Александра Димитриевич,
управляющий директор,
направление «Региональные и муниципальные финансы»,
Standard & Poor's

Эммануэль Дюбуа-Пелерен,
управляющий директор,
направление «Рейтинги предприятий инфраструктуры»,
Standard & Poor's

Елена Ананькина,
аналитический директор,
направление «Корпоративные рейтинги»,
Standard & Poor's

Квазисуверенный РЕЙТИНГ

ОРГАНИЗАЦИИ, СВЯЗАННЫЕ С ГОСУДАРСТВОМ (ОСГ) — ЭТО ПРЕДПРИЯТИЯ, ПОТЕНЦИАЛЬНО ЯВЛЯЮЩИЕСЯ ОБЪЕКТАМИ ГОСУДАРСТВЕННОГО ВМЕШАТЕЛЬСТВА В ПЕРИОДЫ ЭКОНОМИЧЕСКИХ СТРЕССОВ. В БОЛЬШИНСТВЕ СЛУЧАЕВ ДАННЫЕ КОМПАНИИ ЧАСТИЧНО ИЛИ ПОЛНОСТЬЮ КОНТРОЛИРУЮТСЯ ПРАВИТЕЛЬСТВОМ И УЧАСТВУЮТ В РЕШЕНИИ ЗАДАЧ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ПОЛИТИКИ ИЛИ ПРЕДОСТАВЛЕНИИ ОСНОВНЫХ УСЛУГ НАСЕЛЕНИЮ. ЗА ГОДЫ СВОЕЙ РАБОТЫ АГЕНТСТВО STANDARD & POOR'S РАЗРАБОТАЛО КРИТЕРИИ ПРИСВОЕНИЯ РЕЙТИНГОВ ТАКИМ ОРГАНИЗАЦИЯМ И, В ЧАСТНОСТИ, ОПРЕДЕЛИЛО, КАКИМ ОБРАЗОМ СЛЕДУЕТ УЧИТЫВАТЬ РАЗНОГО РОДА ПОДДЕРЖКУ, ОКАЗЫВАЕМУЮ ОСГ ПРАВИТЕЛЬСТВАМИ СТРАН, В КОТОРЫХ ОНИ ОСУЩЕСТВЛЯЮТ СВОЮ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ.

По нашим наблюдениям, взаимосвязи между ОСГ и соответствующими правительствами становятся все более сложными.

В большинстве случаев вмешательство происходит в форме экстренной государственной поддержки, что может положительно влиять на кредитный рейтинг компании. Однако бывают случаи, когда вмешательство оборачивается передачей ресурсов организации государству и ухудшает ее кредитоспособность. Мы называем государственное вмешательство «экстренным», когда речь идет вмешательстве в дела конкретной организации в определенный момент времени, чаще всего — в связи с финансовыми трудностями, переживаемыми этой организацией.

Как правило, организации, связанные с государством, принадлежат к государственному сектору и находятся под контролем органа власти (или нескольких органов власти), который владеет контрольным пакетом. Однако нам также встречались компании, в капитале которых государство почти или вообще не участвовало, но которые получали экстренную государственную поддержку ввиду либо своей системной значимости, либо крайне важной

роли в обеспечении рынка товарами (услугами) первой необходимости. Такое чаще происходит в странах, имеющих интервенционистские, то есть склонные к вмешательству в экономику, правительства.

При присвоении кредитных рейтингов Standard & Poor's учитывает вероятность принятия правительством соответствующей страны своевременных экстренных мер, способных повлиять на кредитоспособность данной организации в период экономического или финансового стресса. В своем анализе Standard & Poor's учитывает целый ряд политических и экономических факторов — особенно в тех случаях, когда «собственные» характеристики кредитоспособности данной организации быстро меняются, а предыдущий опыт государственной поддержки неоднозначен.

ОСНОВЫ РЕЙТИНГОВОГО ПРОЦЕССА

В общем случае Standard & Poor's исходит из того, что кредитное качество организаций, связанных с государством, находится на отрезке между их «собственной» кредитоспособностью и кредитоспособностью национального правительства включительно. «Собственная» кредитоспособность отражает кредитные характеристики данной организации без учета экстренной поддержки или дополнительной нагрузки, а рейтинг правительства говорит о способности и готовности данного правительства оказывать поддержку компании (или, в неблагоприятных сценариях, о его потребностях в использовании ресурсов ОСГ). В какой именно точке отрезка оказывается рейтинг, зависит от нашего представления о вероятности достаточной и своевременной помощи государства для исполнения финансовых обязательств конкретной организации.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ «СОБСТВЕННОЙ» КРЕДИТОСПОСОБНОСТИ

«Собственная» кредитоспособность отражает мнение Standard & Poor's о кредитоспособности организации как самостоятельной бизнес-единицы, без учета возможности получения экстренной государственной поддержки. Регулярное «текущее взаимодействие» с правительством, как правило, учитывается при оценке «собственной» кредитоспособности эмитента наряду с сопутствующими благами или, наоборот, бременем, а также общесистемной нормативно-правовой инфраструктурой.

«Текущее взаимодействие» может выражаться, например, в форме регулярных субсидий на операционную деятельность или на капиталовложения, льготных условий финансирования, наделения монопольными полномочиями, выгодных государственных заказов и благоприятных режимов регулирования, но также в ограничении тарифов, привлечении к участию в рискованных проектах и необходимости заниматься нерентабельной производственной или иной деятельностью.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ ЭКСТРЕННОГО ГОСУДАРСТВЕННОГО ВМЕШАТЕЛЬСТВА

Мы рассматриваем экстренное государственное вмешательство как вмешательство в дела конкретной организации (а не в систему в целом), совершаемое в определенный момент времени (в отличие от текущего вмешательства) и часто связанное с финансовыми трудностями, возникшими у данной организации. Экстренное государственное вмешательство происходит в дополнение к текущему взаимодействию и не учитывается при оценке собственной кредитоспособности компании. Вероятность экстренного вмешательства может повысить рейтинг, если речь идет о поддержке государства, или, реже, кредитоспособность организации может ухудшиться, если вмешательство государства приводит к перенаправлению ресурсов ОСГ в его пользу.

ОБЩИЕ ПРИНЦИПЫ ОЦЕНКИ ВЕРОЯТНОСТИ ЭКСТРЕННОГО ГОСУДАРСТВЕННОГО ВМЕШАТЕЛЬСТВА

Standard & Poor's признает, что в некоторых случаях взаимодействие между организациями, связанными с государством, и правительствами не совсем прозрачно и предсказать вероятность экстренной государственной поддержки бывает трудно.

Как правило, мы считаем, что чем выше вероятность своевременного предоставления экстренной государственной поддержки, тем, скорее всего, ближе будет рейтинг ОСГ к рейтингу правительства. Чем ниже такая вероятность, тем, скорее всего, рейтинг компании будет ближе к оценке ее «собственной» кредитоспособности.

Мнение Standard & Poor's о том, как та или иная вероятность экстренной государственной поддержки может влиять на кредитные рейтинги ОСГ, иллюстрирует следующая таблица.

Влияние той или иной степени вероятности экстренной государственной поддержки на кредитный рейтинг ОСГ

ВЕРОЯТНОСТЬ ЭКСТРЕННОЙ ПОДДЕРЖКИ	МЕТОД ОПРЕДЕЛЕНИЯ РЕЙТИНГА
Чрезвычайно высокая	Приравнять к рейтингу правительства
Очень высокая	Рейтинг правительства -1 или -2
Высокая	«Собственная» кредитоспособность +3
Умеренно-высокая	«Собственная» кредитоспособность +2
Умеренная	«Собственная» кредитоспособность +1
Низкая	«Собственная» кредитоспособность
Хотя в большинстве случаев наши рейтинги, присвоенные ОСГ, соответствуют этой матрице, применяемые критерии позволяют в некоторых обстоятельствах, описанных ниже, присваивать ОСГ рейтинги исходя из рейтинга правительства минус три или более ступеней или из собственной кредитоспособности плюс четыре и более ступеней.	

МЕТОДИКА ОЦЕНКИ ВЕРОЯТНОСТИ ЭКСТРЕННОЙ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ПОДДЕРЖКИ

На практике при присвоении рейтингов Standard & Poor's пользуется четко определенной методикой, в основу которой положены два важных (но не обязательно имеющих одинаковый удельный вес) параметра:

- Важность роли ОСГ. Standard & Poor's анализирует потенциальную важность компании, так как эти организации либо участвуют в решении важнейших задач государственной политики, предоставляют какие-то важные услуги обществу, либо влияют на функционирование какого-то важного сектора экономики. Для определения важности организации для правительства страны можно оценить последствия, которые повлечет за собой сбой в ее нормальной работе или ее неспособность исполнить свои долговые обязательства. Standard & Poor's различает четыре уровня важности роли ОСГ для государства: критическая, очень важная, важная и не очень важная.
- Прочность и долговечность связей между организацией и правительством. Для оценки прочности и долговечности связей между организацией и правительством можно определить степень влияния правительства на формирование стратегии и деятельность данной организации, а также степень государственного регулирования. Соответствующий анализ предполагает, в частности, изучение структуры собственности этой организации и (или) другие вопросы — например, о том, выступает ли государство поручителем по ее обязательствам и может ли быть нанесен ущерб репутации государства в случае ее дефолта.

СКЛОННОСТЬ ПРАВИТЕЛЬСТВА К ВМЕШАТЕЛЬСТВУ

Мы анализируем политику правительства и предысторию вмешательств в дела организации, степень вовлеченности правительства в повседневные операции ОСГ, его возможности по использованию административных рычагов в целях оказания своевременной поддержки, а также весь спектр деятельности компании в данной стране и потенциальные ограничения, связанные с нормативно-правовой базой (пример — законодательство ЕС о конкуренции). В странах, правительства которых, на наш взгляд, в значительной степени склонны к вмешательству, рейтинг организации может отражать более высокую вероятность государственной поддержки, чем это показано на вышеприведенной схеме. И, наоборот, в странах, где правительства не очень расположены к вмешательству, «вес» фактора экстренной господдержки может быть ниже, чем предполагается в этой схеме.

ОБСТОЯТЕЛЬСТВА, ПРИ КОТОРЫХ ОРГАНИЗАЦИЯ ПОПАДАЕТ В ТРУДНОЕ ФИНАНСОВОЕ ПОЛОЖЕНИЕ

Из своего опыта Standard & Poor's знает, что правительства могут реагировать на трудное финансовое положение тех или иных компаний по-разному в зависимости от исходных обстоятельств и причин, а также предполагаемых последствий дефолта данной организации. Например, в периоды падения доверия рынка банкротство относительно небольшого банка может иметь негативные последствия для всей банковской системы. Стремление не допустить такого может заставить правительство оказать этому банку экстренную поддержку, несмотря на его малую значимость. Мы допускаем, что в более благополучной ситуации, когда трудно предположить, что одно небольшое банкротство вызовет серьезные последствия, правительство повело бы себя по-другому.

ОТНОСИТЕЛЬНЫЙ РАЗРЫВ МЕЖДУ ОЦЕНКОЙ «СОБСТВЕННОЙ» КРЕДИТОСПОСОБНОСТИ ОРГАНИЗАЦИИ И РЕЙТИНГОМ ПРАВИТЕЛЬСТВА

Как правило, у организации, чья «собственная» кредитоспособность близка к рейтингу правительства, меньше шансов рассчитывать на экстренную господдержку, чем у организации, чья «собственная» кредитоспособность намного слабее. Поэтому разница между уровнями «собственной» кредитоспособности организации и рейтинга правительства, определяемая нами в ходе кредитного анализа, скорее всего, будет зависеть от нашей оценки вероятности экстренного государственного вмешательства.

СЛУЧАИ, КОГДА ЧАСТНЫЕ СИСТЕМООБРАЗУЮЩИЕ ПРЕДПРИЯТИЯ МОГУТ РАССЧИТЫВАТЬ НА ЧРЕЗВЫЧАЙНУЮ ГОСУДАРСТВЕННУЮ ПОДДЕРЖКУ

Опыт показывает, что некоторым системообразующим предприятиям, попадающим в трудное финансовое положение, вмешательство государства может пойти на пользу — если государство действительно хочет и может им помочь. В большинстве примеров, которые мы можем привести, получателем помощи является системообразующий финансовый институт, но это могут быть и крупные страховые компании или предприятия, являющиеся важными работодателями (скажем, автомобилестроительные).

Мы считаем, что возможности получения экстренной государственной поддержки у этих предприятий более расплывчаты, чем у ОСГ, принадлежащих государству, и в большей степени зависят от обстоятельств, вызвавших финансовые трудности. Поскольку такие организации часто не имеют привилегированного статуса, обусловленного их связями с правительством, и на них не возлагается какая-то государственная задача (по крайней мере, в традиционном понимании), желание правительства их поддерживать зависит, на наш взгляд, в основном от таких факторов, как причины возникших финансовых трудностей, политическая ситуация в период кризиса и возможность распространения финансовых проблем на другие организации в случае невмешательства. Кроме того, иногда мы наблюдаем, как правительство предпочитает отдать бедствующее предприятие на волю рынка и вмешаться лишь в последний момент, в течение очень ограниченного времени, поставив определенные условия структурных изменений на уровне компании. Наконец, предоставление правительством США пакета кредитов автопроизводителям может рассматриваться как подтверждение идеи о том, что оказание государственной поддержки необязательно снижает вероятность дефолта компании, если правительству важнее сохранить рабочие места, нежели защитить интересы инвесторов.

Из-за этой неопределенности при присвоении рейтингов системообразующих компаний частного сектора мы не всегда отражаем потенциал экстренной государственной поддержки в виде рейтинговой «надбавки». Например, в случае частной компании с высокой

«собственной» кредитоспособностью (в верхнем диапазоне инвестиционной категории) мы считаем, что вероятность экстренной государственной поддержки относительно малозначительна для оценки ее общей кредитоспособности.

В другом случае мы можем иметь дело с организацией, чьи финансовые показатели ухудшаются. По мере появления все большей ясности относительно способности и готовности государства помочь такой организации мы формируем оценку вероятности экстренного государственного вмешательства. Соответственно, в то время как «собственная» кредитоспособность ухудшается, рейтинги могут включать в себя дополнительную ступень (ступени) за господдержку. Когда это происходит, рейтинг организации в соответствующих случаях остается в нижнем диапазоне инвестиционной категории или в верхнем диапазоне спекулятивной категории, что зависит от степени влияния вышеуказанных факторов и уровня рейтинга правительства. Например, поддержка, оказывавшаяся правительствами Великобритании, Бельгии, Нидерландов, Германии и США с сентября 2007 года, в некоторых случаях приведшая к частичной или полной национализации, предотвратила резкое понижение рейтингов таких организаций, как Northern Rock, Bradford & Bingley, RBS, Fortis Bank Nederland, Dexia и AIG.

В России примерами могут быть такие компании, как ОАО «Нефтяная компания «Роснефть» и ОАО «Газпром».

«Роснефть» является инструментом и бенефициаром политики российского правительства, нацеленной на усиление государственного контроля в стратегической нефтегазовой отрасли, наша оценка собственных характеристик кредитоспособности компании включает текущую поддержку государства за счет привилегированного доступа к привлекательным активам и ресурсам ликвидности.

Несмотря на свое устойчивое финансовое положение, российское правительство не выдает гарантий по долгу «Роснефти», а недавние крупные приобретения активов осуществлялись за счет долга самой компании. Мы рассматриваем «Роснефть» как коммерческую компанию, которая по своей системной значимости уступает некоторым другим российским компаниям, связанным с государством. Позитивные факторы рейтинга «Роснефти» — огромные доказанные запасы нефти и крупномасштабная добыча.

В нашей оценке собственных характеристик кредитоспособности учитываются как позитивные, так и негативные аспекты взаимодействия «Газпрома» с Российской Федерацией, которой принадлежит 50.002% акций компании, в частности привилегированный доступ к новым возможностям развития бизнеса, сильные переговорные позиции, а также по-прежнему низкие (хотя и растущие) внутренние цены на газ, наша оценка возможности доступа к финансированию со стороны контролируемых государством банков, очень консервативная дивидендная политика и амбициозная политика по приобретению активов. Мы используем подход «снизу вверх», а не «сверху вниз», поскольку деятельность «Газпрома» носит преимущественно коммерческий характер, пакет акций, принадлежащих государству, лишь немногим больше контрольного, а размеры обязательств «Газпрома» весьма значительны в масштабах российской экономики. ©

CBONDS-PRO

Информационная услуга Cbonds по рынку облигаций

КАЧЕСТВО стало платным!

Хочешь знать ВСЕ в деталях?

Подпишись на Cbonds-PRO!

Платный сервис Cbonds-PRO включает:

- Расширенный поиск по базе эмиссий;
- Возможность просмотра документов по еврооблигациям;
- Доступ к архиву индексов и индикаторов долгового рынка;
- Полный доступ к истории кредитных рейтингов;
- Сохранение в XLS результатов поисков.

Услуга предоставляется неограниченному количеству сотрудников подписавшейся организации.

Для оформления платного или пробного доступа к услуге зайдите в раздел меню «Доступ к сайту» на сайте Cbonds.info.