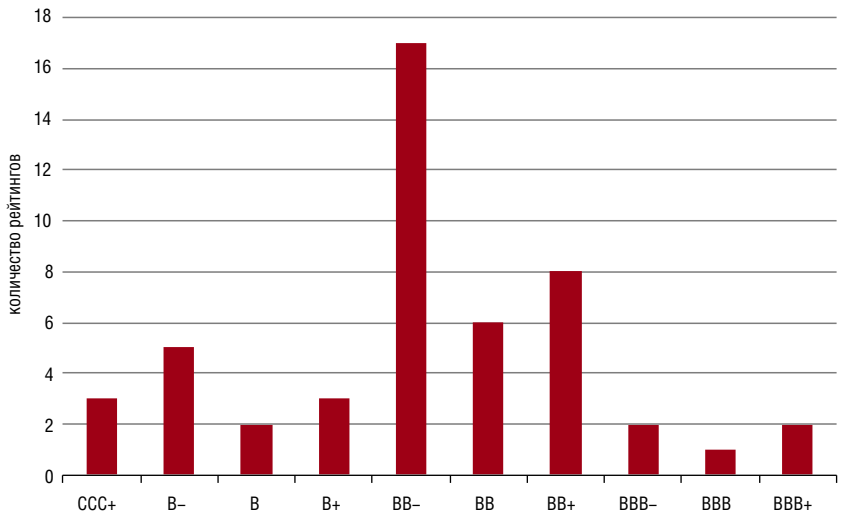
Александр ГРЯЗНОВ,
директор, корпоративные рейтинги, Standard & Poor's

Елена АНАНЬКИНА,
аналитический директор, корпоративные рейтинги, Standard & Poor's

Корпоративные кредитные рейтинги Standard & Poor's: чего ждать в будущем?

С 2007 по 2013 годы прослеживается любопытная тенденция в динамике суверенных и корпоративных рейтингов Standard & Poor's в России: несмотря на то что в 2007 году суверенный рейтинг Российской Федерации был выше, чем сейчас (2007 год: BBB+ по обязательствам в иностранной валюте, A– по обязательствам в национальной валюте; 2013 год: BBB по обязательствам в иностранной валюте, BBB+ по обязательствам в национальной валюте), средний уровень кредитных рейтингов российских компаний за этот период несколько вырос. В чем причины этого роста и какой динамики ожидать в будущем?

Рисунок 1
Распределение рейтингов российских компаний в сентябре 2007 г.[1]



Историю российских корпоративных рейтингов можно проследить на рисунках 1 и 2. Если в сентябре 2007 года самым частотным был рейтинг BB–, то сейчас распределение рейтингов по категориям носит гораздо более равномерный характер. Стало больше рейтингов в категории BBB. Это и госкомпании, рейтинги которых повышаются с учетом поддержки государства (такие, как «Роснефть»), и ряд частных компаний («ЛУКОЙЛ», «Новатэк», «Мегафон», «Фосагро» и другие). У некоторых госкомпаний уровень собственной кредитоспособности тоже вырос и достиг уровня BBB– (например, у «Газпрома»). С другой стороны, увеличилось и количество рейтингов в категории B. Среди них много новых рейтингов, присвоенных сравнительно недавно.

[1] Суверенный рейтинг России по обязательствам в иностранной валюте: BBB+; прогноз по рейтингу: «Стабильный»; суверенный рейтинг России по обязательствам в национальной валюте: A–; прогноз по рейтингу: «Стабильный».

С чем связано повышение рейтингов?

Причина повышения рейтингов отнюдь не в переоценке страновых рисков: здесь мы как раз не видим существенного улучшения. Уровень рейтингов российских компаний по-прежнему сдерживается недостаточной предсказуемостью регулирования, слабостью судебной системы и недостаточно развитой финансовой системой. По сравнению с зарубежными компаниями российские предприятия, особенно второго-третьего эшелона, имеют меньше возможностей привлекать долгосрочное финансирование.

Если говорить о госкомпаниях, то рост рейтингов связан в том числе с нашей переоценкой вероятности государственной поддержки. Мы были свидетелями того, как в 2008–2009 годах российское государство активно помогало госкомпаниям, и ожидаем высокой вероятности повторения подобного сценария в будущем.

Рост собственной кредитоспособности как государственных, так и частных компаний связан с позитивной динамикой их развития, укреплением позиций на рынке, наработкой опыта и улучшением качества корпоративного управления. Во многих случаях рост рейтингов обусловлен динамикой конкретных отраслей и улучшением финансового положения отдельных компаний. Кроме того, мы наблюдали улучшения в трационно слабых для развивающихся рынков областях, таких как управление ликвидностью, финансовая политика и корпоративное управление. Повышение рейтингов, особенно тех, что находятся в нижней части рейтинговой шкалы, часто связано с прогрессом, достигнутым именно в этих сферах.

Согласно нашим критериям, если ликвидность оценивается как «слабая» (то есть имеющиеся источники ликвидности не покрывают потребности в ней на ближайшие 12 месяцев), уровень рейтинга не может быть выше B– даже при условии прибыльности компании и не слишком большой величине долга. Еще пять лет назад ликвидность была слабым местом большого числа российских компаний. Хотя общий уровень долга мог быть сравнительно невысоким, значительная его часть носила краткосрочный характер, а подтвержденные кредитные линии являлись редкостью. Именно это во многом спровоцировало волну дефолтов в конце 2008-го — начале 2009 года. Сейчас среди компаний, имеющих рейтинги, ситуация гораздо лучше. За последние годы отрейтингованные российские компании стали активнее заниматься управлением ликвидностью. Тем не менее ликвидность остается важнейшим компонентом нашего анализа, особенно для компаний, рейтинги которых находятся в нижней части шкалы, а также для компаний, впервые получающих рейтинг.

Вторая важная тенденция — улучшение качества раскрытия информации и корпоративного управления. Сейчас практически все российские компании, имеющие рейтинг, представляют

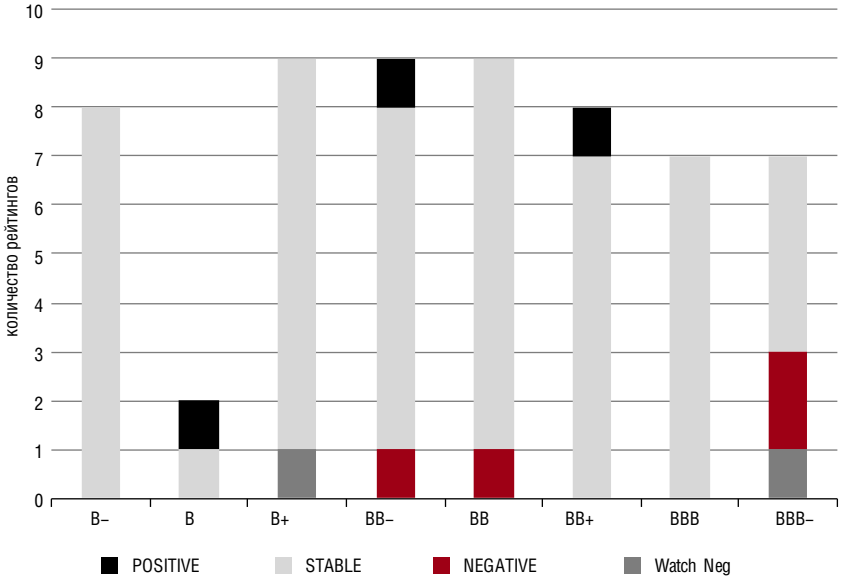
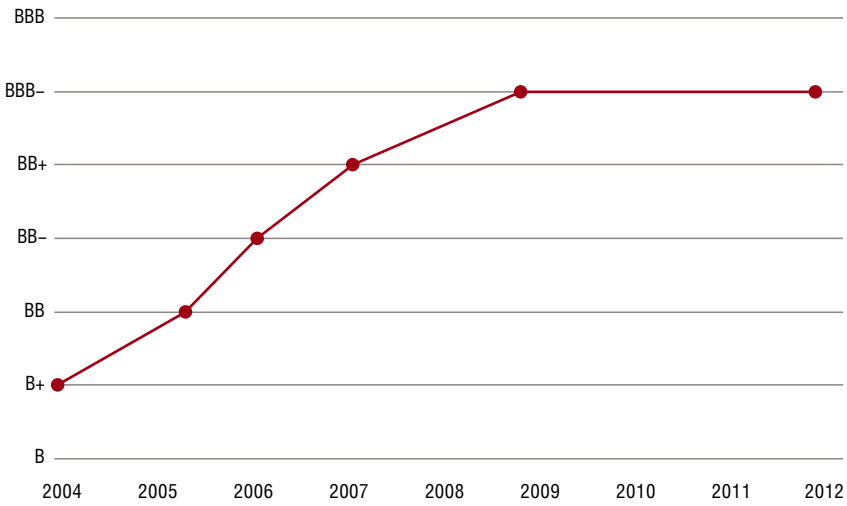


Рисунок 2
Распределение рейтингов российских компаний в сентябре 2013 г.[2]

Рисунок 3
История корпоративного рейтинга компании «Мегафон»



[1] Суверенный рейтинг России по обязательствам в иностранной валюте: BBB; прогноз по рейтингу: «Стабильный»; суверенный рейтинг России по обязательствам в национальной валюте: BBB+; прогноз по рейтингу: «Стабильный».

аудированную финансовую отчетность по международным стандартам и подробно раскрывают операционные показатели. Но необходимо отметить, что рейтинги охватывают лишь небольшую часть рынка. Мы видим, что в России еще много компаний, которые имеют достаточно устойчивый бизнес, но при этом не раскрывают какую-то часть информации. Не являясь аудиторами, рейтинговые агентства полагаются на аудированную финансовую отчетность и дополнительную информацию, полученную от менеджмента. В случае если, по нашему мнению, информации недостаточно, мы не можем провести адекватную оценку кредитного качества и присвоить рейтинг. Что касается корпоративного управления, то оно сильно варьируется: многие российские публичные компании мало отличаются от западных, в то же время для ряда компаний непрозрачные структуры собственности и механизмы принятия решений становятся препятствием для получения высокого рейтинга.

Одним из наиболее наглядных примеров повышения рейтинга российской компании является история компании

МЕТОДОЛОГИЯ ПРИСВОЕНИЯ КОРПОРАТИВНЫХ КРЕДИТНЫХ РЕЙТИНГОВ

Постоянное совершенствование методологии присвоения рейтингов — это часть глобальной стратегии компании Standard & Poor's, и совсем недавно мы завершили процесс пересмотра критериев присвоения рейтингов суверенным эмитентам, финансовым организациям и страховым компаниям.

Мы не ставим своей целью существенное изменение действующих критериев, поскольку статистика дефолтов и переходов рейтингов в другие категории продолжает оставаться хорошей. Это подтверждает, что корпоративные рейтинги по-прежнему являются надежными индикаторами кредитного качества эмитентов на протяжении прогнозируемого периода.

Основную задачу пересмотра критериев мы видим в улучшении прозрачности рейтингового процесса. Мы хотим добиться того, чтобы все участники рынка понимали, как оценивается тот или иной рейтинговый фактор и как каждый из этих факторов влияет на итоговый уровень рейтинга. Но при этом, как и прежде, аналитическая оценка остается важнейшим элементом нашего кредитного анализа.

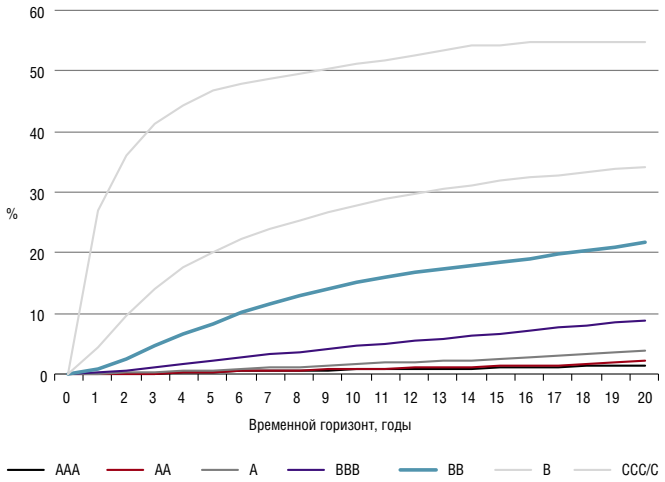
Кроме того, мы полагаем, что использование новых критериев поможет улучшить сопоставимость корпоративных рейтингов как внутри какой-либо отрасли или страны, так и в более глобальном плане, позволяя еще в большей степени сопоставлять рейтинги компаний разных отраслей и стран. С этой целью мы присвоили и опубликовали предварительные оценки риска для конкретных стран и планируем обнародовать оценки риска для различных отраслей, которые будут использоваться при анализе профиля бизнес-рисков компаний. Мы также планируем опубликовать методологические статьи под общим названием «Ключевые факторы кредитоспособности» по каждой из отраслей, в которых будут описываться основные показатели, используемые нами для оценки конкурентной позиции и прибыльности компаний этих отраслей. Для улучшения сопоставимости рейтингов мы предлагаем стандартизировать аналитические корректировки, применяемые нами к показателям финансовой отчетности, в частности к оценке избыточных денежных средств (surplus cash) и операционного лизинга.

В предлагаемых критериях мы делаем акцент не на текущих, а на прогнозных показателях, в том числе финансовых. Наряду с основными финансовыми показателями — такими, как долг / EBITDA и FFO / долг, мы предполагаем использование дополнительных, которые могут позитивно или негативно влиять на оценку финансового риска. Так, для компаний с высоким уровнем долговой нагрузки мы планируем делать акцент на коэффициенты, связанные с покрытием процентов (EBITDA/ проценты; FFO / проценты), а для компаний с более сильным финансовым профилем — на показатели, связанные с денежными потоками (например, свободный денежный поток / долг).

26 июня мы опубликовали проект предлагаемых критериев, предложив их самой широкой аудитории и попросив участников рынка предоставить свои комментарии до 16 сентября. В ближайшее время мы проанализируем полученные комментарии, внесем необходимые коррективы и опубликуем финальный вариант критериев.

С учетом всего вышесказанного мы не ожидаем, что пересмотр критериев приведет к существенным изменениям текущих рейтингов. Результаты проведенного тестирования на достаточно широкой выборке рейтингов свидетельствуют о том, что в случае принятия проекта критериев в опубликованном ранее виде изменится не более 10% рейтингов, причем абсолютное большинство изменений будут не более чем на одну ступень, а число повышений рейтингов будет приблизительно равно числу понижений.

Рисунок 4. Общая средняя кумулятивная вероятность корпоративного дефолта в зависимости от рейтинга



«Мегафон». В 2004 году компании был присвоен рейтинг B+, к настоящему времени он вырос до инвестиционного уровня BBB–. Этому способствовали постоянное улучшение рыночной позиции компании, постепенно снижавшийся уровень долга, предсказуемая финансовая политика, а также консервативный подход к сделкам по слияниям и поглощениям. Все это позволило «Мегафону» сохранить инвестиционный уровень рейтинга, несмотря на смену собственника и единовременную выплату больших дивидендов.

ПРОГНОЗ

Учитывая текущую политическую ситуацию и фундаментальные слабости российской экономики, мы не видим предпосылок для снижения страновых рисков в России в среднесрочной перспективе, что в принципе могло бы способствовать повышению корпоративных рейтингов. Мы полагаем, что будущая динамика рейтингов, помимо отдельных особенностей каждой компании, будет определяться следующими основными факторами:

- **Стратегия компаний** в условиях замедляющегося экономического роста в России и макроэкономической неопределенности в мире. Прежде всего мы анализируем способность и готовность компаний сокращать инвестиции и дивиденды в случае падения операционного денежного потока: например, вследствие падения цен на основную продукцию или из-за замораживания регулируемых тарифов.
- **Финансовая политика и качество управления.** Прозрачность и предсказуемость финансовой политики отдельно взятой компании снижают риски для кредиторов. Сделки со связанными сторонами, неожиданные крупные покупки активов и выплаты дивидендов, особенно не подкрепленные запасом ликвидности, могут привести к дефолту — даже если уровень долговой нагрузки сравнительно невысок. Ключевым фактором является также управление ликвидностью и валютным риском.
- **Политика государства в отношении поддержки госкомпаний.** Чем понятнее и прозрачнее механизмы государственной поддержки, тем больше оснований у нас учитывать эту ожидаемую поддержку в рейтингах. Стоит подчеркнуть, что речь идет о финансовой поддержке во избежание дефолта по долговым обязательствам, а не просто о поддержке бизнеса и поддержании занятости в регионе.
- **Политика кредитования крупных госбанков.** Далеко не все российские заемщики имеют доступ к мировым рынкам капитала и даже к рынку рублевых облигаций, и крупные госбанки по-прежнему играют доминирующую роль в финансовой системе. Резкие изменения их политики кредитования могут существенно повлиять на ликвидность многих компаний, особенно небольших.

DERIVATIVES and structured products

ДЕРИВАТИВЫ И СТРУКТУРИРОВАННЫЕ ПРОДУКТЫ

15 ноября 2013 года
Москва

Организатор: Cbonds congress

Генеральный спонсор: SAXO BANK

Новая конференция в линейке мероприятий Cbonds претендует на то, чтобы стать ключевой площадкой для обсуждения вопросов рынка производных финансовых инструментов. В ходе профессиональной конференции будут затронуты вопросы структуры рынка, его динамики, особенности регулирования, используемые инструменты и стратегии.

Стоимость участия – 18 000 руб.

Контакты:

Регистрация: Елена Мокрицкая
Тел. +7 (812) 336–97–21 *104
e–mail: elena@cbonds.info

Программа, спонсорство: Екатерина Гриценко
Тел. +7 (812) 336–97–21 *223
e–mail: kate@cbonds.info

www.cbonds-congress.com