

Методология
присвоения кредитных рейтингов
по национальной шкале для Российской Федерации
холдинговым компаниям

Содержание

Список терминов и сокращений	4
1. Область применения	5
2. Соответствие требованиям законодательства	6
3. Источники информации	7
4. Основные принципы Методологии, алгоритм присвоения кредитного рейтинга и прогноза по кредитному рейтингу.....	9
4.1. Основные этапы присвоения кредитного рейтинга и прогноза по кредитному рейтингу.....	9
4.2. Особенности определения оценок субфакторов и показателей	13
5. Факторы определения базовой оценки собственной кредитоспособности.....	16
5.1. Финансовый профиль	16
5.1.1. Общие принципы оценки фактора	16
5.1.2. Структура фондирования	17
5.1.3. Ликвидность	19
5.1.4. Экспертные корректировки оценки финансового профиля	23
5.2. Инвестиционный профиль	25
5.2.1. Общие принципы оценки фактора	25
5.2.2. Эффективность портфеля	25
5.2.3. Волатильность доходов	29
5.2.4. Экспертные корректировки оценки инвестиционного профиля	30
5.3. Менеджмент и бенефициары	31
5.3.1. Общие принципы оценки фактора	31
5.3.2. Акционерные риски	31
5.3.3. Корпоративное управление	35
5.3.4. Управление ликвидностью	39
5.3.5. Управление рисками	42
5.3.6. Стратегическое планирование	43
6. Модификаторы базовой оценки собственной кредитоспособности.....	46
6.1. Стресс-тестирование	46
6.2. Операционная трансформация	46
6.3. Регуляторные и санкционные риски.....	47
6.4. Peer-анализ.....	48

Перечень приложений:

Приложение 1. Принципы оценки деловой репутации	50
Приложение 2. Оценка ожидаемых потерь.....	52

Перечень таблиц:

Таблица 1. Виды экономической деятельности (разделы К, L, N).....	5
Таблица 2. Структура базовой оценки собственной кредитоспособности	10
Таблица 3. Соответствие взвешенной суммы баллов и уровня БОСК	10
Таблица 4. Алгоритм определения уровней ОСК.....	12
Таблица 5. Веса периодов, учитываемых при оценке субфакторов финансового профиля	16
Таблица 6. Определение балльной оценки LTV.....	18
Таблица 7. Определение поправочного коэффициента в зависимости от ОКК/ОСКК контрагента	19
Таблица 8. Определение балльной оценки CLR.....	20
Таблица 9. Типовые корректировки в зависимости от доли кредитора и его кредитного качества	24
Таблица 10. Определение балльной оценки ICR.....	26
Таблица 11. Определение балльной оценки ECR.....	27
Таблица 12. Определение балльной оценки ECR_exp	27
Таблица 13. Определение балльной оценки субфактора «Волатильность доходов»	29
Таблица 14. Пороговые значения для оценки волатильности доходов	30
Таблица 15. Принципы оценки показателей субфактора «Акционерные риски»	32
Таблица 16. Алгоритм базовой оценки субфактора «Корпоративное управление»	35
Таблица 17. Базовая оценка управления ликвидностью	40
Таблица 18. Алгоритм базовой оценки субфактора «Управление рисками».....	42
Таблица 19. Определение базовой оценки субфактора «Стратегическое планирование»	43
Таблица 20. Влияние результатов стресс-тестирования на ОСК.....	46
Таблица 21. Влияние модификатора «Операционная трансформация» на ОСК РЛ	47
Таблица 22. Определение PD на основе ОКК/ОСКК и WAL	53
Таблица 23. Значение коэффициента волатильности (v) для учёта долевого финансовых инструментов	54

Перечень рисунков:

Рисунок 1. Алгоритм присвоения кредитного рейтинга для холдинговых компаний	9
Рисунок 2. Перевод значений показателей в балльные оценки	14

Все значимые различия между данной редакцией Методологии присвоения кредитных рейтингов по национальной шкале для Российской Федерации холдинговым компаниям и ранее действовавшей редакцией, утверждённой 13 апреля 2023 года, приведены в [перечне изменений](#).

Список терминов и сокращений

Определения терминов, в том числе написанных с заглавной буквы, приведены в списке ниже, далее в настоящем документе или даны в документе [«Основные понятия, используемые Обществом с ограниченной ответственностью „Национальные Кредитные Рейтинги“ в методологической и рейтинговой деятельности»](#) (например, определения кредитного рейтинга, дефолта, экстраординарной поддержки).

БОСК	базовая оценка собственной кредитоспособности
Методология	В настоящем документе означает Методологию присвоения кредитных рейтингов по национальной шкале для Российской Федерации холдинговым компаниям
МСФО	Международные стандарты финансовой отчётности
НКР	Общество с ограниченной ответственностью «Национальные Кредитные Рейтинги»
объект инвестирования	Компания, в долевые инструменты которой рейтингуемое лицо инвестирует на долгосрочной основе с целью длительного получения доходов за счёт прироста их стоимости и дивидендов. Как правило, РЛ не вмешивается в оперативное управление такой компанией
ОКК	оценка кредитного качества
ОСКК	оценка собственного кредитного качества
ПЛ	поддерживающее лицо
РЛ	рейтингуемое лицо
РСБУ	российские стандарты бухгалтерского учёта
СД	совет директоров или аналогичный орган (например, наблюдательный совет)
ЭП	экстраординарная поддержка

1. Область применения

Данная Методология присвоения кредитных рейтингов по национальной шкале для Российской Федерации холдинговым компаниям (далее – «Методология») применяется Обществом с ограниченной ответственностью «Национальные Кредитные Рейтинги» (далее – «агентство» или «НКР») для определения оценки собственной кредитоспособности (далее – «ОСК») и присвоения кредитных рейтингов и прогнозов по кредитным рейтингам по национальной шкале для Российской Федерации холдинговым компаниям (далее также «холдинг», «рейтингуемое лицо», «РЛ»).

Агентство классифицирует рейтингуемое лицо как холдинговую компанию, если оно соответствует следующим критериям:

1. Основная деятельность РЛ в соответствии с Единым государственным реестром юридических лиц (ЕГРЮЛ) либо его иностранным аналогом относится к какому-либо из указанных в таблице 1 разделов классификатора видов экономической деятельности (ОКВЭД2 либо зарубежных аналогов):

Таблица 1. Виды экономической деятельности (разделы К, L, N)

Код	Наименование раздела
К	деятельность финансовая и страховая
L	деятельность по операциям с недвижимым имуществом
N	деятельность административная и сопутствующие дополнительные услуги

2. Основная деятельность РЛ направлена на управление собственным портфелем, состоящим в значительной мере из долевых и приравненных к ним по экономическому смыслу инструментов. Например, агентство не рассматривает как холдинги те компании, на балансе которых доминируют долевые инструменты, но денежный поток стабильно и более чем на 50% формируется за счёт сдачи в аренду недвижимости.
3. РЛ рассматривает инвестиции в долевые инструменты как долгосрочные финансовые вложения, т. е. ставит целью длительное получение доходов за счёт дивидендов и прироста стоимости этих инструментов и, как правило, не вмешивается в оперативное управление соответствующих компаний (далее – «объектов инвестирования»).
4. Деятельность, требующая получения лицензии Банка России (например, профессионального участника рынка ценных бумаг), отсутствует или не является значимой для РЛ.

Методология применяется к юридическим лицам, зарегистрированным на территории Российской Федерации, а также к нерезидентам, все ключевые объекты инвестирования которых ведут деятельность преимущественно на территории Российской Федерации.

2. Соответствие требованиям законодательства

Данная Методология основывается на нормах Федерального закона от 13.07.2015 г. № 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» (далее – «222-ФЗ»). Сроки пересмотра кредитных рейтингов, присвоенных по данной Методологии, не могут превышать 365 дней с даты последнего рейтингового действия.

В целях соблюдения действующего законодательства Российской Федерации, а также в целях поддержания актуальности методологий и прозрачности рейтинговой деятельности агентства Методология подлежит пересмотру в случаях, предусмотренных в документе [«Основные понятия, используемые Обществом с ограниченной ответственностью „Национальные Кредитные Рейтинги“ в методологической и рейтинговой деятельности»](#).

Данная Методология подлежит обязательному пересмотру в срок не позднее 1 года с даты утверждения /последнего пересмотра применяемой Методологии. В результате пересмотра в Методологию могут быть внесены изменения, или она может остаться без изменений. В процессе использования данной Методологии каждый случай отступления от неё документируется и раскрывается агентством на официальном сайте <https://www.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, агентство анализирует и пересматривает её в соответствии с установленными в агентстве процедурами и 222-ФЗ. Если выявленные в Методологии ошибки оказывают влияние на присвоенные ранее кредитные рейтинги или прогнозы по кредитным рейтингам, агентство раскрывает данную информацию на официальном сайте по адресу <https://www.ratings.ru>.

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

- размещает на своём официальном сайте <https://www.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;
- не позднее 6 месяцев со дня изменения применяемой Методологии осуществляет оценку необходимости пересмотра всех кредитных рейтингов, присвоенных в соответствии с данной Методологией;
- в срок не более 6 месяцев со дня изменения применяемой Методологии осуществляет пересмотр кредитных рейтингов, если по результатам оценки выявлена необходимость их пересмотра.

3. Источники информации

Источниками информации для присвоения кредитного рейтинга в рамках данной Методологии являются сведения публичного характера и сведения, предоставленные РЛ, в том числе по запросу агентства (включая анкету по форме агентства) или в рамках проведения рейтинговой встречи аналитиков агентства с представителями рейтингуемого лица.

При присвоении кредитного рейтинга агентство может использовать следующие источники информации в любом сочетании:

1. Общая информация о РЛ:

- анкета по форме агентства;
- устав в действующей редакции;
- данные, полученные в ходе рейтинговых встреч с представителями РЛ;
- схема действующей организационной структуры РЛ;
- схема структуры собственности РЛ (с указанием конечных бенефициаров) на последнюю отчётную дату и за 2 предыдущих года;
- документы, регламентирующие корпоративное управление (включая акционерные соглашения и иные аналогичные документы) и управление рисками;
- документы, определяющие стратегию развития и инвестиционную стратегию.

2. Финансовая и управленческая отчётность:

- заверенная аудитором годовая неконсолидированная отчётность РЛ по МСФО¹ (включая заключение аудитора и примечания к отчётности) за последние три года;
- заверенная аудитором годовая консолидированная отчётность РЛ по МСФО (включая заключение аудитора и примечания к отчётности) за последние три года;
- квартальная/полугодовая неконсолидированная отчётность РЛ по МСФО (с примечаниями) за последние три года;
- квартальная/полугодовая консолидированная отчётность РЛ по МСФО (с примечаниями) за последние три года;
- заверенная аудитором годовая отчётность РЛ по РСБУ (включая примечания и расшифровки к отчётности) за последние три года;
- отчётность ключевых объектов инвестирования;
- отчётность компаний, которые могут быть рассмотрены в качестве поддерживающего лица (далее – «ПЛ») при оценке уровня экстраординарной поддержки (далее – «ЭП»);
- квартальные отчёты РЛ, эмиссионные документы по отдельным выпускам ценных бумаг РЛ;
- отчёты об оценке стоимости активов РЛ за последние 3 года;
- финансовая модель РЛ / прогнозный бюджет движения денежных средств на срок не менее 1 года (с поквартальной разбивкой).

¹ При наличии у РЛ отчётности по US GAAP она может быть предоставлена вместо МСФО.

3. Публичные источники информации:

- информация, раскрываемая Банком России и правительством Российской Федерации;
- официальные данные статистических служб и наднациональных структур, отраслевых ассоциаций;
- информация из СМИ и других открытых источников.

4. Макроэкономические, отраслевые прогнозы, прочие исследования и оценки агентства.

5. Иная информация, которая, по мнению агентства, является существенной для проведения рейтингового анализа.

В силу специфики холдинговых компаний агентство при их анализе уделяет более пристальное внимание неконсолидированной отчётности. Основой для оценки показателей и субфакторов Методологии может выступать неконсолидированная отчётность как по РСБУ, так и по МСФО (как правило, для компаний, не являющихся резидентами Российской Федерации).

Агентство оставляет за собой право рассчитывать отдельные показатели, оцениваемые в рамках Методологии, с учётом ожидаемых либо произошедших, но не отражённых на отчётную дату изменений в отчётности рейтингуемого лица, если их влияние носит, по мнению агентства, долгосрочный характер.

В случае недостаточности информации для применения настоящей Методологии, а также в случае, если агентство рассматривает предоставленную информацию как недостоверную, агентство отказывается от присвоения кредитного рейтинга и (или) прогноза по кредитному рейтингу или отзывает присвоенный кредитный рейтинг и (или) прогноз по кредитному рейтингу. Основным критерием достаточности информации является возможность осуществления полноценного анализа РЛ по ключевым факторам (субфакторам) Методологии (в т. ч. путём внесения необходимых корректировок в исходные данные, предоставленные РЛ). Если имеющаяся информация позволяет провести оценку ключевых факторов и субфакторов Методологии, но её слабая детализация снижает точность прогнозов и суждений аналитиков, агентство, как правило, устанавливает более низкие оценки фактора «Менеджмент и бенефициары», а также применяет более консервативные предпосылки при стресс-тестировании.

4. Основные принципы Методологии, алгоритм присвоения кредитного рейтинга и прогноза по кредитному рейтингу

4.1. Основные этапы присвоения кредитного рейтинга и прогноза по кредитному рейтингу

Перед применением Методологии агентство рассматривает информацию, предоставленную РЛ, на предмет соответствия области применения данной Методологии. Если соответствие РЛ критериям отнесения к холдинговым компаниям не подтверждается, данная Методология не применяется, а присвоение кредитного рейтинга осуществляется на основании иных методологий агентства.

В случае применимости данной Методологии для присвоения кредитного рейтинга, используется базовый алгоритм рейтингового анализа холдинговых компаний, схематично представленный на рисунке ниже.

Рисунок 1. Алгоритм присвоения кредитного рейтинга для холдинговых компаний



На **первоначальном этапе** рейтингового анализа определяется базовая оценка собственной кредитоспособности (далее – «БОСК») РЛ как средневзвешенное значение оценок следующих ключевых рейтинговых факторов:

- финансовый профиль (вес – 35%),
- инвестиционный профиль (вес – 35%),
- менеджмент и бенефициары (вес – 30%).

В [таблице 2](#) приведены факторы и субфакторы Методологии, а также их веса или алгоритмы их расчёта.

Таблица 2. Структура базовой оценки собственной кредитоспособности

Фактор/субфактор	Весовой коэффициент / описание иного подхода к агрегированию
Финансовый профиль	35%
Структура фондирования	21%
Ликвидность	14%
Инвестиционный профиль	35%
Эффективность портфеля	17,5%
Волатильность доходов	17,5%
Менеджмент и бенефициары	30%
Акционерные риски	$\text{Менеджмент и бенефициары} = \frac{1}{0,33/\text{ShR} + 0,67/\min(\text{CG}, \text{RM}, \text{LM}, \text{SP})}$ <p>где:</p> <p>ShR – балльная оценка субфактора «Акционерные риски», CG – балльная оценка субфактора «Корпоративное управление», RM – балльная оценка субфактора «Управление рисками», LM – балльная оценка субфактора «Управление ликвидностью», SP – балльная оценка субфактора «Стратегическое планирование»</p>
Корпоративное управление	
Управление ликвидностью	
Управление рисками	
Стратегическое планирование	

Соответствие уровня БОСК и взвешенной суммы оценок факторов приведено в таблице 3. БОСК может принимать значения от ааа до ссс, при этом уровни сс, с и d на данном этапе не присваиваются.

Таблица 3. Соответствие взвешенной суммы баллов и уровня БОСК

Базовая оценка собственной кредитоспособности (БОСК)	Взвешенная сумма балльных оценок факторов
ааа	≥ 6,43
аа+	[6,18; 6,43) ²
аа	[5,93; 6,18)
аа-	[5,68; 5,93)
а+	[5,43; 5,68)
а	[5,18; 5,43)
а-	[4,93; 5,18)
bbb+	[4,66; 4,93)

² То есть включая 6,18 [квадратная скобка] и не включая 6,43 (круглая скобка); далее по аналогии.

Базовая оценка собственной кредитоспособности (БОСК)	Взвешенная сумма балльных оценок факторов
bbb	[4,39; 4,66)
bbb-	[4,12; 4,39)
bb+	[3,85; 4,12)
bb	[3,55; 3,85)
bb-	[3,25; 3,55)
b+	[2,95; 3,25)
b	[2,60; 2,95)
b-	[2,20; 2,60)
ссс	< 2,20
сс	не присваивается в рамках БОСК
с	не присваивается в рамках БОСК
d	не присваивается в рамках БОСК

Вторым этапом рейтингового анализа является определение уровня ОСК путём применения к БОСК следующих ключевых модификаторов:

- стресс-тестирование;
- операционная трансформация;
- регуляторные и санкционные риски;
- сравнительный анализ сопоставимых компаний (реег-анализ).

В зависимости от типа модификатора и его влияния на кредитное качество рейтингуемого лица БОСК повышается на 1 и более уровней (положительное влияние модификатора), снижается аналогичным образом (отрицательное влияние модификатора) или не изменяется (условия для применения модификатора не выполнены). Таким образом, ОСК определяется как сумма БОСК и положительных/отрицательных модификаторов, при этом совокупное влияние всех модификаторов на ОСК ограничено диапазоном от –3 до +2 уровней.

Использование модификаторов позволяет учесть факторы, которые в должной мере не отражены в БОСК.

ОСК может принимать значения от aaa.ru до d, при этом уровни сс.ru, с.ru и d устанавливаются только в случае выполнения определённых условий (вне зависимости от взвешенной суммы баллов, полученной в рамках определения БОСК, и модификаторов). Правила присвоения ОСК приведены в [таблице 4](#).

Таблица 4. Алгоритм определения уровней ОСК

ОСК	Условия определения уровня ОСК
от ссс.ru до aaa.ru	БОСК + результат применения положительных и отрицательных модификаторов, описанных в Методологии
сс.ru	Для рейтингуемого лица характерны очень высокая вероятность невыполнения финансовых обязательств в перспективе ближайших 3 месяцев и критическая зависимость от внешней конъюнктуры, отраслевых тенденций и качества антикризисного управления
с.ru	Вероятность невыполнения рейтингуемым лицом финансовых обязательств в перспективе ближайших 3 месяцев чрезвычайно высока и напрямую зависит от эффективности антикризисного управления
d	Соответствует определению дефолта

Финальным этапом присвоения кредитного рейтинга является применение к ОСК фактора «Внешнее влияние», для определения которого агентство использует два субфактора: «Негативное влияние бенефициаров» и «Экстраординарная поддержка». Данный этап подробно описан в документе [«Оценка внешнего влияния при присвоении кредитных рейтингов по национальной шкале для Российской Федерации»](#). Данный документ применяется к холдинговым компаниям с некоторыми особенностями, приведёнными ниже.

Число работающих и добавленная стоимость, создаваемая холдинговой компанией, обычно невелики, что существенно ограничивает её инфраструктурную значимость и, как следствие, вероятность экстраординарной поддержки со стороны органов власти. Агентство также принимает во внимание, что оказание ЭП со стороны государства компаниям, являющимися объектами инвестирования, не является гарантией предотвращения дефолта холдинговой компании. Более того, оказание экстраординарной поддержки со стороны государства может быть сопряжено с принудительным размыванием долей частных акционеров, а также последующими ограничениями на выплату дивидендов, что может ухудшить финансовое положение холдинговой компании. Кроме того, агентство исходит из того, что обычно бенефициары РЛ, как и само РЛ, ограничены во влиянии на объекты инвестирования, поэтому они не рассматриваются в качестве источников дополнительной поддержки. В связи с этим НКР предполагает ограниченное применение алгоритмов оценки уровня ЭП в отношении холдинговых компаний.

В связи с указанным выше для холдинговых компаний инфраструктурная значимость не оценивается, а необходимость предоставления экстраординарной поддержки от ПЛ 1-го типа зависит только от оценки риска прямых негативных финансовых последствий для поддерживающего органа власти. Высокий уровень риска соответствует оценке необходимости предоставления ЭП от ПЛ 1-го типа в 20 баллов, умеренный уровень риска – 10 баллов, низкий уровень риска – 5 баллов, отсутствие риска прямых негативных финансовых последствий – 0 баллов.

Таким образом, холдинговая компания не может получить балльную оценку ЭП со стороны ПЛ 1-го типа более **75** баллов.

Определение прогноза по кредитному рейтингу. После присвоения кредитного рейтинга агентство определяет прогноз по кредитному рейтингу. Типы прогнозов по кредитным рейтингам, а также принципы их определения приведены в [«Основных понятиях, используемых Обществом с ограниченной ответственностью „Национальные Кредитные Рейтинги“ в методологической и рейтинговой деятельности»](#). Несмотря на то, что прогноз по кредитному рейтингу учитывает ожидания агентства в отношении изменения отдельных показателей рейтингуемого лица, некоторые ожидаемые изменения, вероятность которых агентство рассматривает как очень высокую, могут быть учтены уже при присвоении кредитного рейтинга и, как следствие, не приниматься во внимание при определении прогноза по кредитному рейтингу.

4.2. Особенности определения оценок субфакторов и показателей

Оценка каждого рейтингового фактора определяется исходя из балльных оценок соответствующих субфакторов в диапазоне от 1 (наихудший балл, максимально негативное влияние на оценку кредитоспособности РЛ) до 7 (наилучший балл, максимально позитивное влияние на оценку кредитоспособности РЛ).

Оценка субфактора, в свою очередь, определяется оценками отдельных количественных и качественных показателей, которые могут быть как непрерывными (т. е. балл может принимать любые действительные значения в указанном диапазоне), так и дискретными (например, натуральные числа от 1 до 7).

Если в Методологии специально не оговорено иное, расчёт базовой оценки отдельного показателя внутри указанных в Методологии границ диапазона чувствительности³ показателя (бенчмарков) осуществляется в соответствии с базовым подходом, то есть с помощью [линейной функции](#)⁴.

Оценка показателей в данном случае осуществляется по одной из следующих формул:

$$\begin{array}{cc}
 \text{при } b > a & \text{при } a > b \\
 f(x) = \begin{cases} z, & \text{если } x \leq a \\ (y - z) * \frac{x - a}{b - a} + z, & \text{если } a < x < b \\ y, & \text{если } x \geq b \end{cases} & f(x) = \begin{cases} z, & \text{если } x \geq a \\ (y - z) * \frac{x - a}{b - a} + z, & \text{если } b < x < a \\ y, & \text{если } x \leq b \end{cases}
 \end{array}$$

где:

x – значение показателя;

a – пороговое значение показателя, соответствующее минимальной балльной оценке;

z – минимальная балльная оценка (1, если отдельно не оговорено иное);

b – пороговое значение показателя, соответствующее максимальной балльной оценке;

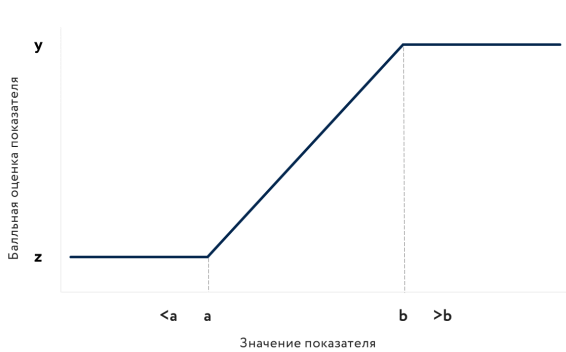
y – максимальная балльная оценка (7, если отдельно не оговорено иное).

³ Под диапазоном чувствительности понимается набор значений, в пределах которого изменение показателя должно влиять на его балльную оценку.

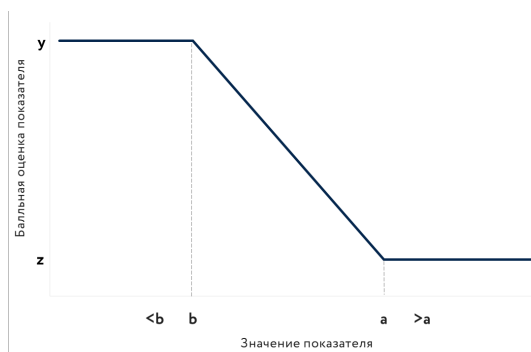
⁴ Здесь и далее речь идёт о линейности функции внутри диапазона чувствительности, т. е. при x между a и b.

Рисунок 2. Перевод значений показателей в балльные оценки

2а. Для случая $a < b$



2б. Для случая $a > b$



Пороговые значения показателей (бенчмарки) и соответствующим им балльные оценки приведены в Методологии далее в соответствующих разделах.

Вне зависимости от результата применения указанных выше подходов балльная оценка приравнивается к 1 при одновременном выполнении следующих условий:

- в знаменателе показателя используется капитал или аналоги;
- знаменатель показателя принял отрицательное значение;
- в Методологии применительно к данному показателю не оговорён иной подход.

Оценка субфактора, как правило, формируется следующим образом:

1. На первом этапе определяется **базовая оценка субфактора**, которая может принимать значения **от 1 до 7**, если в Методологии не оговорено иное, при этом она может быть как дискретной, так и непрерывной.
2. На втором этапе к базовой оценке применяются **экспертные корректировки**, которые могут быть положительными (увеличение базовой оценки) и отрицательными (уменьшение базовой оценки). Как правило, экспертные корректировки необходимы, если описанные в них обстоятельства не отражены в должной мере в базовых оценках соответствующих субфакторов/факторов. Решение о (не)применении экспертной корректировки остаётся на усмотрение аналитиков агентства. Стандартный шаг при применении экспертных корректировок – 0,25 балла, но в случае субфакторов и показателей с большими весами могут применяться корректировки меньшего размера.

Итоговая оценка субфактора представляет собой сумму базовой оценки и положительных (отрицательных) экспертных корректировок (при их наличии). Например, если базовая оценка равна 2,5 балла и применена экспертная отрицательная корректировка в размере 0,5 балла, то итоговая оценка составит 2,0 балла. Итоговая оценка не может принимать значения выше 7 и ниже 1.

Итоговые оценки субфакторов в разделах «[Инвестиционный профиль](#)» и «[Менеджмент и бенефициары](#)» рассчитываются по состоянию на дату рейтингового анализа, в т. ч. с учётом информации о предстоящих событиях. Итоговые оценки субфакторов в разделе «[Финансовый](#)»

профиль» рассчитываются, как правило, как средневзвешенное оценок 3 дат (периодов), см. подробнее [в соответствующем разделе](#).

Числовые значения в формулах и таблицах Методологии могут округляться, количество десятичных знаков определяется спецификой показателя.

5. Факторы определения базовой оценки собственной кредитоспособности

5.1. Финансовый профиль

5.1.1. Общие принципы оценки фактора

Финансовый профиль характеризует финансовое положение РЛ, включая уровень его долговой нагрузки и способность своевременно обслуживать долг. Максимальная оценка финансового профиля соответствует высокой способности холдинговой компании обслуживать имеющийся долг за счёт имеющихся активов, в том числе ликвидных. Минимальная оценка соответствует высокой вероятности неисполнения холдинговой компанией принятых финансовых обязательств из-за неспособности своевременно их погасить или рефинансировать.

В ходе оценки финансового профиля холдинговой компании агентство проводит анализ структуры и динамики активов, пассивов, внебалансовых обязательств и денежных потоков согласно предоставленной неконсолидированной финансовой отчётности, что находит отражение в оценках субфакторов «Структура фондирования» и «Ликвидность».

Итоговые оценки субфакторов в разделе «Финансовый профиль» рассчитываются как средневзвешенное за несколько 12-месячных периодов в соответствии с таблицей ниже.

Таблица 5. Веса периодов, учитываемых при оценке субфакторов финансового профиля

Специфика РЛ	Вес периода		
	$T_0 - 12$	T_0	$T_0 + 12$
нет специфики (базовый вариант)	30%	50%	20%
произошли кардинальные изменения, полностью отражённые в текущей отчётности	0%	80%	20%
произошли кардинальные изменения, не полностью отражённые в текущей отчётности	0%	50%	50%
ожидаются существенные изменения	0%	50%	50%

Вес периода $T_0 - 12$ может быть перераспределён на T_0 , если за последние 12 месяцев РЛ претерпело кардинальные изменения (например, связанные с объединением или выделением бизнеса), что делает нерелевантными данные на ранние даты (или за предыдущие периоды), при этом данные за период T_0 полностью отражают последствия этих изменений. Если период T_0 не полностью отражает эти кардинальные изменения, то вес периода $T_0 - 12$ переносится на период $T_0 + 12$. Аналогичный перенос веса производится, если существенные изменения финансовых показателей (значительные капиталовложения, привлечение дополнительного долга, увеличение собственных средств и т. д.) произошли после завершения периода T_0 либо ожидаются в ближайшие 12 месяцев.

При использовании прогнозных показателей агентство обычно исходит из предпосылки соблюдения РЛ заявленной стратегии и планов продажи/приобретения крупных объектов инвестирования. При этом агентство может более консервативно оценить прогнозные показатели, если ранее РЛ осуществляло незапланированные крупные сделки, которые привели к ухудшению положения кредиторов РЛ (например, резко увеличили его долговую нагрузку).

Агентство может применять дополнительные экспертные корректировки как отдельных субфакторов, так и составляющих их показателей, обусловленные качеством активов и структурой пассивов холдинговой компании.

Показатели в рамках оценки каждого субфактора рассчитываются агентством на основе данных из финансовой отчётности холдинговой компании, с применением корректировок, описанных в соответствующих разделах Методологии. Базовая оценка финансового профиля холдинговой компании рассчитывается как средневзвешенное значение балльных оценок субфакторов (веса указаны в [таблице 2](#)). Итоговая оценка финансового профиля определяется на основе базовой оценки и экспертных корректировок.

Основой прогноза на дату через 12 месяцев после отчётной (на прогнозные 12 месяцев после завершения отчётного периода) является построенная агентством модель финансово-хозяйственной деятельности РЛ, охватывающая ключевые разделы финансовой отчётности (отчёт о финансовом положении, отчёт о финансовых результатах, отчёт о движении денежных средств (ОДДС)). Такая модель должна учитывать, в частности:

- собственные прогнозы агентства о динамике ключевых макроэкономических индикаторов;
- позиции по производным финансовым инструментам и структурированным продуктам;
- график погашения финансовых обязательств РЛ, наличие неиспользованных лимитов в рамках открытых банковских кредитных линий, а также прогнозные взаиморасчёты с бенефициарами (в части изъятия и поступления финансовых ресурсов);
- ожидаемые регуляторные изменения в Российской Федерации (в том числе налоговые), а также регуляторные изменения в значимых для РЛ зарубежных юрисдикциях;
- планы по покупке и (или) продаже долевых и долговых инструментов.

Деятельность РЛ, в отношении которого нет достаточной истории наблюдений, прогнозируется на основе принципа разумного консерватизма.

5.1.2. Структура фондирования

Агентство оценивает структуру фондирования на основе соотношения долга и скорректированных активов холдинговой компании. Оценка структуры фондирования отражает, в какой степени инвестирование осуществлялось за счёт заёмных средств: высокое

значение свидетельствует о преимущественно долгом финансировании инвестиционной деятельности холдинговой компании и, следовательно, повышенных рисках её кредиторов, средства которых в недостаточной степени защищены собственным капиталом РЛ.

Оценка субфактора

Для оценки субфактора применяется показатель «Коэффициент структуры фондирования» (LTV). Агентство рассчитывает данный показатель по следующей формуле:

$$LTV = \frac{TD}{A - S - (EL - P)},$$

где:

TD – совокупный долг (см. описание [ниже](#));

A – активы в отчётности РЛ;

S – вложения РЛ в капитал дочерних организаций, которые не относятся к объектам инвестирования (например, вследствие того, что РЛ осуществляет операционное управление ими);

EL – оценка агентством ожидаемых потерь (см. [приложение 2](#));

P – резервы под ожидаемые кредитные убытки в отчётности РЛ.

В таблице ниже приведены пороговые значения LTV и соответствующие им балльные оценки. Для оценки коэффициента структуры фондирования внутри диапазона чувствительности используется [линейная функция](#).

Таблица 6. Определение балльной оценки LTV

	минимальная оценка		максимальная оценка	
	a	z	b	y
LTV	60%	1	15%	7

Особенности расчёта совокупного долга (TD)

Совокупный долг рассчитывается по следующей формуле:

$$TD = \text{Заёмные средства}^5 + \text{Учёт внебалансовых обязательств} - \text{Учёт полученных займов с особыми условиями}$$

А. Учёт внебалансовых обязательств

В рамках данной корректировки агентство учитывает в составе совокупного долга РЛ выданные гарантии и поручительства как произведение соответствующего поправочного

⁵ Сумма долгосрочных и краткосрочных заёмных средств из отчётности РЛ

коэффициента на объём выданных РЛ гарантий и поручительств. Размер поправочного коэффициента зависит от ОКК/ОСКК контрагента и определяется по [таблице 7](#).

Дополнительно в рамках данной корректировки могут быть учтены иные внебалансовые обязательства, способные оказать влияние на финансовое положение РЛ.

Б. Учёт полученных займов с особыми условиями

В качестве займов с особыми условиями могут выступать займы от аффилированных сторон, предоставленные по льготной процентной ставке, с комфортными для РЛ условиями пролонгации и низкой вероятностью предъявления к погашению (либо высокой вероятностью рефинансирования без значимого ухудшения условий) в течение ближайших 36 месяцев. Как правило, займы с особыми условиями учитываются в составе совокупного долга с поправочным коэффициентом 0,2 (т. е. в составе совокупного долга не учитывается 80% от их балансовой стоимости). При этом, в зависимости от оценки деловой репутации бенефициаров РЛ и риска досрочного истребования данных обязательств, поправочный коэффициент может быть увеличен вплоть до 1, т. е. до полного учёта таких займов в составе совокупного долга (например, в случае вероятной смены бенефициаров в краткосрочной перспективе, высокого уровня налоговых рисков или негативной деловой репутации бенефициаров).

Таблица 7. Определение поправочного коэффициента в зависимости от ОКК/ОСКК контрагента

Поправочный коэффициент для гарантий и поручительств, выданных РЛ	Категория ОКК/ОСКК контрагента				
	А/а и выше	BBB/ bbb	BB/bb	B/b	CCC/ccc и ниже
Высокая концентрация на 1 контрагенте или высокая корреляция кредитного качества контрагентов и РЛ	3%	8%	25%	60%	100%
Иные случаи	1%	5%	15%	25%	100%

5.1.3. Ликвидность

Субфактор характеризует способность РЛ выполнять краткосрочные долговые обязательства за счёт имеющихся ликвидных активов, включая пакеты акций, которые могут быть реализованы на рынке в следующие 12 месяцев без существенного дисконта. Чем выше покрытие краткосрочных обязательств ликвидными активами, тем выше кредитное качество РЛ. Значительный дисбаланс в срочности активов и пассивов делает РЛ уязвимым к незначительным изменениям конъюнктуры и условий получения долгового финансирования.

Оценка субфактора

Для оценки субфактора используется показатель «Текущая ликвидность» (CLR), который рассчитывается агентством как соотношение ликвидных активов и текущих обязательств по следующей формуле:

$$CLR = \frac{LA + AL}{CL + LAL'}$$

где:

LA – ликвидные активы (см. описание [ниже](#));

AL – дополнительная ликвидность, которую РЛ может привлекать для погашения краткосрочных обязательств⁶;

CL – текущие обязательства (см. описание [ниже](#)),

LAL – краткосрочные обязательства, которые возникнут у РЛ после привлечения дополнительной ликвидности (в случае привлечения дополнительной ликвидности в форме краткосрочного займа совпадают по размеру с дополнительной ликвидностью).

В таблице ниже приведены пороговые значения CLR и соответствующие им балльные оценки. Для оценки текущей ликвидности внутри диапазона чувствительности используется [линейная функция](#).

Таблица 8. Определение балльной оценки CLR

	минимальная оценка		максимальная оценка	
	a	z	b	y
CLR	0,2	1	1,8	7

Особенности расчёта LA

LA рассчитывается по следующей формуле:

$$LA = \text{Cash} + \text{Учёт иных ликвидных активов} + \text{Учёт неденежных погашений}$$

А. Учитываемые денежные средства и эквиваленты (Cash)

В состав LA включается балансовая стоимость не имеющих обременения денежных средств и их эквивалентов за вычетом разницы между рассчитанной агентством величиной ожидаемых потерь по денежным средствам и их эквивалентам и резервами под их обесценение, отражёнными в отчётности РЛ. Ожидаемые потери рассчитываются как произведение поправочных коэффициентов из столбца «менее 2,5 года» [таблицы 22](#) на размер денежных средств и эквивалентов, приходящихся на контрагентов с соответствующим ОКК/ОСКК. Денежные средства в кассе и в пути учитываются в соответствии с ОКК/ОСКК основного расчётного банка РЛ. Агентство полностью исключает из LA часть денежных

⁶ В состав AL не включаются средства, которые могут быть получены только за счёт обременения ликвидных активов, и займы без обеспечения в форме залога ликвидного имущества (например, ликвидных ценных бумаг) от контрагентов с ОКК/ОСКК ниже А-ru/a-ru. Возможное предоставление ликвидности лицами, от которых учтена экстраординарная поддержка, включается в состав AL только в части, трактуемой агентством в качестве элемента текущей поддержки (т. е. в рамках обычного взаимодействия, не нацеленного на предотвращение дефолта).

средств и их эквивалентов, которая не может быть использована для обслуживания обязательств РЛ (например, в силу соглашения о поддержании неснижаемого остатка).

Б. Учёт иных ликвидных активов

В состав ЛА включается балансовая стоимость не имеющих обременения краткосрочных вложений в долговые и долевого инструменты⁷ за вычетом разницы между рассчитанной агентством величиной ожидаемых потерь по соответствующим инструментам и резервами под их обесценение, отражёнными в отчётности РЛ. Расчёт ожидаемых потерь проводится в соответствии с алгоритмами, описанными в [приложении 2](#). Активы, имеющие обременение (например, гарантийные депозиты, переданные в рамках сделок РЕПО, ценные бумаги, переданные в залог акции), в ЛА не включаются.

НКР не включает в состав ЛА балансовую стоимость краткосрочных займов, выданным аффилированным сторонам с ОСКК bbb+.ru и ниже. Дополнительно из состава ликвидных активов могут быть исключены краткосрочные займы, выданные аффилированным сторонам с ОСКК выше bbb+.ru, если агентство не ожидает возврата этих займов на горизонте 12 месяцев либо такой возврат будет сопряжён с выдачей займов аффилированным лицам в аналогичном объёме. Как правило, агентство ожидает возврата таких займов в течение 12 месяцев, если они размещаются в рамках управления ликвидностью, а соответствующие остатки очень волатильны.

В отдельных случаях, если оценка ожидаемых потерь не отражает низкую ликвидность инструмента, НКР может применять при включении в состав ЛА иных ликвидных активов дополнительные корректировки. Такие корректировки применяются, в частности, в следующих случаях:

- инструмент обращается на организованном рынке, но количество или объём сделок по нему недостаточны для реализации всего объёма, учтённого в отчётности РЛ в составе краткосрочных активов;
- к ликвидным активам может быть отнесена только часть принадлежащего РЛ пакета акций, поскольку РЛ стремится к сохранению контрольного /блокирующего пакета;
- имеющийся у РЛ пакет не может быть реализован без соответствующих разрешений регуляторов;
- имеющийся у РЛ пакет может быть реализован только с привлечением стратегического инвестора, при этом агентству неизвестно о наличии договорённостей о продаже с таким инвестором.

⁷ Кроме описанных далее краткосрочных займов аффилированным сторонам

В. Учёт неденежных погашений

Если часть текущих обязательств может быть погашена за счёт передачи активов, которые не учтены в LA, то размер ликвидных активов увеличивается на наименьшую из следующих величин:

- краткосрочное обязательство, которое может быть погашено за счёт неучтённых в LA активов;
- неучтённый в LA актив, который можно использовать для погашения краткосрочных обязательств.

Упомянутое выше погашение НКР трактует как возможное, если оно предусмотрено соответствующим договором в рамках обычной деятельности (вне форс-мажорных обстоятельств) и не приведёт к неприемлемому для РЛ конфликту с контрагентом.

Особенности расчёта CL

CL рассчитывается по следующей формуле:

$$CL = \text{Краткосрочные обязательства}^8 - \text{Учёт полученных краткосрочных займов с особыми условиями} + \text{Учёт риска досрочного истребования} + \text{Учёт краткосрочных внебалансовых обязательств}$$

А. Учёт полученных краткосрочных займов с особыми условиями

Агентство не включает в CL произведение балансовой стоимости краткосрочных займов с особыми условиями на поправочный коэффициент, который, как правило, равен 0,8. При этом в зависимости от оценки деловой репутации бенефициаров РЛ и других рисков досрочного истребования данных обязательств поправочный коэффициент может быть снижен вплоть до 0 (например, в случае вероятной смены бенефициаров в краткосрочной перспективе, высокого уровня налоговых рисков или негативной деловой репутации бенефициаров).

Займы с особыми условиями обычно предоставляются на срок более 36 месяцев, но в течение года перед установленным сроком погашения отражаются в составе краткосрочных обязательств. В этой связи в качестве краткосрочных займов с особыми условиями могут выступать займы от аффилированных сторон, предоставленные по льготной процентной ставке, с комфортными для РЛ условиями пролонгации, отсутствием залога имущества РЛ и очень высокой вероятностью рефинансирования/пролонгации в течение ближайших 12 месяцев на срок не менее 36 месяцев без ухудшения иных условий (ставка, обеспечение и т. д.).

Б. Учёт риска досрочного истребования

При наличии на горизонте 12 месяцев значимых рисков досрочного истребования кредитов из-за нарушения ковенант кредитных договоров, обязательства по которым учтены как долгосрочные, агентство учитывает эти обязательства в составе текущих обязательств.

⁸ Из отчётности рейтингуемого лица

В. Учёт краткосрочных внебалансовых обязательств

Агентство включает в состав СЛ выданные гарантии и поручительства, которые могут быть предъявлены к исполнению в течение ближайших 12 месяцев, как произведение соответствующего поправочного коэффициента на объём выданных РЛ гарантий и поручительств. Размер поправочного коэффициента зависит от ОКК/ОСКК контрагента, в отношении которого они были выданы (см. столбец «менее 2,5 года» [таблицы 22](#)).

В рамках данной корректировки учитываются, прежде всего, выданные рейтингуемым лицом поручительства по обязательствам третьих лиц, но могут отражены и иные внебалансовые обязательства сходной экономической природы, которые не учитываются в составе краткосрочных обязательств, но могут оказать существенное негативное влияние на кредитное качество РЛ на горизонте 1 года.

5.1.4. Экспертные корректировки оценки финансового профиля

Ниже описаны экспертные корректировки, которые применяются к оценке финансового профиля. При этом совокупное влияние экспертных корректировок на оценку должно находиться в диапазоне **[-3; 1]**.

А. Валютные риски: –2 балла максимум.

Корректировка отражает риски прямых и косвенных потерь из-за неблагоприятных колебаний валютных курсов при работе с валютными активами и обязательствами. В частности, к косвенным потерям агентство относит ухудшение кредитного качества контрагентов из-за реализации присущих им валютных рисков, а также потери, связанные с конвертацией иностранных валют в национальную валюту Российской Федерации.

Корректировка может быть применена в следующих случаях:

- Риск-позиция в одной из иностранных валют превышает 5% активов, при этом значительная часть контрагентов, формирующих такую риск-позицию, не имеет достаточных либо стабильных доходов в соответствующей иностранной валюте, либо транзакции с данной валютой, в т.ч. конвертация в национальную валюту Российской Федерации, сопряжены с ограничениями и (или) высокими издержками: –1,5 балла максимум.
- Совокупная риск-позиция во всех иностранных валютах превышает 10% активов, при этом значительная часть контрагентов, формирующих такую риск-позицию, не имеет достаточных либо стабильных доходов в соответствующих иностранных валютах, либо транзакции с данной валютой, в т.ч. конвертация в национальную валюту Российской Федерации, сопряжены с ограничениями и (или) высокими издержками: –1,5 балла максимум.
- Непокрытая валютная позиция превышает 5% активов: –2 балла максимум.

Под непокрытой валютной позицией понимается разница между совокупным долгом, номинированным в иностранных валютах (в рублёвом выражении), и суммой ликвидных активов в иностранных валютах (в рублёвом выражении) с учётом хеджирующих производных финансовых инструментов с контрагентами, имеющими ОКК/ОСКК не ниже А-.ru/a-.ru, и

чистой позиции по сделкам с производными финансовыми инструментами, несущими валютный риск, но не направленными на хеджирование балансовой открытой валютной позиции. Размер ликвидных активов в иностранных валютах рассчитывается с учётом обременений и риска обесценения, которому они подвержены (в соответствии с принципами, описанными в [приложении 2](#)). Если ликвидные активы в какой-либо валюте имеют ограниченный потенциал конвертации в свободно конвертируемую валюту, эти ликвидные активы могут учитываться только в размере, эквивалентном размеру долга холдинговой компании в этой валюте. Влияние резкого ослабления / укрепления рубля на обслуживание долга РЛ дополнительно оценивается в рамках стресс-тестирования.

Б. Концентрация на одном кредиторе: – 1 балл максимум.

Поскольку финансовые трудности крупнейшего кредитора могут осложнить рефинансирование долга и даже привести к досрочному истребованию кредитных средств, величина корректировки определяется с учётом не только значимости крупнейшего кредитора для РЛ, но и кредитного качества такого кредитора. Величина корректировки определяется экспертно, но не может превышать значений, приведённых в таблице ниже.

Таблица 9. Типовые корректировки в зависимости от доли кредитора и его кредитного качества

Обязательства перед крупнейшим кредитором к пассивам	Категория ОКК/ОСКК кредитора				
	А/а и выше	ВВВ/bbb	ВВ/bb	В/б	ССС/ссс и ниже
55–75%	–	–	–0,5	–1	–1,5
более 75%	–	–0,5	–1	–1,5	–2

В. Условия погашения долга: ±1 балл максимум.

В рамках данной корректировки рассматриваются условия финансовых обязательств, отличных от займов с особыми условиями (влияние таких займов учтено в рамках соответствующей корректировки совокупного долга при оценке структуры фондирования РЛ).

Положительное влияние на оценку фактора могут оказать:

- долгосрочный (не менее 3–5 лет) характер основной части долга;
- бланковый характер кредитов, полученных РЛ (отсутствует требование залога активов, предоставления сторонних гарантий / поручительств);
- отсутствие / минимальное количество финансовых и поведенческих ковенантов по ключевым кредитным договорам;
- предусмотренная кредитными договорами возможность пролонгации долга на комфортных для РЛ условиях.

Отрицательное влияние на оценку фактора могут оказать:

- график погашения предусматривает пиковые выплаты на горизонте 36 месяцев (выплата оценивается как пиковая, если при её включении в состав краткосрочных обязательств оценка ликвидности снижается более чем на 1 балл);
- преимущественно краткосрочный (менее двух лет) характер основной части долга;

- жёсткие требования к залоговому обеспечению;
- наличие строгих финансовых и нефинансовых ковенантов с высоким риском их нарушения со стороны РЛ на горизонте свыше 24 месяцев после отчётной даты (риски досрочного истребования на горизонте до 24 месяцев должны быть отражены в базовой оценке ликвидности).

5.2. Инвестиционный профиль

5.2.1. Общие принципы оценки фактора

Оценка инвестиционного профиля РЛ характеризует способность компании покрывать расходы за счёт поступлений от инвестиционного портфеля с учётом их вероятной волатильности. Базовая оценка инвестиционного профиля рассчитывается как среднее арифметическое балльных оценок субфакторов «Эффективность портфеля» и «Волатильность доходов».

5.2.2. Эффективность портфеля

Субфактор оценивает способность холдинговой компании обслуживать долг, не прибегая к сокращению инвестиционного портфеля за счёт продажи части активов, а именно способность РЛ выплачивать проценты по финансовым обязательствам за счёт денежных потоков, имеющих безвозвратный и регулярный характер, а также соответствие фактических и ожидаемых доходов РЛ от объектов инвестирования операционным расходам и расходам на привлечение долгового фондирования.

Оценка субфактора

Оценка субфактора рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{Эффективность портфеля} = 60\% * \text{сргарм(ICR; ECR)} + 40\% * \text{ECR_exp}$$

где:

ICR – балльная оценка показателя «Покрытие процентных расходов»;

ECR – балльная оценка показателя «Фактическое покрытие регулярных расходов»;

ECR_exp – балльная оценка показателя «Ожидаемое покрытие регулярных расходов»;

сргарм – среднее гармоническое взвешенное, в общем случае рассчитывается по формуле:

$$x_{\text{ср. гарм.}} = (w_1 + w_2 + \dots + w_n) / (w_1/a_1 + w_2/a_2 + \dots + w_n/a_n),$$

где w_i – веса, a_i – значения показателей. Здесь используется частный случай среднего гармонического с равными весами всех показателей, который представляет собой результат деления числа данных величин на сумму величин, обратных данным.

Показатель «Обслуживание долга» (ICR) рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{ICR} = \frac{\text{RCF}}{\text{IE_CF}}$$

где:

RCF — имеющие безвозвратный и регулярный характер поступления от финансовых вложений (как правило, дивиденды и проценты) за рассматриваемый период;

IE_CF — проценты и иные обязательные платежи, связанные с долгом (например, на страхование по требованию банка-кредитора) по итогам рассматриваемого периода в 12 месяцев. Обычно используются уплаченные проценты из ОДДС, но если по большей части долга выплата процентов предусмотрена только в конце срока кредита, используются начисленные за 12 месяцев проценты из отчёта о финансовом результате.

Помимо процентов и дивидендов, в RCF могут быть включены доходы, получаемые за счёт разницы между ценой покупки и суммой, выплачиваемой при погашении, по долговым инструментам на горизонте 12 месяцев после отчётной даты (например, по дисконтным векселям). Если в рассматриваемом периоде у РЛ отсутствуют уплаченные проценты и иные обязательные платежи, связанные с долгом, но при этом значение RCF отлично от нуля, обслуживанию долга присваивается максимальная оценка 7 баллов; если же и RCF, и IE_CF равны нулю — обслуживанию долга присваивается оценка 4 балла.

В [таблице 10](#) ниже приведены пороговые значения ICR и соответствующие им балльные оценки. Для оценки обслуживания долга внутри диапазона чувствительности используется [линейная функция](#).

Таблица 10. Определение балльной оценки ICR

	минимальная оценка		максимальная оценка	
	a	z	b	y
ICR	0,5	1	3,0	7

Итоговая оценка ICR рассчитывается как среднее взвешенное оценок за период T_0 (вес 60%) и $T_0 - 12$ (вес 40%).

Фактическое покрытие регулярных расходов (ECR) холдинговой компании рассчитывается по следующей формуле:

$$ECR = \frac{RCF}{IE_CF + OpEx'}$$

где:

OpEx — операционные расходы холдинговой компании.

В таблице ниже приведены пороговые значения ECR и соответствующие им балльные оценки. Для оценки фактической доходности внутри диапазона чувствительности используется [линейная функция](#).

Таблица 11. Определение балльной оценки ECR

	минимальная оценка		максимальная оценка	
	a	z	b	y
ECR	0,8	1	1,8	7

Итоговая оценка ECR рассчитывается как среднее взвешенное оценок за период T_0 (вес 60%) и $T_0 - 12$ (вес 40%).

Ожидаемое покрытие регулярных расходов от объектов инвестирования рассчитывается на основе ожиданий агентства в отношении доходов от долговых инструментов, рентабельности соответствующих компаний, а также доли прибыли, которая может быть направлена на выплату дивидендов. Кроме того, агентство принимает во внимание прозрачность объектов инвестирования и характерную для них практику принятия решения по распределению чистой прибыли.

Максимальная оценка ожидаемой доходности соответствует ситуации, когда у агентства имеется уверенность в том, что ожидаемые в течение 2 ближайших лет дивиденды от объектов инвестирования и процентные выплаты от долговых активов холдинговой компании существенно превышают операционные расходы и расходы на долговое фондирование.

Таблица 12. Определение балльной оценки ECR_{exp}

Балльная оценка	Описание
НКР ожидает, что на горизонте 2 года:	
7	ECR рейтингуемого лица превысит 1,8
6	ECR рейтингуемого лица будет находиться в диапазоне [1,5; 1,8] и рентабельность капитала всех ключевых объектов инвестирования будет выше 1%
5	ECR рейтингуемого лица будет находиться в диапазоне [1,5; 1,8] и не для всех ключевых объектов инвестирования рентабельность капитала будет выше 1%, но совокупная прибыль всех объектов инвестирования за этот период окажется выше нуля
4	ECR рейтингуемого лица будет находиться в диапазоне [1,5; 1,8] и совокупная прибыль всех объектов инвестирования за этот период окажется ниже нуля или

Балльная оценка	Описание
	НКР ожидает, что на горизонте 2 года:
	ECR рейтингуемого лица будет находиться в диапазоне (1,2; 1,5)
3	ECR рейтингуемого лица не превысит 1,2 и совокупная прибыль ключевых объектов инвестирования холдинговой компании будет выше нуля
2	ECR рейтингуемого лица не превысит 1,2 и совокупная прибыль ключевых объектов инвестирования холдинговой компании будет ниже нуля
1	ECR рейтингуемого лица не превысит 1,0

Ожидаемые доходы от долговых инструментов корректируются с учётом соответствующих ОКК/ОСКК (корректировка на ожидаемые потери производится в соответствии с алгоритмом расчёта, используемым при оценке ожидаемых потерь в [приложении 2](#), при этом вместо EAD (риск-позиции по данному вложению / группе однородных вложений) используются ожидаемые доходы по инструменту).

При оценке ECR_exp агентство использует следующую формулу рентабельности капитала (ROE):

$$ROE = \frac{NI_adj}{SE_avg}$$

где:

NI_adj – чистая прибыль, скорректированная с учётом разовых компонентов (см. описание ниже);

SE_avg – средний собственный капитал (среднее значений на начало и конец периода, за который взята чистая прибыль).

А. Учёт разовых компонентов

При оценке рентабельности объектов инвестирования агентство может корректировать прогнозы РЛ или соответствующих компаний с целью исключения влияния нестабильных компонентов доходов и расходов (например, если прибыль ожидается от продажи активов, а не от регулярной деятельности). Если влияние разовых событий на суммы налога на прибыль можно оценить с достаточной точностью, агентство также учитывает такое влияние при определении размера корректировки.

5.2.3. Волатильность доходов

Оценка субфактора

Оценка субфактора отражает ожидания агентства в отношении волатильности доходов от портфеля активов РЛ. При прогнозировании волатильности агентство учитывает, прежде всего, подверженность объектов инвестирования бизнес-рискам, концентрацию на отдельных инструментах, валютную структуру долга и специфику принятия объектами инвестирования решений о выплате дивидендов, а также количество значимых объектов инвестирования. При оценке подверженности объекта инвестирования бизнес-рискам агентство учитывает все аспекты, которые могут оказать существенное влияние на его прибыль в перспективе 2-3 лет, включая ESG-факторы (экология, социальная ответственность и корпоративное управление).

Значимым объектом инвестирования для РЛ является компания, доля инвестиций в долевые инструменты которой превышает 5% его инвестиционного портфеля.

Под доходами от портфеля активов агентство понимает разницу между регулярными доходами (RCF) и регулярными расходами РЛ (сумма IE_CF и OpEx).

Таблица 13. Определение балльной оценки субфактора «Волатильность доходов»

Число значимых объектов инвестирования	Колебания доходов от портфеля активов			
	очень существенные	существенные	значимые	незначительные
менее 3	1	2	3	4
[3; 5]	2	3	4	5
[6; 8]	3	4	5	6
более 8	4	5	6	7

Доходы от портфеля активов могут быть подвержены **очень существенным** колебаниям (в т. ч. с переходом от высоких положительных значений к низким отрицательным) ввиду крайне высокой корреляции доходности объектов инвестирования, большой открытой валютной позиции, специфики портфеля активов и (или) очень высокой концентрации на отдельных отраслях. Как правило, такая оценка присваивается в случае наличия в портфеле РЛ долевых инструментов непубличных компаний, рентабельность и (или) дивидендная политика которых мало предсказуемы.

Доходы от портфеля активов могут быть подвержены **существенным** колебаниям ввиду высокой корреляции доходности объектов инвестирования, значительной открытой валютной позиции, специфики портфеля активов и (или) очень высокой концентрации на отдельных отраслях. Как правило, такая оценка присваивается в случае большой доли в портфеле долевых инструментов компаний, рентабельность и (или) дивидендная политика которых подвержены существенным изменениям.

Доходы от портфеля активов могут быть подвержены **значимым** колебаниям (при этом переход от высоких положительных значений к низким отрицательным маловероятен) ввиду существенной корреляции доходности объектов инвестирования, специфики портфеля активов и (или) очень высокой концентрации на отдельных отраслях.

Доходы от портфеля активов подвержены лишь **незначительным** колебаниям (при этом переход от высоких положительных значений к низким отрицательным крайне маловероятен) ввиду приемлемой или высокой диверсификации портфеля по отдельным отраслям, устойчиво отрицательной корреляции доходностей ключевых объектов инвестирования и иных факторов.

Колебания доходов от портфеля активов могут быть оценены как незначительные, в том числе, если доля крупнейшего объекта инвестирования не превышает пороговых значений, приведённых в таблице ниже.

Таблица 14. Пороговые значения для оценки волатильности доходов

Волатильность рентабельности капитала в отрасли крупнейшего объекта инвестирования в течение последних 8 лет	Пороговое значение доли крупнейшего объекта инвестирования
высокая	10%
умеренная	15%
низкая	25%

5.2.4. Экспертные корректировки оценки инвестиционного профиля

Ниже описаны экспертные корректировки, которые применяются к оценке инвестиционного профиля. При этом совокупное влияние экспертных корректировок на оценку должно находиться в диапазоне [-3; 0].

А. Трансграничные риски: -2 балла максимум.

Если РЛ и хотя бы один из ключевых объектов инвестирования зарегистрированы в разных юрисдикциях, агентство дополнительно оценивает уровень трансграничных рисков, связанных с возможным введением новых условий и стандартов международных расчётов, запретительных мер и т. п.

Данная корректировка может быть применена даже при незначительном уровне трансграничных рисков, когда нет оснований для применения модификатора «[Регуляторные и санкционные риски](#)». В случае высокого уровня таких рисков корректировка может применяться в дополнение к модификатору.

Б. Обязательства с плавающей ставкой: -1 балл максимум.

При наличии у РЛ долговых обязательств, ставка по которым изменяется в зависимости от внешнего индикатора, агентство дополнительно оценивает уровень соответствующих процентных рисков и их потенциальное влияние на ICR. Максимальный размер корректировки применяется, если процентная ставка по каким-либо обязательствам РЛ изменяется в зависимости от внешнего индикатора и в случае её повышения на 5 п. п. значение ICR опускается ниже 1,0.

5.3. Менеджмент и бенефициары

5.3.1. Общие принципы оценки фактора

В рамках оценки фактора рассматриваются риски, характеризующие практику принятия и реализации управленческих решений, оказывающих влияние на текущие и стратегические аспекты деятельности РЛ. Ключевые задачи системы управления состоят одновременно в обеспечении эффективного функционирования бизнеса РЛ и соблюдении интересов всех групп кредиторов и инвесторов. Агентство исходит из того, что слабость одного из элементов системы управления, как правило, снижает эффективность системы в целом, что может оказать существенное негативное влияние на кредитное качество РЛ. С учётом такой взаимозависимости элементов системы управления в рамках оценки фактора «Менеджмент и бенефициары» активно используется агрегация оценок субфакторов через среднее гармоническое или минимальное значение.

Алгоритм агрегации оценок субфакторов предполагает использование среднего гармонического взвешенного с весами 33% для субфактора «Акционерные риски» и 67% для минимума из оценок остальных субфакторов («Корпоративное управление», «Управление рисками», «Управление ликвидностью», «Стратегическое планирование»):

$$\text{Менеджмент и бенефициары} = \frac{1}{0,33/\text{ShR} + 0,67/\min(\text{CG}, \text{RM}, \text{LM}, \text{SP})}$$

где:

ShR – балльная оценка субфактора «Акционерные риски»,

CG – балльная оценка субфактора «Корпоративное управление»,

RM – балльная оценка субфактора «Управление рисками»,

LM – балльная оценка субфактора «Управление ликвидностью»,

SP – балльная оценка субфактора «Стратегическое планирование».

5.3.2. Акционерные риски

Оценка субфактора «Акционерные риски» отражает влияние на систему управления РЛ фактических и потенциальных конфликтов между бенефициарами, непрозрачности и резких изменений в схеме владения и составе бенефициаров, деловой репутации бенефициаров, а также иные риски, связанные со структурой собственности. Особенности оценки деловой репутации бенефициаров РЛ описаны в [приложении 1](#).

Агентство исходит из того, что в силу специфики процедур принятия решений наименьший уровень рисков, связанных со структурой собственности, характерен, как правило, для компаний с большой долей акций в публичном обращении, а также для РЛ, ключевым бенефициаром которых являются компании с высоким уровнем корпоративного управления и большой долей акций в публичном обращении либо органы государственной власти с приемлемой кредитоспособностью.

Базовая оценка субфактора

Базовая оценка субфактора «Акционерные риски» приравнивается к минимальной из оценок показателей, приведённых в таблице ниже: прозрачность структуры владения, конфликты бенефициаров и группа показателей, характеризующих репутацию бенефициаров. Оценка каждого из этих показателей, в свою очередь, зависит от совокупной доли отдельных групп бенефициаров в капитале РЛ.

Таблица 15. Принципы оценки показателей субфактора «Акционерные риски»

	Доля в капитале РЛ				
	>75%	[50%; 75%]	[25%; 50%)	[10%; 25%)	<10%
Доля в капитале, приходящаяся на собственников (бенефициаров) РЛ:					
деловая репутация которых оценена агентством негативно	2	2	3	5	7
с высокой вероятностью перехода на горизонте 12 мес. к бенефициарам, деловая репутация которых оценена агентством негативно	2	3	4	6	7
в отношении которых существует повышенная неопределённость	4	4	5	6	7
в состоянии конфликта	2	3	5	6	7
не раскрытых агентству	1	2	4	5	7
Бенефициары, не являющиеся					
1) компаниями с высоким уровнем корпоративного управления и большой долей акций в публичном обращении,	5	5	6	7	7
2) органами власти с приемлемой кредитоспособностью,					
3) центральными банками суверенных государств (критерий не применяется к РЛ с более 20% акций в публичном обращении)					

Экспертные корректировки оценки субфактора

Ниже описаны экспертные корректировки, которые применяются к базовой оценке субфактора «Акционерные риски». При этом совокупное влияние экспертных корректировок на оценку должно находиться в диапазоне [-3; 3].

А. Прозрачность истории бенефициара: +1,5 балла максимум.

Для агентства прозрачны как история бизнеса ключевого бенефициара, так и текущее состояние его основных активов, при этом, по мнению агентства, история бизнеса и текущее состояние основных активов не несут значимых репутационных, регуляторных и финансовых рисков. Размер корректировки зависит от длительности истории бизнеса ключевого бенефициара и числа промежуточных собственников между ключевым бенефициаром и РЛ.

Б. Специфика законодательства: +3 балла максимум.

Законодательство предоставляет РЛ право не раскрывать агентству часть конечных бенефициаров. Величина корректировки зависит от формулировок соответствующих нормативно-правовых актов.

В. Инвестор с высокой деловой репутацией: +1 балл максимум.

В составе акционеров (участников) РЛ с долей более 5% присутствует инвестор с высокой деловой репутацией, при этом условием его участия в капитале РЛ является поддержание высокого уровня корпоративного управления, защищающего интересы миноритариев. Размер корректировки зависит, в частности, от степени влияния такого инвестора на систему управления РЛ и числа промежуточных собственников между инвестором и РЛ.

Г. Риск блокировки работы: –1 балл максимум.

Корректировка применяется в случае повышенной вероятности конфликта бенефициаров либо существенного конфликта при небольшой суммарной доле конфликтующих бенефициаров. В частности, вероятность конфликта бенефициаров оценивается как повышенная при равном распределении долей и отсутствии акционерного соглашения или иных механизмов, которые позволяют разрешать потенциальные конфликты.

Агентство рассматривает конфликт как существенный, если он удовлетворяет одному или нескольким критериям:

- усиливают неопределённость относительно будущей дивидендной политики компании;
- увеличивают риски нарушения операционной деятельности;
- усиливают неопределённость относительно объёма, направления и сроков реализации инвестиционных программ;
- увеличивают риск блокировки работы органов управления РЛ;
- увеличивают риск выкупа доли одного (некоторых) конфликтующих бенефициаров с использованием ресурсов (в том числе кредитных) самого РЛ.

Д. Сложная структура собственности: –2 балла максимум.

Корректировка может применяться в случае большого числа промежуточных собственников, их подверженности репутационным рискам, перекрёстного владения долями среди промежуточных собственников, значительной доли промежуточных собственников и бенефициаров из недостаточно прозрачных иностранных юрисдикций (в том числе классифицируемых как офшорные).

Величина корректировки зависит от того, в какой степени указанные выше обстоятельства затрудняют мониторинг акционерных рисков и ограничивают взаимодействие с российскими органами власти.

Е. Негативная репутация родственников и бизнес-партнёров: –2 балла максимум.

Корректировка применяется в случае негативной деловой репутации близких родственников или бизнес-партнёров ключевых бенефициаров или значительной доли бенефициаров с признаками номинального владения. Негативная деловая репутация близких родственников или бизнес-партнёров учитывается, если они могут влиять на решения, принимаемые ключевым бенефициаром (например, в вопросах выбора поставщиков, объектов для финансовых вложений и др.).

Особенности оценки структуры владения:

1. При расчёте долей акционеров и бенефициаров учитываются только голосующие акции.
2. Доли в РЛ, которыми владеют дочерние компании РЛ, включаются в состав показателя «Доля в капитале, приходящаяся на собственников /бенефициаров РЛ, не раскрытых агентству», кроме случаев, когда у агентства есть информация о том, по указанию какого бенефициара осуществляется голосование этими долями.
3. При оценке доли в капитале, приходящейся на бенефициаров РЛ, не раскрытых агентству, не учитываются акции, находящиеся в публичном обращении.
4. Доля в капитале, в отношении бенефициаров которой существует повышенная неопределённость, включает:
 - доли, в отношении которых предусмотрен переход права собственности при выполнении определённых условий, прописанных в договоре залога, опционе, акционерном соглашении и аналогичных документах;
 - доли умерших бенефициаров, в отношении которых наследники ещё не вступили в права наследования;
 - доли, принадлежащие организациям в стадии ликвидации и в состоянии дефолта;
 - доли бенефициаров, которые не имеют долгосрочной заинтересованности во владении акциями (долями) РЛ (в том числе если они выставлены на продажу), кроме случаев, когда практика аналогичных сделок в прошлом или требования к потенциальным покупателям позволяют быть уверенным в приемлемой репутации новых бенефициаров РЛ.

При определении номинальных бенефициаров агентство ориентируется на перечисленные ниже признаки, однако итоговое решение о признании бенефициара (лица, заявленного агентству в качестве конечного бенефициара) номинальным принимается с учётом результатов рейтинговой встречи, изучения внутренних документов, информации регулятора, информации в СМИ, а также иных источников, которые НКР сочтёт достоверными.

Признаки номинального владения:

1. Отсутствие представителей акционера/участника (или лица, заявленного агентству в качестве конечного бенефициара) в СД холдинговой компании либо их неактивное участие в заседаниях СД.

2. Акционер/участник (или лицо, заявленное агентству в качестве конечного бенефициара) не принимает активного участия в стратегическом планировании и контроле над деятельностью холдинговой компании ни лично, ни через своих представителей.
3. В структуре фондирования значительную долю имеют займы с особыми условиями, привлечённые от формально не связанных с холдинговой компанией кредиторов.
4. Владелец крупного пакета акций (долей) РЛ привлекал для его покупки заёмные средства не у банков, при этом заложил или иным образом обременил купленные акции (доли).

5.3.3. Корпоративное управление

Под корпоративным управлением агентство понимает систему взаимоотношений менеджеров и собственников РЛ. Положительное влияние на оценку оказывает способность системы корпоративного управления в течение длительного времени обеспечивать баланс интересов кредиторов, мажоритарных и миноритарных акционеров (участников). Существенное негативное влияние на оценку, как правило, оказывает чувствительность РЛ к смене менеджмента или бенефициаров, а также значительные масштабы сделок с повышенным риском (в т. ч. со связанными сторонами).

При оценке корпоративного управления РЛ агентство учитывает, прежде всего, структуру и эффективность органов управления (прежде всего – СД), систему мотивации топ-менеджеров, концентрацию принятия управленческих решений и риски ухода ключевых лиц из состава бенефициаров или топ-менеджмента, политику в отношении крупных сделок (в т. ч. со связанными сторонами), степень предсказуемости дивидендной политики, практику подготовки и публикации отчётности и иной важной для инвесторов информации, деловую репутацию топ-менеджмента и членов СД.

Алгоритм базовой оценки субфактора «Корпоративное управление» описан в [таблице 16](#) ниже.

Таблица 16. Алгоритм базовой оценки субфактора «Корпоративное управление»

Балльная оценка	Описание
7	Базовая оценка равна 7 баллам , если уровень корпоративного управления близок к лучшей практике. Для этого необходимо, в частности, чтобы не было выполнено ни одно из условий, перечисленных ниже в данной таблице
6	Базовая оценка не может превышать 6 баллов при выполнении любого из перечисленных ниже условий: <ul style="list-style-type: none"> – дивидендная политика РЛ не обеспечивает баланс интересов кредиторов и собственников (см. критерии ниже); – СД отсутствует, его функции частично выполняют надзорные органы федерального или регионального уровня либо подразделения материнской организации, оценка корпоративного управления которой согласно применимой методологии НКР соответствует 6 или 7 баллам;

Балльная оценка	Описание
	<ul style="list-style-type: none"> – система мотивации топ-менеджеров способствует ориентации топ-менеджеров на краткосрочные результаты в ущерб долгосрочным целям РЛ; – подготовка отчётности по МСФО реже чем 1 раз в полугодие; – передовая практика корпоративного управления ещё не внедрена РЛ в полном объёме, хотя его система корпоративного управления является одной из лучших среди российских холдинговых компаний
5	<p>Базовая оценка не может превышать 5 баллов при выполнении любого из перечисленных ниже условий:</p> <ul style="list-style-type: none"> – в СД отсутствуют независимые директора либо члены СД не обладают, по мнению агентства, достаточными профессиональными компетенциями и опытом работы; – наличие крупных сделок со связанными сторонами, но все они являются экономически обоснованными; – СД функционирует более 2 лет, но сохраняется значительная концентрация принятия решений на 1-2 лицах, в том числе из-за недостаточного числа в составе СД независимых директоров с большим релевантным опытом или отсутствия прецедентов успешной смены руководства и ключевых бенефициаров в истории РЛ; – СД отсутствует, его функции выполняют подразделения материнской организации, оценка корпоративного управления которой согласно применимой методологии НКР соответствует 5 баллам; – РЛ отстаёт от лучших российских холдинговых компаний во внедрении передовой практики корпоративного управления, хотя его уровень корпоративного управления заметно выше среднего по Российской Федерации
4	<p>Базовая оценка не может превышать 4 баллов при выполнении любого из перечисленных ниже условий:</p> <ul style="list-style-type: none"> – высокая зависимость кредитного качества РЛ от 1-2 ключевых лиц (например, вследствие очень высокой концентрации принятия решений или контактов с важными контрагентами); – СД отсутствует, его функции выполняют подразделения материнской организации, оценка корпоративного управления которой согласно применимой методологии НКР соответствует 4 баллам; – СД функционирует более 2 лет, но оказывает незначительное влияние на деятельность РЛ (например, по причине низкой значимости вопросов, решаемых СД, нерегулярностью его заседаний, отсутствия профильных комитетов и т. д.); – слабая предсказуемость дивидендной политики, обусловленная отсутствием её регламентации или наличием практики существенного превышения объёма выплат дивидендов (либо выкупа собственных акций) относительно регламентированного уровня; – недостаточная (менее 3 лет) глубина или детализация отчётности (например, отсутствие в примечаниях информации о внебалансовых обязательствах, бенефициарах компании и операциях с ними и иными связанными сторонами); – уровень корпоративного управления РЛ лишь незначительно выше среднего по Российской Федерации
3	<p>Базовая оценка не может превышать 3 балла при выполнении любого из перечисленных ниже условий:</p> <ul style="list-style-type: none"> – отсутствуют как СД, так и надзорные органы федерального / регионального уровня или подразделения материнской организации, которые могли бы частично выполнять его

Балльная оценка	Описание
	<p>функции;</p> <ul style="list-style-type: none"> – СД функционирует менее 2 лет; – сильная зависимость от ключевой персоны с высокой вероятностью её ухода в течение ближайших 12 месяцев; – наличие крупных непрозрачных сделок со связанными сторонами
2	<p>Базовая оценка не может превышать 2 балла при выполнении любого из перечисленных ниже условий:</p> <ul style="list-style-type: none"> – руководство компании в последние 3 года систематически проводило крупные сделки (в том числе со связанными сторонами), которые кардинально ухудшали финансовое положение РЛ; – количество сотрудников РЛ не позволяет обеспечить соблюдение даже минимальных стандартов корпоративного управления; – наличие спорных сделок, которые могут привести к смене собственника или негативно повлиять на достижение стратегических и финансовых целей; – уровень корпоративного управления значительно хуже среднего по Российской Федерации
1	<p>Базовая оценка равна 1 баллу, если руководство демонстрирует неспособность обеспечить непрерывность деятельности РЛ</p>

НКР рассматривает дивидендную политику как не обеспечивающую баланс интересов кредиторов и собственников, в частности, в следующих случаях:

- 1) РЛ не выплачивает дивиденды и не выкупает собственные акции (доли) в течение трёх и более лет подряд, что не может быть обосновано регуляторными требованиями или масштабными инвестициями в развитие бизнеса;
- 2) размер выплачиваемых дивидендов/выкупаемых собственных акций (долей) подрывает возможности финансирования инвестиционных программ РЛ за счёт собственных средств и приводит к существенному увеличению потребности в наращивании финансовых обязательств;
- 3) дивидендная политика РЛ слабо предсказуема, поскольку не регламентирована либо РЛ в течение последних 3 лет допускало существенные отклонения от соответствующих политик.

НКР оценивает зависимость от ключевой персоны как сильную в случае, если уход ключевой персоны (персон) может привести к утере связей холдинговой компании (профессиональных, личных) и, как следствие, к существенному ухудшению условий сотрудничества с ключевыми контрагентами и (или) поставщиками финансовых ресурсов либо к снижению эффективности по причине ослабления (разрушения) вертикальных и горизонтальных связей в рамках холдинговой компании.

Экспертные корректировки оценки субфактора

Ниже описаны экспертные корректировки, которые применяются к базовой оценке субфактора «Корпоративное управление». При этом совокупное влияние экспертных корректировок на оценку должно находиться в диапазоне [-3; 2].

А. Взаимодействие с инвесторами и рейтинговыми агентствами: ± 1,5 балла.

Повышающая корректировка применяется, если информационная прозрачность РЛ существенно лучше, чем у компаний, которые получили или могли получить аналогичную базовую оценку корпоративного управления. При анализе информационной прозрачности НКР учитывает как практику взаимодействия с неограниченным кругом лиц (в части раскрытия годовых отчётов, соответствия деятельности ESG-подходам, важных новостей о деятельности компании и т. д.), так и предоставления информации агентству (управленческая отчётность, пояснения по отдельным вопросам и т. д.).

Понижающая корректировка применяется, если:

- информационная прозрачность РЛ существенно хуже, чем у компаний, которые получили или могли получить аналогичную базовую оценку корпоративного управления;
- для РЛ характерен недостаточный уровень консервативности (осмотрительности) при подготовке финансовой и иной отчётности. Корректировка применяется, прежде всего, в случае недостаточно консервативных предпосылок при оценке стоимости активов (например, при признании существенных отложенных налоговых активов при неопределённых перспективах получения соответствующей прибыли);
- РЛ часто и (или) существенно пересматривает информацию (прежде всего, финансовую отчётность) за предыдущие годы.

Б. Опыт и деловая репутация топ-менеджмента и членов СД: от -3 до +1 балла.

Повышающая корректировка применяется при наличии у топ-менеджмента успешного опыта запуска новых проектов либо антикризисного управления. Понижающая корректировка применяется при частой смене топ-менеджмента холдинговой компании в течение последних двух лет и (или) если деловая репутация топ-менеджмента или членов СД оценивается как негативная. Критерии, используемые для оценки деловой репутации топ-менеджмента и членов СД, приведены в [приложении 1](#).

В. Регламентация корпоративного управления: ±1 балл.

Повышающая корректировка применяется если регламентация в сфере корпоративного управления РЛ соответствует лучшей практике на рынке, при этом не выявлено существенных нарушений внутренних документов.

Понижающая корректировка применяется в случае, если система корпоративного управления РЛ недостаточно регламентирована, что не нашло должного отражения в базовой оценке.

Г. Особенности аудита отчётности: –3 балла максимум.

Корректировка применяется, если РЛ не предоставило актуальную аудированную отчётность по РСБУ⁹, аудитор выразил модифицированное мнение или отказался от выражения мнения, либо при недостаточном опыте, ресурсах или квалификации аудитора.

Максимальная корректировка (**минус 3 балла**) применяется в обязательном порядке, если РЛ не предоставило агентству и не разместило в открытом доступе аудированную отчётность по РСБУ (включая аудиторское заключение и пояснительную записку) за прошедший год (для периода после 31 мая года, следующего за отчётным) и одновременно РЛ не предоставило агентству и не разместило в открытом доступе аудированную отчётность по МСФО.

Данная корректировка может быть применена в размере до **минус 2 баллов**, если аудитор РЛ выразил модифицированное мнение о его отчётности либо отказался от выражения мнения, при этом этот факт можно трактовать как следствие слабости системы корпоративного управления.

В случае недостаточного опыта, ресурсов или квалификации аудитора может быть применена корректировка до **минус 2 баллов**. Корректировка в размере до **минус 3 баллов** применяется, если ранее у РЛ был иной аудитор, который дал в отношении его отчётности модифицированное заключение. При оценке квалификации аудитора НКР ориентируется на долю заключений данного аудитора, в которых аудитором не было поставлено под сомнение применение принципа непрерывности деятельности (либо иным образом не привлечено внимание к обстоятельствам, которые могут вызвать такие сомнения), при этом на горизонте 2 года после такого заключения аудируемая компания прекратила деятельность из-за серьёзных финансовых трудностей. При оценке опыта аудитора НКР рассматривает число компаний, которые были клиентами аудитора в течение последних 3 лет, обращая особое внимание на компании сходной сферы деятельности. При оценке ресурсов аудитора НКР, в частности, сопоставляет размер аудируемой организации и сложность её организационной структуры с числом сотрудников аудитора.

5.3.4. Управление ликвидностью

Оценка субфактора учитывает как уровень регламентации процедур в сфере управления рисками ликвидности, так и их результативность, которая находит отражение в кредитной истории и платёжной дисциплине РЛ. Максимальная оценка соответствует ситуации, когда РЛ имеет длительную и безупречную кредитную историю, что обеспечивает ему доступ к публичным рынкам капитала, и придерживается консервативной политики управления ликвидностью. Реализация кредитных рисков в отношении временно свободных средств и проблемы с исполнением финансовых или иных обязательств перед контрагентами обычно рассматриваются как основание для низкой оценки управления ликвидностью.

⁹ До 31 мая каждого года в качестве актуальной может рассматриваться отчётность за год, предшествующий последнему завершившемуся году (например, отчётность за 2020 год – до 31 мая 2022 года). С 1 июня каждого года в качестве актуальной рассматривается только отчётность за предыдущий год (например, 2021 год для 1 июня 2022 года).

Базовая оценка показателя «Управление ликвидностью» определяется в соответствии с [таблицей 17](#).

При анализе кредитной истории агентство учитывает опыт РЛ по привлечению (эмиссии), обслуживанию и погашению финансовых обязательств только перед неаффилированными лицами и не учитывает опыт обслуживания кредитов и займов от связанных сторон, условия которых существенно отличаются от среднерыночных на момент получения (пролонгации) займа. Под положительной кредитной историей за соответствующий промежуток времени понимается отсутствие случаев дефолта (в соответствии с определением агентства) по любым финансовым обязательствам перед неаффилированными лицами.

Если РЛ более 3 лет не имело финансовых обязательств, длительность его кредитной истории приравнивается к нулю и при появлении финансовых обязательств расчёт её длительности начинается заново. Если период без финансовых обязательств не превышает 3 лет, период без финансовых обязательств не учитывается при расчёте её длительности, но обнуление кредитной истории не происходит, кроме случаев, когда отсутствие финансовых обязательств у РЛ связано с резким ростом риска дефолта.

Таблица 17. Базовая оценка управления ликвидностью

Характеристика	Базовая оценка
Положительная публичная кредитная история более 7 лет (при этом с момента погашения последнего выпуска облигаций прошло не менее 3 лет). Отсутствие существенных (более 1% активов) потерь ликвидных активов РЛ за последние 36 месяцев	7
Не выполнено одно из условий для оценки в 7 баллов, при этом положительная кредитная история превышает 5 лет	6
Положительная кредитная история от 3 до 5 лет (включительно)	5
Случаи, не соответствующие условиям остальных оценок	4
С момента выхода компании из дефолта прошло не менее 2, но менее 4 лет <i>либо</i> Непродолжительное или незначительное несоблюдение ковенант по финансовым обязательствам в последние 3 года <i>либо</i> Осуществление финансово-хозяйственной деятельности менее 1 года <i>либо</i> Прецеденты размещения более 1% активов за последние 12 месяцев в долговые инструменты (включая расчётные счета и банковские депозиты) с ОКК/ОСКК ниже ВВ-.ru/bb-.ru	3
С момента выхода компании из дефолта прошло менее 2 лет <i>либо</i> Длительное и существенное несоблюдение ковенант по финансовым обязательствам в последние 2 года	2
Неоднократные случаи дефолта по финансовым обязательствам в последние 3 года	1

Экспертные корректировки оценки субфактора

Ниже описаны экспертные корректировки, которые применяются к базовой оценке субфактора «Управление ликвидностью». При этом совокупное влияние экспертных корректировок на оценку должно находиться в диапазоне **[-4; 1,5]**.

А. Платёжная дисциплина: — 3 балла максимум.

Корректировка применяется, если положительная платёжная дисциплина наблюдается менее двух лет. Максимальный размер корректировки применяется при наличии текущей просроченной задолженности перед поставщиками, работниками или государством. Размер корректировки ограничивается 1,5 баллами в случае сравнительно небольшого объёма задолженности и высокой вероятности урегулирования задолженности на горизонте 6 месяцев без ухудшения кредитного качества РЛ.

Платёжная дисциплина считается положительной при условии:

- оплаты кредиторской задолженности в сроки, согласованные с поставщиками (сдвиг сроков оплаты, согласованный с конкретным поставщиком и не сопровождающийся вероятными штрафными санкциями или судебными исками со стороны поставщиков, не ухудшает оценку платёжной дисциплины);
- своевременной выплаты заработной платы работникам;
- своевременного осуществления налоговых платежей и платежей во внебюджетные фонды.

Б. Кредитное качество расчётного банка: — 2 балла максимум.

Корректировка применяется, если основной расчётный банк рейтингуемого лица имеет ОКК/ОСКК на уровне BB-.ru/bb-.ru или ниже. Максимальный размер корректировки применяется при ОКК/ОСКК основного расчётного банка B+.ru /b+.ru или ниже и высокой (более 25%) доле оборотов, приходящихся на этот банк.

В. Опыт взаимодействия с инвесторами: +1,5 балла максимум.

Корректировка применяется, если РЛ имеет хорошую репутацию среди инвесторов и может привлечь финансовые обязательства по ставкам на уровне компаний-аналогов или ниже, но не делает этого, поскольку на данный момент полностью закрыло потребности в капитале за счёт выпуска обыкновенных или привилегированных акций. Максимальный размер корректировки может быть применён к компаниям, акции которых обращаются на организованном рынке более 5 лет и являются высоколиквидными.

Г. Угроза дефолта в прошлом: –1,5 балла максимум.

Корректировка может быть применена, если ранее РЛ оказывалось в предефолтном состоянии и избежало его только благодаря экстраординарной поддержке (например, за счёт списания обязательств, отличных от старшего долга). Размер корректировки определяется длительностью периода, который прошёл после указанной ситуации. Максимальный размер корректировки применяется, если угроза дефолта возникала менее 2 лет назад.

5.3.5. Управление рисками

Соответствующая специфике бизнеса система управления рисками повышает вероятность стабильного функционирования холдинговой компании и, как следствие, оказывает положительное влияние на её кредитное качество. Напротив, недостатки в управлении рисками могут приводить к непредвиденным убыткам, которые ограничивают кредитоспособность холдинговой компании.

Алгоритм получения базовой оценки управления рисками описан в [таблице 18](#) ниже.

Таблица 18. Алгоритм базовой оценки субфактора «Управление рисками»

Балльная оценка	Описание
7	Базовая оценка равна 7 баллам , если уровень управления рисками соответствует лучшей практике в Российской Федерации. Для этого необходимо, в частности, чтобы не было выполнено ни одно из условий, перечисленных ниже в данной таблице
6	Базовая оценка не может превышать 6 баллов при выполнении любого из перечисленных ниже условий: <ul style="list-style-type: none">– отсутствие разработанных планов по обеспечению непрерывности деятельности и действий на случай реализации операционных рисков;– эффективность процедур управления рисками не подтверждена высоким результатом на различных стадиях экономического цикла;– передовая практика управления рисками ещё не внедрена РЛ в полном объёме, хотя его система управления рисками является одной из лучших среди холдинговых компаний
5	Базовая оценка не может превышать 5 баллов при выполнении любого из перечисленных ниже условий: <ul style="list-style-type: none">– система мониторинга рисков объектов инвестирования недостаточно регламентирована;– используемые РЛ технологии и системы автоматизации деятельности не соответствуют современным требованиям;– РЛ отстаёт от лучших российских холдинговых компаний во внедрении передовой практики управления рисками, хотя его уровень риск-менеджмента в целом заметно выше среднего по Российской Федерации
4	Базовая оценка не может превышать 4 баллов при выполнении любого из перечисленных ниже условий: <ul style="list-style-type: none">– мониторинг рисков ключевых объектов инвестирования (с подготовкой отчётов для топ-менеджмента) осуществляется реже 1 раза в год;– чрезмерно длительные сроки подготовки информации как следствие слабой организации бизнес-процессов;– в отчётности регулярно выявляются ошибки, связанные с реализацией операционных рисков;– уровень управления рисками РЛ лишь незначительно выше среднего по Российской Федерации
3	Базовая оценка не может превышать 3 балла при выполнении любого из перечисленных ниже условий:

Балльная оценка	Описание
	<ul style="list-style-type: none"> – лица, ответственные за управление ключевыми для РЛ рисками, не определены, либо не имеют необходимого опыта; – для большинства ключевых объектов инвестирования (с совокупной долей в активах РЛ более 50%) характерен высокий уровень кредитных рисков
2	Уровень управления рисками значительно хуже среднего по Российской Федерации

Экспертная корректировка оценки субфактора

Ниже описана экспертная корректировка, которая применяется к базовой оценке субфактора «Управление рисками».

А. Регламентация управления рисками: ± 1 балл.

Повышающая корректировка применяется если регламентация в сфере управления рисками РЛ соответствует лучшей практике на рынке, при этом не выявлено существенных нарушений внутренних документов.

Понижающая корректировка применяется в случае, если система управления операционными рисками РЛ недостаточно регламентирована, что не нашло должного отражения в базовой оценке.

5.3.6. Стратегическое планирование

В рамках данного субфактора рассматриваются как процедуры стратегического планирования, так и ожидаемые результаты реализации стратегии. Максимальная оценка показателя соответствует ситуации, когда у РЛ есть достаточно подробная и актуальная стратегия развития, реализация которой, по мнению агентства, в средне- и долгосрочной перспективе окажет позитивное влияние на кредитное качество РЛ. Минимальная оценка применяется в ситуациях, когда РЛ оперирует коротким горизонтом планирования, а реализуемая стратегия, по мнению агентства, в средне- и долгосрочной перспективе может оказать негативное влияние на кредитное качество РЛ, либо РЛ уделяет недостаточно внимания планированию, в связи с чем денежные потоки и результаты деятельности характеризуются повышенной неопределённостью.

Базовая оценка субфактора «Стратегическое планирование» определяется в соответствии с [таблицей 19](#).

Таблица 19. Определение базовой оценки субфактора «Стратегическое планирование»

Уровень детализации стратегии	Горизонт планирования (лет)				
	< 1 года	[1; 2)	[2; 3)	[3; 5)	5 лет и более
высокий	2	5	6	7	7
средний	2	4	5	6	7
низкий	1	2	3	3	3

При оценке горизонта планирования агентство ориентируется как на сроки, закреплённые в соответствующих документах, так и на практику принятия решений. В частности, если РЛ придерживается крайне рискованной бизнес-модели, реализация которой с высокой вероятностью приведёт к негативным последствиям уже в ближайшие 12 месяцев, горизонту планирования присваивается оценка «менее 1 года» вне зависимости от сроков, зафиксированных в стратегических документах. В иных случаях под горизонтом планирования агентство понимает срок действия документа при его утверждении. При оценке горизонта планирования учитываются действующие документы и документы, с момента завершения срока действия которых прошло не более 6 месяцев.

Уровень детализации признаётся высоким, если РЛ предоставило НКР финансовую модель и иные документы, где выполнены следующие критерии для принятого в РЛ горизонта планирования:

- обозначены цели, чёткие критерии их достижения и соответствующие мероприятия;
- сформулированы гипотезы о динамике ключевых индикаторов и показателей, характеризующих деятельность РЛ;
- учтены различные макроэкономические сценарии, включая вероятную реакцию РЛ в случае их реализации.

Уровень детализации признаётся средним, если предоставленная НКР финансовая модель соответствует только двум из указанных выше критериев. В остальных случаях уровень детализации признаётся низким.

Экспертные корректировки оценки субфактора

Ниже описаны экспертные корректировки, которые применяются к базовой оценке субфактора «Стратегическое планирование». При этом совокупное влияние экспертных корректировок на оценку должно находиться в диапазоне **[-3; 2]**.

А. Опыт реализации планов: от -2 до +1 балла.

Повышающая корректировка может быть применена, если у РЛ есть положительный опыт реализации планов (включая стратегические) в прошлые периоды и данный положительный опыт не связан с эффектом низкой базы, чрезмерно консервативными подходами к планированию либо действиями предыдущего менеджмента и (или) собственников.

Понижающая корректировка применяется, если у РЛ отсутствует опыт реализации планов в предыдущие периоды (в этом случае — до **минус 1 балла** максимум), либо если РЛ имеет существенный негативный опыт реализации планов (включая стратегические), в том числе по причине их недостаточной проработанности.

Б. Ожидаемые результаты реализации стратегии: от -2 до +1 балла.

Повышающая корректировка применяется, если реализация стратегии окажет в средне- и долгосрочной перспективе позитивное влияние на кредитное качество РЛ.

Понижающая корректировка может быть применена, если реализация действующей стратегии развития, вероятнее всего, окажет негативное влияние на кредитное качество РЛ. Размер корректировки зависит от продолжительности такого влияния на кредитное качество: максимальная корректировка применяется в случае, если реализация стратегии холдинговой компании будет оказывать давление на кредитное качество в течение длительного времени, минимальная корректировка — если давление на кредитное качество будет оказываться в течение ограниченного периода времени.

6. Модификаторы базовой оценки собственной кредитоспособности

Для определения оценки собственной кредитоспособности (далее – «ОСК») рейтингуемого лица к БОСК, полученной в результате описанного выше анализа, могут быть применены описанные ниже модификаторы.

6.1. Стресс-тестирование

Задача стресс-тестирования – определить, в какой степени РЛ сохраняет способность обслуживать финансовые обязательства (без учёта ЭП) в стрессовых условиях.

В рамках данной Методологии агентство в качестве основного сценария стресс-тестирования использует макрофинансовый стресс, который моделируется через одновременное ухудшение условий заёмного финансирования (его стоимости и возможностей рефинансирования), резкое снижение стоимости финансовых и долговых инструментов в инвестиционном портфеле РЛ и резкое изменение курса валют (их влияние на обслуживание долга). При определении количественных характеристик подобных стресс-сценариев агентство использует не только статистическую информацию, но и собственные макроэкономические и отраслевые прогнозы.

Прогнозный период, на котором проводится стресс-тестирование, как правило составляет 1 год. На основании прогнозной финансовой модели и применённого стресс-сценария (комбинации стресс-сценариев) пересчитываются оценки субфакторов финансового и инвестиционного профилей РЛ, и, как следствие, уровень БОСК. Далее полученная БОСК сравнивается с БОСК до применения стресс-тестирования, и итоговое влияние результатов стресс-тестирования на ОСК РЛ определяется по таблице 20. Здесь и далее под величиной модификатора понимается различие между БОСК и ОСК, обусловленное применением только данного модификатора.

Таблица 20. Влияние результатов стресс-тестирования на ОСК

Результат применения стресс-теста	Направление и величина модификатора
снижение БОСК менее чем на 2 уровня	нет влияния
снижение БОСК на 2 уровня	-1 уровень
снижение БОСК более чем на 2 уровня	-2 уровня

6.2. Операционная трансформация

Данный модификатор применяется для случаев, когда РЛ находится в процессе операционной трансформации бизнеса, которую на текущий момент невозможно учесть в БОСК, но которая, по мнению агентства, в период действия кредитного рейтинга приведёт к его существенному изменению. В качестве примеров операционной трансформации могут рассматриваться слияние с другой компанией, смена акционеров, смена бизнес-модели.

Данная корректировка позволяет частично учесть влияние будущих изменений в деятельности РЛ и исключить излишнюю волатильность кредитного рейтинга в среднесрочной перспективе. Итоговое влияние модификатора на ОСК определяется в соответствии с таблицей ниже.

Таблица 21. Влияние модификатора «Операционная трансформация» на ОСК РЛ

Описание фактора для применения модификатора	Направление и величина модификатора
агентство ожидает, что процесс операционной трансформации бизнеса приведёт к существенному росту уровня БОСК в период действия кредитного рейтинга	+1 уровень
агентство ожидает, что процесс операционной трансформации бизнеса приведёт к существенному снижению уровня БОСК в период действия кредитного рейтинга	-1 уровень

6.3. Регуляторные и санкционные риски

Данный модификатор призван оценить чувствительность бизнес-модели РЛ к влиянию критических регуляторных и санкционных рисков, которая не учтена в должной мере при определении БОСК. Данный тип модификатора предполагает только отрицательную корректировку, которая может составлять от 1 до 3 уровней в зависимости от степени подверженности риску. Агентство рассматривает 3 типа таких рисков:

Налоговые риски — риски существенных штрафов, ареста счетов и иного имущества компании в результате нарушения налогового законодательства Российской Федерации. Модификатор учитывается, если рентабельность деятельности РЛ без операций, которые с высокой вероятностью связаны с незаконной минимизацией налогообложения и легализацией доходов от таких операций, оказывается близка к нулю или отрицательной.

Оценка уровня налоговых внутрироссийских рисков проводится, прежде всего, в отношении РЛ, не предоставивших агентству аудированную отчётность. Оценка уровня налоговых рисков может учитывать результаты анализа транзакционной активности РЛ по счетам 50, 51, 52, 57 и иным счетам Плана счетов бухгалтерского учёта.

Неналоговые внутрироссийские риски — риски существенных штрафов, ареста счетов и иного имущества компании в результате нарушения законодательства Российской Федерации, отличного от налогового, включая риск вовлечения в коррупционные схемы. Модификатор учитывается, если отказ от деятельности, которая сопряжена с очень высоким риском нарушения неналогового законодательства Российской Федерации, приведёт к отрицательной рентабельности РЛ, а переориентация на другие виды деятельности требует инвестиций, которые ухудшат кредитное качество РЛ.

Риски трансграничных ограничений (включая санкционные) — риски введения запретов на трансграничные операции (расчёты, экспорт и импорт товаров и услуг) и распоряжение иностранными активами по инициативе Российской Федерации и (или) по инициативе других

государств и международных образований в отношении РЛ или его ключевых объектов инвестирования. Модификатор учитывается при одновременном сочетании следующих условий:

- поддержание рентабельной деятельности РЛ или его ключевых объектов инвестирования критически зависит от доступа к трансграничным расчётам и (или) внешним рынкам сбыта и (или) иностранным активам, товарам или услугам (в т. ч. технологиям);
- деятельность РЛ сопряжена с высоким риском введения по инициативе Российской Федерации или иных государств и международных образований ограничений, способных серьёзно затруднить доступ к трансграничным расчётам и (или) внешним рынкам сбыта и (или) иностранным активам, товарам и (или) услугам.

Возможное влияние каждого из вышеперечисленных видов риска на ОСК зависит от масштаба не покрытых компенсациями убытков, связанных с ограничениями или необходимостью отказа от таких видов деятельности. Агентство отдельно оценивает подверженность каждому виду риска, а затем суммирует полученные корректировки, но при этом максимальное совокупное негативное влияние модификатора не может превышать 3 уровней.

6.4. Реег-анализ

Сравнительный анализ (реег-анализ) позволяет более чётко разграничить риски (чувствительность к отдельным типам рисков) компаний, имеющих сопоставимый уровень БОСК. Модификатор применяется, если рейтингуемое лицо обладает устойчивыми преимуществами (недостатками) по сравнению с другими участниками реег-группы и такие преимущества (недостатки) не в полной мере учтены в рамках БОСК.

Величина модификатора «Реег-анализ» не может превышать **2 уровня в любую сторону**, при этом изменение сразу на 2 уровня должно быть дополнительно обосновано исключительной важностью (с точки зрения влияния на кредитоспособность РЛ) показателей, в явном виде не включённых в Методологию.

Модификатор может также отражать влияние дочерних / зависимых / ассоциированных компаний на финансовые показатели РЛ. В этом случае он применяется, если пересчёт ключевых показателей Методологии с учётом эффекта консолидации приводит к существенному пересмотру БОСК (изменение на 2 и более уровня).

С целью проведения сравнительного анализа агентство формирует реег-группу, состоящую минимум из трёх холдинговых компаний (включая РЛ). Если реег-группу сформировать не удалось, данный модификатор может быть использован только для учёта влияния на финансовые показатели РЛ его дочерних и зависимых компаний, отличных от объектов инвестирования.

Базовым условием отнесения конкретной компании к реег-группе является близость БОСК данной компании и БОСК РЛ (как правило, это означает нахождение в одной категории

либо разницу в БОСК не более 2 уровней в любую сторону). Агентство имеет право включать в реег-группу компании, не имеющие кредитного рейтинга НКР; в таком случае БОСК для них определяется по процедуре, аналогичной определению ОКК или ОСКК. При проведении сравнительного анализа и выборе направлений и величины модификаторов агентство может принимать во внимание БОСК компаний, обладающих схожими масштабами и спецификой бизнеса с РЛ, но не включённых в реег-группу по причине более сильного расхождения БОСК.

После формирования реег-группы аналитики агентства проводят сравнительный анализ её участников по ключевым факторам (субфакторам) БОСК, а также показателям, которые в явном виде не включены в Методологию, но важны для сопоставления в рамках данной реег-группы.

Приложение 1. Принципы оценки деловой репутации

Особенности оценки деловой репутации бенефициаров:

При оценке деловой репутации бенефициара РЛ агентство учитывает, в частности, следующие критерии:

- Наличие негативной информации о бенефициаре и подконтрольных ему компаниях в СМИ (например, информация о просроченной задолженности, в т. ч. по налогам, неисполнении контрактов на крупные суммы и т. д.).
- Участие бенефициара с долей более 10% в капитале компаний финансового сектора (банков, страховых, небанковских кредитных организаций и т. д.) в течение 3 лет до дефолта / начала финансового оздоровления.
- Участие бенефициара с долей более 25% в капитале компаний (помимо компаний финансового сектора) в течение 3 лет до дефолта (может быть самостоятельным основанием для *крайне негативной* оценки деловой репутации бенефициара).
- Участие бенефициара с долей более 25% в капитале юридических лиц, имеющих *высокий*, по мнению агентства, риск дефолта.
- Открытые судебные иски в отношении бенефициара и подконтрольных ему компаний (прежде всего, иски о банкротстве).
- Привлечение бенефициара к уголовной ответственности.
- Работа бенефициара на руководящих должностях в юридических лицах, допустивших дефолт.

Особенности оценки деловой репутации топ-менеджмента и членов СД РЛ:

При оценке деловой репутации топ-менеджмента и членов СД РЛ агентство учитывает, в частности, следующие критерии:

- Опыт работы в компаниях, которые допустили дефолт или испытывали финансовые трудности. Учитываются как длительность работы в компании, которая допустила дефолт или испытывала финансовые трудности, так и возможность влиять на принятие решений в отношении рисков, реализация которых привела к дефолту и (или) финансовым трудностям. В случае незначительного периода работы в компании и ограниченной возможности влияния на указанные риски агентство, как правило, не рассматривает репутацию соответствующего работника как сомнительную. В иных случаях такой опыт работы оказывает негативное влияние на оценку: в зависимости от числа таких случаев и должности топ-менеджера.
- Длительность работы на руководящих должностях в коммерческих организациях. Как правило, длительный период безупречной работы оказывает позитивное влияние на оценку.
- Опыт управления сопоставимыми по масштабу компаниями. Как правило, длительный период безупречной работы оказывает позитивное влияние на оценку.

- Факты возбуждения уголовных/административных/иных дел, судебных разбирательств и привлечения к ответственности. Как правило, такие факты оказывают негативное влияние на оценку.
- Частота и причины смены членов топ-менеджмента и СД. Как правило, частая смена членов правления либо СД оказывает негативное влияние на оценку.
- Наличие административных и уголовных дел в отношении бывших и нынешних членов руководящего состава (включая привлечение к ответственности). Такие факты могут быть самостоятельным основанием для оценки деловой репутации как негативной.
- Конфликты между топ-менеджментом и акционерами (конечными бенефициарами). Как правило, такие конфликты негативно влияют на оценку.

Под топ-менеджментом, как правило, понимаются единоличный исполнительный орган, члены коллегиального исполнительного органа и руководители ключевых подразделений, ответственные за принятие и реализацию управленческих решений. При этом в отдельных случаях к топ-менеджерам РЛ могут быть отнесены лица, которые формально не занимают руководящих должностей, но могут оказывать влияние на принимаемые решения (например, советник генерального директора).

Приложение 2. Оценка ожидаемых потерь

Оценка ожидаемых потерь по активам (далее – «EL») производится в отношении вложений (групп однородных вложений), доля которых в активах РЛ превышает 0,5%. Как правило, такой анализ проводится на индивидуальной основе. Оценка не производится в отношении вложений РЛ в капитал дочерних организаций, которые агентство не относит к объектам инвестирования.

В ходе оценки EL агентство отдельно рассматривает ожидаемые потери по следующим типам активов:

- 1) EL_1 – *ожидаемые потери по активам первого типа*, несущим преимущественно кредитный риск (например, займы, удерживаемые до погашения, долговые ценные бумаги с кредитным рейтингом ниже AAA);
- 2) EL_2 – *ожидаемые потери по активам второго типа*, подверженным преимущественно ценовым рискам (например, долевые ценные бумаги).

Для активов, рассматриваемых как не подверженные кредитному риску и обесценению, ожидаемые потери не оцениваются.

Оценка ожидаемых потерь по активам холдинговой компании рассчитывается как сумма ожидаемых потерь по активам первого типа и ожидаемые потери по активам второго типа.

Агентство оценивает ожидаемые потери по активам первого типа по следующей формуле:

$$EL_1 = \sum_{i=1}^N PD_i * LGD_i * EAD_i,$$

где:

PD – вероятность дефолта (Probability of Default);

LGD – уровень потерь в случае дефолта (Loss Given Default);

EAD – риск-позиции по данному вложению / группе однородных вложений (Exposure at Default);

N – число вложений.

Обычно оценка параметра PD определяется по [таблице 22](#), исходя из присвоенной контрагенту ОКК/ОСКК и средневзвешенного срока жизни договоров (WAL) с этим контрагентом. Но данная оценка может быть экспертно скорректирована, если вероятность полного и своевременного исполнения обязательств контрагентом существенно отличается от оценки, определённой по таблице 22 (например, в силу высокой волатильности ОКК/ОСКК контрагента, высоких транзакционных, в т.ч. санкционных рисков, специфических характеристик договорных отношений с контрагентом, которые ухудшают положение РЛ как кредитора).

Уровень потерь в случае дефолта (далее – «LGD») устанавливается равным 100%, кроме случаев, когда существующее обеспечение создаёт условия для полного или частичного возмещения потерь в течение 6 месяцев после дефолта (как правило, это верно для

требований, обеспеченных денежными средствами, гарантиями компаний и органов власти с высоким кредитным рейтингом агентства либо высоким уровнем ОКК/ОСКК). Если существующее обеспечение создаёт условия для полного или частичного возмещения потерь в течение 6 месяцев после дефолта, LGD рассчитывается как отношение части требования, которая не покрыта возмещением, к полному объёму соответствующего требования.

Таблица 22. Определение PD на основе ОКК/ОСКК и WAL

Категория ОКК/ОСКК	Вероятность дефолта (PD) в зависимости от WAL		
	менее 2,5 года	2,5–5 лет	более 5 лет
AAA/aaa	0,13%	0,25%	0,37%
AA/aa	0,3%	0,5%	0,7%
A/a	0,5%	1,0%	1,5%
BBB/bbb	2,5%	5%	7%
BB/bb	7,8%	15%	22%
B/b	13,4%	25%	35%
CCC/ccs	45,2%	70%	84%
CC/cc и ниже	100,0%	100%	100%

WAL рассчитывается по приближенной формуле:

$$WAL = K * \sum_{i=1}^n A_i T_i / \sum_{i=1}^n A_i,$$

где:

K – коэффициент, учитывающий снижение требований к контрагенту в течение срока, оставшегося до завершения контракта (для контрактов с аннуитетными платежами коэффициент принимается равным 0,5; для контрактов с погашением всей основной суммы долга в конце срока коэффициент принимается равным 1);

N – число контрактов с контрагентом;

A – требования к контрагенту по контракту;

T – срок, оставшийся до завершения контракта.

Оценка ожидаемых потерь по активам второго типа (далее – «EL₂»), подверженным преимущественно ценовым рискам, затрагивает основные средства, инвестиционную недвижимость, имущество, не используемое в основной деятельности, долевыми ценными бумагами и прочие подобные активы. Оценка EL₂ производится в отношении вложений (групп однородных вложений), доля которых в активах превышает 1%.

Ожидаемые потери для таких активов (EL₂) определяются исходя из разницы между балансовой и справедливой стоимостью с поправкой на волатильность их стоимости:

$$EL_2 = \sum_{i=1}^N (BV_i - v_i * FV_i),$$

где:

N – число вложений (групп однородных вложений), доля которых в активах превышает 1%;

BV – балансовая стоимость вложения (группы однородных вложений);

FV – справедливая стоимость вложения (группы однородных вложений);

v – коэффициент волатильности справедливой стоимости вложения (группы однородных вложений), учитывающий в т. ч. дисконт при срочной продаже.

Из формулы для EL_2 следует, что в случае значительного превышения справедливой стоимости вложений над их балансовой стоимостью ожидаемые потери могут принять отрицательное значение, что эквивалентно положительной корректировке отражённой в балансе стоимости соответствующего актива и увеличению знаменателя коэффициента структуры фондирования.

Таблица 23. Значение коэффициента волатильности (v) для учёта долевых финансовых инструментов

Уровень котировального списка*	Коэффициент волатильности краткосрочных инструментов	Коэффициент волатильности долгосрочных инструментов
Акции, входящие в 1-й уровень	0,85	[0,85; 0,95]
Акции, входящие во 2-й уровень	0,75	[0,75; 0,9]
Все остальные акции и иные долевые финансовые инструменты	[0; 0,4]	[0; 0,9]

* Подразумевается котировальный список Московской биржи либо аналогичный по набору требований котировальный список иного организатора торговли.

При определении коэффициента волатильности для остальных акций и иных долевых финансовых инструментов внутри диапазона ([0; 0,4] и т. д.) используется информация о финансовом состоянии эмитента, его репутации, а также интересе к ценной бумаге со стороны потенциальных инвесторов и обстоятельствах, вследствие которых могут быть нарушены права и интересы инвесторов.

Как правило, для определения справедливой стоимости имущества агентство сопоставляет чистые доходы, полученные РЛ от владения этим имуществом, с соответствующей ставкой дисконтирования. Кроме того, НКР анализирует отчёты о независимой оценке соответствующих видов активов с учётом следующих параметров:

- репутация и опыт оценщика, наличие аффилированности оценщика и РЛ (их бенефициаров);
- применяемые способы определения оценочной стоимости;
- соответствие оценочной стоимости и рыночной стоимости сопоставимых объектов;
- ликвидность объекта;

- текущая ситуация и тенденции на рынке покупки/продажи соответствующих объектов.

Для определения адекватности отражения справедливой стоимости котируемых долевых ценных бумаг НКР оценивает текущее финансовое положение эмитента, а также анализирует статистику торгов данными ценными бумагами. Стоимость ценных бумаг может быть скорректирована в сторону снижения в следующих случаях:

- отсутствие регулярных торгов ценными бумагами в достаточных объёмах;
- наличие признаков манипулирования рыночной стоимостью ценных бумаг;
- существенное ухудшение финансового положения эмитента, которое ещё не нашло отражения в рыночной стоимости долевых ценных бумаг.

Основным источником определения справедливой стоимости некотируемых долевых ценных бумаг является анализ отчёта об оценке стоимости соответствующих активов, при этом оценка независимого оценщика приоритетна по отношению к собственной оценке РЛ. При наличии независимой оценки принимаются во внимание следующие параметры:

- репутация и опыт оценщика, наличие аффилированности оценщика и РЛ (их бенефициаров);
- применяемые способы определения справедливой стоимости ценных бумаг;
- соответствие балансовой стоимости и рыночной стоимости сопоставимых объектов.

В отсутствие независимой оценки агентство может принимать во внимание собственную оценку РЛ. Помимо отчёта об оценке, агентство оценивает текущее финансовое положение эмитента с точки зрения чистых доходов (дивиденды, рост стоимости долевых бумаг), которые РЛ сможет получить от владения данными активами.

© 2024 ООО «НКР».

Ограничение ответственности

Данный документ является интеллектуальной собственностью Общества с ограниченной ответственностью «Национальные Кредитные Рейтинги» (ООО «НКР») и охраняется законом. Представленная информация предназначена для использования исключительно в ознакомительных целях. Не допускается распространение настоящей информации любым способом и в любой форме без предварительного согласия со стороны ООО «НКР» и ссылки на источник. Использование информации в нарушение указанных требований запрещено.