

АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ

Международный научно-практический журнал "Вестник МИРБИС" ISSN 2411-5703 <http://journal-mirbis.ru/>
№ 1 (13) 2018. DOI: 10.25634/MIRBIS.2018.1.

Статья получена: 20.02.2018

Ссылка для цитирования этой статьи: Соломатин А. В., Соломатин Я. В. Методы управления рисками рейтингового агентства, вызванными конфликтами интересов с объектами рейтингования // Вестник Московской международной высшей школы бизнеса (МИРБИС). 2018. № 1 (13). С. 35-44. doi: 10.25634/MIRBIS.2018.1.5.

УДК 338.24

Александр Соломатин¹, Яков Соломатин²

МЕТОДЫ УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ РЕЙТИНГОВОГО АГЕНТСТВА, ВЫЗВАННЫМИ КОНФЛИКТАМИ ИНТЕРЕСОВ С ОБЪЕКТАМИ РЕЙТИНГОВАНИЯ

Аннотация. В данной статье рассматриваются риски конфликта интересов, присущие рейтинговым агентствам, а также методы управления ими.

В начале представлены основные типы конфликтов интересов, которые были разделены на личностные и корпоративные. Затем рассматриваются практики управления рисками, связанными с этими конфликтами. В частности, в качестве необходимой, но недостаточной меры рассматривается введение кодекса поведения, обсуждаются пять основных принципов его построения. После этого, изучается сам процесс выявления конфликтов интересов и наилучшие способы его интеграции в общую структуру управления рисками. Затем рассматриваются корпоративные программы соответствия в качестве одного из методов управления рисками конфликта интересов, а также рекомендации по улучшению эффективности этих программ. В дальнейшем описываются минимальные стандарты раскрытия информации для эффективного управления рисками конфликтов интересов, изучается смена бизнес-модели как альтернативный метод борьбы с такими конфликтами, и делаются выводы.

Ключевые слова: рейтинговое агентство, конфликт интересов, риск, корпоративное управление, кодекс поведения.

JEL: G32, G24, D81

1 Соломатин Александр Васильевич – кандидат экономических наук, доцент. Московская международная высшая школа бизнеса «МИРБИС» (Институт). Российская Федерация, 109147, Москва, ул. Марксистская, 34/7. E-mail: avs1129@mail.ru.

ORCID: 0000-0002-4949-5425; ResearcherID: C-8956- 2015; PИИЦ Author ID: 567330.

2 Соломатин Яков Васильевич – аспирант кафедры организационно-управленческих инноваций. РЭУ им. Г.В. Плеханова. Российская Федерация, 117997, Москва, Стремянный переулок, 36. E-mail: avs1129@mail.ru

1. Введение

Рейтинговые агентства (далее – РА) являются одними из ключевых институтов поддержки мирового финансового рынка. Именно они минимизируют асимметрию информации между участниками рынка, публикуя наиболее объективную оценку кредитоспособности компаний и надежности финансовых инструментов, тем самым увеличивая уровень доверия между игроками, минимизируя риски и упрощая ведение бизнеса.

Но всегда ли оценки таких агентств являются действительно объективными и непредвзятыми? Во время мирового финансового кризиса 2007-2008, когда компании с высочайшими кредитными рейтингами зачастую становились банкротом, многие начали задумываться об эффективности таких рейтингов. Причем как ученые, так и профессионалы финансового рынка указывали на то, что РА (в том числе крупнейшие из них, такие как S&P, Moody's и Fitch) зачастую не способны должным образом оценить надежность компаний не из-за качества используемых ими моделей, а из-за множественных конфликтов интересов, как на уровне

отдельных сотрудников, так и на уровне всей компании [Bogle, 2005, 2009; Efig & Hau, 2013; The Economist, 2007]. Тесные неформальные отношения между сотрудниками агентства и его клиентами, боязнь потерять крупных клиентов в условиях жесткой конкуренции, оказание дополнительных консультационных услуг, направленных на улучшение кредитоспособности эмитентов – все это не позволяло РА быть беспристрастными при выставлении рейтинга, что приводило к его завышению.

Основная цель данной работы как раз таки и заключается в том, чтобы понять, как РА могут минимизировать риск возникновения конфликтов интересов, обеспечив и продемонстрировав тем самым свою надежность.

В начале будут рассмотрены типы конфликтов интересов, с которыми может столкнуться РА. После этого будут описаны как стандартные методы управления этими рисками, такие как кодекс поведения, корпоративные программы соответствия, раскрытие информации и т.д. так и более радикальные, такие как смена бизнес-модели. Каждый из методов будет подробно проанализирован, будут оценены сильные и

слабые стороны каждого из них, а также способы достижения их максимальной эффективности. В конце работы будут приведены основные выводы.

2. Типы конфликтов интересов и связанные с ними риски

Прежде чем изучить и внедрить методы управления рисками, связанными с конфликтами интересов внутри РА, необходимо понять их типологию и природу.

Конфликт интересов может возникнуть как на уровне отдельных аналитиков (личностный уровень), так и на уровне РА в целом (корпоративный уровень) [U.S. Securities and Exchange Commission, 2008]. Несмотря на то, что существует связь между этими двумя уровнями, риски от ненадлежащего поведения на обоих уровнях отличаются.

2.1. Личностный уровень

При рассмотрении личностного уровня, в академической литературе выделяют пять ключевых вариантов конфликтов интересов:

1. Владение финансовыми инструментами объекта рейтинга (его конкурента)

Если аналитик/руководитель РА, владеет ценными бумагами или иными финансовыми инструментами эмитента (или его прямого конкурента), который подал заявку на получение рейтинга, то возникает риск того, что рейтинг такому эмитенту будет выставлен в пользу торговой позиции данного аналитика/руководителя. Не стоит игнорировать даже косвенные попытки оказать влияние на рейтинг (в том числе, путем оказания давления на коллег).

2. Занятость в объекте рейтинга или участие в его управлении

Конфликт интересов возникает, если аналитик/руководитель РА в то же самое время работает или принимает участие в управлении объекта рейтинга. Вытекающий отсюда риск выставления ошибочного рейтинга настолько очевиден, что на рынке считается нормой полный запрет аналитикам/руководителям рейтинговых агентств совмещать свою основную работу в РА с любым другим видом деятельности.

3. Деловые отношения, не связанные с выполнением сотрудником РА своих должностных обязанностей или особые личные отношения

Конфликт интересов также существует при наличии особых отношений между аналитиком/руководителем РА и объектом рейтинга. Например, если аналитик/руководитель агентства на льготных условиях занимает деньги у объекта рейтинга или, например, если между аналитиком/руководителем РА и сотрудником/руководителем объекта рейтинга завязались дружеские отношения.

4. Получение подарков от объектов рейтинга

Существует очевидный риск появления конфликта интересов, если аналитик/руководитель получает от объекта рейтинга несоразмерно щедрые подарки/услуги, что приводит к потере беспристрастности при выставлении рейтинга.

5. Зависимость вознаграждения аналитика от объема комиссий, получаемых РА за выставление рейтингов

Если вознаграждение аналитика напрямую зависит от объема комиссий, который он генерирует для РА, то существует риск того, что он начнет выставлять неоправданно высокие рейтинги для того, чтобы привлечь больше новых клиентов и сохранить старых, что, в конечном итоге, негативно скажется на общем качестве выставляемых РА рейтингов.

2.2. Корпоративный уровень

Конфликт интересов на уровне РА является менее очевидным, но при этом более важным и опасным, чем на личностном уровне [U.S. Securities and Exchange Commission, 2008, 2013]. На то есть две причины:

- конфликт интересов на уровне отдельных аналитиков достаточно легко выявить, учитывая, что РА само заинтересовано в установлении соответствующих контролей, ведь агентству нужно защищать свою репутацию беспристрастного института;
- правила, относящиеся к предотвращению конфликта интересов на личностном уровне, значительно легче внедрять.

Необходимо уделять особое внимание мерам по предотвращению конфликта интересов на корпоративном уровне, так как эта проблема присуща деятельности РА в целом.

1. Объект рейтинга – аффилированное лицо

Конфликт интересов очевидно возникает в случае, когда РА устанавливает рейтинг для аффилированного ему лица (или для выпускаемых им ценных бумаг).

2. Дополнительные услуги для объекта рейтинга

РА может предоставлять дополнительные услуги объектам рейтинга, которые обычно имеют вспомогательный характер относительно деятельности по выставлению рейтингов. Тем не менее, они также являются источником дохода для РА, поэтому агентство заинтересовано не потерять клиента (объект рейтинга) и, в связи с чем, может выставить более выгодный для него кредитный рейтинг. Получается, что конфликт интересов «встроен» в бизнес-модель РА, так как желание увеличить прибыль от дополнительных услуг влияет на процесс определения рейтингов.

3. Чрезмерное влияние объектов рейтинга

Важнейшие клиенты РА, приобретающие у него множество услуг и делающие существенный вклад в общий доход агентства, могут попытаться воспользоваться своей значимостью и исключительным положением, намекнув на наличие связи между получаемыми ими рейтингами и их решением продолжить деловые отношения с РА. Как и в случае с дополнительными услугами, такая ситуация может сподвигнуть РА выставить более высокие рейтинги для основных клиентов во избежание риска прекращения с ними деловых отношений. Принимая во внимание высокий уровень изначальных затрат, новое РА может быть более уязвимо для финансового

давления объектов рейтинга относительно уже давно работающих конкурентов. Для нового участника рынка, комиссии от всего одного клиента могут составлять существенную долю общего дохода агентства, и страх потерять этого клиента будет усиливать конфликт интересов.

4. Бизнес модель «эмитент платит за все»

Бизнес модель, при которой за услуги РА платит эмитент ценных бумаг, является одной из основополагающих концепций деятельности современных рейтинговых агентств: обычно рейтинги присваиваются в связи с выпуском ценных бумаг или представления финансовой отчетности объекта рейтинга. Так как услуга по присваиванию рейтинга оплачивается на момент получения такого рейтинга, у РА может возникнуть желание не рисковать ожидаемым доходом, устанавливая неудовлетворительный рейтинг своему клиенту. То есть, даже если объект рейтинга не может оказывать существенное влияние на РА и не является его аффилированным лицом, конфликт интересов возможен, так как он изначально встроен в бизнес-модель «эмитент платит за все».

В качестве основного контраргумента выступает «гипотеза о репутации», согласно которой РА не позволит себе выставять лишь такие рейтинги, которые бы устраивали его клиентов, так как неоправданное завышение результатов оценки деятельности объектов рейтинга, в долгосрочной перспективе, может подвергнуть опасности репутацию РА.

3. Практики управления риском конфликтов интересов

Рассмотрев в предыдущем разделе ключевые риски, конфликтов интересов, с которыми может столкнуться РА, остановимся более подробно на ключевых методах, она может применять для их управления/предотвращения.

3.1. Внедрение Кодекса Поведения

Как было показано ранее, риск конфликта интереса «встроен» в бизнес модель рейтинговых агентств «эмитент платит все», поэтому, в рамках корпоративного управления, этот риск должен быть учтен в кодексе поведения. Необходимость данного свода правил признается основными участниками рынка и регулируемыми их организациями. Например, согласно отчету Международной Организации Комиссий по Ценным Бумагам (IOSCO) «Основы кодекса поведения для рейтинговых агентств», РА, помимо остальных участников рынка, должны следовать таким принципам, установленным их индивидуальными кодексами поведения, чтобы гарантировать защиту инвесторам, эффективность, прозрачность и минимизацию системных рисков. Основные принципы, предлагаемые IOSCO, кратко можно описать следующим образом [IOSCO, 2015]:

- **качество и честность процесса присвоения кредитных рейтингов** – РА должно стремиться к публикации таких рейтингов и мнений, которые бы сокращали асимметрию информации между участниками рынка;
- **независимость и предотвращение конфликтов**

интересов – решения РА должно быть независимым от политического и экономического давления, а также от конфликтов интересов, которые могут возникнуть ввиду особенностей структуры собственности рейтингового агентства, его деловой и финансовой деятельности или ввиду финансовых интересов сотрудников агентства. Оно должно избегать той деятельности, процедур или взаимоотношений, которые могут скомпрометировать независимость и объективность процедур выставления кредитных рейтингов;

- **прозрачность и своевременное раскрытие процедур** – одной из основных целей любого РА должна стать прозрачность и раскрытие процедур по выставлению кредитных рейтингов;
- **конфиденциальность информации** – РА должно держать в тайне всю непубличную информацию, предоставленную ему эмитентом на условиях соглашения о конфиденциальности такой информации.

Помимо рекомендаций IOSCO, касающихся независимости рейтинговых агентств и минимизации ими конфликта интересов, в кодексе поведения РА можно также установить следующие правила [Houghton, 2002; Weber & Baumann, 2013]:

- процедуры и функции РА должны быть разделены таким образом, чтобы ни один аналитик не совмещал свою деятельность с какой-либо другой, тем самым создавая конфликт интересов;
- вознаграждение аналитиков не должно зависеть от комиссионных доходов РА;
- получение любых подарков от представителей объекта рейтинга запрещено;
- в случае появления личных отношений между аналитиком РА и сотрудником/руководителем объекта рейтинга, этот аналитик должен быть отстранен от участия в процедуре по присвоению рейтинга данному объекту или оказанию ему дополнительных услуг;
- должны быть установлены и применены меры по контролю качества рейтинга;
- должны быть установлены барьеры, которые бы препятствовали обмену существенной непубличной информации между аналитиками, работающими с разными объектами рейтинга.

Однако необходимо понимать, что разработка кодекса поведения не является достаточным условием для минимизации рисков. Можно выделить две ключевые уязвимости кодекса поведения с юридической точки зрения [Weber & Baumann, 2013; U. S. Securities and Exchange Commission, 2003]:

- кодекс поведения может не содержать всех правил, которые действительно необходимы для борьбы с конфликтом интересов;
- кодекс поведения может не соблюдаться должным образом, в том числе ввиду отсутствия должного

контроля за его соблюдением. В такой ситуации, даже разработка чрезвычайно качественного кодекса, охватывающего на бумаге всевозможные риски, на практике не даст должного результата. Что еще хуже, несоблюдение правил кодекса, помимо увеличения риска появления конфликта интересов, может привести к юридической ответственности РА и соответствующим финансовым потерям.

3.2. Внедрение процесса выявления конфликтов интересов и его интеграция в общую структуру управления рисками

Эффективный процесс выявления и анализа всех конфликтов интересов применяемой бизнес-модели является основой для последующих процедур управления рисками, связанными с ними. Эти конфликты необходимо будет проанализировать не только с точки зрения их практического влияния на ведение бизнеса, но и с точки зрения соответствующих правовых норм. При разработке такого процесса также важно понимание того, что все конфликты интересов имеют динамическую природу. Поэтому, помимо постоянного поиска новых конфликтов, процесс должен предусматривать периодическое переосмысление каждого из уже идентифицированных конфликтов для того, чтобы гарантировать, что каждый из них контролируется должным образом в свете новых экономических условий, предпочтений клиентов, правовых норм и т. д. [IOSCO, 2012].

Также важно, чтобы процесс позволял выявлять и приоритизировать конфликты интересов, которые представляют наибольший риск для РА – это позволит должным образом распределить имеющиеся ресурсы для эффективного уменьшения и управления этими конфликтами.

Однако помимо разработки эффективного процесса выявления конфликтов интересов, чрезвычайно важно, чтобы он был полностью интегрирован в общую структуру управления рисками РА. Для упрощения внедрения данного процесса в современных рейтинговых агентствах (да и не только в них) все отделы разделяются на три «линии защиты» [Weber & Baumann, 2013].

- Коммерческие отделы являются «первой линией защиты»; именно они ответственные в первую очередь за то, чтобы управление и надзор за конфликтами интересов, ровно как и за другими рисками, был эффективен и соответствовал требованиям законодательства, международным стандартам и склонности к риску, установленной советом директоров или высшим менеджментом РА.
- Отделы, выполняющие функции контроля рисков (риск-менеджмент, контроль за соблюдением правил соответствия и этики и т. д.), являются «второй линией защиты». Руководство РА должно удостовериться, что у этих отделов имеются необходимые ресурсы, полномочия и соответствующий уровень независимости для внедрения эффективных программ,

объективного контроля ситуации и эскалации выявленных конфликтов интересов и других рисков.

- Внутренний аудит, ответственный, помимо прочего, за обеспечение эффективных контролей за конфликтами интересов и их независимую проверку, является «третьей линией защиты».

Кроме вышеуказанных «линий защиты», сам высший менеджмент и совет директоров РА также должен участвовать в данном процессе путем учета риска конфликтов интересов в основных бизнес-процессах, таких как стратегическое планирование, размещения капитала, контроль за результатами и оценка деятельности департаментов и отдельных бизнес-лидеров. Кроме того, РА также стоит вовлечь представителей департаментов контроля и риска в каждый из этих процессов высшего менеджмента и совета директоров. Это необходимо для того, чтобы они могли предоставлять свое независимое мнение о том, насколько департаменты и отдельные руководители РА справляются с управлением рисками, связанными с конфликтом интересов, и с продвижением корпоративной культуры, предписанной в программах соответствия и этики.

В завершении, стоит отметить особую важность роли менеджмента РА в управлении рисками, связанными с конфликтами интересов, и соблюдении культуры соответствия и этики [U.S. Securities and Exchange Commission, 2013]. Управление конфликтом интересов – это не только разработка жестких программ соответствия, которые, несомненно, тоже важны. Эффективное управление рисками требует создание такой корпоративной культуры, при которой, даже несмотря на наличие/отсутствие соответствующих нормативных требований, считаются неприемлемыми любые действия, которые могут поставить под сомнение стремление РА к соблюдению высоких этических стандартов, а долгосрочная репутация ценится выше любых краткосрочных выгод от эксплуатации / манипуляции отношений с объектами рейтинга.

Стоит также обратить внимание на то, что даже если РА выделит отдельных сотрудников или целый департамент для предотвращения конфликтов интересов, очень важно, чтобы и все руководство, и все рядовые сотрудники агентства принимали активное участие в выявлении конфликтов интересов и контроле над их разрешением.

Наконец, при работе с конфликтами интересов, менеджерам нужно действовать упреждающе. Как было сказано ранее, конфликты интересов постоянно меняют свою природу, поэтому пресекать их надо своевременно и с точным прогнозом возможного развития событий. Когда дело касается конфликта интересов, постоянная бдительность и независимый надзор играют ключевую роль в защите репутации и бренда РА.

3.3. Корпоративные программы соответствия

Помимо кодекса поведения и внедрение эффективного процесса выявления конфликтов интересов, одним из популярных способов борьбы с этими конфликтами являются корпоративные программы соответствия (комплаенс) и этики. Создание таких программ является важной задачей для

большинства участников международного финансового рынка (в том числе и для РА), особенно принимая во внимание, что это является требованием на уровне закона во многих странах мира. Такие законы обязывают финансовые компании не только иметь эффективные политики и процедуры для соблюдения местных и международных стандартов, но и периодически пересматривать их на предмет адекватности, релевантности и эффективности. Например, правило 206(4)-7 закона об инвестиционных консультантах США и правило 38a-1 закона об инвестиционных компаниях США [U. S. Securities and Exchange Commission, 2004] устанавливают такие требования для инвестиционных консультантов и инвестиционных компаний, в то время как правила FINRA – для брокеров и дилеров. В обоих случаях особое внимание уделяется конфликту интересов и процедурам для их выявления, оценки, уменьшения и управления.

Особо стоит отметить Федеральное Руководство Вынесения Приговоров США, которое предлагает полезные рекомендации по многим ключевым элементам построения эффективной программы соответствия. Руководство устанавливает семь обязательных элементов для такой программы. Кратко рассмотрим каждый из них и объясним, как они могут быть полезны для эффективного управления риска возникновения конфликтов интересов у РА [Murphy, 2002].

- **Стандарты и процедуры.** Руководство предписывает компаниям «разработать стандарты и процедуры по выявлению и предотвращению незаконной деятельности». Согласно руководству, объем действий по выполнению этого предписания зависит от размера самой организации – ожидается, что более крупные организации посвятят на эти цели больше ресурсов и разработают больше формальных операций, чем малые организации. Однако вне зависимости от размера, разработка качественного процесса по выявлению и управлению рисками, связанными с конфликтом интересов, является важной составляющей не только для пресечения незаконной деятельности, но и для любых других действий, которые могут привести к регуляторным и репутационным рискам.

При росте и изменении деятельности компании, сами конфликты интересов также могут изменяться и появляться, а простые работники могут это заметить быстрее, чем старшие менеджеры. Поэтому, при объяснении сотрудникам вышеописанных стандартов и процедур, очень важно указать на важность их роли в выявлении новых конфликтов интересов и на их долг докладывать о таких конфликтах соответствующим корпоративным органам контроля. Для стимулирования этого процесса РА также может внедрить процедуру выявления и оценки конфликтов интересов в другие процессы, например, в утверждение новой услуги, проведение соответствующих

опросов объектов рейтинга, а также проведение периодических или внеплановых оценок применяемых бизнес-практик.

- **Контроль.** Руководящий орган компании должен быть осведомлен о содержании и применении программ соответствия и этики, и на основе этого он осуществляет разумный контроль над их качеством. Для поддержания этого надзора, РА может учредить соответствующую постоянную комиссию, состоящую из высших руководителей агентства и его основных работников из отдела контроля, исключительной целью которой будет надзор над конфликтами интересов. В финансовых компаниях нерешенные конфликты интересов являются основным показателем наличия проблем, с которыми, как предполагается, программы соответствия и этики должны бороться. Поэтому структура корпоративного контроля РА не может считаться эффективной до тех пор, пока эффективность программ соответствия и этики в предотвращении рисков конфликтов интересов вызывает вопросы.
- **Лидерство, соответствующее программам соответствия и этики.** Компания должна прилагать разумные усилия для исключения лиц, которые участвовали в деятельности, не удовлетворяющей требованиям программ соответствия и этики, с любой управляющей должности. Опять же, РА будет сложно удовлетворять этому требованию если хотя бы один из руководителей его подразделения или высший менеджер не стремится к выявлению и к решению конфликтов интересов, имеющихся в бизнес-модели агентства.
- **Обучение и тренировка.** Организация должна периодически обучать своих руководителей и сотрудников программам соответствия и этики, а также стандартам и процедурам для реализации этих программ. Как уже было сказано ранее, данное обучение должно включать в себя разъяснения о том, что обязанность каждого сотрудника – участие в выявлении, оглашении и исправлении конфликтов интересов.
- **Аудит и мониторинг.** Компания должна систематически проверять соблюдение программ соответствия и этики, проводить мониторинг, аудит и периодические тестирования эффективности данных программ. Кроме того, она должна разработать систему, посредством которой сотрудники / руководители РА могут доложить или получить консультацию о возможной незаконной деятельности, не боясь преследования со стороны подозреваемых. Для финансовых организаций, таких как РА, также чрезвычайно важно, чтобы этот мониторинг, аудит и периодическое тестирование сопровождалось тестированием

эффективности корпоративных политик и процедур по управлению конфликтами интересов.

- **Стимулы и дисциплина.** Организации необходимо должным образом стимулировать своих сотрудников и руководство придерживаться программ соответствия и этики, и, в то же время, обладать соответствующими дисциплинарными мерами, которые она может применить за неудачи в выявлении или предотвращении незаконной деятельности.
- **Действие и предотвращение.** Организация должна предпринимать своевременные и адекватные действия при выявлении любой незаконной деятельности и предотвращать ее повторение, в том числе путем изменения своих программ соответствия и этики. В случае с РА, вышеописанные действия должны включать рассмотрение самих конфликтов интересов, процедур, которые их стимулируют, а также мер по предупреждению таких конфликтов и по устранению последствий от них. РА может пойти дальше и анализировать не только свои слабые стороны, но и проблемы, выявленные у других рейтинговых агентств, что поможет предотвратить их появление у РА или хотя бы подготовить все процедуры для минимизации потерь при их появлении.

3.4. Улучшение раскрытия информации

Прозрачность – важный аспект регулирования деятельности компании на финансовом рынке. Мировой финансовый кризис 2007-2008 хорошо продемонстрировал, какие негативные последствия может иметь нехватка открытой информации (особенно на рынке рейтинговых агентств, сыгравших не последнюю роль в этом кризисе). Согласно академической литературе и практическим руководствам, для минимизации рисков конфликта интереса РА следует установить следующие минимальные стандарты раскрытия информации [Bahe-na, 2010; Houghton, 2002; Islam, Karim & van Zijl, 2005].

- **Раскрытие информации обо всех сопутствующих услугах, оказанных РА своим клиентам.** Как было сказано ранее, дополнительные услуги могут повлиять на процесс выставления рейтинга, так как РА будет заинтересовано в получении дополнительного дохода от клиента. Прозрачность всех аспектов взаимоотношений между клиентами может уменьшить вероятность реализации рисков, связанных с конфликтом интересов, а в случае реализации – поможет быстрее выяснить все обстоятельства и найти виновных.
- **Раскрытие доли дефолтов для каждого типа оценки.** Всеобщая доступность статистики об уровне дефолта для каждого типа оценки может иметь превентивный эффект, мотивирующий к улучшению качества рейтингов – рынок сам сможет наказывать РА за неправильные рейтинги, вне зависимости от

того, были ли они выставлены ввиду неаккуратности, некачественного анализа или конфликта интересов.

- **Публикация предупреждений об использовании рейтингов РА.** Как и на любом другом рынке, публикация РА особого предупреждения может привлечь внимание участников рынка, объясняя им недостатки приводимых рейтингов (в том числе информируя о возможном влиянии конфликта интересов), а также проблем, которые могут быть вызваны при принятии решений, основанных исключительно на этих рейтингах. Это не снизит вероятность реализации рисков конфликта интересов, но, по крайней мере, уменьшит общие потери рынка от такой реализации.
- **Описание рейтинговых процедур и методологий.** Если инвестор будет знаком с процедурами, используемыми РА для составления рейтинга, он не только сможет лучше понять выставляемые рейтинги и улучшить качество принимаемых им инвестиционных решений, но и, возможно, выявить нарушение в использовании стандартной методологии для конкретного случая ввиду конфликта интересов. Это также смогут сделать и другие участники рейтингового рынка, в том числе и его регуляторы¹.

Так как рейтинговые агентства являются информационными посредниками, их целью является решение асимметрии информации. РА, которое не в состоянии предоставить инвесторам полезную и правдивую информацию, в том числе ввиду конфликта интересов, не сможет выжить на конкурентном рынке. Однако на данный момент конкуренция на международном рейтинговом рынке весьма ограничена и поэтому не стоит ожидать, что рынок сам будет стимулировать РА искоренять конфликты интересов – меры по решению этой проблемы (такие как раскрытие информации, описанной выше) должны быть изначально встроены в его структуру.

3.5. Смена бизнес-модели «эмитент платит за все»

3.5.1. Возможные альтернативы для бизнес-модели «эмитент платит за все»

Другим, наиболее радикальным, способом снижения вероятности возникновения рисков, связанных с конфликтом интересов, может стать изменение взаимоотношений между РА и его объектами рейтинга. В частности, это можно осуществить путем замены бизнес-модели «эмитент платит за все» на любую другую. Рассмотрим возможные варианты, представленные в академической литературе, их достоинства и недостатки, обращая особое внимание на то, насколько они решают проблему конфликта интересов [IOSCO, 2008; White, 2010].

- Во-первых, сами пользователи рейтинга (т. е. инве-

¹ Однако здесь необходимо соблюдения некой «золотой середины», так как чрезмерное раскрытие используемых методологий РА может быть использовано конкурентами, что приведет к последующей потере конкурентных преимуществ и доли рынка, а недостаточное раскрытие фактически никак не сможет повлиять на качество выставляемых рейтингов.

сторы, учебные заведения, соответствующие структуры и т.д.) могут стать источником дохода, оплачивая доступ к рейтингам РА. В таком случае власть объектов рейтинга над РА будет существенно уменьшена, ровно как и связанный с ней конфликт интересов. Однако этот вариант сложно осуществить на практике ввиду большого количества таких пользователей и их низкого желания платить¹, что, скорее всего, приведет к классической «проблеме безбилетника», которая не позволит РА генерировать достаточный доход.

- Во-вторых, источником финансирования может стать государство. В таком случае рейтинги агентства становятся публичным благом, а любые финансовые транзакции между РА и эмитентами/пользователями рейтинга прекращаются, что существенно снижает конфликт интересов на корпоративном уровне. Однако при этом РА становится финансово зависима от государства-донора, что сводит на нет стремления к политической непредвзятости, особенно если количество учредителей достаточно невелико.
- В-третьих, деятельность РА может быть спонсирована посредством отдельного фонда, в который любой желающий сможет сделать взнос. При таком сценарии количество лиц, от которых РА получает финансирование, будет достаточно большим, конфликт интересов будет минимален. Тем не менее, он не исчезнет полностью, так как эмитенты смогут стимулировать РА выставить им более высокий рейтинг в обмен на обещание пожертвовать в фонд крупную сумму денег². Кроме того, неясно, будет ли РА хватать таких взносов для нормального ведения дел.
- В-четвертых, можно поменять продаваемую РА услугу. Например, вместо опубликования самих рейтингов, агентство будет продавать инвесторам руководство/модели/консалтинговые услуги, на основе которых они самостоятельно будут рассчитывать рейтинги каждого эмитента. Большое преимущество данного подхода заключается в том, что конфликт интересов со стороны РА будет исключен, так как невозможно создать общую модель расчета рейтинга, которая бы на постоянной основе давала преимущество отдельным эмитентам. Однако и в данной схеме может возникнуть «проблема безбилетника», да и уникальность этой бизнес-модели в рейтинговом рынке не позволяет оценить все риски и ожидаемую прибыль.

3.5.2. Аргумент в поддержку бизнес-модели «эмитент платит за все» – Гипотеза о репутации

Помимо указанных выше недостатков альтернативных бизнес-моделей, в качестве защиты классической бизнес-модели рейтинговых агентств, авторы приводят гипотезу о репутации, согласно которой несоблюдение РА стандартов качества в выставлении рейтингов, вне зависимости от причин этого несоблюдения, может привести к серьезным репутационным издержкам и сокращению прибыли в долгосрочной перспективе [IOSCO, 2012]. Другими словами, бизнес-модель «эмитент платит за все» сама по себе не является проблемой, так как РА может потерять гораздо больше, подвергая свою репутацию опасности ради сиюминутной выгоды от одного единственного клиента. Соответственно, наличие «репутационного капитала» позволяет верить, что рынок сам по себе обеспечивает стимулы для выставления качественных рейтингов.

В то же время, многие исследователи сомневаются в том, что гипотеза о репутации является достаточно сильным аргументом в пользу того, что РА будет само избегать конфликта интересов и выставления ложных рейтингов. Их ключевые аргументы в пользу такой позиции представлены ниже [Vahena, 2010; White, 2010].

- Потеря репутации не так уж и вероятна, а если это и происходит, то лишь через некоторое время.
- Репутация основана на восприятии РА другими участниками рынка, а оно, в свою очередь, лишь отчасти основано на реальном поведении этого агентства.
- Низкое качество выставленных рейтингов, скорее всего, сможет быть выявлено лишь через некоторое время, поэтому аналитики и руководство РА, содействующие выставлению ложных рейтингов, справедливо могут надеяться, что к тому моменту, как все выяснится, они уже не будут работать в этой компании/индустрии.
- Неоднозначность понятия качества рейтинга также делает гипотезу о репутации менее убедительной. Имеющиеся исследования показывают, что статус РА действительно может зависеть от качества анализа, предшествующего выставлению рейтинга, но проблема в том, что рейтинговый рынок не безупречен и информация неидеально распределяется между всеми участниками рынка. Так как никто не знает, каков должен быть «истинный» рейтинг для того или иного эмитента, чувствительность рынка к некорректным рейтингам невелика.
- Мировой рейтинговый рынок чрезвычайно концентрирован, на нем десятилетиями доминируют три компании – S&P, Moody's и Fitch. Ввиду этого, информация, доступная для других участников рынка, весьма ограничена, поэтому падение качества услуг,

1 Особенно учитывая то, что другие рейтинговые агентства, в большинстве своем, не требуют с пользователей никакой платы.

2 Для решения этой проблемы можно либо запретить объектам рейтинга и подконтрольным им лицам делать взносы в фонд, либо существенно ограничить доступ сотрудников и руководства РА к информации об объеме и источниках получаемого финансирования.

предоставляемых рейтинговой компанией, не приведет к пропорциональному падению ее прибыли/репутационного капитала.

Учитывая вышеизложенное можно утверждать, что рынок сам по себе недостаточно регулирует проблему конфликта интересов, ввиду чего требуется дополнительное регулирование конфликтов интересов, которое было описано выше.

4. Заключение

В целом, можно сделать вывод, что конфликты интересов РА с объектами рейтинга являются достаточно сложным предметом исследования ввиду их многогранности и скрытности. Вследствие этого, а также ввиду существенности выгод, получаемых некоторыми агентами от реализации конфликтов интересов, управление рисками, вызванными такими конфликтами, также затруднено.

Тем не менее, в данной работе нам удалось ввести базовую типологию конфликтов интересов (личный-корпоративный уровень) и изучить наиболее эффективные практики управления связанными с ними рисками. В частности, было

рассмотрено введение Кодекса поведения, интеграция борьбы с конфликтами интересов в общую структуру управления рисками на всех уровнях РА, внедрение соответствующих корпоративных программ соответствия, обдуманное раскрытие информации о выставлении рейтингов и иных внутрикорпоративных процедурах, а также смена классической бизнес модели, которая сама по себе является источником конфликтов интересов.

В дальнейших исследованиях представляется важным более глубоко изучить каждую из практик управления риском конфликта интересов. Особое внимание стоит обратить на возможность смены бизнес-модели как на наиболее эффективный, но, в то же время, наименее изученный в академической литературе подход. Кроме того, анализ «смежных» конфликтов интересов, происходящих одновременно и на личностном, и на корпоративном уровне, может быть полезен для лучшего понимания данной проблематики учеными и для лучшего управления рисками представителями бизнеса.

Литература

1. Bahena A. J. (2010). What Role Did Credit Rating Agencies Play in the Credit Crisis?, Colorado: University of Colorado Boulder, 2010, p. 6, доступно по ссылке: <http://www.colorado.edu/AmStudies/lewis/ecology/rolecreditagencies.pdf>, (дата доступа – 9 июня 2016).
2. Bogle J. (2005). The Battle for the Soul of Capitalism, доступно по ссылке: <http://johncbogle.com/> (дата доступа – 9 сентября 2017).
3. Bogle J. (2009). Aspiring to Build a Better Financial World, доступно по ссылке: <http://johncbogle.com/> (дата доступа – 9 сентября 2017).
4. Eving M., Hau H. (2013). Corrupted credit ratings: Standard & Poor's lawsuit and the evidence, доступно по ссылке: <http://voxeu.org/> (дата доступа – 6 июня 2017).
5. Houghton K. A. (2002), Auditor independence: regulation and market competition enhancing transparency and objectivity in independence decisions, submission to JCPAA Inquiry "Review of Independent Auditing by Registered Company Auditors", April 2002.
6. IOSCO (2003). Report on the activities of credit rating agencies, доступно по ссылке: <https://www.iosco.org/> (дата доступа – 9 сентября 2017).
7. IOSCO (2008). The role of credit rating agencies in structured finance markets, доступно по ссылке: <https://www.iosco.org/> (дата доступа – 6 июня 2017).
8. IOSCO (2012). Credit Rating Agencies: Internal Controls Designed to Ensure the Integrity of the Credit Rating Process and Procedures to Manage Conflicts of Interest, доступно по ссылке: <https://www.iosco.org/> (дата доступа – 6 июня 2017).
9. IOSCO (2015). Code of conduct fundamentals for credit rating agencies, доступно по ссылке: <https://www.iosco.org/> (дата доступа – 6 июня 2017).
10. Islam A., Karim W. and van Zijl T. (2005). Auditor Independence and NAS: A comparative Analysis of Selected Current Regulatory Frameworks, working paper, Victoria University of Wellington.
11. Murphy D. E. (2002). The Federal Sentencing Guidelines for Organizations: A Decade of Promoting Compliance and Ethics, Iowa Law Review, 87:697-704.
12. The Economist (2007). Credit and blame, доступно по ссылке: <http://www.economist.com/node/9769471> (дата доступа – 9 сентября 2017).
13. Weber R. H. & Baumann S. (2013). Conflicts of Interest and Risk Management Practices in the CRA Industry, Perspectives on Credit Rating Agencies. Stockholm: Jure, 283-305.
14. White L. J. (2010). Credit Rating Agencies and the Financial Crisis: Less Regulation of CRAs Is a Better Response, Journal of International Banking Law and Regulation, Vol. 25, Iss. 4.
15. U. S. Securities and Exchange Commission (2003). Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies

in the Operation of the Securities Markets, доступно по ссылке: <https://www.sec.gov/> (дата доступа – 9 сентября 2017).

16. U. S. Securities and Exchange Commission (2004), Final Rule: Compliance Programs of Investment Companies and Investment Advisers, доступно по ссылке: <https://www.sec.gov/> (дата доступа – 6 июня 2017).
17. U. S. Securities and Exchange Commission (2008), Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies, доступно по ссылке: <https://www.sec.gov/> (дата доступа – 9 сентября 2017).
18. U. S. Securities and Exchange Commission (2013), Report to Congress Credit Rating Agency Independence Study, доступно по ссылке: <https://www.sec.gov/> (дата доступа – 6 июня 2017).

Alexander Solomatin¹, Yakov Solomatin²

MANAGEMENT METHODS FOR CREDIT RATING AGENCY'S RISKS, CAUSED BY CONFLICTS OF INTERESTS WITH RATING OBJECTS

Abstract. This article examines the risks, associated with the conflict of interest, faced by rating agencies and the methods of managing such risks.

The key conflicts of interest types are presented, which were eventually divided on two groups - personal and corporate ones. The risk management practices associated with these conflicts are then considered. In particular, the introduction of a code of conduct is considered as a necessary, but insufficient measure; five basic principles of its construction are discussed. After that, the process of identifying conflicts of interests and the best ways of its integration into the overall structure of risk management are being studied. Then corporate compliance programs, as one of the methods for managing conflicts of interest risks, as well as recommendations for improving the effectiveness of these programs are examined. Eventually the minimum standards of information disclosure for effective management of conflicts of interest risks are described, the business model change is examined as an alternative method to combat such conflicts, and conclusions are drawn.

Key words: credit rating agency, conflict of interest, risk, corporate governance, code of conduct.

JEL: G32, G24, D81

1 Solomatin Alexander Vasilievich – candidate of economic sciences, associate professor. Moscow International Higher Business School "MIRBIS" (Institute). 34/7 Marksistskaya st., Moscow, 109147, Russian Federation. Email: avs1129@mail.ru.

ORCID: 0000-0002-4949-5425; ResearcherID: C-8956-2015.

2 Solomatin Yakov Vasilievich – post-graduate student of the department of organizational and managerial innovations. Plekhanov Russian University of Economics. 36 Stremyanny lane, Moscow, 117997, Russia. Email: avs1129@mail.ru

References

1. Bahena A. J. (2010). What Role Did Credit Rating Agencies Play in the Credit Crisis?, Colorado: University of Colorado Boulder, p. 6, URL: <http://www.colorado.edu/AmStudies/lewis/ecology/rolecreditagencies.pdf>, (accessed on June 9, 2016).
2. Bogle J. (2005). The Battle for the Soul of Capitalism, URL: <http://johncbogle.com/> (accessed on September 9, 2017).
3. Bogle J. (2009). Aspiring to Build a Better Financial World, URL: <http://johncbogle.com/> (accessed on September 9, 2017).
4. Efin M., Hau H. (2013). Corrupted credit ratings: Standard & Poor's lawsuit and the evidence, URL: <http://voxeu.org/> (accessed on June 6, 2017).
5. Houghton K. A. (2002). Auditor independence: regulation and market competition enhancing transparency and objectivity in independence decisions, submission to JCPAA Inquiry "Review of Independent Auditing by Registered Company Auditors", April 2002.
6. IOSCO (2003). Report on the activities of credit rating agencies, URL: <https://www.iosco.org/> (accessed on September 9, 2017).
7. IOSCO (2008). The role of credit rating agencies in structured finance markets, URL: <https://www.iosco.org/> (accessed on June 6, 2017).

8. IOSCO (2012). Credit Rating Agencies: Internal Controls Designed to Ensure the Integrity of the Credit Rating Process and Procedures to Manage Conflicts of Interest, URL: <https://www.iosco.org/> (accessed on June 6, 2017).
9. IOSCO (2015). Code of conduct fundamentals for credit rating agencies, URL: <https://www.iosco.org/> (accessed on June 6, 2017).
10. Islam A., Karim W. and van Zijl T. (2005). Auditor Independence and NAS: A comparative Analysis of Selected Current Regulatory Frameworks, working paper, Victoria University of Wellington.
11. Murphy D. E. (2002). The Federal Sentencing Guidelines for Organizations: A Decade of Promoting Compliance and Ethics, *Iowa Law Review*, 87:697-704.
12. The Economist (2007). Credit and blame, URL: <http://www.economist.com/node/9769471> (ccessed on September 9, 2017).
13. Weber R. H. & Baumann S. (2013). Conflicts of Interest and Risk Management Practices in the CRA Industry, Perspectives on Credit Rating Agencies. Stockholm: Jure, 283-305.
14. White L.J. (2010). Credit Rating Agencies and the Financial Crisis: Less Regulation of CRAs Is a Better Response, *Journal of International Banking Law and Regulation*, Vol. 25, Iss. 4.
15. U. S. Securities and Exchange Commission (2003). Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets, URL: <https://www.sec.gov/> (ccessed on September 9, 2017).
16. U. S. Securities and Exchange Commission (2004). Final Rule: Compliance Programs of Investment Companies and Investment Advisers, URL: <https://www.sec.gov/> (accessed on June 6, 2017).
17. U. S. Securities and Exchange Commission (2008). Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies, URL: <https://www.sec.gov/> (ccessed on September 9, 2017).
18. U. S. Securities and Exchange Commission (2013). Report to Congress Credit Rating Agency Independence Study, URL: <https://www.sec.gov/> (accessed on June 6, 2017).