Владимир СНОРКИН,
управляющий директор — руководитель методологической группы АКРА

Альфия ВАСИЛЬЕВА,
эксперт группы рейтингов проектного финансирования и инфраструктуры АКРА

Александр ГУЩИН,
заместитель группы корпоративных рейтингов АКРА

Максим ХУДАЛОВ,
старший директор — руководитель группы оценки рисков устойчивого развития АКРА

Итоги года — 2020: взгляд рейтингового агентства

Почти весь 2020 год прошел под знаком турбулентности. Закрытые границы, рост безработицы, волатильность на рынках — это реальность, в которой мы оказались. Однако новая реальность не означает стагнацию рынка. АКРА проанализировало и выделило основные тенденции уходящего года с точки зрения рейтингового агентства. Какие-то из них только начали оформляться, другие — уже закрепились, но, безусловно, каждая заслуживает внимания.

РУБЛЕВЫЙ РЫНОК ДЛЯ ИНОСТРАННЫХ ЭМИТЕНТОВ

В 2020 году исполнилось 10 лет со дня первого выпуска ценных бумаг иностранного эмитента в России: им стал Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР), разместивший два выпуска облигаций 30 сентября 2010 года. И хотя подобная практика не получила широкого распространения, можно констатировать, что ситуация начала меняться. По данным Refinitiv, с 2017 года объем размещений облигаций нерезидентов вырос почти в 7 раз, приблизившись к 100 млрд рублей. На первый взгляд, сумма может показаться незначительной на фоне общего объема долгового рынка. Однако динамика роста позволяет с оптимизмом смотреть на этот сегмент. На сегодняшний день в обращении находятся рублевые облигации правительства Беларуси и Казахстана, а также облигации отдельных белорусских и казахских компаний.

По оценкам АКРА, интерес нерезидентов, особенно из стран СНГ, к российскому рынку будет лишь возрастать. Мы связываем эту тенденцию с желанием эмитентов диверсифицировать свои портфели и снизить зависимость от доллара США как валюты фондирования. Особенно актуальным это видится эмитентам из стран ЕАЭС, которым зачастую комфортнее иметь долг в валюте государства — одного из основных торговых партнеров.

Одновременно с этим приход на рублевый рынок иностранных эмитентов интересен и российским институциональным инвесторам, которые получают возможность диверсифицировать свои

портфели не только за счет новых имен, но и благодаря их долговым инструментам, не несущим риска фондирования в иностранной валюте. При этом во главу угла для них ставится вопрос оценки степени кредитного риска. По российскому законодательству, иностранный эмитент при размещении облигаций на российском рынке напрямую не обязан иметь рейтинг российского аккредитованного рейтингового агентства, если у него уже есть рейтинг от одного из международных агентств. Однако практика таких размещений показывает, что большинство из них осуществляется через российскую SPV, а в этом случае для попадания в высший котировальный список биржи необходимо получать рейтинг по национальной шкале для РФ от российского агентства.

Учитывая растущий спрос на оценку кредитного качества в уходящем году, АКРА утвердило несколько ключевых методологий для присвоения кредитных рейтингов по международной шкале в дополнение к механизмам сопоставления международной и национальной шкалы. В своей оценке мы придерживаемся двухступенчатого подхода и считаем его наиболее оптимальным. Такой подход означает, что сначала эмитент-нерезидент получает кредитный рейтинг по международной шкале, которая обеспечивает сопоставление рейтингуемых лиц на глобальном рынке. Международная шкала предполагает абсолютный характер природы риска ввиду отсутствия привязки к «точке отсчета» для совокупной шкалы в лице уровня кредитоспособности отдельной страны. Тем не менее присваиваемый рейтинг по международной шкале ограничен рейтингом той юрисдикции, в которой эмитент оперирует и, как правило, не может быть выше «странового потолка». Затем международный рейтинг этого эмитента в соответствии с методологией сопоставления международной и национальной рейтинговых шкал преобразуется в рейтинг по национальной шкале. Она, в свою очередь, предполагает сопоставление с кредитным риском обязательств Российской Федерации, что означает относительный характер природы кредитного риска.

Условием для осуществления описанных выше действий является наличие оценки кредитоспособности как Российской Федерации, так и страны происхождения эмитента, влияющей на его кредитный рейтинг через «страновой потолок», а также в отдельных случаях через факторы операционной среды. В АКРА обе оценки основываются на методологии присвоения кредитных рейтингов суверенным эмитентам по международной шкале, которая построена с учетом статистики и обстоятельств суверенных дефолтов в мире. Что касается отраслевых международных методологий АКРА, например финансовых институтов или нефинансовых компаний, то они в зависимости от объекта рейтинга учитывают специфику операционной среды, включающую отраслевые, регуляторные и прочие риски юрисдикции присутствия рейтингуемого лица, которые не отражены в суверенном кредитном рейтинге. Эти методологии основываются на статистике (в том числе с учетом дефолтов) финансовых и нефинансовых организаций различных стран, что позволяет добиваться репрезентативного международного сопоставления финансовых и других качественных и количественных показателей. В итоге вся эта совокупность взаимоувязанных методологий позволяет обеспечивать сопоставимость кредитных рейтингов по международной шкале вне зависимости от юрисдикции.

Применение двухступенчатого подхода на практике наиболее четко можно проследить на примере международных финансовых институтов (МФИ) — эта категория была самой многочисленной из числа иностранных эмитентов, получивших рейтинги АКРА (в 2020 году агентство присвоило национальные и международные рейтинги пяти МФИ). Их кредитные рейтинги по международной шкале АКРА варьируются от AAA до BBB+, а по национальной шкале все банки, кроме одного, имеют самый высокий рейтинг — AAA(RU), что приравнивает уровень их кредитного риска к риску обязательств РФ. Таким образом, их обязательства становятся практически безрисковыми в рамках национальной шкалы, хотя есть различия в кредитном качестве по международной шкале.

ОБЛИГАЦИИ КАК ИСТОЧНИК ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНФРАСТРУКТУРЫ

Одной из самых заметных тенденций глобального рынка проектного финансирования последних лет является диверсификация финансовых инструментов и расширение круга инвесторов проектов. До кризиса 2008 года основными кредиторами сделок проектного финансирования были коммерческие банки, финансировавшие проекты в течение всего срока их жизни. Однако ужесточение регуляторной среды вынудило банки перестраивать политику по управлению рисками и предъявлять более жесткие требования к проектам. В этих условиях организаторы сделок обратили внимание на фондовый рынок. За последние 3 года более 25% (или в среднем около $100 млрд) всего объема заемных средств в сделках проектного финансирования приходилось на облигации.

Российскому рынку пока далеко до таких показателей: на сегодняшний день объем рынка облигаций проектного финансирования у нас составляет всего лишь около 140 млрд рублей, однако уходящий год показал, что его развитие идет по общемировому сценарию с характерными специфическими чертами. По оценкам АКРА, в России наблюдается тенденция к финансированию проектов за счет выпусков финансовых инструментов, обеспеченных денежными потоками лишь по одному или двум проектам. Это довольно интересный формат структурирования сделок, так как в этом случае крайне важным является анализ не только структуры проектно-финансовой транзакции, но и кредитного качества самого проекта и его последующий мониторинг. Эту задачу должны выполнять рейтинговые агентства, которые могут раздельно моделировать кредитный риск проектов ГЧП на строительной и операционной стадиях, что дает наиболее объективное представление об уровне кредитного качества проектов. При этом, как правило, на операционной стадии рейтинг проекта обычно достигает более высокого уровня в силу специфики сделок проектного финансирования.

Российский рынок проектного финансирования сейчас находится в той стадии, когда расширение круга по-

УХОДЯЩИЙ ГОД ПРИНЕС ПОНИМАНИЕ, ЧТО ТОЛЬКО ЛИШЬ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ – ДАЛЕКО НЕ ЕДИНСТВЕННОЕ, НА ЧТО НЕОБХОДИМО ОБРАЩАТЬ ВНИМАНИЕ, ОЦЕНИВАЯ БИЗНЕС

тенциальных инвесторов представляется довольно актуальным, особенно в рамках проектов, реализуемых в формате государственно-частного партнерства. Механизмы структурирования таких сделок через банковские кредиты давно апробированы рынком. Это создает возможность создания долгосрочных финансовых инструментов проектного финансирования со стабильными параметрами кредитного качества (обособление денежного потока проекта с помощью SPV, резервы ликвидности, обеспечение, распределение риска между ключевыми участниками проекта и т. д.).

Драйвером развития здесь в первую очередь может выступить расширение проектов по развитию региональной инфраструктуры: так, например, совокупные капиталовложения в инфраструктурные проекты в 2019 году составили не менее 1.7 трлн рублей. Впрочем, до трети из них приходится на Москву, и этот факт свидетельствует о том, что пока далеко не все субъекты Федерации и муниципалитеты активно участвуют в росте российского рынка облигаций проектного финансирования. Между тем для инвесторов это было бы дополнительным стимулом, ведь кредитное качество субъекта или муниципалитета, участвующего в проекте, в той или иной мере транслируется и на сам проект. Такие примеры уже есть: это и Санкт-Петербург (Западный скоростной диаметр), и Москва (Северный дублер Кутузовского проспекта), и Ямало-Ненецкий автономный округ (проектирование, строительство, оснащение и техническая эксплуатация объектов, предназначенных для размещения образовательных организаций), и Ульяновская область (строительство, оснащение и эксплуатация многоцелевого крытого спортивного комплекса с искусственным льдом), и т. д. Очевидно, что более активная роль субъектов РФ и муниципалитетов на рынке проектного финансирования позволила бы расширить спектр возможностей для привлечения инвестиций и повышения качества жизни общества. Все это также могло бы оказать позитивное влияние на развитие российского рынка проектного финансирования в целом.

Серьезным потенциалом развития обладает, на наш взгляд, рынок облигаций специализированных финансовых обществ и специализированных обществ проектного финансирования. Возможность выпуска структурных облигаций такими эмитентами появилась в российской практике после вступления в силу Федерального закона от 18.04.2018 № 75-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» в части регулирования структурных облигаций». В этом году состоялось первое размещение таких бумаг в рамках проектов в области возобновляемых источников энергии (ВИЭ): ООО «СФО РуСол 1» осуществил размещение структурных облигаций на 5.7 млрд рублей с залоговым обеспечением в целях рефинансирования капитальных расходов ООО «Солар Системс» на строительство с последующей эксплуатацией парков солнечных электростанций в Астраханской области. Особенностью данного типа облигаций является то, что право их владельцев на получение выплат зависит от наступления установленных в решении о выпуске тех или иных обстоятельств, например банкротства проектной компании.

По оценкам АКРА, объем размещений облигаций проектного финансирования в сегменте ГЧП в течение ближайших нескольких лет может достигнуть 237 млрд рублей — это составляет всего лишь 2.7% от совокупного объема рынка корпоративных облигаций РФ, но даже данный объем потенциальных размещений позволит увеличить объем обращающихся на Московской бирже облигаций проектного финансирования на 135%.

ВЫСОКОДОХОДНЫЕ ОБЛИГАЦИИ: КАК ОПРЕДЕЛИТЬ СТЕПЕНЬ РИСКА

Продолжившаяся в этом году тенденция снижения ставок по депозитам укоренила другую — все больше розничных инвесторов, ранее ограничивавшихся вкладами, выходят за бóльшими доходностями на облигационный рынок. При этом сегмент эмитентов с высоким кредитным качеством не дает привычные для них 9–12% годовых. В результате мы видим приток значительного объема средств физических лиц в сегмент высокодоходных облигаций (ВДО). К сожалению, не все новоиспеченные инвесторы понимают, что ВДО — это не замена депозиту, о котором можно «забыть» до момента истечения срока, а повышенный купон — следствие повышенных рисков, ключевой из которых — кредитный.

С учетом возможных дефолтов реальная доходность портфеля ВДО может ока-

заться на уровне депозита и даже ниже. Для минимизации рисков одним из основных инструментов является диверсификация портфеля по эмитентам, которые нужно кропотливо проанализировать и отбирать наиболее подходящие по риск-аппетиту. Далеко не каждый вчерашний «депозитчик» готов тратить столько времени на инвестирование и часто не обладает необходимыми знаниями. В таких случаях наиболее полезным будет использование кредитного рейтинга при формировании портфеля нужного кредитного качества и его дальнейшего мониторинга.

Понимая все эти аспекты, для защиты инвесторов и повышения их информированности о принимаемых рисках Московская биржа с октября 2020 года ввела требования по наличию рейтинга у эмитента для включения его в «Сектор Роста», во многом состоящего из бумаг эмитентов ВДО. Все это свидетельствует о постепенном изменении роли рейтингов на российском финансовом рынке. Если до 2020 года рейтинг был скорее элементом системы регулирования (он, по сути, ограничивал доступный для институциональных инвесторов набор инструментов, но итоговые инвестиционные решения принимались профессионалами), то теперь это едва ли не ключевой индикатор кредитного риска для зачастую неподготовленных розничных инвесторов. Несмотря на то что суть работы рейтинговых агентств от этого принципиально не меняется, нужно понимать, что это новый, совершенно иной уровень ответственности.

Приток инвестиций в сектор ВДО на фоне исторически низких ставок обусловил выход на рынок большого количества новых эмитентов. Причем благодаря реализуемым государством мерам по облегчению доступа к финансовым рынкам для МСП размер таких эмитентов невелик. В результате рейтинговым агентствам, традиционно работающим с крупным бизнесом, необходимо понять для себя, насколько их методологическая база применима для анализа таких эмитентов. В АКРА мы провели дополнительную валидацию наших подходов. Например, наша методология оценки нефинансовых компаний изначально строилась и валидировалась на основе данных 140 компаний, выбор которых был во многом определен доступностью финансовых и операционных показателей. Совершенно естественно, что эти компании были представителями крупного бизнеса, так как уровень раскрытия по небольшим эмитентам существенно ниже. В прошлом году мы провели дополнительную проверку наших подходов, протестировав возможное распределение по рейтинговой шкале около 1 тыс. компаний с выручкой от 1 до 4 млрд рублей, чтобы быть уверенными в корректности наших рейтингов при работе с небольшими компаниями.

Есть еще один интересный аспект в работе рейтинговых агентств на рынке ВДО. Как уже было сказано, исторически облигационный рынок был сформирован преимущественно за счет эмитентов с достаточно высоким кредитным качеством. Как результат, рейтинговые шкалы российских агентств хорошо заполнены в высоких категориях, тогда как эмитенты с низкими рейтингами представлены крайне слабо. Рейтингование эмитентов ВДО позволит частично исправить этот перекос.

КАК УСТОЙЧИВОЕ РАЗВИТИЕ ОБРЕЛО УСТОЙЧИВОЕ ОСНОВАНИЕ

«How dare you?» — прозвучало с трибуны ООН в 2019 году, а уже в этом стало очевидно, что именно эта фраза послужила тем камешком, который сдвинул лавину ESG (качество экологического, социального и корпоративного управления) и сделал эту тему наиболее обсуждаемой в финансовом мире. Сегодня о своей приверженности устойчивому финансированию заявляют крупнейшие компании и коммерческие банки, биржи создают соответствующие индексы. Уходящий год принес общемировое понимание, что только лишь финансовые показатели — это далеко не единственное, на что необходимо обращать внимание, оценивая тот или иной бизнес.

Характерно, что взгляд на устойчивое развитие изменился: если раньше это было добровольное улучшение имиджа компании, которое позволяло ей демонстрировать свои ценности инвесторам, сотрудникам и местными жителям, то сегодня направленность на устойчивое развитие становится чем-то большим, чем просто необходимостью. Во-первых, инвесторы переписывают свои стратегии инвестирования, и многие фактически не будут иметь возможности приобретать финансовые инструменты, выпущенные не ориентированными на устойчивое развитие

ОБЪЕМ РАЗМЕЩЕНИЙ ОБЛИГАЦИЙ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В СЕГМЕНТЕ ГЧП В ТЕЧЕНИЕ БЛИЖАЙШИХ НЕСКОЛЬКИХ ЛЕТ МОЖЕТ ДОСТИГНУТЬ 237 МЛРД РУБЛЕЙ

эмитентами (вплоть до того, что банки не смогут кредитовать отдельные направления деятельности). Во-вторых, ЕС и многие другие страны, которые собираются добиваться углеродной нейтральности экономики к 2050 году, планируют вводить углеродный налог на ввозимые товары из стран, где, по мнению европейских регуляторов, не уделяется должного внимания вопросам экологии, либо на товары, произведенные компаниями, которые не способны убедительно обосновать свою экологичность.

На первый взгляд может показаться, что тема ESG и устойчивого финансирования применима лишь к крупным компаниям, в частности экспортерам сырья. Да, в первую очередь к ним будут предъявлять свои претензии зарубежные регуляторы и инвесторы, и именно они первыми столкнутся с отказами в выдаче кредитов со стороны переписывающих свои стратегии крупных международных банков или с их удорожанием. Однако о трансформации придется задуматься и малому бизнесу: уже сейчас российские банки постепенно внедряют у себя практики устойчивого финансирования и транслируют новые требования на все категории клиентов.

Как это часто происходит в случае с возросшей популярностью какой-либо темы, сосредоточенность на вопросах ESG и устойчивого развития стала причиной того, что нередко можно увидеть необъективные оценки и непонимание «зеленой темы» и, как следствие, завышенные ожидания эмитентов и инвесторов относительно друг друга. Компании стали готовить отчеты об устойчивом развитии, не всегда разобравшись с особенностями тех или иных продуктов. Еще тяжелее инвесторам, фактически они берут на себя обязательства влиять на движение развития мира в правильном направлении через вложения своих средств. Но куда? Любая прогрессивная технология, обещающая прорывы в экологии с точки зрения использования ископаемых видов топлива, оказывается на поверку сопряженной со значительным использованием химических процессов, которые производят яды куда более опасные, чем невредные для человека, вообще говоря, выбросы CO_2.

Разобраться в видах облигаций и кредитов в области устойчивого развития тоже не так просто, несмотря на в общем-то понятную идеологию. Да и соответствие тех или иных технологических решений международным и нарождающимся российским стандартам может вызывать вопросы.

В этой связи ведущие верификаторы/аудиторы в мире сегодня активно разрабатывают подходы к оценке и верификации инструментов устойчивого финансирования. Отдельным пунктом стоит проблема манипуляции информацией: к сожалению, нередки случаи гринвошинга, когда под маркой «зеленого» проекта выступают обычные бизнес-решения, под которые решено привлечь «зеленые», порой чуть более дешевые, чем обычные, деньги. До сих пор не хватает согласованности ESG-оценок ведущих международных ESG-верификаторов, где одна и та же компания может стоять в конце шкалы у одних верификаторов и в лидерах качества экологического, социального и корпоративного управления у других.

Очевидно, что эти и другие проблемы вызывают вопросы у регуляторов, инвесторов, эмитентов и представителей общественности, и мы убеждены, что рейтинговые агентства, развивающие эту экспертизу, способны на многие из этих вопросов ответить. Будучи институтом российского финансового рынка, направленного на защиту прав инвесторов на качественную информацию, АКРА не просто активно участвует в развитии российского рынка устойчивого финансирования, но и выделило эту специализацию в отдельное направление. В 2020 году были разработаны проекты методологий оценки «зеленых» обязательств, включающих как облигации, так и кредитные продукты, методология оценки социальных обязательств и обязательств в области устойчивого развития, методология оценки ESG для финансовых, нефинансовых, суверенных и субсуверенных эмитентов. Совместно с коллегами из ВШЭ проводятся многочисленные исследования для создания практик использования ESG-показателей, их взаимосвязи с показателями кредитоспособности и с реальными данными об авариях и забастовках, стычках с местным населением в компаниях. Мы понимаем сложность новой тематики для рынка и убеждены, что качественная аналитика, методологии мирового уровня позволят упорядочить это все еще очень хаотичное направление финансирования совместно с клиентами и всеми заинтересованными сторонами.

ЕСЛИ ДО 2020 ГОДА РЕЙТИНГ БЫЛ СКОРЕЕ ЭЛЕМЕНТОМ СИСТЕМЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ, ТО ТЕПЕРЬ ЭТО ЕДВА ЛИ НЕ КЛЮЧЕВОЙ ИНДИКАТОР КРЕДИТНОГО РИСКА

mkb private bank
Новая классика
Private banking
в превосходном исполнении
Композитор
Кирилл Рихтер
ПАО «МОСКОВСКИЙ КРЕДИТНЫЙ БАНК».
Генеральная лицензия Банка России №1978 от 06.05.2016 г.
private.mkb.ru
Реклама