
ВСЕ, ЧТО НУЖНО
ЗНАТЬ О КРЕДИТНЫХ
РЕЙТИНГАХ

STANDARD
&POOR'S

ВВЕДЕНИЕ

Кредитные рейтинги — это один из инструментов, который инвесторы могут использовать в процессе покупки облигаций или осуществления других инвестиций с фиксированным доходом. Цель настоящего справочника — разъяснить, чем кредитные рейтинги являются и чем они не являются, рассказать о том, кто ими пользуется и чем они могут быть полезны для рынков капитала.

В справочнике рассматриваются различные бизнес-модели и методологии, используемые рейтинговыми агентствами, объясняется, каким образом Standard & Poor's составляет мнение о кредитоспособности эмитентов и кредитных характеристиках отдельных долговых обязательств, осуществляет мониторинг и корректировку рейтингов, а также анализирует изменения рейтингов на протяжении определенного временного отрезка.

Кроме того, обращается внимание на следующие важные особенности кредитных рейтингов:

- кредитные рейтинги — это отражение мнения об относительном уровне кредитного риска;*
- кредитные рейтинги — это не советы по инвестированию или рекомендации относительно целесообразности покупки, хранения или продажи ценных бумаг; это — лишь один из факторов, который инвестор может учитывать, принимая то или иное инвестиционное решение;*
- кредитные рейтинги — это не индикаторы рыночной ликвидности долговой ценной бумаги или ее стоимости на вторичном рынке;*
- кредитные рейтинги — это не гарантии кредитного качества или «предсказатели» будущего кредитного риска.*

Дополнительную информацию о кредитных рейтингах можно получить на сайтах: www.AboutCreditRatings.com и www.standardandpoors.com/AboutCreditRatings.

ВСЕ, ЧТО НУЖНО ЗНАТЬ О КРЕДИТНЫХ РЕЙТИНГАХ

ЧТО ТАКОЕ КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИстр. 3

ЗАЧЕМ НУЖНЫ КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИстр. 5

РЕЙТИНГОВЫЕ АГЕНТСТВАстр.6

КТО ИСПОЛЬЗУЕТ КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ

Инвесторы, эмитенты, компании,
финансовые институты, посредники.....стр.6

РЕЙТИНГОВАЯ ШКАЛА

От «AAA» до «D»
Инвестиционная категория
Спекулятивная категория.....стр.10

КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ ЭМИТЕНТОВ И ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ.....стр.11

МОНИТОРИНГ КРЕДИТНЫХ РЕЙТИНГОВ

Как производятся мониторинг
и пересмотр кредитных рейтингов.....стр.14

ПОЧЕМУ КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ ИЗМЕНЯЮТСЯ

Повышение | Понижение | CreditWatch | Прогноз.....стр.15

РАСПРОСТРАНЕНИЕ ИНФОРМАЦИИ О РЕЙТИНГАХ

Пресс-релизы, веб-сайты,
подкасты, информационные бюллетени.....стр.16

ЧТО ТАКОЕ КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ

Кредитные рейтинги – это мнение об уровне кредитного риска. Рейтинги Standard & Poor’s выражают мнение агентства относительно способности и готовности эмитента – например, корпорации или регионального (местного) органа власти – своевременно и в полном объеме выполнять свои финансовые обязательства.

Кроме того, кредитные рейтинги могут отражать кредитное качество того или иного долгового обязательства – например, корпоративных или муниципальных облигаций, а также относительную вероятность дефолта по таким обязательствам.

Кредитные рейтинги присваиваются рейтинговыми агентствами, которые специализируются на оценке кредитного риска. Помимо международных рейтинговых агентств, к которым относится Standard & Poor’s, существуют региональные и отраслевые рейтинговые агентства, которые, как правило, специализируются на конкретном географическом регионе или отрасли.

Каждое агентство применяет собственную методологию оценки кредитоспо-

ВСЕГО ЛИШЬ МНЕНИЕ

Кредитные рейтинги Standard & Poor’s основываются на анализе, проведенном опытными профессионалами, которые оценивают и интерпретируют информацию, полученную от эмитентов и из других доступных источников, и таким образом составляют обоснованное мнение.

В отличие от мнения, скажем, врача или юриста, мнение аналитика, лежащее в основе кредитного рейтинга, не является прогнозом или рекомендацией. Его основное назначение — проинформировать инвесторов и других участников рынка об относительном уровне кредитного риска, которому подвергаются эмитенты долговых обязательств и сами долговые обязательства, рейтингуемые Standard & Poor’s.

Мнения, отраженные в кредитных рейтингах Standard & Poor’s, свободно и на бесплатной основе распространяются по всему миру.

способность и выражает результат этого измерения с помощью особой рейтинговой шкалы. Обычно используется буквенная шкала, которая позволяет показать рейтинги, отражающие мнение агентства об относительном уровне кредитного риска в диапазоне, например, от «AAA» до «D».

КАК ПОЯВИЛИСЬ КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ STANDARD & POOR’S

Историю возникновения Рейтинговой службы Standard & Poor’s принято связывать с выходом в 1860 г. исследования Генри Варнума Пура «История железных дорог и каналов в Соединенных Штатах». Обратив внимание на отсутствие качественной информации, необходимой инвесторам, Пур

взялся за решение этой проблемы и начал публиковать подробные описания деловых операций различных компаний. В 1916 г. Standard & Poor’s начало присваивать кредитные рейтинги, предоставляя инвесторам и другим участникам мирового рынка результаты независимого анализа кредитных рисков.

КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ ИМЕЮТ ПРОГНОСТИЧЕСКИЙ ХАРАКТЕР

В рамках кредитного анализа Standard & Poog's изучает имеющуюся в его распоряжении текущую информацию, а также данные прошлых лет и оценивает потенциальное влияние событий, которые можно предвидеть. Например, при определении рейтинга компании-эмитента долговых обязательств агентство может учитывать ожидаемые подъемы и падения деловой конъюнктуры, способные отразиться на кредитоспособности этой компании. Необходимо отметить, что перспективные оценки рейтинговых агентств могут быть полезны инвесторам и другим участникам рынка, принимающим долгосрочные и краткосрочные инвестиционные и деловые решения, но вместе с тем кредитные рейтинги отнюдь не гарантируют, что инвестиции окупятся или что не произойдет дефолт.

КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ — НЕ ИНДИКАТОРЫ КАЧЕСТВА ИНВЕСТИЦИЙ

Несмотря на то, что инвесторы могут использовать кредитные рейтинги при принятии тех или иных решений, рейтинги Standard & Poog's не являются индикаторами качества инвестиций. Иными словами, кредитные рейтинги — это не рекомендация относительно покупки, продажи или хранения ценных бумаг и не мера измерения стоимости активов. Кроме того, их назначение отнюдь не состоит в том, чтобы указывать на целесообразность тех или иных денежных вложений. Рейтинги отражают только один аспект, необходимый для принятия инвестиционного решения, — кредитоспособность, а в некоторых случаях могут отражать уровень возмещения долга в случае дефолта.

Решая вопрос о целесообразности денежного вложения, инвестор должен учитывать, помимо кредитного качества рассматриваемого объекта инвестирования, такие факторы, как текущая структура портфеля, инвестиционная стратегия, горизонт планирования и толерантность к риску. Необходимо также оценивать стоимость рассматриваемой ценной бумаги относительно стоимости других ценных бумаг, в которые можно «вложиться». Это напоминает покупку автомобиля: покупателю важно знать, что машина надежна, но вряд ли он будет руководствоваться только этим критерием.

КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ — НЕ АБСОЛЮТНАЯ МЕРА ВЕРОЯТНОСТИ ДЕФОЛТА

Поскольку будущее порой непредсказуемо, присвоение кредитных рейтингов нельзя отнести к разряду точных наук. Именно поэтому Standard & Poog's подчеркивает, что его рейтинговое мнение — это отнюдь не гарантия кредитного качества и не точное определение вероятности наступления дефолта по обязательствам.

На самом деле рейтинги выражают мнение об относительной кредитоспособности эмитента или кредитном качестве данного долгового обязательства по шкале от «самое высокое» до «самое низкое» и позволяют сопоставить уровни кредитных рисков.

Так, корпоративная облигация с рейтингом «АА» обладает, по мнению рейтингового агентства, более высоким кредитным качеством, чем корпоративная облигация с рейтингом «ВВВ». Однако рейтинг «АА» не гарантирует, что дефолта по соответствующей облигации не будет. Просто, по мнению рейтингового агентства, вероятность дефолта по ней ниже, чем по облигации с рейтингом «ВВВ».

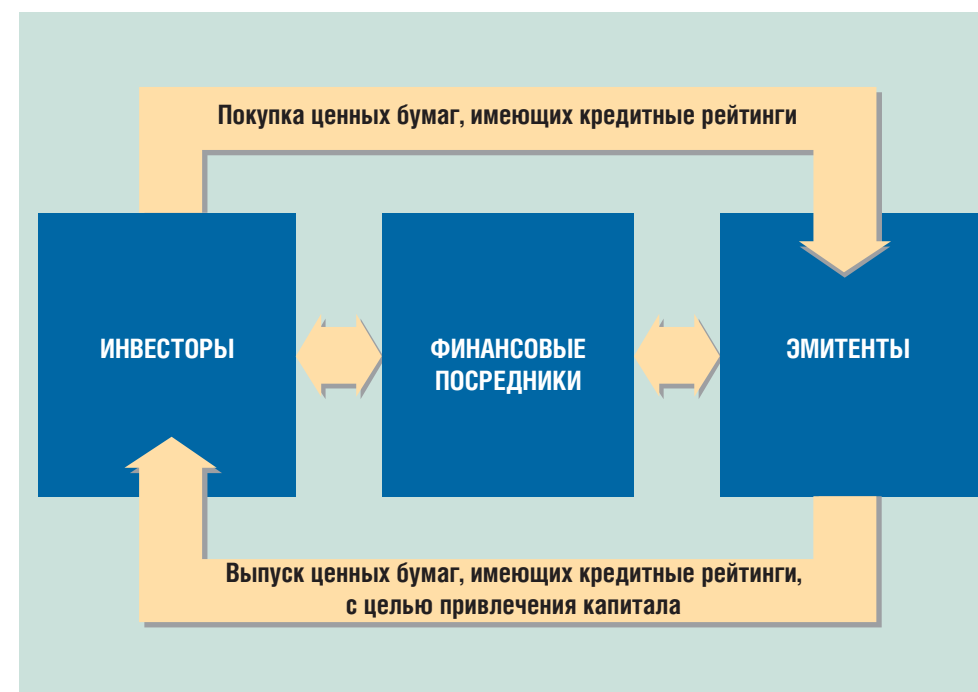
ЗАЧЕМ НУЖНЫ КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ

Кредитные рейтинги могут играть важную роль с точки зрения компаний и органов власти, позволяя им привлекать средства с рынков капитала. Вместо того, чтобы брать банковский кредит, эти организации порой занимают деньги напрямую у инвесторов, выпуская облигации или ноты. Инвесторы покупают долговые ценные бумаги (например, муниципальные облигации), рассчитывая не только вернуть вложенные средства, но и получить процентный доход при наступлении срока погашения или в результате периодических выплат.

Кредитный рейтинг упрощает процесс выпуска и размещения облигаций и других долговых обязательств, поскольку обеспечивает эффективную, всеми признанную и давно используемую меру измерения кредитного риска. При выборе

эмитента или долгового обязательства с приемлемым уровнем кредитного риска и принятии соответствующего инвестиционного или делового решения инвесторы и другие участники рынка могут использовать кредитные рейтинги в качестве своего рода «отсеивающего устройства».

Например, рассматривая вопрос о покупке муниципальной облигации, инвестор может проверить, отвечает ли ее кредитный рейтинг уровню кредитного риска, который инвестор считает допустимым. Одновременно кредитные рейтинги помогают компаниям в мобилизации средств на расширение бизнеса и (или) исследования и разработки, а органам власти регионального или местного уровней — в финансировании проектов, осуществляемых в общественном секторе.



КТО ИСПОЛЬЗУЕТ КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ

ИНВЕСТОРЫ

Чаще всего кредитные рейтинги используют инвесторы, которым они помогают оценивать кредитный риск и сравнивать различных эмитентов и различные долговые обязательства при принятии инвестиционных решений и управлении портфелями.

Например, отдельные инвесторы могут использовать кредитные рейтинги при оценке целесообразности покупки муниципальных или корпоративных облигаций с учетом собственной толерантности к риску.

Для институциональных инвесторов, в том числе для паевых, пенсионных фондов, банков и страховых компаний, кредитные рейтинги зачастую являются хорошим дополнением к их собственному кредитному анализу тех или иных долговых инструментов.

Кроме того, институциональные инвесторы могут с помощью кредитных рейтингов устанавливать пределы кредитного риска и формулировать свои инвестиционные правила.

ФИНАНСОВЫЕ ПОСРЕДНИКИ

Направлением потоков капитала от инвесторов к эмитентам занимаются инвестиционные банки. Они используют кредитные рейтинги в качестве базы для определения относительного уровня кредитного риска по различным долговым обязательствам, а также для установления начальной цены на структурируемый ими долговой инструмент и определения уровня процентной ставки, которую можно по нему запросить.

Инвестиционные банки и организации, которые занимаются структурированием некоторых видов долговых обязательств, при принятии собственных решений, касающихся конфигурации различных долговых обязательств или их уровней, могут ориентироваться на критерии того или иного рейтингового агентства.

Иногда инвестиционные банки организуют выпуски долговых обязательств. С этой целью они учреждают компании специального назначения, конвертирующие активы (например, розничные ипотечные кредиты и кредиты на обучение) в ценные бумаги или структурированные финансовые инструменты, которые затем предлагаются инвесторам.

ЭМИТЕНТЫ

Для эмитентов, к числу которых относятся компании, финансовые институты, национальные правительства, регионы, города и муниципалитеты, кредитные рейтинги – это мнение независимых специалистов об их кредитоспособности, а также о кредитном качестве их долговых обязательств.

Кроме того, эмитенты могут использовать кредитные рейтинги для того, чтобы информировать участников рынка о кредитном качестве долговых обязательств, тем самым увеличивая число потенциальных инвесторов. Также кредитные рейтинги помогают эмитентам определиться с процентной ставкой, которую можно предложить по новым выпускам долговых обязательств.

Как правило, чем выше кредитоспособность эмитента, тем ниже предлагаемая инвесторам процентная ставка. И, наоборот, эмитент со сравнительно низкой кредитоспособностью, как правило, вынужден предлагать более высокую процентную ставку, чтобы компенсировать повышенный уровень кредитного риска, принимаемого инвесторами.

КОМПАНИИ И ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

Компании и финансовые институты, особенно занимающиеся сделками, «чувствительными» к кредитным рискам, могут использовать кредитные рейтинги для оценки контрагентского риска (риска того, что другая сторона кредитного соглашения не исполнит свои обязательства).

Необходимость в оценке такого риска может возникнуть у компании при решении вопроса о целесообразности предоставления ссуды определенной организации или при выборе компании, которая могла бы стать гарантом погашения данного долгового обязательства в случае дефолта эмитента.

Таким образом, мнение кредитного агентства об уровне контрагентского риска может помочь компании в анализе рисков, которым она подвергается, вступая в сделку с финансовой организацией, согласившейся принять определенные финансовые обязательства, а также в оценке жизнеспособности потенциального партнерства или иных видов делового сотрудничества.

РЕЙТИНГОВЫЕ АГЕНТСТВА

Некоторые рейтинговые агентства, в том числе международные, к числу которых относится Standard & Poor's, являются издательско-информационными компаниями, специализирующимися на анализе кредитных рисков эмитентов и отдельных выпусков долговых обязательств. Они формулируют и публикуют свои рейтинги,

которыми затем пользуются инвесторы и другие участники рынка при принятии инвестиционных и деловых решений. Рейтинговые агентства напрямую не участвуют в сделках на рынке капитала, и это – одна из причин того, что как инвесторы, так и эмитенты считают их мнение о кредитных рисках непредвзятым и независимым.

МЕТОДОЛОГИИ ПРИСВОЕНИЯ РЕЙТИНГОВ

Составляя мнение о кредитном риске, рейтинговые агентства, как правило, опираются на выводы аналитиков или математические модели либо на то и другое.

Рейтинги, основывающиеся на выводах аналитиков

При определении рейтинга компании или местного органа власти, который основывается на мнении аналитиков, агентства обычно назначают ведущего аналитика, который, часто в сотрудничестве с другими специалистами, проводит

оценку кредитоспособности организации. Обычно аналитики получают информацию из опубликованных отчетов, а также из бесед с руководством организации. Они используют эту информацию для оценки финансового состояния организации, ее операционных результатов, политики и стратегии риск-менеджмента.

Рейтинги, основывающиеся на моделях

Другие рейтинговые агентства пользуются почти исключительно количественными данными, на основе которых строятся математические модели. При таком анализе кредитоспособности банка или другой финансовой организации рейтинговое агентство оценивает качество активов, ресурсную базу, рентабельность, основываясь прежде всего на данных финансовой отчетности, которую организация готовит для собственных нужд или для представления в регулирующие органы.



КАК ОПЛАЧИВАЮТСЯ УСЛУГИ РЕЙТИНГОВЫХ АГЕНТСТВ

Как правило, услуги рейтинговых агентств оплачиваются либо эмитентом, подавшим заявку на присвоение рейтинга, либо подписчиками (пользователями информационных ресурсов агентства), которые получают информацию о присваиваемых рейтингах вместе с обосновывающими рейтинговые решения отчетами аналитиков.

Схема «платит эмитент»

В рамках этой схемы рейтинговое агентство получает от эмитентов вознаграждение за процесс подготовки и мониторинга кредитного рейтинга. Иногда при проведении анализа рейтинговые агентства получают от эмитентов конфиденциальную информацию, учитывая ее при определении рейтинга. Для рейтинговых агентств плата, взимаемая с подписчиков, не является единственным источником доходов, поэтому они нередко публикуют сведения о рейтингах в общедоступных и бесплатных источниках информации.

Схема «платят подписчики»

Рейтинговые агентства, пользующиеся этой схемой, взимают с инвесторов и других участников рынка плату за доступ к информации о рейтингах. Критики утверждают, что эта схема, как и модель «платит эмитент», чревата конфликтом интересов, так как организации, которые платят за рейтинг (в данном случае – инвесторы), могут попытаться повлиять на оценку рейтингового агентства.

Кроме того, критики данной схемы утверждают, что получить информацию о рейтингах могут только подписчики, заплатившие деньги. Поскольку основную часть подписчиков составляют институциональные инвесторы, то менее крупные, в том числе частные инвесторы, лишаются, по их словам, доступа к этой информации.

КАК ИЗБЕЖАТЬ КОНФЛИКТА ИНТЕРЕСОВ, ЕСЛИ ЗА РЕЙТИНГ ПЛАТИТ ЭМИТЕНТ

Чтобы избежать потенциального конфликта интересов в случаях, когда плата за процесс присвоения и поддержания рейтинга взимается с эмитента, Standard & Poor's приняло ряд мер предосторожности.

Например, существует строгое функциональное разделение между сотрудниками, обсуждающими с клиентом деловые аспекты предоставляемой услуги по присвоению рейтинга, и аналитиками, которые проводят кредитный анализ и формируют мнение о кредитоспособности этого эмитента. Это похоже на то, как редакция газеты разделяет свой персонал на «пишущий» и занимающийся размещением рекламы, поскольку иногда ей приходится писать о компаниях, с которых она берет плату за рекламу.

Другая мера предосторожности — организация работы рейтингового комитета, а именно ограничение возможного влияния каких-либо лиц на мнение рейтингового агентства. Роль комитета состоит в изучении и оценке рекомендаций аналитиков относительно нового рейтинга или изменения прежнего рейтинга, а также выработке дополнительных сдержек и противовесов, направленных на совершенствование критериев присвоения рейтингов Standard & Poor's. В конечном счете, решение по рейтингу принимает не один человек, а рейтинговый комитет.

Можно также услышать, что рейтинговые агентства, использующие схему «платят подписчики», усложняют себе «доступ» к эмитентам, которые не обязаны информировать агентства о существенных изменениях, происходящих в их бизнесе. Между тем такая информация может быть чрезвычайно полезной для реализации «прогностической» составляющей рейтингов.

РЕЙТИНГОВАЯ ШКАЛА

Символы, используемые Standard & Poor's для обозначения кредитных рейтингов, – это простой и эффективный способ передачи информации о кредитоспособности или кредитном качестве эмитентов или их долговых обязательств.

Международная рейтинговая шкала служит основной для относительной оценки кредитного риска, которому подвергаются эмитенты долговых обязательств и сами долговые обязательства во всем мире.

Рейтинги — отражение мнения Standard & Poor's о кредитоспособности эмитентов/долговых обязательств: основные характеристики		
Инвестиционная категория ↑	AAA	Очень высокая способность выполнять свои финансовые обязательства; самый высокий рейтинг
	AA	Высокая способность выполнять свои финансовые обязательства
	A	Умеренно-высокая способность выполнять свои финансовые обязательства, однако большая чувствительность к неблагоприятной экономической конъюнктуре и другим негативным переменам во внешней среде
	BBB	Достаточная способность выполнять свои финансовые обязательства, однако большая чувствительность к воздействию неблагоприятной экономической конъюнктуры
	BBB-	Самый низкий рейтинг в категории, которую участники рынка обозначают как «инвестиционную»
Спекулятивная категория ↓	BB+	Самый высокий рейтинг в категории, которую участники рынка обозначают как «спекулятивную»
	BB	Сравнительно небольшая уязвимость в краткосрочной перспективе, однако более высокая чувствительность к воздействию неблагоприятных перемен в деловой, финансовой и экономической сферах
	B	Более высокая уязвимость в условиях неблагоприятной деловой, финансовой и экономической конъюнктуры, хотя в настоящее время имеется возможность исполнения финансовых обязательств
	CCC	Высокая на данный момент подверженность кредитным рискам; финансовые обязательства могут быть выполнены при наличии благоприятной деловой, финансовой и экономической конъюнктуры
	CC	Очень высокая на данный момент подверженность кредитным рискам
	C	В отношении эмитента возбуждена процедура банкротства или предпринято аналогичное действие, но платежи или выполнение финансовых обязательств продолжают
	D	Дефолт по финансовым обязательствам

К рейтингам категорий от «AA» до «CCC» может добавляться знак «плюс» (+) или минус (-) для обозначения относительных различий в уровне кредитоспособности в пределах основных рейтинговых категорий.

ДОЛГОВЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА ИНВЕСТИЦИОННОЙ И СПЕКУЛЯТИВНОЙ КАТЕГОРИЙ

Ранее термин «инвестиционная категория» относился к облигациям и другим долговым ценным бумагам, являющимся, по мнению органов регулирования банковской деятельности и участников

рынка, подходящими инвестиционными инструментами для финансовых организаций. В настоящее время этот термин широко используется также для обозначения рейтингов эмитентов и долговых

обязательств с относительно высокими кредитными характеристиками. Что касается термина «неинвестиционный», или «спекулятивный», то он, как правило, относится к ценным бумагам, эмитент которых на сегодняшний день способен выполнять свои финансовые обязательства, но сталкивается со значительной неопределенностью (связанной, например, с возможностью ухудшения деловой и финансовой конъюн-

ктуры), способной негативно повлиять на уровень кредитного риска. Если эмитент или долговое обязательство имеют рейтинг «BBB-» и выше по долгосрочной рейтинговой шкале Standard & Poor's, то регулирующие органы и участники рынка обычно относят его к «инвестиционной» категории. Если же рейтинг ниже «BBB-», то его обычно относят к «спекулятивной» категории.

ОПРЕДЕЛЕНИЯ РЕЙТИНГОВ

Полный список рейтингов, присваиваемых Standard & Poor's (в том числе кредитных рейтингов эмитента), можно найти по адресу www.AboutCreditRatings.com в разделе Ratings Definitions.

КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ ЭМИТЕНТОВ И ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

Рейтинговые агентства присваивают кредитные рейтинги эмитентам (в частности, компаниям и органам власти), а также некоторым видам долговых обязательств (например, облигациям, нотам и другим долговым ценным бумагам).

Чтобы сформировать адекватное рейтинговое мнение, Standard & Poor's изучает самые разные финансово-экономические характеристики этого эмитента, способные повлиять на своевременность выполнения долговых обязательств. Кроме того, анализируются специфические факторы риска, которым эмитенты подвергаются в силу особенностей своей деятельности. Например, в ходе кредитного анализа компании аналитики, как правило, изучают множество финансовых и нефинансовых характеристик, в том числе важнейшие

РЕЙТИНГИ ЭМИТЕНТА

Чтобы определить кредитоспособность эмитента, Standard & Poor's необходимо оценить его способность и готовность выполнять взятые финансовые обязательства в соответствии с условиями их выполнения.

ФАКТОРЫ, УЧИТЫВАЕМЫЕ STANDARD & POOR'S ПРИ ОПРЕДЕЛЕНИИ РЕЙТИНГОВ КОМПАНИЙ

- Страновой риск
- Характеристики отрасли
- Позиция компании
- Рентабельность компании, в том числе в сравнении с сопоставимыми организациями

Бизнес-риск

- Учет и отчетность
- Особенности управления, толерантность к риску, финансовая политика
- Достаточность денежного потока
- Структура капитала
- Уровень ликвидности/ краткосрочные факторы

Финансовый риск

Рейтинг

показатели эффективности, экономические, регулятивные и геополитические факторы, особенности менеджмента и корпоративного управления, а также конкурентоспособность компании. При определении рейтинга суверенного эмитента (национального правительства) основное внимание может уделяться политическим рискам, устойчивости валютного курса и общему уровню долговой нагрузки.

РЕЙТИНГИ ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

Для оценки кредитного качества конкретных долговых обязательств (например, корпоративных или муниципальных облигаций) и вероятности дефолта по ним Standard & Poor's обычно использует, помимо прочего, информацию, полученную от эмитента и из других источников. При определении рейтингов корпоративных и муниципальных облигаций рейтинговые агентства, как правило, сначала оценивают кредитоспособность эмитента и только потом – кредитное качество данного долгового обязательства.

В ходе кредитного анализа специалисты Standard & Poor's оценивают, в частности, следующие особенности долгового обязательства:

- условия выпуска долгового обязательства и (если это уместно) его структуру;
- соотношение данного долгового обязательства и других обязательств эмитента с точки зрения очередности удовлетворения требований кредиторов в случае дефолта;
- наличие внешней поддержки или механизмов повышения кредитного качества – например, аккредитивов, гарантий, страховых полисов, обеспечения (залога).

Эти механизмы могут служить «подушкой безопасности», ограничивающей потенциальные кредитные риски, связанные с данным обязательством.

ВОЗМЕЩЕНИЕ ИНВЕСТИРОВАННЫХ СРЕДСТВ ПОСЛЕ ДЕФОЛТА

Кроме того, рейтинговые агентства могут оценивать уровень ожидаемого возмещения долга после дефолта, или вероятность того, что инвесторам удастся взыскать невыплаченную часть основной суммы долга в случае дефолта заемщика. Некоторые агентства при оценке кредитного качества долгового обязательства рассматривают вероятность возврата как рейтинговый фактор – особенно если речь идет об обязательстве неинвестиционной категории.

Другие агентства (к ним относится Standard & Poor's) присваивают рейтинги ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта отдельно от кредитных рейтингов соответствующих долговых обязательств. Standard & Poor's может учитывать рейтинг ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта при корректировке кредитного рейтинга долгового обязательства, то есть его повышении или понижении относительно кредитного рейтинга эмитента.

РЕЙТИНГИ СТРУКТУРИРОВАННЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Структурированный финансовый инструмент – это особый вид долгового обязательства, создаваемый на основе секьюритизации. Секьюритизация предполагает формирование пула определенных финансовых активов (например, ипотечных кредитов или автокредитов) и создание или структурирование других долговых ценных бумаг, которые затем продаются инвесторам с целью использования полученной выручки для покупки этих активов.

В создании инструментов структурного финансирования – например, ценных бумаг, обеспеченных жилищной ипотекой (residential mortgage-backed securities – RMBS), ценных бумаг, обеспеченных активами (asset-backed securities – ABS), и облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами (collateralized debt obligations – CDO), – обычно участвуют три стороны: originator, организатор выпуска и компания специального назначения

(специальное юридическое лицо; special purpose entity – SPE), которая осуществляет выпуск ценных бумаг.

- **Оригинатор** – это, как правило, банк, заимодатель или финансовый посредник, который либо выдает кредиты физическим лицам или иным заемщикам, либо покупает кредиты у других оригинаторов.
- **Организатор** выпуска, который также может быть оригинатором, – обычно инвестиционный банк или другая компания, оказывающая финансовые услуги, – секьюритизирует базовые кредиты как рыночные долговые инструменты.
- **Специальное юридическое лицо (SPE)** обычно создается организатором выпуска, финансирует покупку базовых активов посредством продажи долговых инструментов инвесторам. Выплаты инвесторам производятся из денежного потока, создаваемого базовыми активами или другими активами, принадлежащими SPE.



«Расслоение» пула недифференцированных активов на классы облигаций, различающиеся по уровню приоритетности при погашении, называется траншированием. Инвесторы, покупающие облигации старшего транша (как правило, у облигаций этого транша наивысшие кредитные характеристики и наименьшая процентная ставка), имеют приоритет над остальными покупателями при получении выплат из денежного потока, генерируемого базовыми активами. Держатели облигаций следующего по старшинству транша, который обеспечивает несколько более высокий процентный доход, получают выплаты во вторую очередь и т.д. Инвесторы, покупающие облигации самого младшего транша, как правило, могут рассчитывать на самый высокий процентный доход, но при этом принимают и самый высокий риск.

Мнение аналитиков Standard & Poor's о том или ином инструменте структурного финансирования формируется, помимо прочего, с учетом потенциальных рисков, связанных со структурированием этого инструмента и кредитным качеством активов, находящихся

у SPE. Кроме того, аналитики принимают во внимание денежный поток, генерируемый этими базовыми активами, а также всякого рода механизмы кредитной защиты, снижающие риск дефолта.

МОНИТОРИНГ КРЕДИТНЫХ РЕЙТИНГОВ

Как правило, рейтинговые агентства отслеживают события, способные повлиять на уровень кредитного риска, которому подвергается эмитент или долговое обязательство, имеющие кредитные рейтинги этого агентства. Если говорить о Standard & Poor's, то целью мониторинга является актуализация рейтинга путем выявления факторов, которые могут привести к его повышению или понижению.

При проведении мониторинга Standard & Poor's может обращать внимание на самые разные факторы, включая, например, изменения в деловом климате или на кредитных рынках, появление новых технологий или конкурентов, способных негативно повлиять на доходность, планируемую выручку или эффективность деятельности эми-

тента, а также изменения в нормативно-законодательной базе.

Регулярность и охват мониторинга, как правило, определяются конкретными факторами риска, которые специфичны для данного эмитента (долгового обязательства) или целой группы рейтингуемых организаций (долговых обязательств).

Например, при мониторинге компании, имеющей кредитный рейтинг, Standard & Poor's может периодически проводить встречи с менеджментом компании, чтобы:

- получить от менеджмента информацию о разного рода изменениях в планах компании;
- обсудить последние события, способные повлиять на уровень кредитного риска;
- выделить и оценить другие факторы или предположения, способные повлиять на мнение рейтингового агентства о кредитоспособности эмитента.

На основании результатов анализа данных мониторинга рейтинговое агентство может скорректировать кредитный рейтинг эмитента или долгового обязательства и тем самым обозначить изменение своего мнения об относительном уровне кредитного риска.

ПОЧЕМУ КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ ИЗМЕНЯЮТСЯ

Причины изменения кредитных рейтингов весьма многообразны. Одни связаны с общими переменами в экономике и деловой среде, другие носят более узкий характер и определяются обстоятельствами, затрагивающими конкретную отрасль, организацию или выпуск долговых обязательств.

В некоторых случаях перемены в деловом климате могут повлиять на кредитные риски, которым подвергаются значительные группы эмитентов или долговых обязательств. Например, появление новой технологии или выход на рынок новых конкурентов, не предусматривавшиеся при присвоении рейтинга, могут негативно сказаться на ожидаемой доходности данной компании, что со временем может стать причиной одного или более понижений рейтинга. Аналогичный эффект способны вызвать такие факторы, как растущая или уменьшающаяся долговая нагрузка, значительные потребности в капиталовложениях, изменения в нормативно-правовой базе.

Если одни факторы риска являются общими для всех эмитентов (примером может служить рост инфляции, влияющий на уровень процентной ставки и стоимость капитала), то другие могут влиять лишь на небольшую группу эмитентов или долговых обязательств. Так, кредитоспособность региона или муниципального образования может ухудшиться в результате миграции населения или сокращения доходов налогоплательщиков, приводящих к падению налоговых доходов и отрицательно влияющих на погашение задолженности.

В КАКИХ СЛУЧАЯХ ИЗМЕНЯЮТСЯ РЕЙТИНГИ

Корректировка кредитных рейтингов в некоторой степени влияет на то, как рынок воспринимает данного эмитента или данное долговое обязательство. Иногда понижение рейтинга способно изменить восприятие кредитного риска по долговому обязательству, что в сочетании с другими факторами может привести к изменению стоимости этого обязательства.

ПРОГНОЗ ИЗМЕНЕНИЯ КРЕДИТНОГО РЕЙТИНГА, ПОМЕЩЕНИЕ В СПИСОК CREDITWATCH («РЕЙТИНГ НА ПЕРЕСМОТРЕ»)

Если Standard & Poor's считает возможным изменение кредитного рейтинга в ближайшие 6-14 месяцев, оно может пересмотреть прогноз, указывающий предполагаемое направление изменения рейтинга. Прогноз может быть «позитивным», «негативным», «стабильным» и «развивающимся» (последнее означает, что рейтинговое агентство допускает возможность изменения рейтинга в сторону как повышения, так и понижения). Если же происходят события, способные повлиять на уровень рейтинга в короткой перспективе (обычно — в ближайшие 90 дней), Standard & Poor's может поместить рейтинг в список CreditWatch. Как правило, при пересмотре прогноза или помещении рейтинга в список CreditWatch Standard & Poor's публикует обоснование своего решения, в котором указываются направление и предполагаемая степень возможного изменения рейтинга. Однако сам факт пересмотра прогноза или помещения в список CreditWatch еще не означает, что изменение рейтинга неизбежно.

Если Standard & Poor's располагает информацией, свидетельствующей о необходимости изменения рейтинга, оно может безотлагательно повысить или понизить рейтинг, без предварительного пересмотра прогноза или помещения рейтинга в список CreditWatch; таким образом, учитываются новые обстоятельства и, соответственно, мнение агентства об относительном уровне кредитного риска.

Постоянно происходящие изменения рыночных цен зависят от того, к каким выводам приходят инвесторы относительно меняющегося кредитного качества и инвестиционной ценности тех или иных бумаг. Несмотря на то, что изменения рейтингов влияют на восприятие инвесторами соответствующих объектов инвестирования, необходимо помнить, что кредитные рейтинги представляют собой лишь один из многих факторов, которые участникам рынка следует принимать во внимание при оценке долговых ценных бумаг.

ПРОВОДИМОЕ STANDARD & POOR'S ИЗУЧЕНИЕ ДЕФОЛТОВ И ИЗМЕНЕНИЙ РЕЙТИНГОВ

Чтобы оценить правильность своих рейтинговых решений, Standard & Poor's проводит исследования, предметом которых

являются частота дефолтов и показатели изменения рейтингов. Эти исследования показывают, как меняется рейтинг на протяжении определенного временного отрезка. Такого рода работа необходима рейтинговым агентствам для совершенствования и развития методов кредитного анализа и формирования мнений, на основании которых присваиваются рейтинги.

Показатели изменения рейтингов могут быть также полезны инвесторам и другим участникам рынка, так как по ним можно судить об относительной стабильности или волатильности кредитных рейтингов. Например, инвесторы, которые обязаны покупать ценные бумаги только с высокими рейтингами и хотят иметь некоторое представление о стабильности, могут в ходе своего инвестиционного анализа посмотреть историю изменений рейтингов и статистику дефолтов.

РАСПРОСТРАНЕНИЕ ИНФОРМАЦИИ О РЕЙТИНГАХ

Для передачи информации о кредитных рейтингах и критериях их присвоения, а также аналитических материалов Standard & Poor's использует ряд способов, включая:

- пресс-релизы;
- веб-сайты: www.standardandpoors.com; www.ratingsdirect.com; www.AboutCreditRatings.com; www.standardandpoors.ru
- подкасты (www.podcasts.standardandpoors.com);
- информационные бюллетени (CreditMatters Today по адресу: www.standardandpoors.com/getcmt);
- отдел обслуживания Standard & Poor's
Email: research_request@standardandpoors.com;
- конференции, семинары и другие мероприятия, организуемые Standard & Poor's;
- прямые контакты с участниками рынка;
- участие в мероприятиях, посвященных отраслевым и кредитным вопросам.

Информацию о других рейтинговых агентствах, их методологиях и публикуемых мнениях, на основании которых присваиваются рейтинги, можно найти на сайте <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency.htm>.

Если у Вас есть вопросы, связанные с брошюрой, или Вы хотите получить ее копии, пожалуйста, обращайтесь по адресу: research_request@standardandpoors.com; тел.: 1-212-438-72-80

Авторское право © 2009 Standard & Poor's Financial Services, LLC. Все права защищены

Исключительное право собственности на содержащуюся здесь информацию имеют Standard & Poor's и третьи лица, являющиеся его лицензиарами. Эти сведения и информация могут использоваться для внутренних нужд, в деловых целях и не могут быть использованы в незаконных целях и без разрешения.

Распространение и воспроизведение этой информации в какой бы то ни было форме без предварительно полученного письменного разрешения Standard & Poor's запрещено. Из-за возможности ошибок — механических или связанных с человеческим фактором, которые могут допустить Standard & Poor's, аффилированные с ним лица или лицензиары (третьи лица), Standard & Poor's, аффилированные с ним лица и лицензиары (третьи лица) не гарантируют точность, достоверность, полноту и пригодность информации и не отвечают за какие бы то ни было ошибки, упущения или последствия использования такой информации.

Standard & Poor's НЕ ДАЕТ НИКАКИХ ПРЯМЫХ ИЛИ КОСВЕННЫХ ГАРАНТИЙ, ВКЛЮЧАЯ, НО НЕ ОГРАНИЧИВАЯСЬ ГАРАНТИЯМИ ПРИГОДНОСТИ ДЛЯ ПРОДАЖИ ИЛИ ИНЫХ ЦЕЛЕЙ И ИНОГО ИСПОЛЬЗОВАНИЯ

Ни Standard & Poor's, ни аффилированные с ним лица и лицензиары (третьи лица) ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за прямые, косвенные и фактические убытки, связанные с каким бы то ни было использованием рейтингов, а также содержащихся здесь сведений и информации.

Доступ к содержащимся здесь сведениям и информации может быть прерван в случае прекращения договора с третьими лицами о предоставлении информации или программного обеспечения.

Аналитические услуги, предоставляемые Рейтинговой службой Standard & Poor's, являются результатом отдельного вида деятельности, направленной на сохранение независимости и объективности рейтингов. Рейтинги выражают мнение Standard & Poor's и не являются установлением фактов или рекомендацией покупать, хранить или продавать те или иные ценные бумаги или принимать другие инвестиционные решения. Следовательно, пользователи кредитных рейтингов Standard & Poor's не должны полагаться на эти рейтинги или другие мнения Standard & Poor's при принятии тех или иных инвестиционных решений. В основе рейтингов — информация, полученная Рейтинговой службой Standard & Poor's. Другие подразделения Standard & Poor's могут иметь информацию, недоступную Рейтинговой службе. Standard & Poor's установило правила и процедуры, имеющие целью сохранение конфиденциальности непубличной информации, полученной в рамках процесса присвоения рейтингов.

Рейтинговая служба получает вознаграждение за присвоение рейтингов. Это вознаграждение обычно выплачивается либо эмитентами ценных бумаг, либо третьими лицами, участвующими в размещении этих ценных бумаг. Оставляя за собой право на распространение информации о рейтинге, Standard & Poor's не взимает платы за совершение необходимых для этого действий, за исключением платы за подписку на публикации компании. Дополнительную информацию, касающуюся оплаты наших рейтинговых услуг, можно получить по адресу: www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixedincome/RatingsFees2008.pdf.

**STANDARD
& POOR'S**

