Станислав Дубко,
генеральный директор рейтингового агентства «Кредит-Рейтинг»

КАЧЕСТВЕННО НОВЫЙ уровень развития

В ОТЛИЧИЕ ОТ РОССИИ, В УКРАИНЕ УЖЕ СРАВНИТЕЛЬНО ДАВНО СУЩЕСТВУЕТ ЗАКОН, КОТОРЫЙ ОБЯЗУЕТ КАЖДОГО ЭМИТЕНТА ОБЛИГАЦИЙ ИМЕТЬ СОБСТВЕННЫЙ КРЕДИТНЫЙ РЕЙТИНГ. ПРАВДА, СУДЯ ПО ОПРОСУ, ПРОВЕДЕННОМУ CBONDS REVIEW СРЕДИ УЧАСТНИКОВ РЫНКА, ОТНОШЕНИЕ К ЭТОМУ ЗАКОНУ В УКРАИНЕ ВЫЗЫВАЕТ ТАКОЙ ВСПЛЕСК НЕГАТИВНЫХ ЭМОЦИЙ, ЧТО ПО СРАВНЕНИЮ С НИМ ДАЖЕ НЕНОРМАТИВНАЯ ЛЕКСИКА РОССИЙСКИХ БАНКИРОВ В АДРЕС НОРМ ФКЦБ, ОБЯЗАВШИХ В СВОЕ ВРЕМЯ ЭМИТЕНТОВ ПОЛЬЗОВАТЬСЯ УСЛУГАМИ ФИНАНСОВЫХ КОНСУЛЬТАНТОВ, ВЫГЛЯДИТ ОБРАЗЦОМ УЧТИВОСТИ. НО ПРЕЖДЕ ЧЕМ ПУБЛИКОВАТЬ КРИТИЧЕСКИЕ ОТЗЫВЫ ПРОТИВНИКОВ ИДЕИ ОБЯЗАТЕЛЬНОГО РЕЙТИНГОВАНИЯ, МЫ РЕШИЛИ ДАТЬ ВОЗМОЖНОСТЬ ВЫСКАЗАТЬСЯ «ЗА» СТАНИСЛАВУ ДУБКО, ГЕНЕРАЛЬНОМУ ДИРЕКТОРУ УКРАИНСКОГО РЕЙТИНГОВОГО АГЕНТСТВА «КРЕДИТ-РЕЙТИНГ».

Какие плюсы для эмитента облигаций и рынка несет в себе закон об обязательном рейтинговании? Чем выгодно для эмитента долговых обязательств получение кредитного рейтинга?

Введение обязательного рейтингования было тем решением, которое перевело облигационный рынок Украины на качественно новый уровень развития. Кредитные рейтинги — неотъемлемый элемент инфраструктуры всех развитых рынков заимствований, и они активно используются, в том числе как инструмент регулирования. После принятия национальным регулятором соответствующего решения был получен импульс для широкого распространения кредитных рейтингов в Украине, а участники рынка получили четкие ориентиры в оценках кредитоспособности эмитентов. В этом заключается основной позитив введения обязательного рейтингования, которое оказало влияние на развитие рынка в целом, а следовательно, и каждого игрока. Рынок стал более цивилизованным, более предсказуемым с точки зрения оценки рисков.

Сейчас эмитенты облигаций начинают понимать, что наличие высокого кредитного рейтинга позволяет им требовать от кредиторов более льготных условий. Таких материальных «плюсов» достаточно много. Уже есть масса примеров, когда благодаря высокому кредитному рейтингу украинским компаниям, городам и другим заемщикам удавалось привлечь заемные средства, например, без залога, на более длительный срок или под более низкую процентную ставку заимствований.

В то же время, поскольку обязательное рейтингование затрагивает все открытые эмиссии облигаций, для некоторых эмитентов это оборачивается минусом. У заемщика с низким рейтингом могут возникнуть сложности как с размещением облигаций, так и с их обращением на вторичном рынке. Таким способом рынок как функционирующая система самостоятельно регулирует и ограничивает случаи возникновения массовых дефолтов эмитентов. Важный момент, что инвесторы теперь имеют объективную и независимую информацию об эмитенте, и компании с низким рейтингом вынуждены изыскивать возможности для улучшения кредитного качества своих долговых инструментов. Как этого добиться — личное дело каждого эмитента. Предприятие может, например, реструктуризировать свою деятельность или заручиться поручительством более устойчивой в финансовом плане структуры.

В чем заключаются преимущества для компаний в получении рейтинга от агентства «Кредит-Рейтинг» перед рейтингованием в международных агентствах?

Сотрудничая с международным рейтинговым агентством, компания, помимо рейтинга по национальной внутренней шкале, может получить рейтинг по международной шкале. Часто это происходит в рамках одной рейтинговой процедуры. Конечно, услуги международного агентства стоят дороже, хотя эмитент получает еще один инструмент общения уже с иностранными инвесторами. Какой рейтинг предпочтительней — по национальной или по международной шкале — зависит от того, на какой рынок заимствований намерена выходить компания и какие ставит перед собой цели.

Тем не менее, предприятия, выбирающие рейтинговое агентство, должны учитывать один нюанс. Потенциальный получатель рейтинга должен оценить, сколько еще компаний, работающих в его сегменте, имеют рейтинги данного агентства. Если таких мало или вообще нет, то получателю рейтинга будет сложно дифференцировать себя в своем секторе, так как нет возможности сравнить себя с другими подобными компаниями по шкале одного агентства.

Выпуск эмитентами облигаций путем закрытой подписки — это удобная форма выпуска или уход от обязательного рейтингования?

Облигации, выпущенные по закрытой подписке, имеют ряд ограничений с точки зрения обращения на вторичном рынке. На мой взгляд, компании выбирают закрытую подписку в двух случаях: либо для внутригруппового перераспределения финансовых ресурсов, когда выпуск облигаций используется как механизм такого перераспределения, либо для заранее определенного круга инвесторов, которые проводят политику удержания купленных ценных бумаг в своем портфеле вплоть до момента погашения. Поскольку закрытая подписка предусматривает упрощенную регистрацию выпуска со стороны регулятора, то для вышеописанных целей это вполне удобная форма. Однако выпуск облигаций по закрытой подписке не способствует развитию ликвидного рынка ценных бумаг в Украине. Следует добавить, что объем рынка закрытой подписки остается достаточно большим, что свидетельствует, к сожалению, о том, что значительная часть облигационного рынка Украины носит нерыночный характер.

На ваш взгляд, что стоит пересмотреть в методике оценки и присвоения кредитных рейтингов агентством «Кредит-Рейтинг»?

Критический пересмотр методики оценки является непрерывным процессом в любом национальном или международном агентстве. С определенной периодичностью агентство вносит корректировки в применяемые методики. Зачастую развитие экономики, изменения в государственном регулировании рынка вынуждают менять и методику, поэтому она остается достаточно гибкой для любого рейтингового агентства.

Однако важно, чтобы любые изменения методологии не нарушали основных принципов работы рейтинговых агентств. Во-первых, агентство должно быть независимым от объекта рейтинговой оценки, то есть не может быть связано с ним какими-либо отношениями взаимного влияния и контроля. Во-вторых, ни в коем случае агентство не должно иметь материального интереса к результатам деятельности оцениваемой компании на рынке, то есть не иметь интереса в понижении или повышении рыночной стоимости ценных бумаг эмитента. В целях реализации этого принципа агентство как компания и каждый ее сотрудник не имеют права приобретать ценные бумаги объекта оценки. В-третьих, агентство должно обеспечить единообразный подход ко всем клиентам, использовать одинаковые методологию, подходы и принципы в отношении всех участников рынка, чтобы обеспечить адекватный уровень оценок.

Как вы считаете, возможно, лучше, чтобы деньги за рейтинги платили не эмитенты долговых инструментов, как это происходит, например, в Украине, а пользователи рейтинговой информации?

Такой подход используется, например, в Скандинавии, когда за рейтинги, точнее, за доступ к базе данных с рейтинговой информацией, платят пользователи рейтинговой информации. При этом нужно учитывать, что в тех же скандинавских странах стандарты раскрытия информации о деятельности компаний очень высоки. У рейтинговых агентств нет проблем с доступом к достоверной информации о субъектах рынка, поэтому уровень охвата рейтингами компаний практически стопроцентный.

Но это скорее исключение из правил. В других странах мира такой подход практически никогда не применяется. В Украине, к сожалению, настолько низки стандарты раскрытия информации, что подобная модель присвоения рейтингов исключена. Например, международные рейтинговые агентства вообще не присваивают на территории СНГ рейтинги по публичной информации (так называемые pi-рейтинги), считая, что для этого изначально нет достаточной информации.

Следует также понимать, что когда рейтинговое агентство заключает договор с объектом рейтинговой оценки, принципиально важным является право агентства на получение всей необходимой информации для рейтингового анализа (и это обязательно прописывается в договоре). По условиям договора с клиентом агентство также получает доступ к конфиденциальной информации объекта оценки как на стадии присвоения рейтинга, так и в дальнейшем, в ходе мониторинга и поддержания уровня рейтинга.

Что нужно и можно сделать для дальнейшего развития системы рейтингования в Украине?

Я уверен, что дальнейшее эволюционное развитие системы рейтингования предусматривает усиление роли кредитных рейтингов именно в части установления стоимости заемных ресурсов. Ставка финансирования для заемщиков будет и должна объясняться, при прочих равных условиях, уровнем кредитного рейтинга. Чем выше будет этот рейтинг, тем ниже будет ставка по заемным средствам.

Кроме того, очень важно, чтобы вновь зарождающиеся институты, такие как негосударственные пенсионные фонды, эффективно использовали систему кредитных рейтингов. Привлекая средства населения, такие субъекты рынка не могут себе позволить вкладывать их в слишком рискованные проекты. Используя кредитные рейтинги при формировании своей политики инвестирования в ценные бумаги украинских предприятий, финансовых учреждений и других заемщиков, негосударственные пенсионные фонды смогут обеспечить необходимую для их деятельности надежность. Активное использование кредитных рейтингов такими институтами будет следующим эволюционным шагом в развитии рынка.

Комментарии

Эрик Найман,
начальник управления инвестиционно-банковских услуг, АКБ «Укрсоцбанк»

Как вы считаете, нормальна ли ситуация, когда компании законодательно обязаны получать кредитный рейтинг при выпуске долговых обязательств?

Это абсолютно ненормальная ситуация, которая говорит о проявляющемся еще в стране азиатском тоталитарном стиле управления в самом отвратительном его проявлении — объединении бизнеса и чиновничьего произвола. Под предлогом красивых фраз о повышении прозрачности рынка и защите прав акционеров была внедрена схема честного отъема денег у эмитентов, а значит, и тех же самых «защищаемых» инвесторов — через вынужденное повышение эмитентами процентных ставок для хотя бы частичной компенсации рейтинговых затрат.

Что же получил рынок ценных бумаг и государство после внедрения обязательного рейтингования? Ничего! Ведь рейтинговое агентство не несет никакой ответственности за выставленный рейтинг. И хотя это обычная мировая практика, но ведь таким же обычным делом на мировых рынках является и добровольность получения рейтинга.

На Украине же искусственно создан оазис монопольного благополучия в одной отдельно взятой и даже негосударственной компании, оценки которой — опять же по законодательству Украины — некоторыми субъектами рынка должны восприниматься как закон.

А что если аналитики агентства ошибутся и поставят неоправданно высокий рейтинг? А затем ошибутся члены рейтингового комитета, которые подтвердят и «выдадут на гора» в публикацию этот рейтинг? Вдруг потом окажется, что рейтинг был поставлен или предвзято, или просто непрофессионально? И купят украинские пенсионные фонды облигаций такого эмитента с дурно пахнущим, но высоким рейтингом, потому что не могут они покупать неотрейтингованные бумаги. И объявит себя компания банкротом. Кто ответит за потерю денег украинскими пенсионерами?

Да ровным счетом ничего не случится и никто не ответит. С агентства и его сотрудников все сойдет как с гуся вода — они же заранее предупреждают о том, что ни за что не отвечают. Государственные органы разведут руками и сошлются на недостатки законодательства. А тем временем деньги пенсионеров утекут в неизвестном направлении.

Невольно задаешься вопросом, в чем же тогда смысл рукотворно созданной монопольной обязаловки. Может быть, в чьей-то «светлой» голове уже созрел такой план по «честному» отъему пенсионных денег? Может, дождаться накопления достаточного размера «куша» для проворачивания схемы — это только вопрос времени?

Я ни в коей мере не хочу заранее обвинять и подозревать само рейтинговое агентство в подготовке преступного замысла. Но кто сможет гарантировать, что никто из мошенников не сможет воспользоваться созданной обязательной монополией? Проблема не в «Кредит-Рейтинге», а в олицетворяемой этой компанией системе тоталитарной монополии, действующей как ничем не отвечающий чиновник, только работающий на частный интерес.

В чем минусы для эмитентов в обязательном присвоении кредитного рейтинга, а также в поддержке рейтинга в течение всего срока действия долговых обязательств?

Минус только один — монопольно установленный тариф на установление и поддержание рейтинга. Понятное дело, необходимость поддержания кредитного рейтинга стимулирует эмитента предоставлять всю необходимую информацию. Но публикует ли рейтинговое агентство что-либо, кроме своего заключения и беглого анализа эмитента? Нет. Так в чем же смысл для инвестора от того, что эмитент регулярно раскрывает информацию, но не перед ним, а перед агентством, если оно ни с кем этой информацией не делится? Инвестору остается только доверять словам ничем не отвечающего за свою оценку «Кредит-Рейтинга».

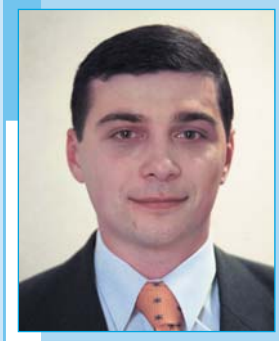
Убегая от обязаловки, эмитенты вынужденно переходят на закрытые формы выпуска. Отдельное и особое спасибо ГКЦБФР за то, что оно дало эмитентам такую возможность выбора. Но если для небольших сумм выпуска — до 20 млн грн. — закрытая форма выпуска облигаций зачастую оправданна, то для средних и крупных выпусков выгоды от неуплаты за получение рейтинга уже могут быть сведены на нет преимуществами открытой формы выпуска — неограниченным кругом инвесторов и свободной торговлей на вторичном рынке, а соответственно, более низкой доходностью размещения.

Возможно, лучше, чтобы деньги за рейтинги платили не те, чьи обязательства оцениваются, а те, кто использует исследования рейтингового агентства?

Это вопрос добровольности. Если эмитент верит, что наличие рейтинговой оценки дает ему выгоду путем снижения доходности, то он будет готов поделиться частью этой выгоды с рейтинговым агентством. Но только частью, а не всей выгодой. В мировой практике на конкурентном рынке так обычно и формируется цена на услуги рейтинговых агентств — в зависимости от потенциальной выгоды эмитента. На Украине же тарифы «Кредит-Рейтинга» установлены «пальцем в небо», исходя из сравнительных оценок с ценами международных рейтинговых агентств. Это как определение цены «Запорожца» в зависимости от цены «Мерседеса».

Насколько адекватны и точны, на ваш взгляд, рейтинги, присваиваемые РА «Кредит-Рейтинг»?

В целом рейтинги РА «Кредит-Рейтинг» адекватны. Приблизительно в 80% случаев они совпадают с нашими ранговыми оценками этих же эмитентов, рассчитываемыми по специальной ранговой шкале Укрсоцбанка. Но, как я уже говорил, к сожалению, никто не сможет гарантировать верность и адекватность всех рейтингов, ведь все они базируются на информации, предоставленной самими эмитентами. И если кто-то захочет обмануть рейтинговое агентство, то он это сделает. Именно поэтому в мировой практике нет случаев, когда на рейтинговое агентство была возложена ответственность за неправильно поставленный кредитный рейтинг.



Мнение

Александр Печерицын,

начальник управления по работе с долговыми инструментами, Альфа-Банк (Украина)

Сам принцип рейтингования предполагает добровольное желание эмитента получать или не получать кредитный рейтинг. Если компания полагает, что она не сможет продать свои долговые обязательства без рейтинга либо сможет их продать с рейтингом по более низкой ставке, тогда и только тогда она добровольно проходит процедуру присвоения рейтинга, ведь это дополнительные затраты. В условиях же, когда эмитента обязывают получить рейтинг, не спрашивая при этом его мнения и не учитывая эффективность рейтинга для его долговых заимствований, данная процедура, кроме негатива, ничего не несет.

Основной негативный момент обязательного рейтингования — искривление смысла самого рейтингования для облигационного рынка: рейтингование теперь рассматривается не как механизм оценки кредитных рисков и открытости эмитентов, а лишь как элемент дополнительных издержек со стороны эмитента при выпуске облигаций. С одной стороны, закрытый выпуск обеспечивает снижение стоимости заимствования за счет исключения затрат на обязательное рейтингование, с другой стороны — сокращает срок подготовки к выпуску, львиную долю которого на сегодня занимает получение обязательного рейтинга.

Адекватность и точность присвоенных единственным уполномоченным украинским рейтинговым агентством рейтингов оценить невозможно хотя бы потому, что львиная доля инвесторов не учитывает эти рейтинги при принятии своих инвестиционных решений, то есть доверие к этим рейтингам со стороны инвесторов практически нулевое. Рост недоверия к рейтингам стимулирует также отсутствие законодательной процедуры и каких-либо прецедентов по привлечению украинских рейтинговых агентств к ответственности за неправильно присвоенный рейтинг. Кроме того, у рейтингового агентства отсутствует и репутационный риск. Неправильно присвоенные рейтинги не приведут к оттоку клиентов у агентства, поскольку на рынке рейтинговых услуг отсутствует конкуренция, а рейтингование является обязательным.

Мнение

Александр Веденеев,

финансовый аналитик, VAB Банк

Международной практикой функционирования рейтинговых агентств является то, что государство не принимает непосредственного участия в их работе, а создает условия для их деятельности. Исходя из этого, необходимость указанного закона на момент его принятия обуславливалась прежде всего тем, что украинский финансовый рынок находился на начальном этапе становления и требовал большей прозрачности эмитентов, «привыкания» к такому новому продукту, как кредитный рейтинг.

На данный момент в стране присваивать рейтинги имеет право лишь одно агентство, РА «Кредит-Рейтинг». Но ведь очевидно, что монополизма в этой сфере лучше не допускать: это может привести как к уменьшению качества кредитного анализа, так и к поднятию цен на услугу. Так, недавно SEC предложила ввести правила в США, упрощающие получение государственного признания деятельности рейтинговых агентств. Целью нового закона как раз и является улучшение качества кредитных рейтингов за счет стимулирования конкуренции.

Два основных минуса — это необходимость «открываться» перед рейтинговым агентством, что несет за собой операционные риски из-за возможности злоупотребления закрытой информацией со стороны работников рейтинговых агентств, а также необходимость платить за присвоение рейтинга. Так, получение кредитного рейтинга по внутренней шкале в Украине стоит $10–15 тыс., тогда как обслуживание эмитента международным рейтинговым агентством обходится в $30–100 тыс. Особенно актуален вопрос стоимости этой процедуры для стесненных в средствах местных бюджетов, которых законодательно обязали проходить процедуру оценки независимым рейтинговым агентством в случае эмиссии муниципальных облигаций.

Ведущие рейтинговые агентства мира более столетия доказывают свою компетентность и профессионализм всем участникам мирового рынка, а чтобы завоевывать и поддерживать доверие инвесторов, они должны иметь историю, подтверждающую независимость, точность и надежность за достаточно протяженный период времени. К примеру, точность рейтингов подтверждается исследованиями статистики дефолтов, накопленной за многие годы и во многих странах. Именно поэтому в сравнении с S&P, Moody's и Fitch сложно говорить об адекватности рейтинговой методики агентства «Кредит-Рейтинг», действующего только с 2001 года.