

Сводная таблица замечаний и предложений по проекту Методологии присвоения кредитных рейтингов холдинговым компаниям по национальной шкале для Российской Федерации

№ п/п	Раздел, текст	Содержание замечания или предложения	Решение АКРА	Пояснения	Автор замечания
1	<p>1. Источники информации</p> <p>Основным источником информации при проведении рейтингового анализа является аудированная отчетность рейтингуемого лица по МСФО за три последних завершившихся финансовых лет (включая заключение аудитора и примечания к отчетности).</p>	<p>Предложение внести возможность оценки холдинга на основании консолидированной отчетности по МСФО.</p>	<p>Оставлено без изменений.</p>	<p>Анализ инвестиционного холдинга проводится через оценку его возможности обслуживать свои обязательства за счет входящих денежных потоков от объектов инвестиций. Для этого необходимо использование самостоятельной отчетности рейтингуемого лица. Консолидированная отчетность будет включать в себя денежные потоки всего периметра консолидации, которые зачастую неподконтрольны инвестиционному холдингу, следовательно, финансовые метрики будут искажены. В связи с этим использование консолидированной отчетности для присвоения кредитных рейтингов инвестиционным холдингам нецелесообразно.</p>	<p>ООО «ФЛИТ»</p>
2	<p>Таблица 2. Скоринговая карта инвестиционных холдингов</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Предложено применять скоринговую карту к анализу не только инвестиционных, но и операционных холдингов. 2. Предложено пересмотреть вес показателя «Диверсификация портфеля» в сторону снижения. 	<p>Оставлено без изменений.</p>	<p>1. Для оценки операционных холдингов предусмотрены подходы, описанные в профильных методологиях, а также в соответствующем разделе данной методологии. Использование подходов к оценке инвестиционного холдинга для анализа операционного холдинга неприменимо в силу иного характера деятельности последнего.</p>	<p>ООО «ФЛИТ»</p>

				2. Веса факторов и субфакторов были определены в рамках разработки методологии таким образом, чтобы результаты ее применения были наилучшими с точки зрения определения кредитоспособности рейтингуемого лица.	
3	4.2.1. Качество портфеля Раздел «Оценка качества инвестиций»	<p>1. «АКРА использует ОСК, полученные при проведении рейтингового анализа объектов инвестиций (при их наличии), либо определяет ее в соответствии с подходами, изложенными в профильных для каждого типа объекта инвестиции методологиях.»</p> <p>Предполагается ли заполнение анкеты по всем юрлицам — объектам инвестиций?</p> <p>2. Уточнить, почему выбрано значение множителя 0,25 в формуле (5).</p> <p>3. Уточнить, каким образом считается доля n-го объекта инвестиций для формулы (5).</p>	Оставлено без изменений.	<p>1. В рамках анализа инвестиционного холдинга не предполагается заполнение анкеты по всем юрлицам — объектам инвестиций.</p> <p>2. Значение множителя 0,25 в формуле (5) выбрано для нормирования оценки фактора в пределах диапазона [1;5].</p> <p>3. Доля рассчитывается как среднее между долей этого объекта в портфеле холдинга (по рыночной стоимости) и долей этого объекта в генерируемых холдингом денежных потоках от входящих дивидендов и процентов.</p>	ООО «ФЛИТ»
4	4.2.1. Качество портфеля Раздел «Оценка ликвидности удерживаемых активов»	<p>1. Не уточнено, как определяется рыночная стоимость неторгуемых долевых инструментов для целей оценки ликвидности холдинга.</p> <p>2. Стоит внести возможность применения аналитических корректировок к оценке ликвидности отдельных объектов инвестиций. Например, здание</p>	Оставлено без изменений.	<p>1. Подход АКРА к определению рыночной стоимости описан на странице 15 данной методологии.</p> <p>2. Удерживание такого рода активов не соответствует определению деятельности инвестиционного холдинга в терминологии АКРА.</p>	ООО «ФЛИТ»

		без долга и со стабильным денежным потоком может соответствовать высокому уровню ликвидности.			
5	4.2.1. Качество портфеля Раздел «Оценка диверсификации портфеля»	Текущий подход к оценке диверсификации предполагает, что для получения максимальной оценки за диверсификацию портфеля холдинг должен инвестировать в равные по размеру компании с одинаковым дивидендным потоком. Подход не учитывает, что в иных случаях актив, находящийся в фазе роста, выгоднее докапитализировать, а также что холдингу невыгодно инвестировать в небольшие по размеру компании.	Оставлено без изменений.	АКРА полагает, что меньший кредитный риск имеют инвестиционные холдинги со стабильным диверсифицированным процентным и дивидендным доходом.	ООО «ФЛИТ»
6	4.2.1. Качество портфеля Раздел «Оценка диверсификации портфеля»	Предлагается уточнить, как определяется и подтверждается рыночная стоимость инвестиций.	Оставлено без изменений.	Подход АКРА к определению рыночной стоимости описан на странице 15 данной методологии.	ООО «ФЛИТ»
7	Таблица 8. Оценка структуры управления	<ol style="list-style-type: none"> 1. Высокий уровень концентрации акционерной собственности не всегда является однозначным минусом, однако, согласно описанию оценок, категория оценки 1 может быть присвоена строго при отсутствии такой концентрации. 2. Вовлеченность акционеров в операционную деятельность компании приведена в качестве однозначно негативной характеристики структуры управления, в то время как вовлеченность акционеров 	Оставлено без изменений.	Согласно подходу АКРА, получение наивысшей оценки фактора «Структура управления» возможно при отсутствии концентрации акционерной собственности. Повышенная роль акционера в принятии значимых управленческих решений увеличивает риски принятия решений в ущерб интересам кредиторов.	ООО «ФЛИТ»

		в отдельные процессы может являться преимуществом, свидетельствующим о готовности бенефициаров погружаться в бизнес и помогать ему.			
8	<p>Таблица 10. Оценка финансовой прозрачности</p> <p>«Финансовая отчетность по МСФО готовится как на уровне холдинга, так и на уровне ключевых объектов инвестиций не реже двух раз в год и публикуется в открытом доступе. Годовая отчетность холдинга и ключевых объектов инвестиций аудирована крупнейшими аудиторскими компаниями. В открытом доступе размещены данные об операционных результатах ключевых объектов инвестиций, регулярно проводятся звонки для инвесторов.»</p>	Если объекты инвестиций непубличны, необходимость регулярных звонков широкому пулу инвесторов отсутствует. Предлагается заменить на «прозрачность доступа к информации о деятельности ключевых объектов инвестиций».	Учтено.	Параграф изложен в следующей редакции: «Финансовая отчетность по МСФО готовится как на уровне холдинга, так и на уровне ключевых объектов инвестиций не реже двух раз в год и публикуется в открытом доступе. Годовая отчетность холдинга и ключевых объектов инвестиций аудирована крупнейшими аудиторскими компаниями. В открытом доступе размещена необходимая информация о деятельности ключевых объектов инвестиций.»	ООО «ФЛИТ»
9	<p>4.3.1. Долговая нагрузка</p> <p>«Количественная оценка фактора производится на основании коэффициента долговой нагрузки, который рассчитывается как отношение рыночной стоимости объектов инвестиций к долгу (коэффициент LTV ratio).»</p>	Аналогично комментарию к п. 4.2.1: не уточнено, как определяется рыночная стоимость объектов инвестиций в виде неторгуемых долевых инструментов.	Оставлено без изменений.	Подход АКРА к определению рыночной стоимости описан на странице 15 данной методологии.	ООО «ФЛИТ»

10	Таблица 11. Количественная оценка долговой нагрузки	<p>Проверить правильность расчета коэффициента долговой нагрузки.</p> <p>Отсечки представляются агрессивными. Исходя из практики, банки-кредиторы считают комфортным уровень LTV в 80%.</p>	Оставлено без изменений.	По мнению АКРА, долговая нагрузка в терминах LTV является высокой. Возможно, риск банка-кредитора при таком уровне долговой нагрузки компенсируется наличием обеспечения. С учетом того, что основным потребителем кредитных рейтингов выступают инвесторы в облигации, то есть в инструмент, зачастую не имеющий обеспечения, установлены данные критерии оценки долговой нагрузки.	ООО «ФЛИТ»
11	<p>Таблица 12. Качественная оценка долговой нагрузки</p> <p>«Сбалансированная структура долгового портфеля как с точки зрения сроков и графика погашения, так и с точки зрения валют и ставок; отсутствие существенных внебалансовых обязательств; сбалансированная структура кредиторов»</p>	Значимость диверсификации портфеля для оценки холдинга завышена, поскольку зачастую долговой портфель представлен одной — тремя сделками. Новые линии открываются под конкретные цели.	Оставлено без изменений.	Зависимость от одного источника привлечения долга повышает риски рефинансирования, что негативно сказывается на кредитоспособности и закреплено в данной методологии.	ООО «ФЛИТ»
12	<p>Таблица 12. Качественная оценка долговой нагрузки</p> <p>«Наличие определенной диспропорции в структуре долгового портфеля; график обслуживания и погашения долга имеет ярко выраженные пиковые периоды в среднесрочной перспективе; имеются крупные внебалансовые обязательства</p>	Крупные внебалансовые обязательства стоит учитывать только в случае, если постанова их на баланс приводит к существенному изменению LTV. Стоит оценивать размер внебалансовых обязательств относительно величины портфеля.	Оставлено без изменений.	Согласно внутреннему подходу, АКРА включает в расчет долговой нагрузки все забалансовые обязательства, если по ним видит риск того, что рейтингуемое лицо будет вынуждено по ним отвечать.	ООО «ФЛИТ»

	с высоким риском исполнения; существенная концентрация или чрезмерная диверсификация кредиторов; риск невозможности выработки консолидированной позиции по значимым вопросам»				
13	4.3.2. Покрытие «АКРА оценивает способность холдинговой компании обслуживать свой долг АКРА на основании коэффициента покрытия, который рассчитывается как отношение доходов (дивидендных и процентных поступлений) за вычетом административных расходов к процентным платежам, подлежащим уплате.»	Лишнее слово «АКРА» в середине фразы.	Учтено.	Параграф изложен в следующей редакции: «АКРА оценивает способность холдинговой компании обслуживать свой долг на основании коэффициента покрытия, который рассчитывается как отношение доходов (дивидендных и процентных поступлений) за вычетом административных расходов к процентным платежам, подлежащим уплате.»	ООО «ФЛИТ»
14	Таблица 15. Качественная оценка ликвидности «Умеренная ликвидность; наличие пиковых периодов погашения долга в среднесрочной или долгосрочной перспективе; присутствуют внутренние источники финансирования, однако из внешних источников доступно только банковское финансирование; отсутствие запаса прочности по ковенантам в кредитных	Инвестиционный холдинг редко выпускает публичный долг и, как правило, полагается на целевое банковское финансирование. Стоит пересмотреть относительную значимость внешнего и банковского финансирования для целей присвоения качественной оценки ликвидности.	Оставлено без изменений.	Одним из критериев наивысшей оценки ликвидности является диверсифицированная база возможных кредиторов для привлечения долгового финансирования при такой необходимости, в том числе на облигационном рынке. Отсутствие опыта работы на публичном долговом рынке в значительной степени соответствует средней оценке.	ООО «ФЛИТ»

	соглашениях при отсутствии потребности в наращивании долга.»				
15	<p>4.4.1. Финансовая политика</p> <p>Высокая активность компании, включающая последовательное приобретение новых активов за счет обеспеченного финансирования, особенно обеспеченного активами приобретаемых компаний, обычно свидетельствует об агрессивной финансовой политике.</p>	<p>Обеспечение сделки активами приобретаемых компаний является стандартной практикой. При комфортном уровне LTV и высокой доле собственных средств данный фактор не является негативным. Предлагается пересмотреть критерии оценки финансовой политики как агрессивной.</p>	<p>Оставлено без изменений.</p>	<p>Обеспечение сделки активами приобретаемых компаний не всегда рассматривается АКРА в качестве признака агрессивной финансовой политики.</p> <p>Далее, критерии применения негативной корректировки за финансовую политику включают несколько ключевых факторов, которые в значительной степени базируются на агрессивной дивидендной политике и негативной кредитной истории. Агрессивная политика на рынке M&A является только одним из факторов, который может охарактеризовать финансовую политику компании и не обязательно приведет к применению корректировки.</p>	<p>ООО «ФЛИТ»</p>
16	<p>5. Присвоение ОСК операционного холдинга</p> <p>«При присвоении ОСК рейтингуемым лицам, являющимся операционными холдингами, применяются подходы, указанные в профильных методологиях.»</p>	<p>Пропущен предлог.</p>	<p>Учтено.</p>	<p>Фраза изложена в следующей редакции:</p> <p>«При присвоении ОСК рейтингуемым лицам, являющимся операционными холдингами, применяются подходы, указанные в профильных методологиях.»</p>	<p>ООО «ФЛИТ»</p>
17	<p>Таблица 16. Присвоение ОСК операционного холдинга.</p>	<p>1. Уточнить, как определяется доля крупнейшей компании.</p> <p>2. Рассмотреть возможность добавления аналитической корректировки, к примеру,</p>	<p>1. Оставлено без изменений.</p> <p>2–3. Учтено частично. Редакционная правка.</p>	<p>1. В ходе присвоения рейтинга доля крупнейшей компании может отражать широкий перечень показателей.</p>	<p>ООО «ФЛИТ»</p>

		<p>для ситуации, когда прочие активы холдинга усиливают позиции крупнейшей компании.</p> <p>3. «Корректировка на одну ступень в сторону понижения осуществляется, если средний взвешенный ОСК крупных компаний ниже ОСК крупнейшей компании холдинга более чем на одну ступень».</p> <p>Предлагается убрать, так как бывают случаи, когда дополнительные компании оказывают поддержку, а не снижают кредитоспособность.</p>		<p>2–3. Позитивная корректировка возможна, если кредитное качество прочих активов холдинга при определенных условиях превосходит кредитное качество крупнейшей компании.</p> <p>В целом АКРА исходит из того, что дефолт крупнейшей компании холдинга может являться негативным событием для всех прочих компаний, в результате чего их кредитоспособность до момента дефолта не имеет значения.</p>	
18	Таблица 16. Присвоение ОСК операционного холдинга.	<p>1. Решение о снижении рейтинга операционного холдинга на одну — три ступени в случае наличия в структуре холдинга регулируемых компаний должно приниматься по результатам оценки того, насколько консолидированная финансовая устойчивость и кредитоспособность холдинга зависят от перераспределения средств между участниками Группы и насколько возможности перераспределения ограничены. Если значительных перетоков средств между участниками Группы нет либо если они ограничены регуляторно, дополнительное ухудшение рейтинга операционного холдинга относительно рейтингов ключевых участников необоснованно, так как рейтинги ключевых участников уже учитывают возможности ключевых участников Группы выплачивать</p>	<p>1. Учтено частично. 2. Учтено частично.</p>	<p>1. Ограничено негативное влияние корректировки за наличие в периметре холдинга регулируемых компаний.</p> <p>2. Предусмотрена позитивная корректировка в случае, если средняя ОСК крупных компаний на две и более ступеней превосходит ОСК крупнейшей компании. В ряде случаев ОСК холдинга определяется как среднее значение ОСК входящих в него компаний, что позволяет учесть ситуации, когда такие компании обладают более высоким (более низким) уровнем собственной кредитоспособности по сравнению с крупнейшей компанией. При этом учитывается тот факт, что финансовое состояние крупнейших компаний холдинга имеет большее значение, чем информационная прозрачность холдинговой компании.</p>	ООО «Озон Капитал»

		<p>дивиденды в пользу материнской компании с учетом запаса достаточности капитала, а также обслуживать привлеченные от материнской компании займы, если такой инструмент фондирования участников со стороны холдинговой компании используется в Группе. Если доступных потоков достаточно для обслуживания и погашения обязательств холдинговой компании, считаем возможным не корректировать рейтинг операционного холдинга в сторону ухудшения.</p> <p>2. Предлагается предусмотреть в методологии возможность повышения рейтинга на одну — три ступени с учетом:</p> <ul style="list-style-type: none">- всех имеющихся у холдинга источников финансирования и активов, в том числе имеющихся у участников, которым не присваивался кредитный рейтинг, поскольку участники Группы, на которых приходится 20% бизнеса и более, могут иметь более высокое кредитное качество, и, соответственно, более высокий рейтинг;- дополнительных позитивных факторов в деятельности холдинговой компании, не отраженных в рейтинге основных участников в соответствии с применимой для них методологией.			
--	--	---	--	--	--

		<p>Например, если холдинговая компания является эмитентом облигаций, а крупнейший актив — нет, информационная прозрачность холдинга будет значительно выше, что на практике учитывается при рейтинговании как положительный фактор. Также в зависимости от модели бизнеса у холдинговой компании может быть более высокая диверсификация активов и источников финансирования, что тоже должно оказывать позитивное влияние на рейтинг.</p>			
--	--	--	--	--	--