

2.1.1. Сучасні проблеми рейтингування емітентів та цінних паперів в ЄС

З метою визначення основ організації рейтингування, розглянемо відповідні норми щодо регулювання рейтингування в країнах Європейського союзу. Code of Conduct Fundamentals for credit rating agencies issued – Кодекс основ ділової етики для кредитно-рейтингових агенцій (далі – Кодекс), який взято за основу при розробленні Регламенту ЄС 1060/2009, містить ключові положення щодо організації діяльності рейтингових агентств. Так, Кодекс передбачає три основні принципи діяльності рейтингових агентств, а саме: якість і цілісність процесу рейтингування; незалежність рейтингових агентств та уникнення ними конфліктів інтересів; відповідальність рейтингових агентств перед емітентами та інвестиційною спільнотою.

Важливо звернути увагу на визначення кредитного рейтингу, яке наведене в ст. 3 Регламенту ЄС 1060/2009. Відповідно до нього, кредитний рейтинг означає висновок відносно кредитоспроможності суб'єкта економічної діяльності, боргу або фінансового зобов'язання, боргового зобов'язання, привілейованої акції або іншого фінансового інструменту, який присвоюється з використанням встановленої та визначеної оціночної системи рейтингових категорій. Суттєво також зауважити на тому, що не вважаються кредитними рейтингами висновки щодо вартості фінансового інструменту або фінансового зобов'язання, форми загальних рекомендацій, таких як «купувати», «продавати», «тримати» відносно операцій з фінансовими інструментами або фінансовими зобов'язаннями, також рекомендації за визначенням ст. 3 (1) Директиви Комісії 2003/125/ЄС¹ та інвестиційне

¹ Commission Directive 2003/125/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the fair presentation of investment recommendations and the disclosure of conflicts of interest (Директива Комісії про виконання Директиви 2003/6/ЄС про інсайдерські операції та маніпуляції на ринку (зловживання на ринку)) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1454404140540&uri=CELEX:32003L0125>.

дослідження у значенні статті 24 (1) Директиви Комісії 2006/73/ЄС¹ (ч. 2, ст. 3 Регламенту ЄС 1060/2009).

Доцільно відмітити, що проблема достовірності рейтингів пов'язана також з відповідальністю рейтингових агентств. При розгляді основ рейтингування С. Мошенський відмітив, що в США з 1940 року діє Investment Company Act та Investment Advisory Act, в яких визначені загальні принципи відповідальності консультантів по інвестиціям, недостатньо розроблений законодавчий механізм, який би надавав можливість з'ясувати якість та надійність рейтингових оцінок, тому ставити питання про відповідальність рейтингового агентства на практиці буває досить важко. Агентства обережно називають рейтингову оцінку «думкою» і не відповідають за адекватність рейтингу, так і не передбачають ніякої компенсації в тому випадку, якщо виникають проблеми з виплатою того або іншого боргового зобов'язання, яке отримало високий рейтинг².

З аналізу Регламенту ЄС 1060/2009, можливо виділити керівні ідеї, яким повинні слідувати рейтингові агентства при здійсненні своєї діяльності.

Перше. Незалежність та запобігання конфліктам інтересів. На виконання даного положення створено перелік вимог, які містяться у Додатку № 1 до Регламенту ЄС 1060/2009, назвемо, на нашу думку, найважливіші з них:

– при присвоєнні кредитного рейтингу структурованим фінансовим інструментам, принаймні один незалежний учасник та будь-який інший член правління повинен володіти всебічними знаннями та досвідом на рівні керівників в галузі ринків структурованих фінансових інструментів;

– перед незалежними членами адміністративної або наглядової ради ставляться завдання розробки політики оцінки кредитоспромож-

¹ Commission Directive 2006/73/EC of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32006L0073&qid=1454419240519>.

² Мошенський, С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы [Текст] / С. З. Мошенский. – М. : Экономика, 2010. – С. 145.

ності та методологій; здійснення моніторингу ефективності заходів та процедур, встановлених для виявлення;

– усунення або управління та розкриття будь-яких конфліктів інтересів; здійснення моніторингу процедури управління та дотримання встановлених вимог, включаючи ефективність функції нагляду.

З цього приводу, слід відмітити положення про усунення конфлікту інтересів в Кодексі засад діяльності рейтингових агентств IOSCO (далі – Кодекс IOSCO)¹.

Незалежність кредитно-рейтингових агентств та уникнення конфлікту інтересів, серед інших положень, передбачає чітке визначення політики та процедури кредитно-рейтингових агентств, які в тому числі потребують прийняття кредитно-рейтинговими агентствами письмових внутрішніх процедур, що визначають та врегульовують будь-які існуючі або потенційно можливі конфлікти інтересів, які можуть вплинути на думки та аналіз рейтингового агентства чи працівників, які мають вплив на рейтингове рішення. Кодекс IOSCO також засвідчує, що кредитно-рейтингові агентства виявлятимуть та уникатимуть таких конфліктів через управлінські заходи.

Друге. Умови організації рейтингової діяльності.

Кредитно-рейтингова агенція впроваджує ефективні адміністративні процедури та практику обліку, механізми внутрішнього контролю, ефективні заходи з оцінки ступеня ризику, а також ефективний контроль за своєю діяльністю та дійові заходи з охорони системи обробки інформації (п. 26 преамбули Регламенту ЄС № 1060/2009). Кредитно-рейтингова агенція не присвоює кредитні рейтинги в випадках наведених в п. 3 розділу В, а в разі наявності кредитного рейтингу, негайно повідомляє про випадки, коли на кредитний рейтинг могли потенційно вплинути фактори передбачені в цьому розділі (п. 3, розділ В, Додаток № 1 Регламенту ЄС № 1060/2009).

Кредитно-рейтингова агенція не надає консультацій або дорадчих послуг, але може надати послуги в інших галузях, крім присвоєння кредитних рейтингів (допоміжні послуги: прогнози ринку, оцінку

¹ Кодекс засад діяльності рейтингових агентств, затверджений Технічним Комітетом Міжнародної організації комісії з цінних паперів IOSCO – 05/2015 р. (англійською мовою) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://rurik.com.ua/documents/legislation/New/International/CODE%20IOSCO%202015%20.pdf>.

економічних тенденцій, ціновий аналіз та інший загальний аналіз даних, а також відповідні послуги з поширення зазначеної інформації) (п. 22 преамбули Регламенту ЄС № 1060/2009).

Третє. Особливі вимоги щодо сумісності та ділового і професійного рівня працівників рейтингових агенцій.

Рейтингові аналітики, працівники кредитно-рейтингових агентств, а також будь-які інші фізичні особи, послугами яких користується або роботу яких контролює кредитно-рейтингова агенція, або будь-які інші особи, які прямо чи опосередковано займаються кредитно-рейтинговою діяльністю, та особи, які тісно пов'язані з ними – не повинні купувати, продавати, брати участь у будь-якій операції відносно будь-якого фінансового інструмента, випущеного, гарантованого або іншим чином забезпеченого будь-яким суб'єктом ринку, що знаходяться в сфері їх основної аналітичної відповідальності крім авуарів у різноманітних колективних інвестиційних схемах, включаючи фонди, якими управляють, такі як пенсійні фонди або фонди страхування життя (ст. 7 Регламенту ЄС 1060/2009, Додаток № 1).

Четверте. Вимога якості кредитної оцінки та оприлюднення методологій, моделей та основних рейтингових припущень кредитно-рейтингових агенцій (ст. 8 Регламенту ЄС 1060/2009, Додаток № 1).

У випадку нестачі достовірних даних або складності структури нового типу фінансового інструмента, або якщо якість доступної інформації не є задовільними або викликають серйозні питання щодо того, чи зможе кредитно-рейтингова агенція забезпечити надійний кредитний рейтинг, кредитно-рейтингова агенція відмовляється від присвоєння такого рейтингу або відкликає вже існуючий. Також кредитно-рейтингова агенція при розкритті кредитного рейтингу чітко повідомляє чи вважає вона задовільною якість інформації, отриманої від суб'єкту рейтингу, та на скільки вона перевірила інформацію, надану суб'єктом рейтингу.

Кредитно-рейтинговому агенству необхідно розкривати інформацію стосовно:

- своєї політики щодо публікацій кредитних рейтингів та інших пов'язаних із цим повідомлень;
- методології та опис моделей та ключових припущень при проведенні оцінки;

– будь-якої істотної інформації про внесення змін у її системи, ресурси та процедури.

З цього питання Кодекс IOSCO передбачає при визначенні відповідальності кредитно-рейтингових агентств перед позичальниками та інвесторами при якій визначається прозорість та вчасність оприлюднення рейтингів, а саме, обов'язок кредитно-рейтингових агентств розповсюджувати свої рейтингові рішення відносно цінних паперів, призначених для публічного розміщення, або емітентів таких цінних паперів, публічно оголошувати свою політику щодо розповсюдження рейтингів, звітів та оновлень, публікувати в достатньому обсязі інформацію про свої процедури, методології та припущення (включаючи внесені зміни до фінансової звітності, що суттєво впливають на публічні фінансові дані емітента), щоб надати стороннім особам уявлення, яким чином було визначено рейтинг¹.

П'яте. Принцип обмеження впливу на кредитно-рейтингові агенції при залученні зовнішніх ресурсів (ст. 9 Регламенту ЄС 1060/2009).

Шосте. Обов'язковість оприлюднення та презентація кредитних рейтингів (ст. 10 Регламенту ЄС 1060/2009).

Сьоме. Надання кредитно-рейтинговим агентством інформації про свою діяльність, звіту про прозорість (ст. 11, 12 Регламенту ЄС 1060/2009).

Підсумовуючи, необхідно звернути увагу, що відмічені норми Регламенту ЄС 1060/2009 є цілком обґрунтованими та прийнятними для законодавства України. У зв'язку з цим, такі норми можуть бути без порушення публічних та приватних інтересів імplementовані в законодавство України.

Разом з тим, оскільки Кодекс IOSCO містять оргієнтири для регулювання рейтингових агентств, які сформульовані у відповідних принципах, при відсутності чіткої фіксації цих принципів у відповідних нормах Регламенту ЄС 1060/2009, названі принципи можуть застосовуватися при наявності прогалин в законодавстві. Тому, для

¹ Кодекс засад діяльності рейтингових агентств. Затверджено Технічним Комітетом Міжнародної організації комісії з цінних паперів IOSCO – 05/2015 р. (англійською мовою) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://rurik.com.ua/documents/legislation/New/International/CODE%20IOSCO%202015%20.pdf>.

України також необхідно запропонувати впровадження в якості принципів регулювання ринку цінних паперів по окремим питанням ключових положень Кодексу IOSCO в нормативно-правові акти України (авт. – перелік принципів викладено з посиланням на норми Кодексу IOSCO):

1) Відповідно до Кодексу IOSCO, ключовим моментом при визначенні основних положень якості рейтингового процесу є обов'язок кредитно-рейтингових агентств розробляти та застосовувати процедури та методології, які забезпечуватимуть обґрунтування їхніх оцінок на основі комплексного дослідження інформації, що стосується рейтингового аналізу. Методології рейтингового агентства мають бути точними та систематичними, а самі рейтинги (якщо це можливо) підлягати підтвердженню у тій чи іншій формі (ч. 1)¹.

2) При визначенні морально-етичних стандартів рейтингового процесу кредитно-рейтингові агентства мають затверджувати політику та процедури, що чітко визначають осіб, які несуть відповідальність за виконання кредитно-рейтинговими агентствами та його працівниками норм Кодексу IOSCO та профільного законодавства і регуляторних актів. Діяльність та оплата праці таких осіб має бути незалежною від рейтингових дій кредитно-рейтингових агентств (п.1.14, ч. 1)².

3) Незалежність кредитно-рейтингових агентств та уникнення конфлікту інтересів серед інших положень передбачає чітке визначення політики та процедури кредитно-рейтингових агентств, які в тому числі потребують прийняття кредитно-рейтинговими агентствами письмових внутрішніх процедур, що визначають та врегульовують будь-які існуючі або потенційно можливі конфлікти інтересів, які можуть вплинути на думки та аналіз рейтингового агентства чи працівників, які мають вплив на рейтингове рішення. Кодекс IOSCO також засвідчує, що кредитно-рейтингові агентства виявля-

¹ Кодекс засад діяльності рейтингових агентств. Затверджено Технічним Комітетом Міжнародної організації комісій з цінних паперів IOSCO – 05/2015 р. (англійською мовою) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://rurik.com.ua/documents/legislation/New/International/CODE%20IOSCO%202015%20.pdf>.

² Там само.

тимуть та уникатимуть таких конфліктів через управлінські заходи (ч. 2)¹.

4) Також Кодекс IOSCO передбачає при визначенні відповідальності кредитно-рейтингових агентств перед позичальниками та інвесторами, при якій визначається прозорість та вчасність оприлюднення рейтингів, а саме, обов'язок кредитно-рейтингових агентств розповсюджувати свої рейтингові рішення відносно цінних паперів, призначених для публічного розміщення, або емітентів таких цінних паперів, публічно оголошувати свою політику щодо розповсюдження рейтингів, звітів та оновлень, публікувати в достатньому обсязі інформацію про свої процедури, методології та припущення (включаючи внесені зміни до фінансової звітності, що суттєво впливають на публічні фінансові дані емітента), щоб надати стороннім особам уявлення, яким чином було визначено рейтинг (ч. 3)².

2.2. Умови та значення лістингу цінних паперів

Крім рейтингової діяльності важливим фактором впливу на функціонування ринку цінних паперів є забезпечення належної процедури лістингу, закріпленої в законодавстві України. Одним із завдань в цьому напрямку є дослідження особливостей процедури лістингу в Україні та аналіз впливу лістингу на розміщення активів в цінні папери інвесторів.

Функціонування ринку цінних паперів досліджувалися багатьма науковцями, в тому числі: Кузнецова Н., Назарчук І. Р., Яроцький В. Л., Кологойда О. В., Резнікова В. В. та інші. Питання лістингу розглядали дослідники економічної науки: Степанчук С. С., Кравцова І. В., Комаха А. А., Серпенінова Ю. С.

¹ Кодекс засад діяльності рейтингових агентств. Затверджено Технічним Комітетом Міжнародної організації комісій з цінних паперів IOSCO – 05/2015 р. (англійською мовою) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://rurik.com.ua/documents/legislation/New/International/CODE%20IOSCO%202015%20.pdf>.

² Там само.