

ПРОЕКТ ДОКУМЕНТА
ДЛЯ СБОРА
КОММЕНТАРИЕВ
ОТ УЧАСТНИКОВ РЫНКА:

МЕТОДОЛОГИЯ ПРИСВОЕНИЯ КРЕДИТНЫХ РЕЙТИНГОВ ФИНАНСОВЫМ ИНСТРУМЕНТАМ ПО МЕЖДУНАРОДНОЙ ШКАЛЕ

ПРЕДЛОЖЕНИЕ ДЛЯ ОБСУЖДЕНИЯ УЧАСТНИКАМИ РЫНКА.....	3
1 ОБЛАСТЬ ПРИМЕНЕНИЯ МЕТОДОЛОГИИ.....	3
2 ИСТОЧНИКИ ИНФОРМАЦИИ	5
3 СТРУКТУРА РЕЙТИНГОВОГО АНАЛИЗА	6
4 УПРОЩЕННЫЙ ПОДХОД.....	6
4.1 Определение источника исполнения обязательств.....	7
4.2 Определение базового рейтинга.....	7
4.3 Определение величины корректировки базового рейтинга.....	7
4.3.1 Субординация по отношению к другим обязательствам эмитента	8
4.3.2 Наличие обеспечения по рейтингуемым и другим обязательствам.....	9
4.3.3 Иные характеристики финансового инструмента и операционной среды	10
4.4 Присвоение кредитного рейтинга при упрощенном подходе.....	11
5 ДЕТАЛЬНЫЙ ПОДХОД	11
5.1 Оценка средств, доступных для распределения между кредиторами.....	12
5.1.1 Сценарий ликвидации.....	12
5.1.2 Сценарий реструктуризации.....	13
5.2 Определение размера требований кредиторов	13
5.3 Распределение средств с учетом приоритетности выплат.....	13
5.4 Определение уровня возмещения	14
5.4.1 Подход для оценки уровня возмещения для неамортизируемого долга	14
5.4.2 Подход для оценки уровня возмещения для амортизируемого долга	14
5.5 Присвоение кредитного рейтинга при детальном подходе	15

ПРЕДЛОЖЕНИЕ ДЛЯ ОБСУЖДЕНИЯ УЧАСТНИКАМИ РЫНКА

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (далее — АКРА, Агентство) обращается к участникам рынка с предложением ознакомиться с проектом документа «Методология присвоения кредитных рейтингов финансовым инструментам по международной шкале» (далее — Методология) и представить комментарии по его содержанию.

Содержание настоящего проекта документа, предлагаемого к ознакомлению, не является утвержденным ни одним уполномоченным органом АКРА и должно рассматриваться исключительно как предварительный проект. Текст данного документа может претерпеть изменения по усмотрению Агентства. Финальная версия документа, утвержденная методологическим комитетом, может существенно отличаться от проекта документа, предложенного к рассмотрению.

АКРА призывает заинтересованных участников рынка представить свои комментарии в письменной форме до 01.11.2021 включительно. Комментарии следует направлять на адрес электронной почты: criteria@acra-ratings.ru.

Все поступившие комментарии будут рассмотрены АКРА до утверждения финальной версии документа методологическим комитетом Агентства.

1 ОБЛАСТЬ ПРИМЕНЕНИЯ МЕТОДОЛОГИИ

Настоящая Методология АКРА используется для присвоения кредитных рейтингов (кредитных оценок) по международной шкале финансовым инструментам эмитентов следующих категорий:

- банки и банковские группы;
- финансовые компании, включая страховые и лизинговые;
- нефинансовые компании, включая субъекты МСП и холдинговые компании;
- международные финансовые институты;
- субъекты и муниципальные образования.

Настоящая методология применяется к долговым финансовым инструментам, обладающим такими характеристиками долга, как возвратность, платность, срочность, а также, как правило, не предусматривающим зависимость доходности для инвесторов от финансовых результатов эмитента и участие инвесторов в управлении, а также к финансовым инструментам, обладающим одновременно характеристиками долгового инструмента и акционерного капитала, включая (но не ограничиваясь) финансовые инструменты со следующими характеристиками:

- наличие обеспечения в виде материального или финансового актива или гарантий / поручительств третьих лиц;
- наличие субординации по отношению к иным обязательствам эмитента;
- возможность досрочного исполнения как по инициативе инвесторов, так и по инициативе заемщика (наличие встроженных опционов, оферты и т. д.);
- наличие у эмитента права в одностороннем порядке отказаться от выплаты процентных платежей или отложить их без наступления события дефолта;
- наличие компенсаторных механизмов возмещения инвесторам потерь и/или недополученных ими доходов со стороны третьих лиц;

- отсутствие у рейтингуемого (оцениваемого в случае присвоения кредитных оценок) финансового инструмента срока погашения;
- наличие условных или безусловных механизмов изменения размера процентных платежей или механизмов определения доходности инвестора (включая зависимость дохода инвестора от рыночных переменных);
- наличие возможности конвертации финансового инструмента в инструмент акционерного капитала.

При присвоении кредитного рейтинга учитывается исключительно риск исполнения / неисполнения эмитентом и третьими лицами обязательств по рейтингуемому финансовому инструменту, и не учитывается риск потерь или недополучения дохода инвесторами ввиду предусмотренной финансовым инструментом зависимости дохода инвесторов от иных факторов риска (в частности, зависимости дохода инвесторов от рыночных переменных, например, для структурных продуктов).

Результатом применения настоящей Методологии может быть присвоение как кредитного рейтинга эмиссии, так и ожидаемого кредитного рейтинга эмиссии; при этом подходы к анализу идентичны в обоих случаях. Ожидаемый кредитный рейтинг эмиссии присваивается на основании проекта эмиссионной документации, тогда как финальный кредитный рейтинг эмиссии присваивается после получения эмиссионной документации, зарегистрированной в установленном законом порядке. Присвоение ожидаемых кредитных рейтингов осуществляется на основании **Основных понятий, используемых Аналитическим Кредитным Рейтинговым Агентством в рейтинговой деятельности**, и в порядке, определенном **Процедурами осуществления рейтинговых действий и общими принципами рейтингового процесса АКРА** и другими внутренними документами Агентства. В соответствии с настоящей методологией ожидаемые кредитные рейтинги присваиваются финансовым обязательствам на период до 180 дней и обозначаются индексом «е». По истечении указанного срока осуществляется отзыв ожидаемого кредитного рейтинга или его пересмотр.

Прогноз по кредитным рейтингам финансовых инструментов не присваивается.

Настоящая Методология не применяется, если рейтингуемые обязательства представлены инструментами структурированного финансирования без наличия гарантий / поручительств на всю сумму рейтингуемых обязательств.

Настоящая Методология применяется на постоянной основе до утверждения новой редакции методологическим комитетом АКРА.

В целях поддержания Методологии в актуальном состоянии АКРА может досрочно осуществлять ее пересмотр и изменение в следующих случаях:

- отступление от настоящей Методологии более трех раз за квартал при выполнении рейтинговых действий;
- необходимость пересмотра на основании результатов мониторинга применения методологий, проводимого методологической группой АКРА;
- выявление несоответствия Методологии требованиям Федерального закона от 13.07.2015 № 222-ФЗ «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 Федерального закона "О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)" и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации»;
- запрос о немедленном пересмотре Методологии со стороны службы комплаенса и внутреннего контроля АКРА.

АКРА пересматривает настоящую Методологию в соответствии со своими внутренними документами не позднее одного календарного года с даты последнего пересмотра.

В результате пересмотра в Методологию могут быть внесены изменения, или она может остаться без изменений.

При использовании настоящей Методологии каждый случай отступления от нее документируется и раскрывается АКРА на официальном сайте по адресу www.acra-ratings.ru при опубликовании кредитного рейтинга с указанием причины такого отступления.

При обнаружении в настоящей Методологии ошибок, которые повлияли или могут повлиять на кредитные рейтинги, АКРА проводит ее анализ и пересмотр в соответствии с установленными в АКРА процедурами. Информация о данных действиях и новая версия Методологии направляются в Банк России в установленном им порядке. Если выявленные ошибки оказывают влияние на присвоенные ранее кредитные рейтинги, АКРА раскрывает данную информацию на официальном сайте по адресу www.acra-ratings.ru.

Если планируемые изменения настоящей Методологии являются существенными (например, изменение отдельных факторов и текста Методологии) и оказывают или могут оказать влияние на действующие кредитные рейтинги, АКРА:

1. Направляет в Банк России, а также размещает на своем официальном сайте по адресу www.acra-ratings.ru информацию о планируемых изменениях применяемой Методологии с указанием причин и последствий таких изменений, в том числе для кредитных рейтингов, присвоенных в соответствии с настоящей Методологией.
2. В срок не более шести месяцев со дня изменения применяемой Методологии осуществляет оценку необходимости пересмотра всех кредитных рейтингов, присвоенных в соответствии с настоящей Методологией.
3. В срок не более шести месяцев со дня изменения применяемой Методологии осуществляет пересмотр кредитных рейтингов, если по результатам сделанной оценки выявлена необходимость их пересмотра.

2 ИСТОЧНИКИ ИНФОРМАЦИИ

Основными источниками информации, используемыми при присвоении кредитных рейтингов финансовым инструментам, являются:

- проекты эмиссионной документации;
- эмиссионная документация, зарегистрированная в установленном законом порядке;
- информация о планируемом направлении использования средств, полученных от размещения выпуска ценных бумаг;
- финансовый прогноз или финансовая модель эмитента (при наличии);
- кредитные рейтинги, используемые в качестве исходных данных для присвоения рейтинга финансовым инструментам и присвоенные на основании соответствующих методологий АКРА;
- документы в отношении финансовых обязательств третьих лиц (включая органы государственной власти), подтверждающие гарантии, поручительства и другие компенсаторные механизмы возмещения потерь и/или недополученного инвесторами дохода по финансовому инструменту;
- эмиссионная документация и проекты эмиссионной документации по иным финансовым инструментам, выпущенным эмитентом.

Данный перечень не является исчерпывающим.

3 СТРУКТУРА РЕЙТИНГОВОГО АНАЛИЗА

Настоящая Методология предполагает использование кредитных рейтингов (кредитных оценок) АКРА, присвоенных эмитентам рейтингуемых обязательств, и/или лицам, чьи обязательства (например, поручительства, гарантии и другие компенсаторные механизмы возмещения потерь и/или недополученного инвесторами дохода) учитываются при присвоении кредитного рейтинга финансовому инструменту. Выбор подхода к присвоению кредитных рейтингов определяется в соответствии с Таблицей 1.

ТАБЛИЦА 1. ПОДХОДЫ К РЕЙТИНГОВОМУ АНАЛИЗУ

КРЕДИТНЫЙ РЕЙТИНГ	ПОДХОД К РЕЙТИНГОВОМУ АНАЛИЗУ
BBB- и выше	Упрощенный подход
BB+ и ниже	Детальный подход

Источник: АКРА

Упрощенный подход к анализу кредитного качества финансового инструмента заключается в корректировке базового рейтинга источника исполнения обязательств. Упрощенный подход не применяется для страховых компаний.

Детальный подход к анализу кредитного качества финансового инструмента целесообразен в случае более вероятного наступления события дефолта и предполагает проведение углубленного анализа, а также расчет уровня возмещения потерь. Детальный подход не применяется для банковских организаций и международных финансовых институтов.

4 УПРОЩЕННЫЙ ПОДХОД

Упрощенный подход к анализу кредитного качества рейтингуемого финансового инструмента состоит из трех основных этапов:

- 1 этап** Определение источника исполнения обязательств по рейтингуемому финансовому инструменту.
- 2 этап** Определение базового рейтинга источника исполнения обязательств.
- 3 этап** Определение величины корректировки базового рейтинга источника исполнения обязательств с учетом условий рейтингуемого финансового инструмента.

РИСУНОК 1. СТРУКТУРА РЕЙТИНГОВОГО АНАЛИЗА, УПРОЩЕННЫЙ ПОДХОД



Источник: АКРА

4.1 ОПРЕДЕЛЕНИЕ ИСТОЧНИКА ИСПОЛНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

Источником исполнения обязательств по финансовому инструменту, как правило, является эмитент финансового инструмента. В некоторых случаях источниками исполнения обязательств также могут выступать третьи лица, при этом для их учета в рейтинговом анализе должны выполняться следующие условия.

Безотзывность. Контрактные условия гарантий / поручительств третьих лиц не предусматривают их отзыв при изменении кредитоспособности эмитента.

Сопоставимость масштаба. Третьими лицами, выступающими в роли гаранторов / поручителей, являются государственные или региональные органы власти либо финансовые и нефинансовые компании, которые, по мнению АКРА, обладают достаточными ресурсами для покрытия данных обязательств.

4.2 ОПРЕДЕЛЕНИЕ БАЗОВОГО РЕЙТИНГА

Базовый рейтинг характеризует уровень кредитоспособности источника исполнения обязательств и определяется:

- на уровне оценки собственной кредитоспособности (ОСК) источника исполнения обязательств в случае, если неплатежи по обязательствам не приведут к его дефолту¹, а также при отсутствии компенсаторных механизмов возмещения потерь и/или недополученного инвесторами дохода от третьих лиц;
- на уровне кредитного рейтинга источника исполнения обязательств в остальных случаях.

Базовый рейтинг банковских субординированных обязательств, относящихся к инструментам дополнительного капитала, может определяться как на базе кредитного рейтинга, так и на основе ОСК. При выборе подхода Агентство учитывает текущий уровень позиции банка по капиталу, условия конвертации таких обязательств в случае дефолта в инструменты основного капитала и прочую информацию.

4.3 ОПРЕДЕЛЕНИЕ ВЕЛИЧИНЫ КОРРЕКТИРОВКИ БАЗОВОГО РЕЙТИНГА

Определение кредитного рейтинга финансового инструмента осуществляется на основе корректировок базового рейтинга, при этом суммарное значение корректировок не должно превышать двух ступеней рейтинговой шкалы в случае положительной корректировки и трех ступеней в случае отрицательной корректировки.

В случае если кредитный рейтинг источника исполнения обязательств ограничивается уровнем кредитного рейтинга страны, в которой данное лицо осуществляет свою операционную деятельность, аналогичные ограничения обычно применяются к кредитному рейтингу финансового инструмента.

Перечень основных характеристик, которые АКРА учитывает в рамках рейтингового анализа, а также диапазоны корректировок к базовому рейтингу в виде уровня кредитоспособности источника исполнения обязательств, приведены в Таблице 2.

¹ Например, по конвертируемым облигациям или бессрочным облигациям при наличии у эмитента права в одностороннем порядке отказаться от выплаты процентов.

ТАБЛИЦА 2. КОРРЕКТИРОВКА НА УСЛОВИЯ РЕЙТИНГУЕМОГО ФИНАНСОВОГО ИНСТРУМЕНТА

ПАРАМЕТР ОЦЕНКИ	КОРРЕКТИРОВКА БАЗОВОГО РЕЙТИНГА	
	ОТ	ДО
Субординация по отношению к другим обязательствам эмитента	-32	+1
Наличие обеспечения по рейтингуемым и иным обязательствам	-1	+2
Иные характеристики финансового инструмента	-2	0

Источник: АКРА

АКРА рассматривает все корректировки базового рейтинга, которые релевантны для анализируемого источника погашения обязательств.

При наличии структурной и/или контрактной субординации и отсутствии гарантий / поручительств сумма всех корректировок не может быть больше нуля.

В рамках рейтингового анализа АКРА учитывает как текущую структуру обязательств источника исполнения обязательств, так и ожидаемые изменения структуры обязательств в связи с выпуском иных финансовых инструментов на горизонте 12–18 месяцев. В случае изменения структуры долга (в результате погашения или выпуска новых финансовых инструментов) Агентство оставляет за собой право пересмотра кредитных рейтингов, присвоенных финансовым инструментам, независимо от факта пересмотра кредитного рейтинга источника исполнения обязательств.

4.3.1 Субординация по отношению к другим обязательствам эмитента

При наличии существенного объема обязательств более высокой субординации уровень возмещения по обязательствам с более низкой субординацией повышается за счет увеличения общей конкурсной массы, доступной инвесторам более низкой субординации. Существенный объем обязательств с более низким уровнем субординации снижает уровень потенциального возмещения кредиторов соответствующей очереди при банкротстве.

В рамках рейтингового анализа АКРА производит анализ как структурной, так и контрактной субординации.

АКРА учитывает различные аспекты структурной субординации. К примеру, при анализе приоритетности финансовых обязательств внутри группы компаний долг материнской (холдинговой) компании рассматривается как субординированный по отношению к долгу операционных компаний. Данное положение основывается на том, что обслуживание долга материнской (холдинговой) компании осуществляется за счет дивидендов операционных компаний, выплата которых может быть затруднена при недостаточности денежных потоков. Если по рейтингуемому финансовому обязательству материнской (холдинговой) компании отсутствует поручительство на всю сумму рейтингуемого долга, полученное от операционных компаний, формирующих не менее 80% операционного потока / дохода, капитала и совокупных активов на основании консолидированной отчетности группы, АКРА рассматривает данный долг как субординированный и осуществляет отрицательную корректировку базового рейтинга как минимум на одну ступень рейтинговой шкалы в зависимости от условий эмиссионной документации.

² Здесь и далее отрицательный знак означает корректировку в сторону ухудшения кредитного качества. Положительное значение означает корректировку в сторону улучшения оценки кредитного качества.

При анализе контрактной субординации АКРА рассматривает характеристики долга, предусмотренные в эмиссионной документации, а также прочие источники информации.

В случае наличия правовых норм, регулирующих приоритетность выплат отдельных категорий требований, АКРА осуществляет рейтинговый анализ с учетом специфики данных правовых норм. К примеру, подобная практика наблюдается при осуществлении рейтингового анализа депозитов физических лиц или иных обязательств в ситуации, когда банковская организация оперирует в юрисдикции, в которой защите интересов вкладчиков — физических лиц уделяется повышенное внимание со стороны государства. В данном случае АКРА может применять корректировки к базовому рейтингу для отражения степени субординации рейтингуемых обязательств по отношению к депозитам. Оценка субординации по отношению к другим обязательствам эмитента осуществляется в соответствии с Таблицей 3.

ТАБЛИЦА 3. КОРРЕКТИРОВКА В ЗАВИСИМОСТИ ОТ СТЕПЕНИ СУБОРДИНАЦИИ

ОЦЕНКА СТЕПЕНИ СУБОРДИНАЦИИ	КОРРЕКТИРОВКА БАЗОВОГО РЕЙТИНГА	ОПИСАНИЕ	ПРИМЕРЫ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ
Приоритетность перед другими требованиями	+1	Наличие механизмов, обеспечивающих более высокий уровень возмещения по сравнению с другими типами обязательств	Наличие существенного объема обязательств, субординированных по отношению к рейтингуемому финансовому инструменту Депозиты при наличии режима защиты интересов вкладчиков — физических лиц
Отсутствует	0	Отсутствие субординации по отношению к другим финансовым обязательствам эмитента	Старший необеспеченный долг
Низкая	-1	Наличие некоторых признаков структурной и/или контрактной субординации	Субординированные обязательства, в т. ч. инструменты дополнительного капитала, бессрочные облигации
Средняя	-2	Инструменты со значительно меньшим старшинством, чем старший необеспеченный долг	
Высокая	-3	Финансовые обязательства субординированы по отношению к прочим обязательствам эмитента и выполняют функцию абсорбирования убытков	Инструменты основного капитала, в т. ч. бессрочные облигации банковских организаций

Источник: АКРА

4.3.2 Наличие обеспечения по рейтингуемым и другим обязательствам

Наличие обеспечения в виде финансового или материального актива для рейтингуемого инструмента предполагает более высокий уровень возмещения в случае неисполнения обязательств по сравнению с необеспеченными обязательствами. Описание корректировок приведено в Таблице 4.

Положительная корректировка применяется, если, по мнению АКРА, имеется ликвидное и надежное обеспечение, позволяющее обеспечить более высокий уровень возмещения потерь относительно старших необеспеченных требований. При этом проводится детальный анализ правовых рисков инвесторов, связанных с процедурой банкротства и потенциальными претензиями со стороны других кредиторов либо с попаданием обеспечения в общую конкурсную массу в рамках процедуры банкротства.

Наличие существенного объема залога по долговым обязательствам (за исключением ценных бумаг, выпущенных эмитентом или другим членом группы), отличным от рейтингуемого финансового инструмента, может привести к снижению объема активов, попадающего в конкурсную массу, и, соответственно, более низкому уровню возмещения. В данном случае АКРА осуществляет отрицательную корректировку.

ТАБЛИЦА 4. КОРРЕКТИРОВКА В ЗАВИСИМОСТИ ОТ НАЛИЧИЯ ОБЕСПЕЧЕНИЯ

ХАРАКТЕРИСТИКИ ОБЕСПЕЧЕНИЯ	КОРРЕКТИРОВКА БАЗОВОГО РЕЙТИНГА	ОПИСАНИЕ
Обеспечение в виде финансового или материального актива	от +1 до +2	Высокая ликвидность и надежность обеспечения; предполагаемая сумма от реализации обеспечения достаточна для покрытия задолженности.
Обеспечение отсутствует	0	Обеспечение по рейтингуемому финансовому инструменту отсутствует; отсутствие факта залога существенного объема активов по другим долговым обязательствам.
Существенный объем обеспечения по другим долговым обязательствам	-1	Существенный объем активов предоставлен в залог по другим долговым обязательствам.

Источник: АКРА

4.3.3 Иные характеристики финансового инструмента и операционной среды

АКРА анализирует нетипичные для конкретного вида рейтингуемого финансового инструмента характеристики исходя из условий эмиссионной документации с целью учета дополнительных рисков. Для учета дополнительных рисков может применяться отрицательная корректировка до двух ступеней рейтинговой шкалы. АКРА рассматривает перечисленные далее возможные источники дополнительных рисков, но не ограничивается ими.

Риски, связанные с ограниченным влиянием события дефолта. АКРА рассматривает случаи ограниченного влияния дефолта по рейтингуемому выпуску обязательств на прочие обязательства эмитента как фактор, негативно влияющий на возмещение потерь.

Риски, связанные с отклонением от стандартной практики выпуска финансовых обязательств. АКРА рассматривает следующие особенности эмиссионной документации как негативно влияющие на уровень возмещения потерь: отсутствие ограничений в отношении изменения структуры собственников и/или ограничения на значительное увеличение эмитентом долговой нагрузки; отсутствие существенных штрафов при невыплате купонных платежей или отказа от досрочного выкупа; наличие возможности списания или конвертации долга эмитентом, приостановки или отказа от выплаты купонных платежей.

Риски, связанные с особенностями законодательства. Различные юрисдикции имеют различную институциональную инфраструктуру и практику взыскания задолженности, соответственно уровень возмещения в разных юрисдикциях может варьироваться в том числе в зависимости от типа финансового инструмента и его юридической формы. В рамках анализа рисков юрисдикций АКРА рассматривает широкий перечень факторов, отражающих риски, связанные с практикой взыскания в конкретных юрисдикциях, в том числе среднее время до взыскания задолженности, уровень возмещения по обеспеченным финансовым инструментам и степень контроля кредиторов над процессом реализации имущества.

Риски, связанные с особенностями условий документации. АКРА рассматривает юридические риски, связанные с особенностями эмиссионной документации. В некоторых случаях эмиссионная документация может нести риски юридического характера, реализация которых может существенно ограничить процедуры взыскания задолженности, соответственно, если по результатам анализа эмиссионной документации выявляются юридические риски, АКРА может применить отрицательную корректировку кредитного рейтинга эмитента.

В зависимости от юрисдикции и специфики рейтингуемого финансового инструмента АКРА может запросить квалифицированную юридическую оценку от независимой стороны.

4.4 ПРИСВОЕНИЕ КРЕДИТНОГО РЕЙТИНГА ПРИ УПРОЩЕННОМ ПОДХОДЕ

Кредитный рейтинг финансового инструмента определяется на основе кредитного рейтинга источника исполнения обязательств с учетом корректировок. В случае наличия нескольких источников исполнения обязательств по финансовому инструменту кредитный рейтинг данному обязательству присваивается на уровне, соответствующем наиболее высокому уровню кредитного рейтинга источников исполнения обязательств с учетом корректировок. В случае невозможности или нецелесообразности, по мнению АКРА, определения уровня кредитоспособности одного или нескольких источников исполнения обязательств данные источники исполнения обязательств могут не учитываться, однако каждое существенное обязательство по финансовому инструменту должно иметь источник исполнения обязательств с определенным уровнем кредитоспособности.

5 ДЕТАЛЬНЫЙ ПОДХОД

Детальный подход к оценке уровня возмещения позволяет учитывать различные источники возмещения и приоритетность выплат кредиторам различной очередности. Детальный подход к анализу кредитного качества рейтингуемого финансового инструмента состоит из четырех основных этапов.

- 1 этап** Оценка средств, доступных для распределения между кредиторами.
- 2 этап** Определение размера требований кредиторов.
- 3 этап** Распределение средств с учетом приоритетности выплат в рамках действующего законодательства.
- 4 этап** Определение уровня возмещения согласно различным уровням требований кредиторов.

РИСУНОК 2. СТРУКТУРА РЕЙТИНГОВОГО АНАЛИЗА, ДЕТАЛЬНЫЙ ПОДХОД



Источник: АКРА

5.1 ОЦЕНКА СРЕДСТВ, ДОСТУПНЫХ ДЛЯ РАСПРЕДЕЛЕНИЯ МЕЖДУ КРЕДИТОРАМИ

Оценка средств, доступных для распределения между кредиторами, осуществляется в рамках следующих сценариев:

Ликвидация	Прекращение деятельности по причине неспособности выполнять обязательства перед кредиторами и реализация имущества в рамках установленных законодательством процедур.
Реструктуризация	Продолжение деятельности после реструктуризации задолженности.

В рамках рейтингового анализа АКРА исходит из экономической стоимости сценариев и предполагает реализацию сценария, который принесет наибольший уровень возмещения инвесторам. АКРА может ограничиться оценкой для одного из сценариев в случае невозможности или нецелесообразности расчета для другого сценария (например, для очевидно существенно более низкой оценки возмещения по одному из сценариев).

5.1.1 Сценарий ликвидации

В рамках сценария ликвидации предполагается продажа активов эмитента с определенным дисконтом по отношению к их балансовой стоимости в зависимости от типа актива. Средства, доступные для распределения между кредиторами в рамках сценария ликвидации, рассчитываются как сумма статей баланса, дисконтированных в соответствии с Таблицей 5.

ТАБЛИЦА 5. ДИСКОНТЫ, ПРИМЕНЯЕМЫЕ ПРИ ЛИКВИДАЦИОННОМ СЦЕНАРИИ

АКТИВЫ	ДИАПАЗОН ДИСКОНТА ³	КОММЕНТАРИЙ
Денежные средства	100%	Как правило, в момент наступления дефолта свободные денежные средства отсутствуют.
Основные средства	25–75%	Реализация основных средств при процедуре банкротства производится путем проведения торгов и обычно с существенным дисконтом.
Дебиторская задолженность	50–100%	Как правило, уровень собираемости дебиторской задолженности в случае процедуры банкротства невысок и подразумевает довольно длительные сроки сбора. Однако в определенных случаях требования по дебиторской задолженности могут возникать к контрагентам с достаточно высоким кредитным качеством.
Запасы ⁴	50–100%	В большинстве случаев запасы являются достаточно низколиквидными активами и реализуются с существенным дисконтом. Более того, зачастую запасы не могут быть реализованы в случае дефолта эмитента.
Финансовые вложения	25–100%	Оценка стоимости финансовых вложений осуществляется на основании их справедливой стоимости и ликвидности.
Нематериальные активы	75–100%	Обычно в случае банкротства такие нематериальные активы, как лицензии, торговые марки, программное обеспечение и пр., реализуются по минимальной стоимости либо не реализуются совсем.

³ В исключительных случаях рейтинговым комитетом может быть принято решение о применении иных дисконтов при наличии соответствующего обоснования.

⁴ Запасы эмитентов, работающих в отрасли «Жилищное строительство», в соответствии с экспертным суждением аналитика могут быть полностью или частично отнесены к категории «Основные средства».

Гудвилл	100%	Гудвилл может не иметь внутренней стоимости при ликвидации, так как он отражает превышение затрат на приобретение активов над их балансовой стоимостью.
Прочие активы	0–100%	В данную категорию включаются прочие активы, потенциальная стоимость реализации которых определяется индивидуально в каждом случае.

Источник: АКРА

5.1.2 Сценарий реструктуризации

В рамках сценария реструктуризации предполагается, что эмитент осуществляет реструктуризацию текущей задолженности и продолжает свое функционирование. Сценарий реструктуризации предполагает использование одного из следующих методов оценки.

Метод мультипликаторов Оценка стоимости бизнеса путем определения параметров операционной доходности эмитента в случае наступления дефолта (как правило, EBITDA или FFO до чистых процентных платежей и налогов в соответствии со стресс-сценарием финансовой модели) и применения к ним среднерыночного мультипликатора (определяется на основании торгов акциями сопоставимых компаний, проходящих процедуру банкротства, либо на основании среднеотраслевых мультипликаторов с применением дисконта).

Метод дисконтирования денежных потоков Оценка стоимости бизнеса путем дисконтирования будущих денежных потоков эмитента.

5.2 ОПРЕДЕЛЕНИЕ РАЗМЕРА ТРЕБОВАНИЙ КРЕДИТОРОВ

Определение размера требований кредиторов осуществляется исходя из объема обязательств на момент проведения рейтингового анализа. АКРА может использовать корректировки структуры и уровня долга, которые, по мнению Агентства, позволят учесть возможность увеличения размера требований кредиторов. При применении данных корректировок АКРА руководствуется консервативным подходом. Так, при наличии безотзывных кредитных линий АКРА предполагает, что к моменту дефолта эмитент использует все доступные лимиты.

5.3 РАСПРЕДЕЛЕНИЕ СРЕДСТВ С УЧЕТОМ ПРИОРИТЕТНОСТИ ВЫПЛАТ

Распределение средств осуществляется с учетом законодательства тех юрисдикций, в которых оперирует эмитент финансовых обязательств. Правовые основы приоритетности выплат по различного вида обязательствам в случае процедуры банкротства эмитента регулируются законодательными и нормативными актами соответствующих юрисдикций, а также контрактными условиями взаимоотношений эмитента с соответствующей категорией инвесторов. При этом оценка АКРА в отношении приоритетности выплат, как правило, носит индивидуальный характер для каждого эмитента и может также учитывать другие существенные аспекты, оказывающие влияние на порядок удовлетворения требований кредиторов эмитента (в том числе обычаи делового оборота, взаимоотношения с аффилированными структурами, условия договоров о залоговом обеспечении, структуру такого обеспечения и пр.). В определенных случаях очередность выплат, идентифицированная АКРА, может отличаться от очередности, предусмотренной законодательными и нормативными актами.

Для расчета уровней возмещения АКРА выделяет категории долговых обязательств в соответствии с Таблицей 6.

ТАБЛИЦА 6. ОЧЕРЕДНОСТЬ ВОЗМЕЩЕНИЯ СРЕДСТВ КРЕДИТОРОВ

ОЧЕРЕДНОСТЬ ВОЗМЕЩЕНИЯ	КАТЕГОРИИ ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ
1	Обязательные платежи
2	Обеспеченный долг
3	Старший необеспеченный долг
4	Субординированный долг
5	Капитал

Источник: АКРА

Данная очередность предполагает, что возмещение по обязательствам каждой отдельно взятой категории возможно только после удовлетворения требований по обязательствам более ранних очередей.

5.4 ОПРЕДЕЛЕНИЕ УРОВНЯ ВОЗМЕЩЕНИЯ

Для оценки уровня возмещения АКРА использует один из следующих подходов:

- подход для оценки уровня возмещения для неамортизируемого долга;
- подход для оценки уровня возмещения для амортизируемого долга.

Выбор подхода зависит от наличия или отсутствия амортизации долга. Наличие или отсутствие амортизации долга устанавливается исходя из анализа эмиссионной документации.

5.4.1 Подход для оценки уровня возмещения для неамортизируемого долга

Если долг является неамортизируемым или если амортизация долга не является существенной для оценки уровня возмещения, АКРА использует текущую величину долга. Уровень возмещения рассчитывается согласно очередности требований кредиторов, определенной в соответствии с настоящей Методологией.

5.4.2 Подход для оценки уровня возмещения для амортизируемого долга

Если эмиссионной документацией предполагается существенная амортизация долга, АКРА рассчитывает показатель стоимости долга в предполагаемый момент прекращения платежей, то есть текущая сумма задолженности снижается в соответствии с графиком до предполагаемого момента прекращения платежей (предполагаемой даты дефолта).

Показателем, отражающим стоимость долга в момент дефолта, является EAD (Exposure at default). Поскольку эмитенты с разным уровнем кредитного рейтинга (кредитной оценки) обладают разным уровнем кредитного качества, предполагается, что время до предполагаемого момента дефолта и, соответственно, сумма амортизации долга для эмитентов с разным уровнем кредитного рейтинга различаются. Время до предполагаемого момента дефолта определяется в соответствии с Таблицей 7⁵.

⁵ Данный показатель используется исключительно в целях расчета EAD и не может использоваться как индикатор времени до дефолта.

ТАБЛИЦА 7. ВРЕМЯ ДО ПРЕДПОЛАГАЕМОГО МОМЕНТА ДЕФОЛТА В ЗАВИСИМОСТИ ОТ КРЕДИТНОГО КАЧЕСТВА

КРЕДИТНЫЙ РЕЙТИНГ ⁶	ВРЕМЯ ДО ПРЕДПОЛАГАЕМОГО МОМЕНТА ДЕФОЛТА
BB+	
BB	4,5 года
BB-	
V+	
B	3,5 года
B-	
CCC	1,5 года
CC	1 год
C	0,5 года

Источник: АКРА

Если остаточный срок обращения финансового инструмента не превышает время до предполагаемого дефолта, определяемое в соответствии с Таблицей 8, АКРА рассчитывает амортизацию на всем остаточном сроке жизни финансового инструмента.

Уровень возмещения рассчитывается согласно очередности требований кредиторов, определенной в соответствии с Разделом 5.3 настоящей Методологии.

5.5 ПРИСВОЕНИЕ КРЕДИТНОГО РЕЙТИНГА ПРИ ДЕТАЛЬНОМ ПОДХОДЕ

Присвоение кредитного рейтинга финансовому инструменту в рамках детального подхода производится путем применения корректировок к кредитному рейтингу источника исполнения обязательств в зависимости от уровня возмещения в соответствии с Таблицей 8. Суммарное значение корректировок не должно превышать двух ступеней рейтинговой шкалы в случае положительной корректировки и трех ступеней в случае отрицательной корректировки. Выбор конкретного значения корректировки при наличии диапазона возможных значений осуществляется рейтинговым комитетом с учетом дополнительных рисков. Для учета дополнительных рисков АКРА анализирует характеристики финансового инструмента исходя из условий эмиссионной документации.

ТАБЛИЦА 8. КАТЕГОРИИ ВОЗМЕЩЕНИЯ ПОТЕРЬ

КАТЕГОРИЯ ВОЗМЕЩЕНИЯ	ОПИСАНИЕ	УРОВЕНЬ ВОЗМЕЩЕНИЯ	КОРРЕКТИРОВКА КРЕДИТНОГО РЕЙТИНГА
I	Высокий уровень возмещения	71–100%	от 0 до +2
II	Уровень возмещения выше среднего	46–70%	0
III	Средний уровень возмещения	26–45%	-1
IV	Уровень возмещения ниже среднего	11–25%	от -2 до -1
V	Низкий уровень возмещения	0–10%	от -3 до -2 ⁷

Источник: АКРА

⁶ Ввиду низкой вероятности дефолта в более высоких рейтинговых категориях АКРА может рассчитывать амортизацию долга на горизонте до десяти лет.

⁷ В зависимости от особенностей эмиссии.

(С) 2021

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)

Москва, Садовническая набережная, д. 75

www.acra-ratings.ru

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом. Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ представленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: www.acra-ratings.ru/criteria.

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — www.acra-ratings.ru. Информация представляется на условии «как есть». Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью. АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.