Агентство S&P понизило рейтинг самому себе

Иван Макаров

Эта статья написана по итогам опроса профессиональных участников рынка и отображает, в несколько смягченном варианте, наиболее распространенные среди них умонастроения. Мнение участников рынка выражено с помощью редакции Cbonds Review, однако это не означает, что оно полностью совпадает с мнением редакции.

11 октября произошло неожиданное и во многом беспрецедентное событие: агентство Standard&Poor's снизило рейтинг ОАО «Торговый Дом «КОПЕЙКА» со значения B- до CC с негативным прогнозом. Таким образом, в один момент рейтинг был снижен сразу на четыре ступени!

Подобное в российской истории было, пожалуй, один раз — с компанией «ЮКОС», когда рейтинг компании за короткий срок (менее 1 года) был снижен с благопристойных BB до дефолтного уровня. Но тогда снижение рейтинга не было одномоментным — он понижался несколько раз по одному пункту. И даже после ареста Михаила Ходорковского рейтинг не был моментально понижен, а только поставлен на пересмотр с негативным прогнозом.

Что же такого натворила «КОПЕЙКА»? В официальном релизе S&P говорится, что снижение рейтинга связано с «решением компании не раскрывать публично свою финансовую отчетность по МСФО за 2006 г. в ситуации, когда финансовые риски «КОПЕЙКИ» возросли, а операционные показатели ухудшились». Резонно? Возможно, что для понижения рейтинга на один пункт — да. Но в данном случае речь идет про четыре…

Напомним некоторые определения рейтингов, приводящиеся на сайте S&P. Рейтинг B расшифровывается как «более высокая уязвимость при наличии неблагоприятных коммерческих, финансовых и экономических условий, однако в настоящее время имеется возможность исполнения долговых обязательств в срок и в полном объеме». Рейтинг CC расшифровывается как «в настоящее время высокая вероятность невыполнения эмитентом своих долговых обязательств». Таким образом, из компании, чьей кредитоспособности в краткосрочной перспективе ничего не угрожало, «КОПЕЙКА» моментально перешла в категорию эмитентов, выполнение обязательств которых находится под очень большой угрозой. Что интересно, в настоящее время «КОПЕЙКА» — единственный российский эмитент, имеющий столь низкий уровень рейтинга от агентства S&P! Если смотреть со стороны, возникает ощущение, что агентство сознательно пошло на конфликт с эмитентом, предпочтя не отзывать рейтинг, а совершить его беспрецедентное снижение.

В своем комментарии к снижению рейтинга агентство S&P признает, что основным риском для эмитента является риск рефинансирования долговых обязательств в условиях ухудшения ситуации на финансовых рынках. С этим трудно спорить, однако это затрагивает фактически всех эмитентов, а не одну «КОПЕЙКУ». Тем не менее, других столь громких понижений рейтинга агентство не сделало. При присвоении рейтинга агентство S&P «забыло» про фактор поддержки со стороны основного акционера («Уралсиб»), про то, что на балансе «КОПЕЙКИ» находится значительный портфель недвижимости, наконец, про то, что в российском ритейле сейчас идет активный период консолидации, и крупные покупатели (такие, например, как X5) готовы купить «все, что движется». Все это в агентстве, вероятно, предпочли не учитывать. Короче говоря, полученное значение рейтинга, мягко говоря, вызывает вопросы…

Снижение рейтинга моментально вызвало бурное обсуждение финансового сообщества. Естественно, отреагировали и облигации «КОПЕЙКИ», которых в обращении три выпуска. Облигации первого выпуска в силу небольшого объема в обращении низколиквидны и вряд ли могут служить индикативом. Более ликвидные второй и третий выпуск вели себя следующим образом: второй выпуск упал с 96.15 на 10 октября до 92.49 на 11 октября и 91.0 на 12 октября, с третьим выпуском все было еще драматичней — 10 октября цена закрытия составляла 98.99, а 11 октября — уже 89.5. Казалось бы, прямое подтверждение тому, что рынок оценил снижение рейтинга. Но после этого облигации «КОПЕЙКИ» снова начали расти — второй выпуск к началу ноября вышел на 93–93.5, третий — на уровень 95–95.5. Конечно, разница с уровнями до снижения рейтинга еще есть, но уже не столь драматичная. Получается, что рынок «переварил» снижение рейтинга и перестал обращать на него серьезное внимание.

Подводя итог этой истории, хочется сказать следующее. У нас немного сомнений в том, что мы не увидим дефолта по облигациям «КОПЕЙКИ». Более того, весьма вероятно, что вскоре облигации «КОПЕЙКИ» вернутся на те ценовые уровни, на которых они были до снижения рейтинга. Беда в том, что доверять рейтингам S&P после этого инвесторы будут намного меньше: если без видимых причин рейтинг нормального эмитента снижается до беспрецедентно низкого уровня, после чего с эмитентом ничего плохого не происходит, значит, что-то не так. Да и эмитенты, возможно, при выборе рейтингового агентства будут обходить S&P стороной — лучше не иметь никакого рейтинга, чем подвергать себя таким рискам. К сожалению, подобный демарш S&P в какой-то степени дискредитирует всю идею кредитных рейтингов, которая и без того пока что довольно плохо приживается на российском рынке.

Это соответствует критериям Standard & Poor's

26 октября Standard & Poor's разместило на своей ленте RatingsDirect ответы на наиболее часто задаваемые вопросы в связи со значительным понижением рейтинга ОАО «Торговый Дом «КОПЕЙКА». Мы приводим эти ответы в переводе с английского языка.

В чем основные причины столь существенного (на четыре ступени) понижения рейтинга?

Понижение рейтинга до уровня CC связано с рисками рефинансирования долговых обязательств «КОПЕЙКИ» в ближайшие шесть месяцев, а это соответствует критериям Standard & Poor's для данного уровня рейтинга. Решение группы не раскрывать свою финансовую отчетность по МСФО за 2006 г. в ситуации, когда финансовые риски «КОПЕЙКИ» возросли, а розничная сеть быстро расширялась, привело к тому, что Standard & Poor's поместило кредитные рейтинги «КОПЕЙКИ» в список CreditWatch («рейтинг на пересмотре») с негативным прогнозом 27 июля 2007 г. Мы сочли, что информация, поступавшая от группы в 2007 г., не была своевременной и полной, в то время как фактический уровень долговой нагрузки группы значительно превосходил ожидаемый.

Возросшая волатильность финансового рынка и общий дефицит ликвидности усложняют задачу рефинансирования долговых обязательств, и эмитенты рейтинговых категорий CC и CCC могут подвергнуться серьезным испытаниям, учитывая временные риски, связанные с погашением краткосрочных обязательств.

С учетом этих обстоятельств Standard & Poor's обращает особое внимание на риски рефинансирования — более, чем на любые другие факторы кредитоспособности.

Кроме того, «КОПЕЙКА», как и другие российские компании, подвергается рискам, связанным с ограничениями национальной банковской системы, в частности, в отношении возможности доступа к подтвержденным кредитным линиям и управления графиком погашения обязательств. В России страновые риски банковской системы по-прежнему выше, чем в других сопоставимых странах, что объясняется слабостью системы банковского регулирования и надзора, недостаточной прозрачностью структуры собственности банков и компаний, а также высокой (хотя и постепенно снижающейся) концентрацией кредитного портфеля, ресурсной базы и источников доходов российских банков.

Была ли альтернатива понижению рейтинга «КОПЕЙКИ» до уровня CC, например, приостановка поддержания рейтинга?

Как правило, мы приостанавливаем поддержание кредитного рейтинга в том случае, когда нам не предоставляется информация, необходимая для оценки кредитоспособности компании. Однако в случае «КОПЕЙКИ» мы имеем достаточно информации, чтобы сделать вывод о наличии высокого риска ликвидности. Это обязывает нас подать соответствующий сигнал, что мы и сделали, понизив рейтинг. Уже после этого «КОПЕЙКА» провела пресс-конференцию, на которой подтвердила высокий уровень долговой нагрузки.

Учитывался ли фактор поддержки акционеров при понижении рейтинга «КОПЕЙКИ»?

Мы не учитывали фактор поддержки акционеров при присвоении рейтингов «КОПЕЙКИ», так как не располагали достаточной информацией, которая свидетельствовала бы о возможности получения группой прямой финансовой поддержки от ее единственного акционера — финансовой корпорации «Уралсиб» (рейтинг не присваивался). Однако мы указали, что готовы пересмотреть рейтинг в случае усиления финансовой поддержки группы в форме вложений в ее акционерный капитал или помощи в укреплении ликвидности.

Могут ли факторы, определившие понижение рейтинга «КОПЕЙКИ», также привести к изменению рейтингов других российских ритейлеров?

Мы не считаем, что понижение рейтинга «КОПЕЙКИ» отражает какие-то общие тенденции в розничном секторе.

В какой степени портфель недвижимости «КОПЕЙКИ» уменьшает риск дефолта?

Объекты недвижимости в портфеле «КОПЕЙКИ» имеют определенную ценность и могут использоваться в качестве обеспечения, а также позволить «КОПЕЙКЕ» заключать сделки продажи с последующей обратной арендой в целях привлечения средств. Однако с такого рода сделками связаны значительные рыночные и временные риски, поэтому в случае «КОПЕЙКИ» мы не можем считать привлечение средств за счет портфеля недвижимости надежным способом краткосрочного финансирования.

Возможно ли дальнейшее изменение рейтингов «КОПЕЙКИ» в краткосрочной перспективе?

Теперь, когда рейтинг «КОПЕЙКИ» находится на уровне CC, кредитоспособность группы определяется главным образом ее позицией ликвидности, а не какими-либо другими факторами. Она может быстро повыситься, если группе удастся привлечь средства, необходимые для погашения краткосрочных обязательств. В частности, положительное влияние на уровень рейтинга могут оказать такие факторы, как получение группой поддержки в виде вложений в уставный капитал или заключение договоров с банками на предоставление кредитных линий. Учитывая затраты денежных средств на расширение торговой сети и их нагрузку на ликвидность «КОПЕЙКИ», мы будем отслеживать способность группы получать внешнее финансирование и финансовую гибкость как основные показатели, влияющие на уровень рейтинга.