

РОЗДІЛ 2

ПРОБЛЕМИ ІНВЕСТУВАННЯ ТА ФОРМУВАННЯ АКТИВІВ ПРИ ІНВЕСТУВАННІ

2.1. Рейтингування емітентів та цінних паперів

Сучасні вимоги ринку цінних паперів потребують прозорості та бостовірності інформації, яка повинна бути доступною як для професійних учасників ринку, так і для інших суб'єктів господарської діяльності, негосподарюючих суб'єктів, та інших, заінтересованих осіб.

Щорічне зростання кількості професійних учасників фондового ринку призводить до того, що споживачам ринку цінних паперів необхідно мати доступ до інформації, яка стосується діяльності цих установ і містить орієнтири для інвестування. Тому, ефективна система показників і індикаторів розвитку ринку цінних паперів повинна відображати реалії самого ринку, й відповідати вимогам користувачів таких показників і створювати передумови щодо збільшення зацікавленості ринку з боку потенційних споживачів та інвесторів. Проблема постає не тільки у недостатності прозорості і відкритості професійних учасників у взаєминах із споживачами ринку цінних паперів, відсутності належної поінформованості. Недоліком, переважно для фізичних та юридичних осіб, які спрямовують власні кошти до фондового ринку з метою отримання прибутку або досягнення соціального ефекту, є відсутність належної публічної інформації для мінімізації ризиків, що можуть виникнути з їх власними коштами.

Серед системи засобів та видів діяльності впливу на фондовому ринку по окремих з них виникають проблеми реалізації господарсько-правового регулювання, а саме, відносно рейтингової діяльності та лістингу, які і є саме тими орієнтирами для інвесторів.

Враховуючи низький рівень фінансової прозорості та інформаційної відкритості переважної більшості вітчизняних компаній, з метою підвищення стандартів розкриття інформації та зниження рівня фінансових ризиків для потенційних інвесторів, державою застосовується ряд заходів щодо розбудови ефективної системи рейтингування. Особливо важливим є застосування таких умов захисту на ринку цінних паперів.

Відповідно до Законів України: «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 р. № 448/96-ВР (далі – Закон «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»), «Про страхування» від 07.03.1996 р. № 85/96-ВР (далі – Закон «Про страхування»), «Про інститути спільного інвестування» від 05.07.2012 р. № 5080-VI¹ (далі – Закон «Про ІСІ»), «Про недержавне пенсійне забезпечення» від 09.07.2003 р. № 1057-IV (далі – Закон «Про недержавне пенсійне забезпечення»), а також згідно з Порядком оцінки за справедливою вартістю цінних паперів резидентів, що перебувають у власності Національного банку України або приймаються ним як забезпечення виконання зобов'язань схваленим Постановою правління Національного банку України № 732 від 26.10.2015р.,² в Україні, в окремих випадках, передбачається обов'язкове визначення та врахування рейтингової оцінки.

Як правильно відмічається в наукових джерелах, питання визначення рейтингової оцінки емітентів, створення методики рейтингової оцінки емітентів на основі регулярної річної інформації недостатньо розроблені як у теоретичному, так і в методично-практичному аспектах. Багато публікацій, зокрема представників рейтингових агентств, мають переважно описовий характер, усебічно не розкривають суті рейтингової оцінки, а дослідження вчених присвячені різним напрямкам та підходам до рейтингування, резуль-

¹ Про інститути спільного інвестування [Текст] : Закон України від 05.07.2012 № 5080-VI // Офіц. вісн. України. – 2012. – № 63. – Ст. 2569.

² Порядок оцінки за справедливою вартістю цінних паперів резидентів, що перебувають у власності Національного банку України або приймаються ним як забезпечення виконання зобов'язань [Електронний ресурс] : затв. Постановою Правління НБУ від 26.10.2015 № 732 // Система інформаційно-правового забезпечення ЛІГА:ЗАКОН.

тати якого наводяться не за впроваджуваною Національною рейтинговою шкалою¹.

Разом з тим, відмічається, що визначення рейтингової оцінки на практиці базується на аналізі кількісних показників діяльності підприємства (коефіцієнтів фінансового стану) та якісних показників, вибір яких здійснюється (а кількість встановлюється) самостійно кожним суб'єктом рейтингування. Склад і питома вага цих показників у рейтингових методиках є різними і викликають дискусію. Наприклад, Всесвітній економічний форум буде рейтинг країн за показниками, де лише одна третина – статистичні показники, а дві третини – експертні оцінки, одержані шляхом опитувань. Рейтингування Міжнародного інституту розвитку менеджменту проводиться на основі зворотного співвідношення: дві третини – статистика й одна третина – експертні оцінки, Дослідження Центру по інноваціях компанії «Emst & Young» показали: рішення, яке приймається інвесторами щодо купівлі або продажу конкретного цінного паперу, на 30% базується на аналізі нефінансових якісних показників².

Якщо розглядати окремих суб'єктів рейтингування, то найпоширенішим способом отримання інформації про стан професійних учасників страхового ринку є рейтинги за типом ранжирування. Такі рейтинги мають вид таблиць або списків, в яких проводиться ранжирування об'єктів рейтингування за певними критеріями (об'єму активів, власному капіталу, страховим платежам і виплатам, розміру страхових резервів, перестраховувальними платежами). У світовій практиці такий вид рейтингу прийнято називати ренкінгом або лістингом³. В Україні, наприклад, Харківським національним економічним університетом і Харківським територіальним управлінням Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку під керівництвом

¹ Прутула, Н. І. Кредитно-рейтингова оцінка як інструмент ринку цінних паперів [Текст] : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / Н. І. Прутула ; Держ. вищ. навч. закл. «Укр. акад. банк. справи Нац. банку України». – Суми, 2008. – С. 1–2.

² Внукова, Н. Про вдосконалення методичного забезпечення рейтингової оцінки емітентів [Текст] / Н. Внукова, Н. Прутула // Економіка України. – 2007. – № 10 (551). – С. 40.

³ Внукова, Н. М. Методичні підходи до оцінки фінансової надійності страховиків [Текст] / Н. М. Внукова, Н. І. Прутула // Вісн. Київ. нац. ун-ту ім. Т. Шевченка. Економіка. – 2009. – № 113–114. – С. 4–5.

д.е.н., проф. Н. М. Внукової була розроблена методика кредитно-рейтингової оцінки емітентів. Розроблена методика була адаптована до особливостей діяльності страхових компаній, у якій використовуються дві групи показників – кількісні і якісні¹.

Законодавство та практика передбачають випадки обов'язкового та добровільного рейтингування. Як відмічає С. Мошенський, використання обов'язкового рейтингування викликало немало критики. Основний аргумент проти обов'язкового рейтингування полягає в тому, що воно спотворює ринковий принцип взаємодії емітента та інвестора, оскільки емітент має право вирішувати, чи потрібен йому рейтинг, а інвестор – чи довіряє від емітенту без рейтингу (а також, чи довіряє він рейтингу в цілому). Якщо ж наявність рейтингової оцінки є обов'язковою умовою, то довіра втрачається².

В цілому, можна вважати, що для фінансових ринків що формуються, перспективним є створення національної системи незалежних рейтингових агентств по європейській моделі, які будуть працювати за національною рейтинговою шкалою та на базі принципу добровільності, що дасть змогу ефективно вирішувати задачі, що стоять перед системою кредитного рейтингування³.

Розглянемо приклади розрахунку та використання рейтингів.

Згідно ст. 4¹ Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», обов'язкового визначення рейтингової оцінки потребують:

- 1) підприємства, у статутних капіталах яких є державна частка;
- 2) підприємства, що мають стратегічне значення для економіки та безпеки держави;
- 3) підприємства, які займають монопольне (домінуюче) становище.

Також, відповідно до зазначеної статті, якщо інше не встановлено законом, визначення рейтингової оцінки потребують усі види боргових та іпотечних емісійних цінних паперів, які не розподіляються між засновниками або серед заздалегідь визначеного кола осіб і можуть

¹ Внукова, Н. М. Методичні підходи до оцінки фінансової надійності страховиків [Текст] / Н. М. Внукова, Н. І. Притула // Вісн. Київ. нац. ун-ту ім. Т. Шевченка. Економіка. – 2009. – № 113–114. – С. 6.

² Мошенский, С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы [Текст] / С. З. Мошенский. – М. : Экономика, 2010. – С. 150.

³ Там само.

розповсюджуватися шляхом публічного розміщення, купуватися та продаватися на фондовій біржі, крім державних цінних паперів, емітованих Державною іпотечною установою.

Таким чином, стоїть питання про порядок врахування в господарській діяльності наступних рейтингів:

- кредитний рейтинг емітентів,
- кредитний рейтинг активів,
- кредитний рейтинг банків (при розміщенні депозитів та управлінні цінними паперами).

Окремими законами для суб'єктів господарювання встановлюються деякі в випадки рейтингування.

Згідно ст. 31 Закону України «Про страхування», обмеження щодо максимальних обсягів активів кожної категорії, вимоги до якості таких активів, вимоги щодо наявності та рівня кредитного рейтингу активів певних категорій та/або банків та емітентів цінних паперів, у яких розміщуються кошти страхових резервів, встановлюються в Положенні про обов'язкові критерії та нормативи достатності, диверсифікованості та якості активів, якими представлені страхові резерви з видів страхування, інших, ніж страхування життя, затвердженому розпорядженням Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України (далі – Держфінпослуг) № 741 від 08.10.2009 р.¹, (далі – Положення Держфінпослуг № 741). Відповідно до розділу III Положення Держфінпослуг № 741 передбачено, що кредитний рейтинг банківської установи, в якій розміщені активи страховика, що включаються до суми прийнятих активів із метою дотримання нормативу достатності активів, повинен відповідати інвестиційному рівню за Національною рейтинговою шкалою. Крім того, відповідати інвестиційному рівню за Національною рейтинговою шкалою повинен кредитний рейтинг цінних паперів, емітованих в Україні, які включаються до суми прийнятих активів із метою дотримання нормативу достатності активів.

¹ Положення про обов'язкові критерії та нормативи достатності, диверсифікованості та якості активів, якими представлені страхові резерви з видів страхування, інших, ніж страхування життя [Текст] : затв. розпорядженням Держ. комісії з регулювання ринків фін. послуг України № 741 від 08.10.2009 // Офіц. вісн. України. – 2009. – № 91. – Ст. 3097.

Закон «Про недержавне пенсійне забезпечення» також встановлює вимоги до складу активів недержавних пенсійних фондів. В ст. 47 цього Закону зазначено, що пенсійні активи у цінних паперах складаються з:

- акцій українських емітентів, які відповідно до норм законодавства пройшли лістинг на фондовій біржі, що відповідає вимогам, установленим Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку;

- облігацій українських емітентів, кредитний рейтинг яких відповідає інвестиційному рівню за Національною рейтинговою шкалою, або які відповідно до норм законодавства пройшли лістинг на фондовій біржі, що відповідає вимогам встановленим НКЦПФР;

- цінних паперів, погашення та отримання доходу за якими гарантовано урядами іноземних держав, при цьому встановлення вимог до рейтингу зовнішнього боргу та визначення рейтингових компаній здійснюються НКЦПФР;

- облігацій іноземних емітентів з інвестиційним рейтингом, визначеним відповідно до пункту 3 цієї частини;

- акцій іноземних емітентів, що перебувають в обігу на організованих фондових ринках та пройшли лістинг на одній з таких фондових бірж, як Нью-Йоркська, Лондонська, Токійська, Франкфуртська, або у торговельно-інформаційній системі НАСДАК (NASDAQ). Емітент цих акцій повинен провадити свою діяльність не менше ніж протягом 10 років і бути резидентом країни, рейтинг зовнішнього боргу якої визначається відповідно до пункту 3 цієї частини.

При цьому пенсійні активи пенсійного фонду не можуть включати цінні папери, які не пройшли лістинг на фондовій біржі, крім випадку, якщо кредитний рейтинг облігацій відповідає інвестиційному рівню за Національною рейтинговою шкалою. Також, купівля-продаж акцій, облігацій українських емітентів особами, що здійснюють управління активами пенсійного фонду, провадиться виключно на фондовій біржі з дотриманням вимог цього Закону.

Використання рейтингів передбачено і в ст. 48 Закону «Про ІСІ».

Зупинимося на одному з актуальних і проблемних в сучасних умовах випадків рейтингування учасників ринку цінних паперів при спільному інвестуванні.

В статті 48 Закону «Про ІСІ», зазначено, що активи інститутів спільного інвестування (далі – ІСІ) не можуть включати облигації підприємств, іпотечні облигації та облигації місцевих позик, кредитний рейтинг яких не відповідає інвестиційному рівню, визначеному уповноваженим або визнаним міжнародним рейтинговим агентством за Національною рейтинговою шкалою, на суму більш як 20 відсотків вартості активів ІСІ.

В ст. 48 Закону «Про ІСІ» зазначено, що активи ІСІ не можуть включати кошти і банківські метали, розміщені на поточних і депозитних рахунках у банках, кредитний рейтинг яких не відповідає інвестиційному рівню, визначеному уповноваженим або визнаним міжнародним рейтинговим агентством за Національною рейтинговою шкалою, на суму більш як 20 відсотків вартості активів ІСІ (пункти 5, 6 ст. 48 Закону «Про ІСІ»).

Також, відповідно до ст. 68 Закону «Про ІСІ», банк, який є зберігачем активів ІСІ (крім венчурного фонду) у формі цінних паперів, повинен мати кредитний рейтинг не нижче інвестиційного рівня, що визначений уповноваженим або визнаним міжнародним рейтинговим агентством за Національною рейтинговою шкалою.

Наступне обмеження встановлено для спеціалізованих ІСІ. Відповідно до ст. 7 Закону «Про ІСІ», інститути спільного інвестування вважаються спеціалізованим, якщо вони інвестують активи виключно у визначені Законом «Про ІСІ» класи активів. До спеціалізованих ІСІ належать інвестиційні фонди таких класів: фонди грошового ринку, фонди державних цінних паперів, фонди облигацій, фонди акцій, індексні фонди, фонди банківських металів. В ст. 48 Закону «Про ІСІ» передбачено вимоги до складу спеціалізованих ІСІ. Зазначено, що таким ІСІ забороняється придбавати або додатково інвестувати в облигації підприємств та облигації місцевих позик, кредитний рейтинг яких не відповідає інвестиційному рівню, визначеному уповноваженим або визнаним міжнародним рейтинговим агентством за Національною рейтинговою шкалою.

Отже, відповідно до вище викладеного огляду нормативно-правових актів України, можна зробити висновок, що на сьогоднішній день обов'язкового визначення рейтингової оцінки потребують:

– емісійні публічні цінні папери – облігації підприємств; облігації місцевих позик, іпотечні сертифікати; іпотечні облігації; сертифікати фондів операцій з нерухомістю; інвестиційні сертифікати (ч. 24 ст. 48 Закону «Про ІСІ»);

– цінні папери, в які розміщено кошти страхових резервів або недержавних пенсійних фондів (кошти страхових резервів – ч. 30 ст. 31 Закону «Про страхування»; кошти недержавних пенсійних фондів – ч. 2 ст. 47 Закону «Про недержавне пенсійне забезпечення»);

– облігації підприємств, іпотечні облігації та облігації місцевих позик, в які розміщено кошти ІСІ (Закон «Про ІСІ» ч. 24 ст. 48);

– підприємства, які мають стратегічне значення для економіки та держави; у статутних фондах яких є державна частка; які займають монопольне (домінуюче становище) (Закон «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» п. 2 ч. 11 ст. 4¹);

– банківські установи, в яких розміщено кошти страхових резервів, кошти ІСІ, а також такі, що є зберігачами активів ІСІ (крім венчурних фондів) у формі цінних паперів (Закон «Про ІСІ» п. 2 ч. 5 ст. 68);

– усі види боргових та іпотечних емісійних цінних паперів, які не розподіляються між засновниками або серед заздалегідь визначеного кола осіб і можуть розповсюджуватися шляхом публічного розміщення, купуватися та продаватися на фондовій біржі, крім державних цінних паперів, емітованих Державною іпотечною установою (ч. 13 ст. 4¹ Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»).

Щодо предмету рейтингової діяльності, то можливо відмітити наступне:

З точки зору результату діяльності, в Законі «Про державне регулювання ринку цінних паперів» надаються визначення, які характеризують результат діяльності рейтингових агентств:

Кредитний рейтинг – це умовний вираз кредитоспроможності об'єкта рейтингування в цілому та/або його окремого боргового зобов'язання за національною шкалою кредитних рейтингів;

Рейтингова оцінка емітента – характеризує рівень спроможності емітента цінних паперів своєчасно та в повному обсязі виплачувати відсотки і основну суму за борговими зобов'язаннями відносно боргових зобов'язань інших позичальників;

Рейтингова оцінка цінних паперів емітента – характеризує рівень спроможності позичальника (емітента) своєчасно та у повному обсязі обслуговувати зобов'язання за цінними паперами.

Процедура діяльності з визначення кредитного рейтингу (рейтингування) визначається як діяльність з надання професійних послуг на ринку цінних паперів, спрямована на визначення кредитоспроможності об'єкта рейтингування, яка може бути проведена рейтинговим агентством.

В «Концепції створення системи рейтингової оцінки регіонів, галузей національної економіки, суб'єктів господарювання», затвердженій розпорядженням КМУ № 208-р від 01.04.2004 р.¹ (далі – Концепція № 208-р), також визначаються кредитний рейтинг та рейтингова оцінка емітента, зміст яких тотожний визначенням в Законі «Про державне регулювання ринку цінних паперів», але додатково пояснюється, що кредитний рейтинг боргового інструменту може бути як нижчим, так і вищим від рейтингу позичальника (за наявності обставин, що зменшують кредитний ризик, – застави, гарантії, що надаються третьою особою).

На наш погляд, наведене формулювання кредитного рейтингу та рейтингової оцінки не надають змоги охарактеризувати правове поняття та критерії (риси такого поняття).

Тому, виходячи з мети рейтингування, принципів діяльності кредитно-рейтингових агентств (далі – КРА), можливо сказати, що кредитний рейтинг емітента або боргового (фінансового) інструменту є показником (індексом), який розраховується на підставі відповідних даних фінансової звітності, планово-економічних показників, інформації щодо стану корпоративного управління емітента та інших параметрів, які використовуються кредитно-рейтинговими агентствами в прийнятих та оприлюднених методах рейтингування.

Фактично, примірний перелік дій з цінним папером, які впливають на оцінку цінного паперу, передбачений в Правилах визначення уповноваженим рейтинговим агентством рейтингової оцінки за Національною рейтинговою шкалою, але він не є вичерпним,

¹ Концепція створення системи рейтингової оцінки регіонів, галузей національної економіки, суб'єктів господарювання [Текст] : затв. Розпорядженням Каб. Міністрів України № 208-р від 01.04.2004 // Офіц. вісн. України. – 2004. – № 14. – Ст. 976.

тому що договором між КРА та емітентом можуть бути передбачені додаткові підстави. Для дослідження важливо, що, відповідно до п. 10.3 Правил визначення уповноваженим рейтинговим агентством рейтингової оцінки за Національною рейтинговою шкалою, затверджених рішенням ДКЦПФР № 1042 від 21.05.2007 р.¹, суб'єкт рейтингування повинен надати рейтинговому агентству факти листингу/делістингу цінних паперів на фондовій біржі, що є підтвердженням непоширених випадків впливу лістингу на рейтинг.

Наведені приклади з окремими інституційними інвесторами, перелік понять об'єктів рейтингування на ринку цінних паперів, свідчать про відсутність чіткого нормативного закріплення співвідношення таких категорій як «кредитний рейтинг емітента», «рейтинг цінного паперу», «рейтингова оцінка», «лістинг», та їх узгодженого впливу на інвестиційну політику учасників ринку цінних паперів.

У зв'язку з цим, метою стає аналіз правового механізму рейтингування на ринку цінних паперів, в тому числі, при обов'язковому встановленні рейтингу, органів та суб'єктів рейтингової діяльності, об'єкт та основні положення методик рейтингування та відображення цих питань в законодавстві.

Фактично, на ринку цінних паперів конкретизуються і постають цілі здійснення рейтингування об'єктів нижчого рівня (у порівнянні з макрорівнями: економіки, галузей). Саме для визначення інвесторами інвестиційної привабливості об'єктів кредитного ризику в розрізі регіонів, галузей національної економіки, суб'єктів господарювання схвалена Концепція № 208-р, відповідно до якої в Україні запроваджено рейтингову оцінку для визначення інвесторами інвестиційної привабливості об'єктів кредитного ризику в розрізі регіонів, галузей національної економіки, суб'єктів господарювання.

Разом з тим, слід відмітити, що, європейське законодавство формується під впливом інших цілей рейтингування. Основна мета присвоєння кредитних рейтингів, відповідно до Регламенту ЄС № 1060/2009 Європейського парламенту та Ради Європи від 16.09.2009 р. «Про

¹ Правила визначення уповноваженим рейтинговим агентством рейтингової оцінки за Національною рейтинговою шкалою [Текст] : затв. рішенням ДКЦПФР № 1042 від 21.05.2007 // Офіц. вісн. України. – 2007. – №43. – Ст. 1742.

кредитно-рейтингові агенції»¹ (далі – Регламент ЄС № 1060/2009), полягає в захисті стабільності послуг фінансових ринків та інтересів інвесторів.

Особливості створення системи рейтингування проявляються і в структурних елементах такої системи.

Базовим нормативним документом для формування національної системи рейтингування можна вважати Концепцію № 208-р. Пізніше, Постановою КМУ № 665 від 26. 04.2007 р.² затверджено Національну рейтингову шкалу, яка визначає критерії дослідження під час проведення рейтингової оцінки з метою виявлення ступеня кредитного ризику, пов'язаного з об'єктом оцінки. Така оцінка оформлюється як кредитний рейтинг.

Учасниками національної системи рейтингування є такі органи та суб'єкти.

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, яка відповідно до Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» та покладених на неї завдань здійснює регулювання діяльності уповноважених рейтингових агентств, зокрема, видає уповноваженим рейтинговим агентствам «Свідоцтво про включення до Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств», визначає перелік міжнародних рейтингових агентств, які мають право визначати обов'язкові за законом рейтингові оцінки емітентів та цінних паперів, встановлює порядок ведення та веде Державний реєстр уповноважених рейтингових агентств, встановлює правила визначення уповноваженим рейтинговим агентством рейтингової оцінки за Національною шкалою, встановлює порядок подання рейтинговим агентством інформації до Комісії, встановлює відповідність рівнів рейтингових оцінок за шкалою міжнародних рейтингових агентств рівням за Національною шкалою та узагальнює досвід та практику діяльності рейтингових агентств і забезпечує публічність визначених рейтингових оцінок.

¹ Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on credit rating agencies [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32009R1060&qid=1454338833411>.

² Національна рейтингова шкала [Текст] : затв. Постановою Каб. Міністрів України від 26.04.2007 № 665 // Офіц. вісн. України. – 2007. – № 32. – Ст. 1294.

В державах-членах ЄС компетенція органів уповноважених, регулювати діяльність кредитно-рейтингових агентств, передбачена в тому числі в статтях 23, 24, 27, 28, 34, 36 Регламенту ЄС 1060/2009:

1) Компетентний орган не втручається у зміст кредитних рейтингів або методологій.

2) Компетентні органи користуються всіма наглядовими повноваженнями та повноваженнями здійснювати розслідування, необхідними для виконання ними своїх функцій.

3) Якщо компетентний орган країни-члена агенції встановив, що кредитно-рейтингова агенція порушує зобов'язання, що випливають з Регламенту ЄС 1060/2009, вона може вжити наступних заходів:

- зняти кредитно-рейтингову агенцію з реєстрації відповідно до ст. 20 Регламенту ЄС 1060/2009;

- тимчасово заборонити кредитно-рейтинговій агенції присвоювати рейтинги на всій території Євросоюзу;

- призупинити використання для регуляторних цілей кредитні рейтинги, присвоєні цією кредитно-рейтинговою агенцією на всій території Євросоюзу;

- вжити належних заходів для забезпечення того, щоб кредитно-рейтингова агенцією постійно відповідала законодавчим вимогам;

- публікувати офіційні сповіщення;

- передавати справи для кримінального розслідування у відповідні національні органи.

4) Компетентні органи без затримки повідомляють один одному інформацію, необхідну для виконання ними своїх зобов'язань відповідно до Регламенту ЄС 1060/2009.

5) Компетентні органи можуть укласти угоди про співробітництво в галузі обміну інформацією з компетентними органами третіх країн.

6) Країни-члени встановлюють правила відносно штрафних санкцій, що застосовуються у разі порушень положень Регламенту ЄС 1060/2009.

7) Країни-члени забезпечують своєчасне розкриття компетентними органами інформації для громадськості про кожний випадок накладення штрафних санкцій за порушення положень Регламенту ЄС 1060/2009, якщо таке розкриття не буде наражати на серйозну небезпеку фінансові ринки або не завдасть непропорційної шкоди всім зацікавленим сторонам.

Рейтингування здійснюють в Україні рейтингові агентства.

Рейтингове агентство – це юридична особа, яка надає професійні послуги на ринку цінних паперів та спеціалізується на визначенні кредитних рейтингів (рейтингуванні) та наданні інформаційно-аналітичних послуг, пов'язаних із забезпеченням діяльності з визначення кредитних рейтингів¹.

Регулювання діяльності рейтингових агентств на ринку цінних паперів здійснюється відповідно такими основними нормативно-правовими актами: Закон «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»; Правила визначення уповноваженим рейтинговим агентством рейтингової оцінки за Національною рейтинговою шкалою, затверджені рішенням ДКЦПФР № 1042 від 21.05.2007 р; Порядок ведення Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств та видачі Свідоцтв про включення до Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств, затверджене рішенням ДКЦПФР № 444 від 23.06.2006 р.²; Порядок подання інформації уповноваженими рейтинговими агентствами, затверджений рішенням НКЦПФР № 1767 від 11.12.2012 р.³

В Україні діє інститут уповноважених рейтингових агентств, які мають право визначати рейтингові оцінки, отримання яких є обов'язковим відповідно до чинного законодавства України. Що стосується визначення уповноваженого рейтингового агентства, то таким є агентство, яке стало переможцем конкурсу з визначення рейтингових агентств, уповноважених на проведення рейтингової оцінки, який проводиться НКЦПФР. Так, наприклад, відповідно до затвердженого рішенням № 236 ДКЦПФР від 01.06.2004 р. Положення «Про умови конкурсу щодо визначення агентств, уповноважених на про-

¹ Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Рейтингове агентство [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://nssmc.gov.ua/fund/rateagencies>.

² Порядок ведення Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств та видачі Свідоцтв про включення до Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств [Текст] : затв. рішенням Держ. комісії з цінних паперів та фондового ринку № 444 від 23.06.2006 // Офіц. вісн. України. – 2006. – № 28. – Ст. 2071.

³ Порядок подання інформації уповноваженими рейтинговими агентствами [Текст] : затв. рішенням Нац. комісії з цінних паперів та фондового ринку № 1767 від 11.12.2012 // Офіц. вісн. України. – 2013. – № 4. – Ст. 121.

ведення рейтингової оцінки» було проведено перший конкурс з відбору уповноважених рейтингових агентств в результаті якого ТОВ «Кредит-Рейтинг» було визнано переможцем. На сьогоднішній день, діє «Положення про конкурс з визначення уповноважених рейтингових агентств» № 364 від 23.03.2015 р.¹ та існує вже шість національних рейтингових агентств.

Також, в Україні рішенням ДКЦПФР «Про затвердження переліку міжнародних рейтингових агентств, визнаних Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку» № 198 від 22.02.2006 р. до визнаних міжнародних агентств віднесено Fitch Ratings (Сполучені Штати Америки), Moody's Investors Service (Сполучені Штати Америки), Standard and Poog's (Сполучені Штати Америки). Відмічається, що такі рейтингові агентства орієнтовані, насамперед, на великий бізнес та емітентів, які виходять на зовнішні ринку капіталу. Вітчизняні емітенти, які залучають кошти на внутрішньому ринку, більш зацікавлені у кредитних рейтингах за національною шкалою від уповноважених національних рейтингових агентств.

Додатково до розглянутих законодавчих умов регулювання рейтингування необхідно враховувати фактори та передумови організації рейтингової діяльності.

По-перше, якість рейтингу (відповідність рейтингу реальному кредитному ризику) є основним показником ефективності роботи рейтингового агентства. Але для того, щоб оцінити якість рейтингу і його відповідність реальності, необхідний певний проміжок часу, невідповідність рейтингу (неадекватність) важко виявити одразу. Тому, розповсюджена думка, що якісні рейтинги можуть мати місце лише на фінансових ринках з тривалою історією і великою кількістю накопиченої інформації щодо його учасників².

Важливе значення мають досвід та кваліфікація аналітиків, здатних надавати інвесторам достовірну інформацію. А саме, в агентстві Moody's існує ряд вимог до кваліфікації аналітиків – чітка галузева

¹ Положення про конкурс з визначення уповноважених рейтингових агентств [Текст] : затв. рішенням Нац. комісії з цінних паперів та фондового ринку № 364 від 23.03.2015 // Офіц. вісн. України. – 2015. – № 37. – Ст. 1126.

² Мошенский, С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы [Текст] / С. З. Мошенский. – М. : Экономика, 2010. – С. 142.

спеціалізація, професійний досвід, незалежність оцінки, високі морально-етичні якості, відповідальність, дотримання норм професійної етики.

Суттєвим фактором є також врахування певних критеріїв для рейтингової оцінки. Так, наприклад, встановлено, що у ході визначення кредитного рейтингу для якісного оцінювання доведено можливість використання таких показників діяльності емітента, як тривалість ділової активності; кількість структурних підрозділів; кількість видів діяльності; частка акцій, які належать юридичним особам, від їх загальної кількості; частка володіння посадовими особами акцій емітента¹.

В теоретичному аспекті проблема якості рейтингів пов'язана з тим, що фінансові ринки зазвичай керуються короткостроковими міркуваннями, що зазвичай призводить до занадто швидких та перебільшених реакцій (паніка на біржах і т. ін.), в той час як рейтингові агентства орієнтуються на фундаментальні фактори².

Мошенським С. З. відмічається, що можливість ринків адекватно реагувати на зміни, особливо, під час кризи, все частіше ставиться під сумнів. Важливі зміни курсів цінних паперів відбуваються іноді задовго до оголошення про зміну рейтингу. Це означає, що ринок вже в той час передбачає можливі дії рейтингових агентств, а рейтингові агентства не завжди можуть відрізнити «адекватні» реакції ринку від «неадекватних», навіть з врахуванням того, що агентства можуть мати доступ до конфіденційної інформації³.

Таке явище можна пояснити звернувшись до гіпотези ефективності ринків Ю. Фама, відповідно до якої, будь-яка нова інформація щодо фінансового стану емітента (як та, що знаходиться у вільному доступі, так і та, що відома обмеженому колу учасників ринку) відразу впливає на ціни фінансових активів. Щоправда, в такому випадку, рейтинги впливають на стан ринку за допомогою скоріше психологічних факторів⁴.

¹ Внукова, Н. Про вдосконалення методичного забезпечення рейтингової оцінки емітентів [Текст] / Н. Внукова, Н. Прутула // Економіка України. – 2007. – №10 (551). – С. 40.

² Мошенский, С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы [Текст] / С. З. Мошенский. – М. : Экономика, 2010. – С. 142.

³ Там само. – С. 142–143.

⁴ Там само. – С. 143.

Крім того, відмічається, що високий кредитний рейтинг, тобто рейтинг інвестиційного рівня, дає можливість виходу на ринки ліквідного капіталу, а цінні папери, які отримали рейтинг спекулятивного рівня, фактично витісняються з ринку ліквідного капіталу. Так, рейтингові агентства набувають все більшого значення в процесі регулювання фінансових ринків і починають все більше на них впливати¹.

По-друге, науковцями відмічається, що однією з основних проблем довіри до кредитного рейтингу та впевненості в об'єктивній оцінці суб'єкта рейтингування є конфлікт інтересів, пов'язаний з тим, що рейтингові агентства отримують свій дохід від тих компаній, рейтинг яких вони встановлюють, в той час як компанії зацікавлені в отриманні найвищої рейтингової оцінки².

Як зазначалося нами раніше, примірний перелік інформації на підставі якої здійснюється рейтингова оцінка міститься в п. 10 Правил № 1042. Більшість з таких показників повинна одержуватись рейтинговими агенствами з інформації, яка підлягає публічному розміщенню. На практиці ж, окремих емітентів ринку цінних паперів спостерігається обмежене оприлюднення інформації про свою діяльність, що більш за все стає помітним при вивченні діяльності ІСІ на чому ми зупинимось в подальшому в цьому дослідженні.

Таким чином, встановлення кредитних рейтингів емітентів, рейтингів цінних паперів, здійснення лістингу цінних паперів є засобами регулювання якості фінансових активів для інститутів колективного (спільного) інвестування та захисту одночасно публічних та приватних інтересів.

Шляхи вирішення окремих проблем полягають в усуненні на законодавчому рівні конфлікту інтересів учасників рейтингування та в проведенні в певному ступені стандартизації, удосконалення методик рейтингування та прозорості рейтингів, що в більшості вирішується в праві Європейського Союзу.

¹ Мошенский, С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы [Текст] / С. З. Мошенский. – М. : Экономика, 2010. – С. 143.

² Там само. – С. 142.