эмиссиям или эмиссиям, по которым объявлен дефолт, с потенциалом возвратности ниже среднего или низким.</p>	<p>В отношении эмитента возбуждена процедура банкротства или предпринято аналогичное действие, но платежи или выполнение долговых обязательств продолжаются.</p>	С	<p>Эмитенты или долговые обязательства с рейтингом С характеризуются как в высшей степени спекулятивные и имеют самую низкую кредитоспособность. Как правило, находятся в состоянии дефолта с низкой вероятностью возвратности.</p>
RD	<p>Данный уровень рейтинга обозначает, что эмитент не провел своевременные платежи (с учетом применимого льготного периода) по некоторой, но не всей основной части обязательств, и продолжает проводить выплаты по другим видам обязательств.</p>	<p>Не применяется.</p>		
D	<p>Рейтинг этого уровня присваивается эмитенту или государству, объявившему дефолт по всем своим финансовым обязательствам.</p>	<p>Дефолт по долговым обязательствам</p>		