

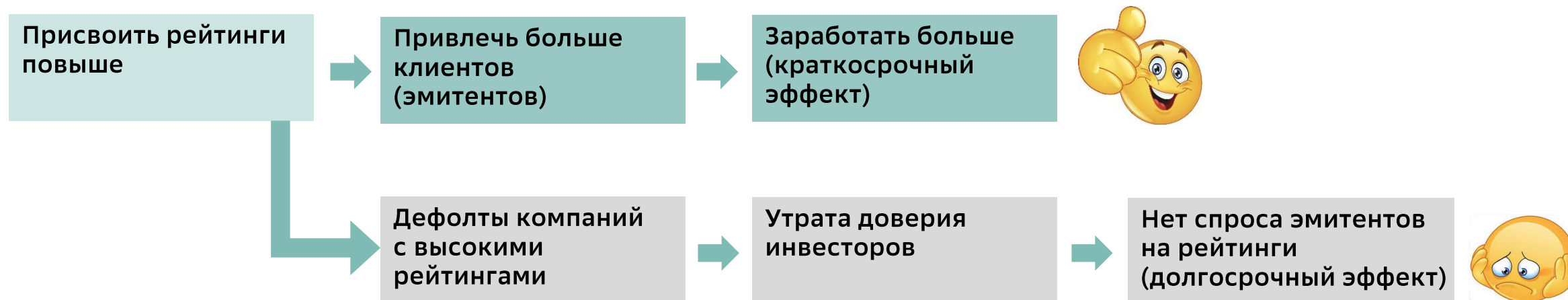
Конфликты интересов в деятельности рейтинговых агентств: Проблемы и практика работы

Светлана Павлова, CFA
Старший аналитик FI

SberCIB Investment Research
28 февраля 2026 года

Кто платит, тот и заказывает музыку? [НЕТ]

Потенциальный конфликт интересов: рейтингами пользуются инвесторы, но платят за рейтинги и обеспечивают основную выручку рейтинговому бизнесу эмитенты



В долгосрочной перспективе ценность услуг рейтингового агентства для эмитентов напрямую зависит от доверия инвесторов к рейтингам, а значит, **рейтинговые агентства заинтересованы в исключении этого конфликта интересов**

Коммерческая команда

Задача: привлечение клиентов (эмитентов), ценообразование, другие коммерческие аспекты взаимодействия

✘ Не посвящена в аналитический процесс, не может присутствовать на рейтинговых комитетах

- KYC (репутационные риски)



Аналитическая команда

Задача: присвоение и поддержание рейтингов

✘ Не должна знать о цене услуг для эмитента и других коммерческих аспектах

- Оценка работы и вознаграждение привязаны к точности рейтингов и качеству аналитического продукта, а не к прибыли компании, количеству клиентов и т.д.



Аналитики и коммерческий персонал:

- ✘ Не посещают вместе встречи с эмитентами
- ✘ Не могут находиться в одной цепочке писем, если это переписка с эмитентом
 - Внутренняя переписка «через стену» отслеживается и ограничена необходимым минимумом (в основном организационные вопросы)

Потенциальный конфликт интересов: если рейтинговое агентство оказывало бы консультационные услуги, тем самым оно фактически брало бы на себя обязательства по дальнейшим рейтинговым действиям и лишало рейтинговый комитет независимости.

В переписке и общении с эмитентами аналитики должны **избегать любых формулировок, которые могут быть восприняты как консультирование** (хотя рейтинговое агентство такой коммерческой услуги и не оказывает).

Рейтинговое консультирование

- «Если вы сделаете X, рейтинг вашей компании повысится/понижится на Y ступеней»

Обеспечение прозрачности рейтингового процесса

- Методология присвоения рейтингов публична
- Компания видит свою скоркарту и ключевые факторы, влияющие на рейтинг, имеет возможность обсудить их с аналитиком, но не в категориях «сценарного анализа» («если..., то...»)

Могут ли аналитики действовать в личных интересах / интересах эмитентов? [ПРИНИМАЮТСЯ МЕРЫ ПО ПРЕДОТВРАЩЕНИЮ]

Риск: использование конфиденциальной информации для получения личной выгоды

Аналитик работает с конфиденциальной и инсайдерской информацией:

- **об эмитентах:** неопубликованные данные, стратегические планы и т.д.
- **о рейтинговом процессе:** предстоящие комитеты; принятые, но еще не опубликованные рейтинговые решения

Как предотвратить злоупотребление:

- **На законодательном уровне:** административная или уголовная ответственность за инсайдерскую торговлю
- **Внутренние требования комплаенс:**
 - Аналитики обязаны регулярно **предоставлять выписки** со своих брокерских счетов, получать **предварительное** разрешение на операции с ценными бумагами и **не торговать слишком часто** (держат купленную бумагу минимум 30 дней)
- ❌ Владеть ценными бумагами «своего» сектора запрещено



Могут ли аналитики действовать в личных интересах / интересах эмитентов? [ПРИНИМАЮТСЯ МЕРЫ ПО ПРЕДОТВРАЩЕНИЮ]

Риск: у аналитика может быть личная заинтересованность, влияющая на его рекомендацию по рейтингу какого-либо эмитента

Как предотвратить злоупотребление:

- Ротация аналитиков (раз в четыре года), «период охлаждения» (один-два года)
- ❌ Полный запрет на получение подарков от эмитентов
- На встречах с эмитентами не менее двух участников от агентства
- Рейтинги присваиваются и пересматриваются коллегиальным решением рейтингового комитета, состав участников комитета регламентируется (например, требуется «внешний» участник)
- Перед началом рейтингового комитета каждый участник подтверждает отсутствие у него конфликта интересов по обсуждаемой компании (владение ценными бумагами, семейные связи, недавний бывший работодатель и т.д.)



Федеральный закон № 222-ФЗ «О деятельности кредитных рейтинговых агентств...» – основа регулирования рейтинговой отрасли в РФ

Функцию регулятора рейтинговых агентств в РФ выполняет **Банк России**

- в США – SEC’s Office of Credit Ratings (OCR), в ЕС – ESMA, в Великобритании – Financial Conduct Authority (FCA)
- Международные стандарты устанавливает **The International Organization of Securities Commissions (IOSCO)**

Указание Банка России от 21 июня 2016 года № 4049-У «О требованиях к порядку организации и обеспечения функционирования органов внутреннего контроля кредитного рейтингового агентства и о дополнительных требованиях к кредитному рейтинговому агентству **по выявлению, предотвращению конфликта интересов, а также управлению им» – ключевые требования:**

- **Постоянный внутренний контроль.** Задача — следить за соблюдением законодательства и требований внутренних документов, заниматься выявлением и предотвращением конфликтов интересов
- **Независимость контрольных функций.** Служба внутреннего контроля должна быть независима от руководства агентства, подчиняться напрямую совету директоров и сообщать о любых нарушениях, включая конфликты интересов, на самом высоком уровне.

S&P

с 1941
(Poor: с 1860
Standard: с 1906)

MOODY'S

с 1909

FitchRatings

с 1913

эксперт ра

с 1997

**HPA**
Национальное Рейтинговое Агентство

с 2004

АКРА

с 2015

**HKP**

с 2019

Аналитическое управление

Старший управляющий директор – начальник управления (и. о.)

Максим Мошков

Экономика

Исполнительный директор – главный экономист
Исполнительный директор – старший экономист
Старший экономист
Младший экономист

Антон Струченевский
Родион Ломиворотов, CFA
Артем Виноградов
Дмитрий Фешин

Анализ рынка акций

Управляющий директор – начальник отдела

Геннадий Суханов

Стратегия по рынку акций

Исполнительный директор – старший аналитик
Аналитик

Андрей Крылов
Ренат Хайрулин

Нефть и газ

Управляющий директор – начальник отдела
Аналитик

Геннадий Суханов
Артур Григорян

Финансовый сектор

Старший аналитик

Андрей Ахатов

Высокотехнологичные компании, телекоммуникации, разработка ПО

Исполнительный директор – старший аналитик
Аналитик
Аналитик

Максим Кондратьев
Яна Осколкова
Сергей Новиков

Металлургия

Исполнительный директор – старший аналитик
Аналитик

Мария Мартынова
Павел Казарновский

Потребительский сектор

Аналитик

Екатерина Усанова

Электроэнергетика, транспорт, машиностроение, недвижимость

Исполнительный директор – старший аналитик
Аналитик

Георгий Иванин
Федор Катков

Компании средней и малой капитализации

Исполнительный директор – старший аналитик

София Кирсанова, CFA

Анализ рынка долговых инструментов с фиксированной доходностью

Управляющий директор – начальник отдела
Исполнительный директор – старший стратег FI
Старший аналитик FI
Старший аналитик FI
Старший аналитик FI
Старший стратег FI
Младший стратег FI

Екатерина Сидорова, CFA
Игорь Рапохин, CFA
Сергей Колесников, CFA, FRM
Радик Валиев, CFA
Светлана Павлова, CFA
Алиса Закирова
Андрей Щербаков

Стратегия валютных рынков и процентных ставок

Старший стратег FX/IR
Аналитик

Юрий Попов
Николай Шешкин

Стратегия сырьевых рынков

Исполнительный директор – старший аналитик
Младший аналитик

Константин Самарин
Ольга Зеленова

Данный документ (здесь и далее подразумевается в том числе электронный документ) подготовлен ПАО Сбербанк и/или его аффилированными лицами (далее совместно и по отдельности - "СБЕР").

Информация о СБЕРЕ: ПАО Сбербанк, ОГРН 1027700132195; Российская Федерация, 117997, г. Москва, ул. Вавилова, д. 19; + 7 (495) 957-57-31; <http://www.sberbank.ru>; является профессиональным участником рынка ценных бумаг, который в соответствии с применимым законодательством Российской Федерации осуществляет и совмещает брокерскую, дилерскую, депозитарную деятельность и деятельность по инвестиционному консультированию. Подробная информация об услугах СБЕРА и актуальных условиях их оказания размещена на интернет-сайте СБЕРА и может изменяться СБЕРОм в одностороннем порядке посредством размещения и/или направления уведомлений. Указанные в настоящем документе услуги, оказываемые СБЕРОм, не являются услугами по открытию банковских счетов и приему вкладов. Денежные средства, передаваемые по договору о брокерском обслуживании, а также финансовые инструменты, приобретенные по договору о брокерском обслуживании, и связанные с ними риски не подлежат страхованию в соответствии с Федеральным законом от 23 декабря 2003 года N 177-ФЗ О страховании вкладов в банках Российской Федерации".

СБЕР предоставляет данный документ исключительно при условии, что любое лицо, которое получает его в свое распоряжение, до ознакомления с ним и/или совершения с ним каких-либо иных действий, а также до интерпретации содержащейся в документе информации и/или принятия на ее основании каких-либо решений, полностью прочтает, понимает и принимает положения и обстоятельства, изложенные в настоящем дисклеймере, с наличием которых и с необходимостью добросовестно руководствоваться которыми данное лицо соглашается.

Доступ к документу ограничен. Данный документ содержит информационные материалы / информацию о финансовых инструментах и адресован лицам, являющимся квалифицированными инвесторами, которым СБЕР в соответствии с договором и/или применимым регулированием вправе предоставлять информационные материалы / информацию о тех или иных финансовых инструментах (далее - "Клиент").

Документ содержит информацию о ценных бумагах и производных финансовых инструментах, которые предназначены для квалифицированных инвесторов. В связи с этим документ адресован исключительно лицам, являющимся квалифицированными инвесторами.

СБЕР предлагает Клиенту убедиться в том, что он в соответствии с применимым к нему регулированием имеет право инвестировать средства в указанные в документе финансовые инструменты, продукты или пользоваться услугами. СБЕР не может быть ни в какой форме привлечен к ответственности в случае нарушения Клиентом применимых к нему в какой-либо юрисдикции запретов.

Если лицо не является квалифицированным инвестором, то такое лицо не вправе знакомиться с информацией, предоставляемой в настоящем документе, и должно совершить действия, направленные на незамедлительное прекращение доступа к документу и предоставляемой там информации.

Если настоящий документ окажется в распоряжении лица, которое не является надлежащим получателем в соответствии с применимым регулированием соответствующей юрисдикции и настоящим документом, такое лицо не вправе знакомиться с настоящим документом, должно оставить его без внимания и/или незамедлительно уничтожить / удалить его, а также приложить все усилия для уведомления СБЕРА о получении настоящего документа по ошибке.

Если в настоящем документе прямо не указано обратное, он не предназначен (а) для резидентов США или каких-либо лиц в США; любые лица из США или лица за пределами США, получившие каким-либо образом доступ к данному документу, не могут передавать его оригинал или копии иным лицам в США; (б) для резидентов Европейского союза, которые относятся к категории розничных клиентов (лиц, не являющихся правомочными контрагентами и профессиональными инвесторами) в соответствии с Директивой "О рынках финансовых инструментов" II 2014/65/EU (MiFID II); (в) для резидентов иных юрисдикций, которые относятся к категории розничных клиентов (лиц, не являющихся правомочными контрагентами и профессиональными инвесторами) в соответствии с применимым регулированием иных юрисдикций.

При подготовке документа СБЕР использует общедоступные данные, полученные из достоверных, по его мнению, источников; СБЕР не проверяет и не обязан проверять полноту, точность и достоверность такой информации. Любая предоставляемая СБЕРОм информация используется Клиентом исключительно по своему усмотрению и на свой риск. Таким образом, СБЕР не делает никаких заверений в отношении того, что информация или оценки, содержащиеся в настоящем документе, являются достоверными, точными или полными. Если в документе прямо не указано иное, в нем приведены исключительно прогнозные заявления, которые не являются гарантией будущих показателей; фактические показатели могут существенным образом отличаться от тех, которые приведены в настоящем документе. СБЕР не берет на себя обязательств по пересмотру или подтверждению ожиданий и оценок, а также по обновлению прогнозных заявлений для отражения произошедших событий или возникших обстоятельств после даты предоставления данного документа. Любая информация, представленная в данном документе, может быть изменена в любое время либо отозвана. Любая приведенная в настоящем документе информация и оценки не являются условиями какой-либо сделки, в том числе потенциальной.

Распространение и копирование информационных материалов, представленных в настоящем документе, разрешено при условии указания ссылки на источник.

Не допускается произвольная интерпретация документа. Данный документ и информация в нем не является (а) индивидуальной инвестиционной рекомендацией; указанные в документе финансовые инструменты и/или операции могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) Клиента; (б) инвестиционным советом (investment advice), как это понятие определено в нормативных правовых актах стран Европейского союза. Факт получения данного документа от СБЕРА, в том числе с определенного адреса электронной почты и/или от определенного лица, не может рассматриваться как признак, квалифицирующий информацию в документе в качестве индивидуальной инвестиционной рекомендации или инвестиционного совета.

Информация о финансовых инструментах, которая содержится в настоящем документе, подготовлена и предоставляется обезлично для определенной категории или для всех клиентов, потенциальных клиентов и контрагентов СБЕРА не на основании договора об инвестиционном консультировании и не на основании инвестиционного профиля Клиента. Таким образом, такая информация представляет собой универсальные для всех лиц сведения о финансовых инструментах, продуктах, услугах, основанные на общедоступной информации. Данная информация может не соответствовать инвестиционному профилю именно Клиента, не учитывать его личные предпочтения и ожидания по уровню риска и/или доходности и, таким образом, не является индивидуальной рекомендацией персонально Клиенту. СБЕР сохранен за собой право предоставлять Клиенту индивидуальные инвестиционные рекомендации исключительно на основании заключенного с Клиентом договора об инвестиционном консультировании, исключительно после определения инвестиционного профиля Клиента и в соответствии с ним.

СБЕР не гарантирует, что указанные в данном документе финансовые инструменты, продукты и услуги, подходят лицам, которые с ними ознакомились. Определение соответствия финансового инструмента, продукта, услуги интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту, уровню допустимого риска и иным условиям, параметрам, обстоятельствам, которые имеют значение для инвестора, является задачей лица, принимающего инвестиционные решения. СБЕР рекомендует не полагаться исключительно на настоящий документ как на единственный источник информации, сделать свою собственную оценку рисков и привлечь, при необходимости, независимых экспертов. СБЕР не несет ответственности за возможные убытки, финансовые или иные последствия, которые могут возникнуть в результате принятия решений в отношении указанных в документе финансовых инструментов, продуктов и услуг.

Информация не является предложением финансовых инструментов, как это определено в статье 1 Внутреннего стандарта НАУФОР "Требования к взаимодействию с физическими лицами при предложении финансовых инструментов". Настоящий документ предоставляется исключительно в информационных целях и не направлен на побуждение к приобретению определенных ценных бумаг и (или) заключению определенных договоров, являющихся производными финансовыми инструментами.

Данный документ не является независимым аналитическим отчетом (далее - SberCIB Investment Research), подготовка которого осуществляется СБЕРОм, информация в настоящем документе может отличаться от мнения, изложенного в аналитических отчетах SberCIB Investment Research. Данный документ был подготовлен без соблюдения правил/требований, предъявляемых независимо от аналитическому отчету (SberCIB Investment Research).

Содержание настоящего документа не является рекламой или обязательством совершить сделки в отношении каких-либо финансовых инструментов, продуктов, услуг.

СБЕР не гарантирует доходов от указанных в документе операций с финансовыми инструментами и не несет ответственности за результаты инвестиционных решений, принятых на основании и/или с учетом предоставленной СБЕРОм информации. Никакие финансовые инструменты, продукты или услуги, упомянутые в настоящем документе, не предлагаются к продаже и не продаются в какой-либо юрисдикции, где такая деятельность противоречила бы законодательству о ценных бумагах или другим местным законам и нормативно-правовым актам или обязывала бы СБЕР выполнить требование регистрации в такой юрисдикции.

Инвестиции сопряжены с риском. Финансовые инструменты и инвестиционная деятельность связаны с высокими рисками. Настоящий дисклеймер не содержит подробного описания таких рисков и информации о затратах, которые могут потребоваться в связи с заключением, исполнением и прекращением сделок, связанных с финансовыми инструментами, продуктами и услугами.

Стоимость акций, облигаций, инвестиционных паев и иных финансовых инструментов может уменьшаться или увеличиваться. Результаты инвестирования в прошлом не определяют доходов в будущем. СБЕР и/или государство не гарантирует доходности и/или возвратности инвестиций, инвестиционной деятельности или финансовых инструментов. До заключения какой-либо сделки с финансовым инструментом, Клиенту необходимо ознакомиться с условиями финансового инструмента и условиями сделки с таким инструментом, а также убедиться, что он полностью понимает все условия, а также связанные со сделкой юридические, налоговые, кредитные, финансовые и другие риски, в том числе риски ликвидности финансовых инструментов, неисполнения своих обязательств эмитентами финансовых инструментов, контрагентами по сделкам с ними, а также организациями, обеспечивающими заключение, исполнение или прекращение сделок. Клиенту рекомендуется самостоятельно получить правовые, налоговые, финансовые, бухгалтерские и другие необходимые профессиональные консультации в целях обеспечения своих прав и законных интересов в связи с использованием информации о финансовых инструментах, продуктах, услугах, изложенной в настоящем документе.

Настоящее описание рисков не является полным. Подробное описание таких рисков доступно в договоре об инвестиционном консультировании и/или в декларации о рисках на интернет-сайте СБЕРА [<https://www.sberbank.ru/ru/person/investments/doc>]. СБЕР рекомендует Клиенту самостоятельно или с привлечением необходимых для этого экспертов проанализировать и оценить перечисленные риски до принятия инвестиционных решений. СБЕР не несет перед Клиентом какой-либо ответственности за последствия реализации в указанных обстоятельствах какого-либо из перечисленных рисков.

Информация об общем характере и источниках конфликта интересов.

Настоящим СБЕР уведомляет Клиента о следующих источниках и общем характере конфликтов между имущественными и иными интересами Клиента и СБЕРА / их работников, либо между интересами нескольких клиентов, возникающих при осуществлении профессиональной деятельности и предоставлении информации, связанной с финансовыми инструментами, включая, но не ограничиваясь: (а) наличие у СБЕРА и/или его работников и аффилированных лиц заинтересованности в предоставлении Клиенту информации о финансовых инструментах и/или операциях с ними, в частности, информации о целесообразности совершения сделок; (б) СБЕР и/или его работники и/или аффилированные лица владеют финансовыми инструментами, указанными в предоставленной СБЕРОм информации, или намерены совершить с ними сделку; (в) СБЕР и/или работник СБЕРА действуя в собственных интересах и/или в интересах Клиента выступает стороной договора, являющегося производным финансовым инструментом, базовым активом которого являются ценные бумаги и/или ПФИ, указанные в предоставленной СБЕРОм информации; (г) СБЕР и/или его аффилированные лица осуществляют поддержку цен, спроса, предложения и/или объема торгов с финансовыми инструментами, указанными в предоставленной информации, в том числе действуя в качестве маркет-мейкера; (д) контрагентами Клиента по сделкам с финансовыми инструментами, указанными в предоставленной информации, будут являться другие клиенты СБЕРА и/или его аффилированных лиц или такие сделки будут совершаться при участии других клиентов СБЕРА и/или его аффилированных лиц; (е) сделка в интересах Клиента с указанными в предоставленной СБЕРОм информации финансовыми инструментами будет совершена при участии СБЕРА и/или его аффилированных лиц, что может быть связано с получением ими вознаграждения или иного дохода; (ж) заключение СБЕРОм и/или его аффилированными лицами договоров с третьими лицами, предусматривающих выплату СБЕРОу и/или его аффилированным лицам вознаграждения или предоставление им иных имущественных благ и/или освобождение их от обязанности совершить определенные действия за вознаграждения Клиентом и/или за совершение Клиентами и/или за их счет действий, предусмотренных в предоставленной СБЕРОм информации; (з) эмитентом/обязанным лицом по указанным в предоставленной информации ценным бумагам (базовым активом по указанным в предоставленной информации ценным бумагам) является СБЕР (финансовый(е) инструмент(ы) (ценная(ые) бумага(и)), индекс(ы) СБЕРА) и/или его аффилированное(ые) (связанное(ые) с ним) лицо(а) и/или контрагент(ы) СБЕРА и/или клиент(ы) СБЕРА (финансовый(е) инструмент(ы) (ценная(ые) бумага(и)), индекс(ы) указанных лиц) и/или СБЕР является клиентом указанного(ых) лиц(а); (и) СБЕР предоставляет Клиенту информацию об услугах и/или финансовых инструментах аффилированных лиц, в том числе в рамках выполнения агентских услуг по выдаче, обмену и погашению инвестиционных паев;

Дополнительно СБЕР уведомляет Клиента, что СБЕР и/или аффилированные лица СБЕРА могут состоять и будут продолжать находиться в договорных отношениях по оказанию брокерских и депозитарных услуг, услуг по инвестиционному консультированию, услуг по подготовке информационных и аналитических материалов, инвестиционно-банковских услуг (андеррайтинг, дистрибуция, агентские услуги и/или консультационные услуги слияния и поглощения (M&A) и/или услуг по организации (соорганизации) размещения ценных бумаг) и/или выпуску Цифровых финансовых активов, услуг по поддержанию цен, спроса, предложения и/или объема торгов с ценными бумагами и/или ЦФА, в том числе действуя в качестве маркет-мейкера, агентов услуг по выдаче, обмену и погашению инвестиционных паев, а также могут одновременно являться Эмитентами ценных бумаг и/или лицами, осуществляющими выпуск ЦФА, и/или Обладателями ЦФА, и/или Операторами Информационной системы, и/или осуществлять денежные расчеты по соответствующим операциям, в том числе с ЦФА, и/или выступать в качестве поставщика/администратора/расчетного агента индексов, в том числе используемых для определения цены финансовых инструментов и расчетов по ним и/или ЦФА и/или объема прав, одобренных такими ценными бумагами, ЦФА, и/или расчетного агента по индексам, финансовым инструментам, иным услугам на финансовом рынке СБЕРА и/или третьим лицам, при этом: (а) СБЕР и/или аффилированные лица СБЕРА могут получать в свое распоряжение информацию, представляющую интерес для Клиента, и они не несут перед Клиентом никаких обязательств по раскрытию такой информации или ее использованию; (б) условия оказания услуг и размер вознаграждения СБЕРА и/или аффилированных лиц СБЕРА за оказание таких услуг третьим лицам могут отличаться от условий и размера вознаграждения, предусмотренных договором с Клиентом; (в) СБЕР и/или аффилированные лица СБЕРА могут совершать сделки и иные операции с финансовыми инструментами, указанными в предоставленной информации, в интересах третьих лиц и/или в собственных интересах; (г) размер вознаграждения СБЕРА и/или работников СБЕРА и/или аффилированных лиц СБЕРА может зависеть от типа и количества сделок, совершенных Клиентами с финансовыми инструментами, информация о которых предоставляется СБЕРОм Клиенту; (д) СБЕР и/или его аффилированные лица могут выступать контрагентами по сделкам, заключаемым в целях переноса непокрытой позиции Клиента.

СБЕР принимает все разумные и доступные в каждом из вышеуказанных случаев меры по выявлению и контролю конфликта интересов, меры по предотвращению его последствий и разрешению соответствующего конфликта интересов в пользу Клиента.