

АКРА

**Методология присвоения кредитных рейтингов
отдельным выпускам финансовых инструментов
по национальной шкале для Российской Федерации**

30 марта 2021

Оглавление

1	Область применения методологии	3
2	Источники информации	7
3	Краткий обзор структуры рейтингового анализа	7
4	Применение методологии для банковских организаций	11
5	Применение методологии для страховых компаний	12
6	Применение методологии для региональных и муниципальных органов власти	13
7	Применение методологии для нефинансовых компаний	13
8	Применение методологии для лизинговых компаний	20
9	Применение методологии для присвоения кредитных рейтингов долговым финансовым инструментам, выпущенным организациями, имеющими кредитный рейтинг по международной шкале	20

1 Область применения методологии

Данная методология Аналитического Кредитного Рейтингового Агентства (далее — АКРА, Агентство) используется для присвоения кредитных рейтингов и кредитных оценок отдельным выпускам финансовых инструментов эмитентов следующих категорий:

- банковские организации и организации, деятельность которых по экономической сути близка к банковской¹;
- нефинансовые компании, включая субъекты малого и среднего предпринимательства, а также холдинговые компании;
- страховые организации;
- лизинговые компании;
- региональные и муниципальные органы власти.

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:

- отсутствие у облигаций срока погашения;
- наличие у эмитента права в одностороннем порядке отказаться от выплаты процентных платежей или отложить ее без наступления события дефолта;
- наличие компенсаторных механизмов возмещения инвесторам потерь и/или недополученных ими доходов от третьих лиц;
- наличие контрактной и/или структурной субординации по отношению к другим финансовым инструментам эмитента;
- наличие условных или безусловных механизмов изменения размера процентных платежей;
- наличие возможности конвертации финансового инструмента в инструмент акционерного капитала.

Решение в отношении уровня присвоенных кредитных рейтингов и применимости настоящей методологии основывается на экономической природе финансового инструмента вне зависимости от порядка его отражения в отчетности эмитента, в частности независимо от его включения или невключения в состав капитала.

¹ Институты развития (привлекающие и размещающие денежные средства на условиях платности, срочности и возвратности); агентства со специализированными функциями, деятельность которых преимущественно связана с привлечением и размещением денежных средств и/или с предоставлением гарантий и поручительств. Решение о возможности применения данной методологии к финансовым инструментам таких организаций принимается рейтинговым комитетом АКРА.

Данная методология неприменима к инструментам структурированного финансирования, при этом возможны исключения для транзакций, обладающих характеристиками структурированного финансирования, при наличии гарантии/поручительства на всю сумму рейтингуемых (оцениваемых в случае присвоения кредитных оценок) обязательств.

Результатом применения данной методологии может быть присвоение как кредитного рейтинга (кредитной оценки) 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.

Данная методология не является исчерпывающей и имеет отсылки к другим методологиям АКРА.

Данная методология не применяется, если оцениваемые обязательства представлены обязательствами специализированного общества структурированного финансирования без наличия гарантий/поручительств на всю сумму рейтингуемых (оцениваемых) обязательств, а также если в условиях обязательства присутствует контрактная субординация (или старшинство) по отношению к другим кредитным обязательствам эмитента, за исключением кредитов и займов, соответствующих определению субординированного кредита для финансовых и нефинансовых компаний согласно действующему законодательству. В указанных случаях АКРА применяет [Методологию присвоения кредитных рейтингов инструментам и обязательствам структурированного финансирования по национальной шкале для Российской Федерации](#).

Как правило, для применения настоящей методологии требуется предварительный расчет ОСК и/или кредитного рейтинга (кредитной оценки в случае отсутствия кредитного рейтинга) эмитента либо лица, поручившегося (выступившего гарантом) по обязательству или частичному объему обязательств (если применимо). Данное положение основывается на зависимости кредитного рейтинга (кредитной оценки) отдельных финансовых обязательств эмитента, помимо их структуры и субординации относительно других обязательств, от оценки кредитоспособности эмитента либо лица, поручившегося по финансовому обязательству или частичному объему обязательств (с учетом влияния нового обязательства/частичного объема обязательств на его финансовый профиль).

Кредитные рейтинги (кредитные оценки) финансовых инструментов учитывают в том числе потенциальный уровень возмещения потерь, получаемого инвесторами в случае дефолта эмитента. Прогнозные уровни возмещения потерь кредиторов и категории возмещения потерь средств, определенные АКРА, являются субъективной оценкой, сделанной на основе информации, имеющейся в распоряжении Агентства на момент оценки. Фактический уровень возмещения потерь может зависеть от следующих факторов:

- очередности исполнения обязательств по данному финансовому инструменту;
- достоверности финансовой отчетности эмитента;
- досудебного взаимодействия эмитента с отдельными кредиторами;
- судебных решений в отношении регулирования взаимоотношений эмитента с кредиторами;
- процедур и результатов оценки отдельных активов эмитента для их реализации;
- наличия компенсаторных механизмов возмещения потерь и/или недополученного инвесторами дохода от третьих лиц;
- специфики корпоративного управления эмитента.

АКРА может осуществлять присвоение отдельным финансовым инструментам ожидаемых кредитных рейтингов, основываясь на проектах эмиссионной документации и ожидаемых условиях выпуска. Присвоение ожидаемых кредитных рейтингов осуществляется на основании [Основных понятий, используемых АКРА 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 отдельных выпусков финансовых инструментов не присваивается.

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

Пересмотр кредитных рейтингов, присвоенных по данной методологии, осуществляется в соответствии с требованиями Федерального закона от 13.07.2015 N 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», а также согласно внутренним документам АКРА, но не позднее одного календарного года с даты последнего рейтингового действия (для субсуверенных эмитентов — не позднее 182 дней).

В целях поддержания методологии в актуальном состоянии АКРА вправе осуществлять ее пересмотр и изменение на следующих основаниях:

- отступление от настоящей методологии более трех раз за квартал при выполнении рейтинговых действий;
- результаты мониторинга применения методологий, проводимого сотрудниками методологической группы;

- выявление несоответствия данной методологии требованиям Федерального закона от 13.07.2015 N 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.

Не позднее одного календарного года с даты последнего пересмотра данной методологии АКРА проводит ее пересмотр в соответствии со своими внутренними документами. В результате пересмотра в методологию могут быть внесены изменения или она может остаться без изменений.

При использовании данной методологии каждый случай отступления от нее документируется и раскрывается АКРА на официальном сайте Агентства по адресу www.acra-ratings.ru при опубликовании кредитного рейтинга или прогноза по кредитному рейтингу с указанием причины такого отступления.

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

Если планируемые изменения данной 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 данной методологией;
- 2) не позднее шести месяцев со дня изменения применяемой методологии осуществляет перспективный и ретроспективный анализ связанных с этим возможных изменений рейтинговых оценок, присвоенных в соответствии с данной методологией;
- 3) в срок не позднее 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 (кредитных оценок) отдельным 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 (кредитные оценки), используемые в качестве исходных данных для присвоения рейтинга (кредитных оценок) отдельным 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.

Данный перечень не является исчерпывающим.

3 Краткий обзор структуры рейтингового анализа

Ключевая особенность долговых обязательств в несuverенном секторе — разнородность структуры долга с точки зрения субординации и других характеристик, которые влияют на уровень возмещения потерь инвесторов по различным финансовым инструментам в случае дефолта эмитента. Для учета различного уровня возмещения потерь по отдельным финансовым инструментам Агентство выделяет шесть категорий возмещения потерь, перечисленных в Таблице 1. Данные категории являются не прогнозом возврата средств по определенным финансовым инструментам эмитента, а лишь инструментом субъективного ранжирования долговых обязательств с точки зрения относительной степени возмещения потерь инвесторов.

Таблица 1. Категории уровня возмещения потерь кредиторов

Категория возмещения потерь	Ступени корректировки кредитного рейтинга (кредитной оценки)	Типичное описание
I	От 0 до +1	Обеспеченные обязательства ² либо обязательства, подразумевающие более высокий уровень возмещения потерь инвесторов относительно среднего для данного вида эмитентов.
II	0	Средний уровень возмещения потерь инвесторов для данного вида эмитентов.
III	-1	Низкий уровень возмещения потерь инвесторов, в том числе ввиду наличия механизмов субординации (при наличии).
IV	-2	Очень низкий уровень возмещения потерь инвесторов, в том числе ввиду наличия механизмов субординации (при наличии).
V	-3	Минимальный уровень возмещения потерь инвесторов. Обязательства структурно субординированы по отношению к обеспеченному и старшему необеспеченному долгу эмитента.
VI	-5 ступеней от ОСК, но не ниже уровня C(RU) (при отсутствии факта неисполнения обязательств по инструменту)	Инструменты, имеющие высокую степень структурной субординации, неплатеж по которым, как правило, не означает дефолта эмитента.

Источник: АКРА

Присвоение кредитного рейтинга (кредитной оценки) отдельным финансовым инструментам осуществляется по результатам анализа структуры долга эмитента и других участников сделки, ожидаемой по результатам размещения данных финансовых инструментов. При этом результатом анализа новой структуры долга может стать рейтинговое действие (в случае отсутствия кредитного рейтинга АКРА — подтверждение/пересмотр кредитных оценок) в отношении эмитента или других участников сделки, а также их отдельных финансовых обязательств.

В связи с достаточно низким уровнем возмещения в случае дефолта кредитные рейтинги (кредитные оценки) отдельных финансовых обязательств эмитента, неплатеж по которым приводит к дефолту эмитента, могут быть снижены на величину до 3 ступеней в зависимости от их типа, структуры, обеспечения, а также уровня кредитного рейтинга (кредитной оценки) эмитента.

В исключительных случаях рейтинговым комитетом АКРА может быть принято решение о положительной корректировке не более чем на 1 ступень, если, по мнению Агентства, имеются в наличии или ликвидное и надежное обеспечение, позволяющее обеспечить практически полное возмещение потерь, или иные структурные особенности (например, компенсаторные механизмы возмещения потерь и/или недополученного инвесторами дохода от третьих лиц с высоким кредитным качеством), подразумевающие более высокий уровень возмещения потерь относительно среднего уровня для старших необеспеченных кредиторов. При этом проводится детальный анализ правовых рисков

² АКРА оценивает обеспеченность обязательства экспертным путем.

инвесторов, связанных с процедурой банкротства и потенциальными претензиями со стороны других кредиторов/с попаданием в общую конкурсную массу обеспечения в рамках процедуры банкротства.

Если неплатеж заемщика по отдельным финансовым обязательствам, имеющим характеристики долга, не приводит к дефолту эмитента (например, по конвертируемым облигациям или бессрочным облигациям при наличии у эмитента права отказаться в одностороннем порядке от выплаты процентов и при отсутствии компенсаторных механизмов возмещения потерь и/или недополученного инвесторами дохода от третьих лиц), кредитный рейтинг (кредитная оценка) таких финансовых обязательств устанавливается на 5 ступеней ниже уровня ОСК эмитента, но не ниже уровня C(RU) (при отсутствии факта неисполнения обязательств по инструменту). Такой подход связан с минимальной возможностью возмещать потери по данным обязательствам ввиду существенного ухудшения позиции кредиторов после конвертации их требований. Использование ОСК вместо финального кредитного рейтинга (кредитной оценки) обусловлено тем, что соответствующие методологии АКРА по оценке поддержки учитывают не регулярную, а экстраординарную поддержку, которая с высокой степенью вероятности не будет оказана в случае реализации условия о конвертации долга. Таким образом, для оценки данных финансовых обязательств ключевую роль играет именно собственная кредитоспособность, отраженная в ОСК. При отсутствии возможности определения ОСК кредитный рейтинг данным финансовым инструментам не присваивается.

Финансовые обязательства (включая бессрочные облигации), по которым не предусмотрены возможность списания долга и право эмитента отказаться в одностороннем порядке от выплаты процентов, либо предусмотрены компенсаторные механизмы возмещения потерь и/или недополученного инвесторами дохода от третьих лиц с кредитным рейтингом (кредитной оценкой) не ниже кредитного рейтинга эмитента, относятся к III–V категориям возмещения потерь в зависимости от условий эмиссии. В частности, АКРА может присвоить финансовому инструменту кредитный рейтинг на 1–3 ступени ниже кредитного рейтинга эмитента в случае, если условия эмиссии несут дополнительные риски, связанные с неполучением дохода инвесторами.

Наличие гарантий/поручительств на всю сумму рейтингуемых (оцениваемых) обязательств подразумевает присвоение данным обязательствам кредитных рейтингов (кредитных оценок) на основании кредитного рейтинга (кредитной оценки) либо ОСК (для соответствующей категории возмещения потерь) гаранта/поручителя в соответствии с одним из следующих сценариев:

1. Гарантия государственных либо региональных органов власти (данный сценарий подразумевает повышение кредитного рейтинга (кредитной оценки) инструмента до уровня правительства РФ или кредитного рейтинга (кредитной оценки) регионального органа власти).
2. Поручительство российского юридического лица, имеющего кредитный рейтинг (кредитную оценку) АКРА (данный сценарий подразумевает присвоение

кредитного рейтинга (кредитной оценки) инструмента на основании кредитного рейтинга (кредитной оценки при отсутствии присвоенного кредитного рейтинга поручителя).

Одно из базовых правил присвоения кредитных рейтингов (кредитных оценок) отдельным выпускам финансовых инструментов — обязательное наличие кредитного рейтинга (кредитной оценки) эмитента либо лица, поручившегося по обязательству. Исключением из указанного правила может являться случай, если в периметре сделки в качестве эмитентов/поручителей задействованы дочерние компании, которым присущ сильный уровень взаимосвязи с материнской компанией. При оценке взаимосвязи учитываются операционные потоки/доходы и иные факторы, свидетельствующие о готовности материнской компании оказывать поддержку дочерней структуре. В этом случае в качестве базы для присвоения кредитного рейтинга (кредитной оценки) финансового инструмента может быть использован кредитный рейтинг (кредитная оценка) материнской (холдинговой) компании, присвоенный на основании данной консолидированной отчетности и соответствующей методологии.

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 производится из дивидендов операционных компаний, выплата которых может быть затруднена при недостаточности денежных потоков. Если по рейтингуемому (оцениваемому) финансовому обязательству материнской (холдинговой) компании отсутствует поручительство операционных компаний, формирующих не менее 80% операционного потока/дохода, капитала и совокупных активов на основании консолидированной отчетности группы, Агентство анализирует данный долг как субординированный в соответствии с правилами, изложенными в параграфах настоящей методологии для каждого вида эмитентов.

Следующий важный этап после определения категории возмещения потерь кредиторов — подробный анализ структуры конкретных выпусков долговых обязательств. Во внимание принимаются все ключевые структурные аспекты, включая (но не ограничиваясь) срок и график погашения, процентные периоды, наличие и уровень финансовых ковенантов, запрет на выбытие активов и прочие условия. В случае обнаружения особенностей структуры, которые могут повлиять на уровень возмещения потерь относительно других инвесторов (например, отсутствие условия кросс-дефолта, длительный льготный или процентный периоды и пр.), Агентство оставляет за собой право осуществить дополнительную корректировку кредитного рейтинга (кредитной оценки) отдельных финансовых обязательств на 1 степень вниз.

В случае изменения структуры долга (в результате погашения или выпуска новых займов) Агентство оставляет за собой право пересмотра кредитных рейтингов (кредитных оценок), присвоенных финансовым инструментам, независимо от факта пересмотра кредитного рейтинга (кредитной оценки) эмитента.

4 Применение методологии для банковских организаций

При присвоении кредитных рейтингов (кредитных оценок) финансовым инструментам банковских организаций АКРА разделяет их на три класса:

- старший необеспеченный долг;
- имеющие признак субординации долговые инструменты, включаемые в состав основного капитала в соответствии с методологией Банка России (или их включение ожидается в будущем в соответствии с установленными критериями Банка России);
- имеющие признак субординации долговые инструменты, включаемые в состав дополнительного капитала в соответствии с методологией Банка России (или их включение ожидается в будущем в соответствии с установленными критериями Банка России).

В случае присвоения кредитного рейтинга (кредитной оценки) обеспеченным (в том числе в случае предоставления обеспечения третьими лицами) облигациям, эмитентом которых выступает банк, АКРА проводит анализ достаточности и ликвидности обеспечения и по результатам такого анализа оставляет за собой право присвоения данному выпуску облигаций кредитного рейтинга (кредитной оценки) не более чем на 1 ступень выше кредитного рейтинга (кредитной оценки) эмитента в исключительных случаях. При этом проводится детальный анализ правовых рисков инвесторов, связанных с процедурой банкротства и потенциальными претензиями со стороны других кредиторов/с попаданием в общую конкурсную массу обеспечения в рамках процедуры банкротства.

В Таблице 2 изложен подход Агентства к присвоению кредитных рейтингов (кредитных оценок) долговым обязательствам банковских организаций.

Таблица 2. Подход к присвоению кредитных рейтингов (кредитных оценок) долговым инструментам

Класс инструмента	Категория возмещения потерь	Корректировка уровня кредитного рейтинга (кредитной оценки)	Обоснование
Обеспеченные облигации	I	0 или +1 ступень к финальному кредитному рейтингу (кредитной оценки) банка.	Решение рейтингового комитета с учетом оценки достаточности и ликвидности обеспечения (в том числе полученного от третьих лиц) по облигациям, а также риска возможных претензий в отношении обеспечения со стороны других кредиторов в случае дефолта.
Старший необеспеченный долг	II	На одном уровне с финальным кредитным рейтингом (кредитной оценкой) банка.	Старший необеспеченный долг традиционно является отражением вероятности дефолта самого банка.

Инструменты дополнительного капитала или субординированные обязательства	V	-3 ступени от финального кредитного рейтинга (кредитной оценки) банка.	Инструменты со значительно меньшим старшинством, чем старший необеспеченный долг. Примером субординированных обязательств может служить старший необеспеченный долг материнской (холдинговой) компании без поручительства операционных активов, формирующих не менее 80% операционного дохода, капитала и совокупных активов группы.
Инструменты основного капитала	VI	-5 ступеней от ОСК, но не ниже уровня C(RU) (при отсутствии факта неисполнения обязательств по инструменту) От -5 до -7 ступеней от ОСК, но не ниже уровня C(RU) (при отсутствии факта неисполнения обязательств по инструменту) в случае оценки достаточности капитала как «Слабая» или «Критическая» ³ .	Квазикапитал банковской организации, зачастую принимающий форму долевого инструмента при угрозе устойчивости банковской организации, а также несущий риск списания для инвесторов. В случае оценки достаточности капитала как «Слабая» или «Критическая» решение о количестве ступеней корректировки уровня кредитного рейтинга (кредитной оценки) в рамках указанного диапазона принимается рейтинговым комитетом на основании экспертной оценки вероятности наступления события дефолта по рассматриваемым инструментам.

Источник: АКРА

Положения данного раздела распространяются также на случаи присвоения кредитных рейтингов (кредитных оценок) финансовым инструментам организаций, деятельность которых по экономической сути близка к банковской. Решение о возможности применения данной методологии к финансовым инструментам таких организаций принимается рейтинговым комитетом АКРА.

5 Применение методологии для страховых компаний

При оценке уровня возмещений потерь в секторе страховых компаний АКРА руководствуется положениями Раздела 7.2 настоящей методологии («Детальный подход») с учетом специфики регулятивных аспектов процедур финансового оздоровления и банкротства страховых компаний.

³ В соответствии с [Методологией присвоения кредитных рейтингов банкам и банковским группам по национальной шкале для Российской Федерации](#).

6 Применение методологии для региональных и муниципальных органов власти

По мнению Агентства, облигационные выпуски региональных и муниципальных органов власти имеют статус старшего необеспеченного долга, поэтому для них в качестве базовой устанавливается вторая категория возмещения потерь.

Действующее бюджетное законодательство не предполагает залогового обеспечения по обязательствам региональных или муниципальных органов власти. В связи с этим коррекция кредитного рейтинга (кредитной оценки), обусловленная более высокой защищенностью обеспеченных кредиторов, не проводится.

При наличии гарантии вышестоящего бюджета кредитный рейтинг (кредитная оценка) долгового обязательства может быть повышен до уровня кредитного рейтинга (кредитной оценки) гаранта.

7 Применение методологии для нефинансовых компаний

Для оценки уровня возмещения потерь в секторе нефинансовых компаний АКРА выделяет следующие категории долговых обязательств:

I Обеспеченные обязательства. Наиболее надежные обязательства, в качестве обеспечения по которым заемщик (или третьи лица) предоставил залог материальных (здания, сооружения, основное оборудование и пр.) либо ликвидных финансовых активов. Данные обязательства относятся к I категории возмещения потерь и подразумевают присвоение кредитного рейтинга (кредитной оценки) инструмента на уровне кредитного рейтинга (кредитной оценки) эмитента либо его корректировку в исключительных случаях на 1 ступень вверх в зависимости от достаточности и ликвидности обеспечения. При этом проводится детальный анализ правовых рисков инвесторов, связанных с процедурой банкротства и потенциальными претензиями со стороны других кредиторов/с попаданием в общую конкурсную массу обеспечения в рамках процедуры банкротства.

II Старшие необеспеченные обязательства. Наиболее распространенный тип обязательств нефинансовых компаний. Включает в себя необеспеченные долговые обязательства, не имеющие структурной субординации по отношению к другим необеспеченным долговым обязательствам эмитента. Данные обязательства могут относиться к I–V категориям возмещения потерь, которые подразумевают присвоение кредитного рейтинга (кредитной оценки) инструмента на уровне кредитного рейтинга (кредитной оценки) эмитента либо его корректировку до 3 ступеней вниз в зависимости от уровня возмещения потерь кредиторов.

III Обязательства, имеющие высокую степень структурной субординации, неплатеж по которым, как правило, не означает дефолт эмитента (например, конвертируемые облигации или бессрочные облигации при наличии у эмитента права отказаться в одностороннем порядке от выплаты процентов и при отсутствии компенсаторных механизмов возмещения потерь и/или недополученного инвесторами дохода от третьих лиц). Данные обязательства относятся к VI категории возмещения потерь

и подразумевают присвоение кредитного рейтинга (кредитной оценки) инструмента на уровне ОСК эмитента, сниженного на 5 ступеней, но не ниже уровня C(RU) (при отсутствии факта неисполнения обязательств по инструменту).

АКРА использует два подхода для оценки уровня возмещения потерь по старшим необеспеченным обязательствам нефинансовых компаний:

- 1) **упрощенный подход:** для эмитентов с кредитными рейтингами (кредитными оценками) на уровне «BBB-(RU)» и выше, для которых характерна относительно невысокая вероятность дефолта;
- 2) **детальный подход:** для эмитентов с кредитными рейтингами (кредитными оценками) на уровне «BB+(RU)» и ниже.

Если по рейтингуемому (оцениваемому) финансовому обязательству материнской (холдинговой) компании отсутствует поручительство операционных компаний, формирующих не менее 80% операционного потока/дохода, капитала и совокупных активов на основании консолидированной отчетности группы, Агентство применяет детальный подход вне зависимости от уровня кредитного рейтинга (кредитной оценки) материнской (холдинговой) компании.

7.1. Упрощенный подход

Несмотря на то что долговая нагрузка, по мнению АКРА, является одним из наиболее важных индикаторов кредитоспособности эмитента, она не является исчерпывающим показателем оценки кредитоспособности. Как правило, для эмитентов с кредитными рейтингами (кредитными оценками) на уровне «BBB-(RU)» и выше характерна более высокая устойчивость финансовых потоков, повышенная платежная дисциплина и более последовательная финансовая политика по сравнению с нефинансовыми компаниями из более низких рейтинговых категорий. Более того, для таких организаций характерна более высокая доля необеспеченных долговых обязательств в общей структуре долга. В связи с этим кредитный рейтинг (кредитная оценка) старших необеспеченных обязательств на уровне кредитного рейтинга (кредитной оценки) эмитента, по мнению АКРА, наиболее корректно отражает относительный уровень кредитного риска данных обязательств.

Вместе с тем в указанных ниже случаях рейтинговый комитет АКРА может принять решение о корректировке уровня кредитного рейтинга (кредитной оценки) старших необеспеченных финансовых обязательств по нефинансовой компании с кредитным рейтингом (кредитной оценкой) на уровне «BBB-(RU)» и выше:

- если факторы «Долговая нагрузка», «Обслуживание долга» или «Ликвидность эмитента» находятся в IV или V категории;
- если более 50% материальных активов либо ликвидных финансовых активов эмитента (кроме ценных бумаг, выпущенных самим эмитентом или другим членом группы) находятся в залоге по долговым обязательствам.

В этих случаях Агентство оставляет за собой право скорректировать кредитный рейтинг (кредитную оценку) до 2 ступеней вниз (в зависимости от наличия одного или одновременно обоих упомянутых условий либо категории оценки факторов «Долговая нагрузка», «Обслуживание долга» и «Ликвидность»).

Для бессрочных облигаций уровень кредитного рейтинга (кредитной оценки) зависит от условий выплаты купона в соответствии с Таблицей 3.

Таблица 3. Подход к присвоению кредитных рейтингов (кредитных оценок) бессрчным облигациям

Условия по выплате купона	Корректировка уровня кредитного рейтинга (кредитной оценки)
<p>У эмитента отсутствует право отказаться в одностороннем порядке от выплаты процентов без наступления события дефолта,</p> <p>или</p> <p>предусмотрены компенсаторные механизмы возмещения недополученного инвесторами дохода от третьих лиц с кредитным рейтингом (кредитной оценкой) не ниже кредитного рейтинга эмитента.</p>	<p>-1 ступень от финального кредитного рейтинга (кредитной оценки)</p>
<p>Предусмотрено право эмитента на перенос выплаты процентов на срок до 1 года,</p> <p>и</p> <p>В случае переноса выплат предусмотрено ограничение на выплату дивидендов акционерам до момента выплаты процентов.</p>	<p>-2 ступени от финального кредитного рейтинга (кредитной оценки)</p>
<p>Предусмотрено право эмитента на перенос выплаты процентов на срок до 1 года.</p>	<p>-3 ступени от финального кредитного рейтинга (кредитной оценки)</p>
<p>Предусмотрено право эмитента отказаться в одностороннем порядке от выплаты процентов,</p> <p>Или</p> <p>Предусмотрено право эмитента перенести выплату процентов на срок более 5 лет без ограничений на выплату дивидендов,</p> <p>Или</p> <p>Предусмотрена возможность списания долга.</p>	<p>-5 ступеней от ОСК, но не ниже уровня C(RU) (при отсутствии факта неисполнения обязательств по инструменту)</p>

Источник: АКРА

7.2. Детальный подход

Кредитный рейтинг финансового обязательства устанавливается на уровне кредитного рейтинга (кредитной оценки) эмитента в случае одновременного выполнения следующих условий:

- текущая структура долга характеризуется наличием только старших необеспеченных обязательств;
- отсутствие ожиданий изменения структуры долга (включая как использование имеющихся активов для обеспечения по новым или существующим займам, так и выпуск субординированных обязательств).

При соблюдении данных условий дальнейший анализ не производится, корректировки кредитного рейтинга (кредитной оценки) инструментов по отношению к кредитному рейтингу (кредитной оценке) эмитента не осуществляются.

В случае нарушения хотя бы одного из вышеперечисленных условий проводится более детальный анализ средств, доступных для распределения, а также приоритетности выплат кредиторам в случае дефолта для определения уровня возмещения обязательств.

Для оценки старших необеспеченных обязательств в рамках детального подхода АКРА оценивает прогнозный уровень возмещения потерь на основании ожидаемого уровня возмещения потерь инвесторов по рейтингуемому (оцениваемому) финансовому обязательству, который, в свою очередь, определяется на основании оценки общего объема средств, доступных для распределения инвесторам в случае наступления дефолта, а также приоритетности выплаты обязательства.

Оценка средств, доступных для распределения инвесторам

Для оценки уровня возмещения потерь инвесторов в первую очередь необходимо определить объем средств, доступных для распределения инвесторам в случае наступления дефолта. Для этих целей Агентство может использовать как оценку стоимости бизнеса в целом, так и оценку стоимости активов по ликвидационному подходу. Агентство исходит из допущения, что наиболее распространенной практикой при наступлении дефолта является не распродажа отдельных активов, а продажа всего бизнеса целиком.

Агентство может осуществлять оценку стоимости бизнеса с использованием одного из следующих методов:

- 1) **метод дисконтирования денежных потоков:** Агентство оценивает стоимость бизнеса путем дисконтирования будущих денежных потоков эмитента;
- 2) **метод мультипликаторов:** Агентство оценивает стоимость 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 сопоставимых сделок продажи компаний, находящихся в процедуре банкротства либо на основании среднеотраслевых мультипликаторов с применением дисконта).

В случае применения ликвидационного подхода Агентство оценивает ликвидационную стоимость активов эмитента, которая рассчитывается путем применения соответствующих дисконтов к балансовой стоимости активов. Диапазоны применяемых дисконтов приведены в Таблице 4.

Таблица 4. Дисконты, применяемые при ликвидационном подходе

Вид активов	Ликвидационный дисконт ⁴	Комментарии
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 достаточно невысок и подразумевает довольно длительные сроки сбора. В определенных случаях, однако, требования по дебиторской задолженности могут возникать к контрагентам с достаточно высоким кредитным качеством.
Запасы	50–100%	Как правило, запасы являются достаточно низколиквидными активами и реализуются с существенным дисконтом. Более того, часто запасы не могут быть реализованы в случае дефолта эмитента. Запасы эмитентов, работающих в отрасли «Жилищное строительство», в соответствии с экспертным суждением аналитика могут быть полностью или частично отнесены к категории «Основные средства».
Финансовые вложения	25–100%	Оценка стоимости финансовых вложений осуществляется на основании их справедливой стоимости и ликвидности.
Нематериальные активы	75–100%	Как правило, в случае банкротства такие нематериальные активы, как лицензии, торговые марки, программное обеспечение и пр., реализуются по минимальной стоимости либо не реализуются совсем.
Гудвилл	100%	Гудвилл может не иметь внутренней стоимости при ликвидации, так как он отражает превышение реальной цены приобретенных активов над их балансовой стоимостью.
Прочие активы	0–100%	В данную категорию включаются прочие активы, потенциальная стоимость реализации которых определяется индивидуально в каждом конкретном случае.

Источник: АКРА

⁴ В исключительных случаях рейтинговым комитетом может быть принято решение о применении иных дисконтов при наличии соответствующего обоснования.

Оценка приоритетности выплат

Правовые основы приоритетности выплат различного вида обязательств 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 Агентством 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, идентифицированная АКРА, может отличаться от очередности, предусмотренной законодательными и нормативными актами (например, в составе четвертой очереди кредиторов АКРА может определить несколько подкатегорий приоритетности необеспеченных обязательств или кредиторской задолженности).

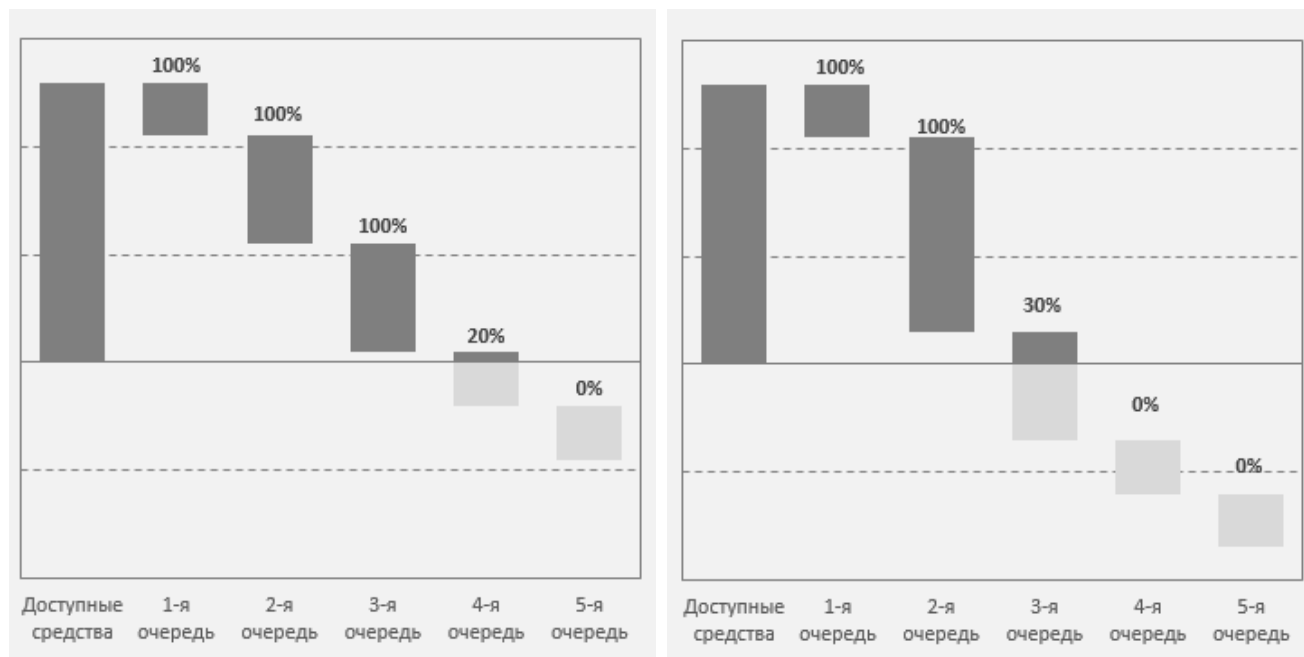
Обязательства материнских (холдинговых) компаний рассматриваются Агентством как субординированные к обязательствам операционных компаний, так как обслуживание долга материнской (холдинговой) компании происходит из дивидендов операционных компаний, выплата которых может быть затруднена при недостаточности их денежных потоков. В случаях с акционерными займами или аффилированной кредиторской задолженностью оценка приоритетности выплат может также зависеть от уровня корпоративного управления и степени лояльности эмитента к соответствующей категории инвесторов, поэтому выплата в различных случаях может производиться как до старшего необеспеченного долга, так и после.

Как правило, потенциальный уровень возмещения старших необеспеченных обязательств имеет обратную зависимость от доли обеспеченных материальным залогом обязательств, поскольку именно материальные активы зачастую выступают основным источником возмещения потерь для соответствующей категории инвесторов.

Оценка уровня возмещения потерь обязательств

После определения объема средств, доступных для распределения и приоритетности выплат, Агентство оценивает достаточность средств для выплаты долга организации. Расчет происходит путем сравнения доступных средств с объемом выплаты каждой очереди кредиторов в порядке приоритетности; при этом для каждой последующей очереди кредиторов сумма доступных средств уменьшается на сумму выплат предыдущим категориям. Примеры применения данного подхода приведены на Рисунке 1.

Рисунок 1. Примеры распределения доступных средств по обязательствам разной очередности



Источник: АКРА

В зависимости от полученного уровня возмещения обязательства нефинансовых компаний определяются в категории возмещения потерь, приведенные в Таблице 5.

Присвоение кредитного рейтинга (кредитной оценки) долговым инструментам нефинансовых компаний осуществляется через корректировку кредитного рейтинга (кредитной оценки) эмитента в соответствии с Таблицей 5.

Таблица 5. Определение категории возмещения потерь

Уровень возмещения	Категория возмещения потерь	Ступени корректировки кредитного рейтинга (кредитной оценки)
70–100%	I	0 или +1
50–70%	II	0
30–50%	III	-1
10–30%	IV	-2
0–10%	V	-3

Источник: АКРА

8 Применение методологии для лизинговых компаний

Для оценки уровня возмещений потерь в секторе лизинговых компаний АКРА руководствуется положениями Раздела 7.2 настоящей методологии («Детальный подход») с учетом специфики регулятивных аспектов процедур финансового оздоровления и банкротства лизинговых компаний.

9 Применение методологии для присвоения кредитных рейтингов долговым финансовым инструментам, выпущенным организациями, имеющими кредитный рейтинг по международной шкале

Настоящая методология может применяться для присвоения кредитных рейтингов (кредитных оценок) отдельным выпускам финансовых инструментов эмитентов, имеющих кредитный рейтинг по международной шкале и относящихся к следующим категориям:

- банковские организации и организации, деятельность которых по экономической сути близка к банковской;
- нефинансовые компании, включая холдинговые компании;
- страховые организации;
- лизинговые компании;
- наднациональные институты развития (supranationals);
- региональные и муниципальные органы власти.

В рамках присвоения Агентством кредитного рейтинга (кредитной оценки) отдельным выпускам финансовых инструментов по национальной шкале для РФ используется кредитный рейтинг (кредитная оценка) выпуска конкретного инструмента, присвоенного по международной шкале. В случае если кредитный рейтинг (кредитная оценка) такого выпуска по международной шкале отсутствует, а также если фактическим эмитентом является Специализированное общество (SPV), расположенное на территории Российской Федерации и действующее в соответствии с российским законодательством, или наднациональный институт развития, которому был присвоен кредитный рейтинг (кредитная оценка) АКРА по международной шкале, АКРА может использовать кредитный рейтинг (кредитную оценку) эмитента финансового инструмента по международной шкале.

Для присвоения кредитного рейтинга (кредитной оценки) по национальной шкале для Российской Федерации применяется [Методология сопоставления кредитных рейтингов, присвоенных по международной шкале АКРА, с кредитными рейтингами, присвоенными по национальной шкале АКРА для Российской Федерации](#) (далее — Методология сопоставления). Для определения кредитного рейтинга (кредитной оценки) по национальной шкале для Российской Федерации рейтинговый комитет использует стандартные таблицы сопоставления кредитных рейтингов из указанной методологии

в зависимости от следующих факторов: (1) уровня кредитного рейтинга (кредитной оценки при отсутствии присвоенного рейтинга АКРА) Российской Федерации по международной шкале, присвоенного АКРА; (2) уровня кредитного рейтинга (кредитной оценки) финансового инструмента/эмитента по международной шкале. При наличии нескольких вариантов выбора рейтинговый комитет руководствуется принципами, изложенными в Методологии сопоставления.

Ограничение ответственности

(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.