

**РИНОК РЕЙТИНГОВИХ ПОСЛУГ В УКРАЇНІ: РЕАЛІЇ І ВЕКТОРИ РОЗВИТКУ**

Система рейтингової оцінки розміщення цінних паперів на ринку та визначення інвестиційної привабливості фінансових установ останнім часом зазнала нищівної критики. Підозри у необ'єктивності рейтингових агентств та негативного ставлення до визначення ними рейтингів криються у гучних банкрутствах ряду компаній, які мали високі рейтинги у провідних світових агентствах, на початку глобальної фінансової кризи. Невдоволення роботою рейтингових агентств також висловлювали уряди ряду країн, чий рейтинг останнім часом були знижені, що вплинуло на інвестиційну привабливість та на здатність обслуговувати зовнішні борги.

При цьому основні причини обумовлювалися не стільки добросовісністю роботи самих рейтингових агентств, скільки рядом факторів, які тією чи іншою мірою могли вплинути на адекватність системи визначення рейтингів та можливих помилок у оцінці роботи компаній.

По-перше, це стосується широких повноважень, які мають рейтингові компанії, особливо такі міжнародні “супертяжі”, як Fitch Ratings, Moody's і Standart & Poor's, що, за оцінками самих агентств, контролюють близько 95% глобального ринку рейтингових оцінок (на S&P припадає 40%, на Moody's – 39 та на Fitch – 16% ринку)<sup>1</sup>.

По-друге, – високого докризового ступеня довіри до рейтингів серед інвесторів за неможливості оцінити фінансовий стан компаній і ринки в інший спосіб. Вважалося, що рейтингові агентства мають надійну та ексклюзивну методику визначення рейтингів, широкий накопичений досвід та ряд високопрофесійних спеціалістів, що збільшувало довіру як до самих агентств, так і до пропонуванних систем рейтингування.

По-третє, – неадекватної системи нагляду та контролю за діяльністю рейтингових агентств з боку регуляторних органів, коли частина функцій регуляторів передавалася рейтинговим агентствам. Наприклад, Комісія з цінних паперів та з регулювання фондового ринку США (SEC) фактично передала рейтинговим агентствам частину своєї відповідальності щодо моніторингу та інформаційного забезпечення громадськості про збитки за портфелями інвесторів, тим самим стимулюючи залежність ринку від інформації від агентств<sup>2</sup>.

Ще у 2008 році SEC публікує доповідь, у якій констатується, що основні світові рейтингові агентс-

тва мали серйозні прорахунки у наданні рейтингової оцінки компаніям. Ухвалення рішень з присвоєння рейтингів було непрозорим, не було системи чітких критеріїв оцінки та контролю за процесом та не вироблено критеріїв особистої відповідальності<sup>3</sup>.

Претензії Комісії з цінних паперів та з регулювання фондового ринку США стосувалися неякісних моделей оцінки різних структурованих деривативів. Комісія особливо наголошувала на тому, що аналітики агентства нерідко виставляли завищені рейтингові оцінки заради отримання прибутку, а не внаслідок нестачі інформації або недостатньої власної компетенції<sup>4</sup>. Фактично агентства, незважаючи на безліч факторів, що свідчили про розгортання кризи іпотечного ринку, тримали рейтинги відповідних паперів на стабільно високому рівні<sup>5</sup>.

Треба зазначити, що часто зміна рейтингів в одному рейтинговому агентстві дублюється такою ж зміною і в іншому, що можна пояснити як схожими методиками, на які вони спираються, так і простим бажанням перестраховатися, розділивши відповідальність за свої багаторічні прогнози оцінки. Самі агентства говорять про те, що рейтинги є лише їх “думкою” (credit opinion). Можна констатувати, що рейтингові агентства, отримавши широкі повноваження, стали грати одну з ключових ролей на ринку фінансових послуг, але при цьому не був визначений масштаб їхньої відповідальності щодо виконання ними своїх функцій.

Значення рейтингів у формуванні портфеля цінних паперів фінансових установ дуже високе. За регулятивними вимогами такі портфелі повинні формуватися з високорейтингових боргових інструментів. Отримання рейтингу – обов'язкова умова виходу компанії на ринок запозичень. Застосування рейтингів є однією з вимог банківського нагляду, згідно з якими обсяг резервних відрахувань банку повинен залежати від кредитного рейтингу позичальника. Обов'язковість отримання рейтингів для багатьох компаній та значний вплив на їх здатність позичати ресурси під більш сприятливі умови, часто призводить до маніпулювати фінансовою інформацією для отримання більш високого рейтингу.

<sup>3</sup> Рейтинговые агентства подмочили репутацию: SEC уличила их в некачественной работе (<http://marketing.by/main-/market/news/0018691/>).

<sup>4</sup> Рейтингові агентства: між минулим та майбутнім ([http://ufin.com.ua/analit\\_mat/strah\\_rynok/122.htm/](http://ufin.com.ua/analit_mat/strah_rynok/122.htm/)).

<sup>5</sup> За місяць до банкрутства або погіршення ситуації в 11 великих фінансових компаніях в США За S&P, Moody's і Fitch давали їм найвищі інвестиційні рейтинги. Наприклад, AIG мав інвестиційний рейтинг AA, а Lehman Brothers – A.

<sup>1</sup> Моисеев С. Регулирование деятельности рейтинговых агентств на национальном рынке / С.Моисеев (<http://institutions.com/general/1585>).

<sup>2</sup> Ануфрієва К.В. Трансформація зовнішньоборгової моделі розвитку банків України: науково-аналітична доповідь / К.В. Ануфрієва, Н.М. Шелудько; НАН України, ДУ “Ін-т екон. та прогнозув. НАН України”. – К., 2012. – С. 70.

Зниження якості рейтингових оцінок провідних агентств змусило шукати нові альтернативні методи збільшення довіри до системи рейтингування. Наглядові органи посилюють пруденційний нагляд за рейтинговими агентствами. Нові правила стосуються поліпшення якості оцінок за рахунок більшої прозорості та підзвітності, зміни підходів до розкриття даних, що враховуються при присвоєнні рейтингів.

Національні регуляторні органи підвищували вплив на якість оцінки рейтингів через створення власних національних рейтингових шкал та підвищення ролі національних рейтингових агентств. Так, у країнах Азії невеликі національні рейтингові агентства почали створюватися ще в 2006–2008 роках. В ЄС практика створення таких агентств стала масовою в 2010–2011 роках після ухвалення в країнах – членах ЄС спеціального законодавства<sup>6</sup>, що регулює їхню роботу та на хвилі невдоволення суттєвим зниженням рейтингових оцінок країн – членів ЄС (Португалія, Італія, Греція, Іспанія) провідною рейтинговою трійкою, що на думку, європейських регуляторних органів сприяло новому витку боргової кризи в європейських країнах.

Ще один шлях, який би вивів ринок рейтингових послуг з-під впливу трійки лідерів, полягає у створенні наднаціональних рейтингових компаній, що дало б змогу компаніям, які добре розуміються на внутрішньому ринку, але не можуть створювати конкуренцію на глобальному, працювати за міжнародними стандартами. Так, компанії з Росії, Китаю і США створили нове міжнародне рейтингове агентство Universal Credit Rating Group (UCRG), куди також було запрошено українське агентство UCRA<sup>7</sup>.

Діяльність національного ринку рейтингових послуг має свою специфіку. Національна рейтингова шкала, яка використовується рейтинговими агентствами на внутрішньому ринку, була затверджена Постановою Кабінету Міністрів України №665 від 26.04.2007. Шкала визначає довгострокові та короткострокові кредитні рейтинги для позичальників інвестиційного рівня та спекулятивного рівня.

Законодавство зобов'язує емітентів отримувати рейтингову оцінку для нових випусків цінних паперів, що реєструються в НКЦПФРУ. Рейтингова оцінка цінних паперів повинна характеризувати рівень можливостей емітента своєчасно та в повному обсязі обслуговувати зобов'язання за цінними паперами. Стаття 4-1 Закону України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” зазначає, що визначення рейтингової оцінки, якщо інше не встановлено законом, потребують усі види емісійних цінних паперів, які не розподіляються між засновниками або серед заздалегідь визначеного кола осіб і можуть розповсюджуватися шляхом підписки,

купуватися та продаватися на біржі або іншому організованому ринку, крім: державних цінних паперів; акцій; цінних паперів недиверсифікованих інститутів спільного інвестування; цінних паперів, емітованих Державною іпотечною установою.

Окремо визначається, що рейтингової оцінки потребують такі емітенти: підприємства, у статутних капіталах яких є державна частка; підприємства, що мають стратегічне значення для економіки та безпеки держави; підприємства, які займають монополію (домінуюче) становище. Цією ж статтею Закону України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” передбачено, що випадки обов'язкового визначення рейтингової оцінки емітентів та цінних паперів визначаються законом. Обов'язковість визначення рейтингової оцінки цінних паперів не залежить від емітента, способу їхньої емісії, порядку розміщення чи інших ознак.

Іншими нормативно-правовими актами, що регулюють реєстрацію випуску облігацій та проспекту емісії цих облігацій передбачено, що до проспекту емісії облігацій підприємств, облігацій внутрішніх місцевих позик, іпотечних сертифікатів та сертифікатів фондів операцій з нерухомістю включається інформація про рівень рейтингової оцінки відповідного випуску цінних паперів та/або емітента, найменування рейтингового агентства та дату визначення рейтингової оцінки або останнього її поновлення, яка зазначається у разі наявності у емітента такої інформації.

Обсяги ринку рейтингових послуг за останні п'ять років в Україні зменшилися в п'ять разів та на сьогоднішній день становлять близько 1,5 млн дол. Пікові показники рейтинговий ринок демонстрував у докризовому 2007 році, коли обсяги послуг досягли 8 млн дол. В основному таке звуження ринку рейтингових послуг на тлі досить високої конкуренції між гравцями ринку пов'язують зі зменшенням обсягів корпоративних цінних паперів, особливо боргових, емітованих на вітчизняному фондовому ринку.

Однією з проблем надання рейтингів в Україні є висока конкуренція на цьому ринку, що разом з низькими обсягами послуг може призвести до зменшення рівня послуг, що надаються. У табл. 1 наведено дані щодо рейтингових агентств, які уповноважені НКЦПФРУ присвоювати обов'язкові кредитні рейтинги<sup>8</sup>. На вітчизняному ринку рейтингових послуг також функціонують не уповноважені рейтингові агентства: РА “Ранг”, Агентство фондового ринку, Інвест-Рейтинг, Консалтинг-Гамма, Українське рейтингове агентство, Українське агентство фінансового ринку.

Рейтингове агентство “Кредит-Рейтинг” працює на ринку рейтингових послуг з 2001 року. Деякий

<sup>6</sup> Реформа против олигополии // Финансы (приложение газеты Коммерсантъ-Украины). – 2011. – № 155. – С. 8.

<sup>7</sup> Світова змова або специфіка роботи: що потрібно знати про рейтингові агентства [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://news.finance.ua/ua/~2/0/all/2013/07/04/304830>>.

<sup>8</sup> Уповноважені рейтингові агентства – рейтингові агентства, які стало переможцями конкурсу з визначення рейтингових агентств, уповноважених на проведення рейтингової оцінки, який проводиться Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку України.

час агентство мало статус монополіста на цьому ринку. Однак згодом на ринок зайшли інші, конкуруючі агентства. У квітні 2004 року в Україні розпочало свою діяльність Національне рейтингове агентство “Рюрик”. Пізніше, у 2005 році, на ринок вийшло рейтингове агентство IBI-Rating. У січні 2007 року рейтинговий центр, створений при редакції журналу “Експерт Україна”, був перетворений на рейтингове агентство “Експерт-Рейтинг”. Деякі гравці вийшли на ринок уже в посткризовий період. У листопаді 2010 року було зареєстроване рейтингове агентство “Стандарт-Рейтинг” та у 2011 році “Українське кредитно-рейтингове агентство”.

Треба зазначити, що РА “Кредит-Рейтинг”, незважаючи на свій статус монополіста на початку своєї діяльності, отримавши посвідчення від НКЦПФРУ про включення в державний реєстр у 2010 році, згодом у 2011 році втратило його. І лише

у квітні 2012 році разом з новоствореними агентствами така ліцензія знову була йому надана. Згідно з законодавством усі агентства отримали статус уповноважених рейтингових агентств на проведення рейтингової оцінки на конкурсній основі, де переможцями могли стати декілька осіб.

Крім цього, з 2006 року комісією визнані також три провідні міжнародні компанії – Fitch, Moody's і Standard and Poor's (S&P) (див. табл. 2). За Законом України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” Міжнародне рейтингове агентство набуває право визначати рейтингові оцінки з дати включення його до переліку визнаних Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку. При визначенні рейтингової оцінки, визначення якої є обов'язковим за законом, уповноважене рейтингове агентство зобов'язане використовувати Національну шкалу.

Таблиця 1

**Українські рейтингові агентства, уповноважені присвоювати обов'язкові кредитні рейтинги**

Назва рейтингового агентства	Рік заснування	Номер посвідчення про включення в державний реєстр
“Кредит-Рейтинг”	2001	№ 6 від 10.04.2012 року
“Рюрик”	2004	№ 4 від 12.04.2010 року
IBI-Rating	2005	№ 3 від 12.04.2010 року
“Експерт-Рейтинг”	2007	№ 5 від 09.06.2010 року
“Стандарт-Рейтинг”	2010	№ 8 від 10.04.2012 року
Українське кредитно-рейтингове агентство (UCRA)	2011	№ 7 від 10.04.2012 року

Джерело: за даними рейтингових агентств та НКЦПФРУ.

Таблиця 2

**Міжнародні рейтингові агентства, уповноважені проводити обов'язкове рейтингування в Україні**

Назва рейтингового агентства	Штаб-квартира	Дата визнання НКЦПФРУ
Fitch Ratings	Велика Британія (Лондон), США (Нью-Йорк)	22.02.2006 р
Moody's Investors Service	США	22.02.2006 р.
Standard and Poor's	США	22.02.2006 р.

Джерело: за даними рейтингових агентств та НКЦПФРУ.

На думку операторів ринку, українські й зарубіжні рейтингові агентства, що представлені на ринку, не є прямими конкурентами, оскільки вони працюють у різних сегментах.

По-перше, міжнародні та вітчизняні рейтингові агентства працюють у різному ціновому діапазоні на свої послуги. За приблизними оцінками, річна оплата місцевих рейтингових агентств за підтримку рейтингу коливається в межах 10–60 тис. грн. Ціна на міжнародні рейтингові послуги вища в десятки разів та доходить до рівня 25–75 тис. грн.

По-друге, рейтинги від міжнародних рейтингових агентств потрібні лише емітентам, які мають вийти на міжнародні боргові ринки. Щоб емітувати цінні папери на внутрішньому ринку, потрібно лише отримати рейтинг від місцевого оператора.

Розвиток ринку рейтингових послуг умовно можна поділити на три етапи:

– I етап (з 2001 року), коли на ринку діяло лише одне уповноважене рейтингове агентство. Цей етап характеризувався високою вартістю послуг,

за рахунок монопольного становища агентства, та низькою їх якістю.

– II етап (з середини 2010 року), коли НКЦПФРУ надав статус уповноважених ще трьом національним рейтинговим агентствам. Як наслідок, вартість присвоєння та підтримки кредитних рейтингів знизилася до економічно обґрунтованого рівня, по деяких позиціях – у 2–3 рази, а якість послуг підвищилася. Фактично це була оптимальна кількість рейтингових агентств, які діяли на внутрішньому ринку.

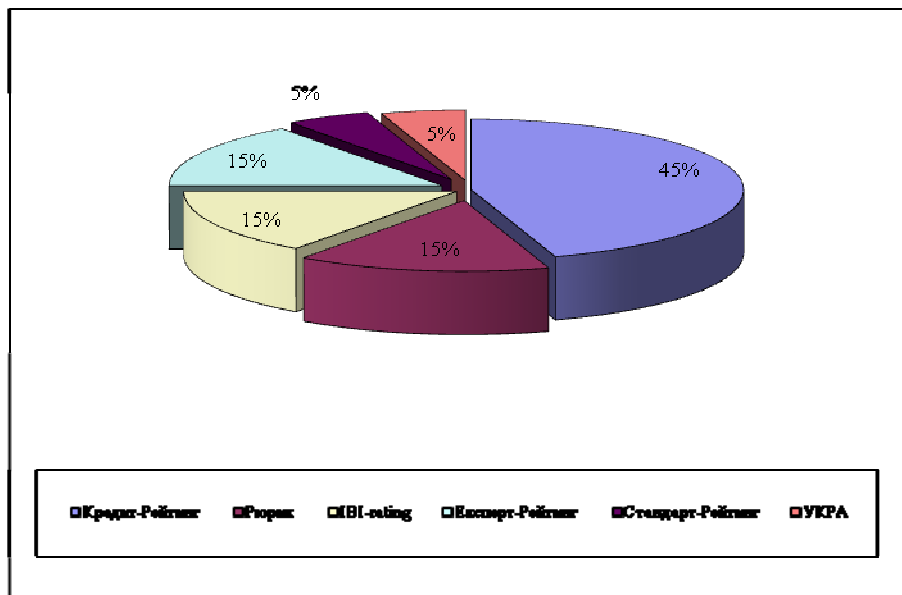
– III етап (з середини 2012 року), коли статус уповноважених отримали ще два агентства. На той час практично всі існуючі позичальники вже мали рейтинги, тому виведення на ринок в цей період нових гравців є не зовсім обґрунтованим. Хоча деякі аналітики вважають, що саме у 2012 році ринок став конкурентоспроможним та демонополізованим, а НКЦПФРУ таким рішенням, заклала фундамент розбудови ринку рейтингових послуг.

Як основну тенденцією ринку останніх років експерти виділяють жорстку конкуренцію між вітчизня-

ними рейтинговими агентствами, що може закінчитись втратою деякими компаніями статусу уповноважених та своєї частки ринку.

Незважаючи на те, що рейтингове агентство “Кредит-Рейтинг” не мало статусу уповноваженого майже рік, що призвело до втрати ним клієнтів, частка компанії на ринку рейтингових послуг залишається досить високою. У цілому на сьогоднішній день

90% ринку розподілено між чотирма уповноваженими компаніями. За оцінками експертів частка “Кредит-Рейтинг” досягає 40% ринку, “Експерт-Рейтинг”, “Рюрик” та IBI-rating мають приблизно по 15% кожна. Частка нових компаній “Стандарт-Рейтинг” та Українське кредитно-рейтингове агентство (UCRA), які ввійшли на ринок лише у 2012 році, оцінюється у 5% ринку по кожній (див рис. 1).



**Рис. 1. Оцінка частки ринку вітчизняних рейтингових агентств**

*Джерело:* складено за оцінками експертів.

Як уже зазначалося, основною категорією клієнтів рейтингових агентств є емітенти облігацій, але через суттєве зменшення обсягів боргового ринку ця група замовників скоротилася. Незважаючи на відсутність вимог щодо обов'язкового рейтингування банків, майже 90% з них уже мають рейтингові оцінки. Отримувати рейтинг спонукала банки вимога Нацкомфінпослуг щодо тримання страховими компаніями своїх резервів лише у банках, які мають інвестиційний рейтинг. Почали одержувати рейтинги у вітчизняних агентств і страхові компанії. Незважаючи на те, що лише близько 20 страхових компаній на сьогоднішній день мають рейтинг, простежується їхня зацікавленість у проходженні процедури рейтингування.

На вітчизняному ринку рейтингових послуг намітилася певна сегментація за клієнтами в різних агентствах. Наприклад, “Експерт-Рейтинг” в основному працює зі страховими компаніями. Агентство “Стандарт-Рейтинг”, яке працює на ринку недавно, також спеціалізується на страхових компаніях. Причому страховики воліють отримати рейтинги одразу від двох агентств. Тобто РА ділять між собою не лише нішу надання послуг, але й самих клієнтів. Ніша спеціалізації “Експерт-Рейтинг” та “Стандарт-Рейтинг” – фінансові ринки, а “Рюрик” і УКРА працюють в основному з корпоративним сектором. Лише “Кредит-Рейтинг” та IBI-rating

можна вважати універсальними компаніями, що мають клієнтів у різних секторах.

Проблеми внутрішнього ринку рейтингування стосуються зменшення обсягів надання рейтингових послуг та виходом на ринок нових гравців, що призвело до збільшення пропозиції над попитом. На вітчизняному ринку, який у рази менший за обсягами, діють шість вітчизняних гравців та три міжнародні компанії, які мають статус уповноважених рейтингових агентств. Крім цього, існує ряд організацій, які, не маючи статусу уповноваженого рейтингового агентства, намагаються надавати супутні рейтингові послуги та створювати власні альтернативні рейтинги.

З одного боку, така ситуація працює на користь клієнта, який має вибір як щодо цінової пропозиції, що впливає на стабілізацію цін на послуги, так і ваги рейтингового агентства на ринку. Ще однією перевагою теперішньої ситуації є упорядкування ринку щодо можливості рейтингових компаній зайняти свою нішу.

З іншого боку, боротьба за клієнта між рейтинговими компаніями призводить до зменшення кредитної якості оцінки клієнтів компаній та демпінгування ними стосовно ціни на їх послуги. Особливо це стосується нових рейтингових агентств, які ставлять за мету нарощення клієнтської бази, приваблюючи клієнта наданням більш високого рейтингу, при цьому нехтуючи його наявним фінансовим станом. Тобто в

цьому сенсі агентства не дотримуються принципу консерватизму в оцінці кредитної якості. Об'єктивно висока конкуренція поряд із падінням цін привносить ризики зниження якості рейтингових досліджень. Деякі компанії намагаються конкурувати за рахунок невинного прискорення рейтингових процедур, зменшення обсягу даних, що вимагаються у клієнтів при процедурі рейтингування, а в деяких випадках – і за рахунок завищення рівня кредитного рейтингу. Це одна проблема стосується низької якості клієнтів рейтингових агентств, особливо за контрастними рейтингами, які намагаються збільшити привабливість свого бізнесу завдяки отриманню високого рейтингу. Такі рейтинги у кілька мільйонів гривень, або такі, що були зареєстровані недавно.

Однією з основних перспектив щодо рейтингового бізнесу є поживлення ринку боргових цінних паперів. Але в найближчій перспективі збільшення обсягів боргових корпоративних інструментів на ринку не очікується.

Експерти не бачать кардинальних змін відносно нарощення обсягів надання рейтингових послуг. Змінити ситуацію могло б зниження банківських кредитних ставок, а також ухвалення законопроекту, спрямованого на розширення сфер використання кредитних рейтингів.

Зараз НКЦПФРУ розробляє законопроект, де більш чітко будуть визначені ключові моменти функціонування й регулювання діяльності рейтингового агентства. НКЦПФРУ вбачає основними своїм завданнями на цьому ринку підвищення якості послуг, нівелювання можливості виникнення конфлікту інтересів і вироблення системи регулювання діяльності рейтингових агентств через введення для них відповідальності за можливі зловживання. Регулятор також підтримує створення профільної асоціації, у рамках якої агентства зможуть спільно прийняти етичні стандарти діяльності.

Позитивним у профільному законопроекті також є більш чітке визначення процедури з одержання статусу уповноваженого рейтингового агентства;

можливість рейтингування портфеля того або іншого інвестора; увага до аналізу ціноутворення та акценту уваги на нетипових відхиленнях у вартості послуг, що може свідчити про негативні моменти в роботі агентства. Водночас у концепції є ряд спірних моментів – у частині конфлікту інтересів, установлення відповідальності при присвоєнні рейтингів та ін. Крім того, регулятор не повинен втручатися в зміст конкретних методологій, щоб кожне рейтингове агентство могло відповідно до певних стандартів упроваджувати власні розробки.

Ситуацію на ринку також може змінити можлива – у майбутньому – консолідація цього ринку або проведення законодавчих ініціатив, спрямованих на розширення сфер використання кредитних рейтингів. Також деяку перспективу має отримання компаніями подвійних або потрійних рейтингів. Емітенти, що отримали декілька рейтингів, уже існують на ринку – це, наприклад, Українська охоронно-страхова компанія, що має рейтинги від “Експерт-Рейтингу”, “Стандарт-Рейтингу” та “Кредит-Рейтингу”. VAB-Банк отримав рейтинг від “Експерт-Рейтингу” та Moody's, що відповідає системі міжнародного рейтингування, коли компанії воліють підтверджувати свій рейтинг у декількох рейтингових агентствах одночасно.

Отже, в Україні ринок рейтингових послуг має бути демонополізований, удосконалений та врегульований законодавством як гідна альтернатива міжнародним агентствам, які можуть більш оперативно реагувати на процеси в економіці, політиці та банківській системі.

На сьогодні регулювання інформаційного забезпечення ринку щодо якості та своєчасності інформації від позичальників (емітентів) та рейтингових агентств як професійних оцінювачів рівня ризику та посередників інформаційних потоків повинно стати прерогативою політики держави, запорукою встановлення стабільності на фінансовому ринку; зменшення частки непрозорих схем перерозподілу позичкових ресурсів та гарантування їх повернення.