

**УТВЕРЖДЕНА**  
Методологическим комитетом  
Общества с ограниченной ответственностью  
«Национальные Кредитные Рейтинги»  
Протокол № 45  
от «14» апреля 2022 г.

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

Москва  
2022 г.

## Содержание

Список терминов и сокращений .....	4
<b>1. Область применения.....</b>	<b>5</b>
<b>2. Соответствие требованиям законодательства.....</b>	<b>6</b>
<b>3. Источники информации.....</b>	<b>8</b>
<b>4. Основные принципы Методологии, алгоритм присвоения Кредитного рейтинга и Прогноза по кредитному рейтингу .....</b>	<b>10</b>
4.1. Основные этапы присвоения Кредитного рейтинга и Прогноза по кредитному рейтингу.....	10
4.2. Особенности определения оценок субфакторов и показателей .....	14
<b>5. Факторы определения базовой оценки собственной кредитоспособности .....</b>	<b>17</b>
5.1. Финансовый профиль .....	17
5.1.1. Общие принципы оценки фактора	17
5.1.2. Структура фондирования	19
5.1.3. Ликвидность	22
5.1.4. Обслуживание долга	25
5.1.5. Экспертная корректировка базовой оценки финансового профиля	25
5.2. Инвестиционный профиль .....	26
5.2.1. Общие принципы оценки фактора	26
5.2.2. Эффективность портфеля	27
5.2.3. Волатильность доходов	28
5.3. Менеджмент и бенефициары .....	30
5.3.1. Общие принципы оценки фактора	30
5.3.2. Акционерные риски	31
5.3.3. Управление и стратегия	35
<b>6. Модификаторы базовой оценки собственной кредитоспособности .....</b>	<b>44</b>
6.1. Стресс-тестирование .....	44
6.2. Операционная трансформация .....	44
6.3. Регуляторные риски.....	45
6.4. Peer-анализ.....	46

### Перечень приложений:

Приложение 1. Принципы оценки деловой репутации топ-менеджмента и членов СД РЛ .....	48
Приложение 2. Оценка ожидаемых потерь по активам холдинговой компании.....	49

## Перечень таблиц:

Таблица 1. Виды экономической деятельности (разделы К, L, N).....	5
Таблица 2. Соответствие взвешенной суммы баллов и уровня БОСК.....	11
Таблица 3. Алгоритм определения уровней ОСК.....	13
Таблица 4. Определение базовой оценки структуры фондирования.....	20
Таблица 5. Определение поправочного коэффициента в зависимости от ОКК/ОСКК контрагента .....	21
Таблица 6. Типовые корректировки в зависимости от доли кредитора и его кредитного качества .....	22
Таблица 7. Определение базовой оценки ликвидности.....	23
Таблица 8. Определение балльной оценки показателя обслуживания долга.....	25
Таблица 9. Агрегирование субфакторов «Эффективность портфеля» и «Волатильность доходов».....	26
Таблица 10. Оценка субфактора «Эффективность портфеля» .....	27
Таблица 11. Алгоритм оценки субфактора «Волатильность доходов» .....	29
Таблица 12. Пороговые значения для оценки волатильности доходов .....	30
Таблица 13. Принципы оценки показателей субфактора «Акционерные риски» .....	32
Таблица 14. Определение базовых оценок отдельных показателей субфактора «Управление и стратегия».....	36
Таблица 15. Базовая оценка управления ликвидностью .....	39
Таблица 16. Принципы оценки показателя «Стратегическое планирование» .....	41
Таблица 17. Влияние результатов стресс-тестирования на ОСК.....	44
Таблица 18. Влияние модификатора «Операционная трансформация» на ОСК.....	45
Таблица 19. Определение вероятности Дефолта на основе ОКК/ОСКК и средневзвешенного срока жизни договоров с контрагентом (WAL) .....	50
Таблица 20. Значение коэффициента волатильности ( $v$ ) для учёта долевого финансовых инструментов .....	51

## Перечень рисунков:

Рисунок 1. Алгоритм присвоения Кредитного рейтинга для холдинговых компаний.....	10
Рисунок 2. Структура факторов и субфакторов БОСК.....	12
Рисунок 3. Перевод значений показателей в балльную оценку соответствующих субфакторов.....	15
Рисунок 4. Алгоритм определения оценки финансового профиля .....	18
Рисунок 5. Схема оценки фактора «Менеджмент и бенефициары».....	31

## 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).

<b>БДДС</b>	Бюджет движения денежных средств
<b>БОСК</b>	Базовая оценка собственной кредитоспособности
<b>Методология</b>	В настоящем документе означает Методологию присвоения кредитных рейтингов по национальной шкале для Российской Федерации холдинговым компаниям
<b>НКР</b>	Общество с ограниченной ответственностью «Национальные Кредитные Рейтинги»
<b>ОКК</b>	Оценка кредитного качества
<b>ОСКК</b>	Оценка собственного кредитного качества
<b>ПЛ</b>	Поддерживающее лицо
<b>РЛ</b>	Рейтингуемое лицо
<b>объект инвестирования</b>	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, Рейтингуемое лицо не вмешивается в оперативное управление такой компанией
<b>ОФП</b>	Отчёт о финансовом положении
<b>ОДДС</b>	Отчёт о движении денежных средств
<b>СД</b>	Совет директоров или аналогичный орган (например, наблюдательный совет)
<b>ЭП</b>	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») и соответствующих Прогнозов по кредитным рейтингам.

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 (ОКВЭД 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». Сроки пересмотра Кредитных рейтингов, присвоенных по данной Методологии, не могут превышать 365 дней с даты последнего Рейтингового действия.

В целях соответствия действующему законодательству Российской Федерации и нормативным актам Банка России, а также в целях поддержания прозрачности Рейтинговой деятельности Методология подлежит пересмотру в случае:

- отступления от применяемой Методологии более 3 раз за календарный квартал при выполнении Рейтинговых действий;
- выявления возможностей существенного улучшения качественных характеристик Методологии по итогам мониторинга применения Методологии, проводимого сотрудниками Методологической группы;
- выявления несоответствия требованиям 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» и нормативным актам Банка России;
- запроса о пересмотре Методологии со стороны Службы внутреннего контроля и (или) Службы валидации Агентства.

Применение настоящей Методологии носит непрерывный характер и осуществляется вплоть до утверждения новой редакции Методологическим комитетом Агентства.

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. Информация о данных действиях и новая редакция Методологии направляются в Банк России в установленном Банком России порядке. Если выявленные ошибки Методологии 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:

- направляет в Банк России, а также 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. В силу специфики холдинговых компаний Агентство при их анализе уделяет более пристальное внимание неконсолидированной отчётности.

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 РЛ:

- заверенная аудитором годовая неконсолидированная отчётность по МСФО<sup>1</sup> (включая заключение аудитора и примечания к отчётности) за последние три года;
- заверенная аудитором годовая консолидированная отчётность 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 Рейтингуемого лица 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;

---

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

- финансовая модель РЛ / прогнозный бюджет движения денежных средств на срок не менее 1 года (с поквартальной разбивкой).

### **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.**

Основой для оценки показателей и субфакторов, используемых в Методологии, может выступать как отчётность по РСБУ, так и отчётность по МСФО. Как правило, Агентство отдаёт предпочтение аудированной отчётности по МСФО, кроме случаев существенного влияния консолидации дочерних компаний.

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). В случае предоставления неполной информации Агентство имеет право принять решение о присвоении Кредитного рейтинга с учётом экспертных корректировок для отдельных факторов (субфакторов). Отсутствие какой-либо значимой информации может рассматриваться Агентством как возможность устанавливать более низкие оценки соответствующих факторов (субфакторов).

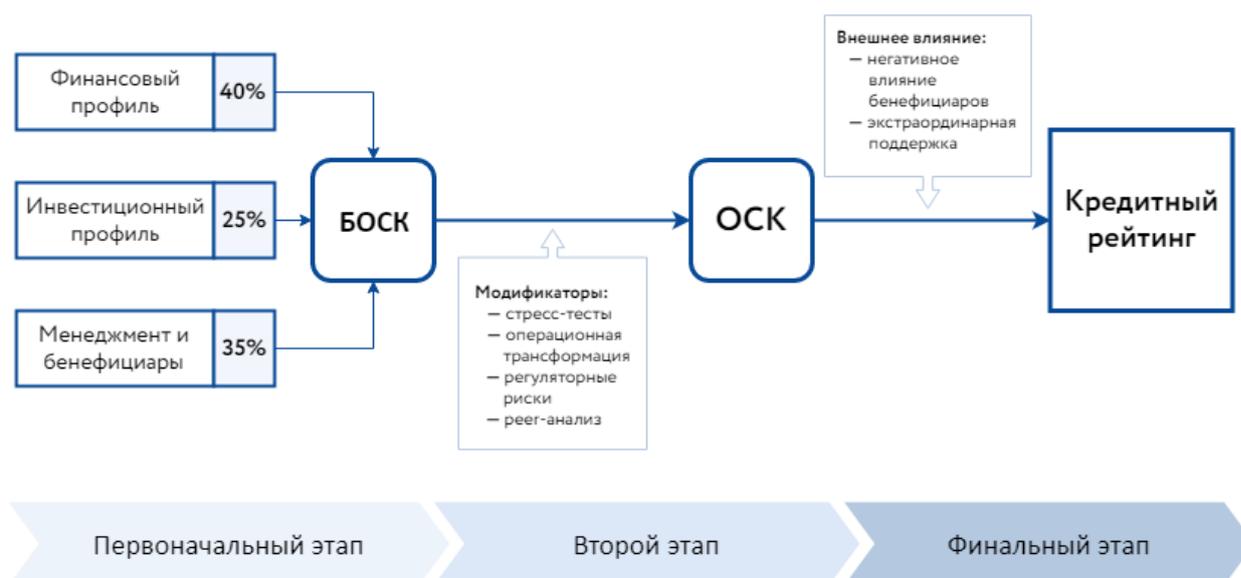
## 4. Основные принципы Методологии, алгоритм присвоения Кредитного рейтинга и Прогноза по кредитному рейтингу

### 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 – 40%),
- инвестиционный профиль (вес – 25%),
- менеджмент и бенефициары (вес – 35%).

БОСК может принимать значения от ааа до ссс, при этом уровни сс, с и d на данном этапе не присваиваются. Соответствие уровня БОСК и взвешенной суммы оценок факторов приведено в [таблице 2](#).

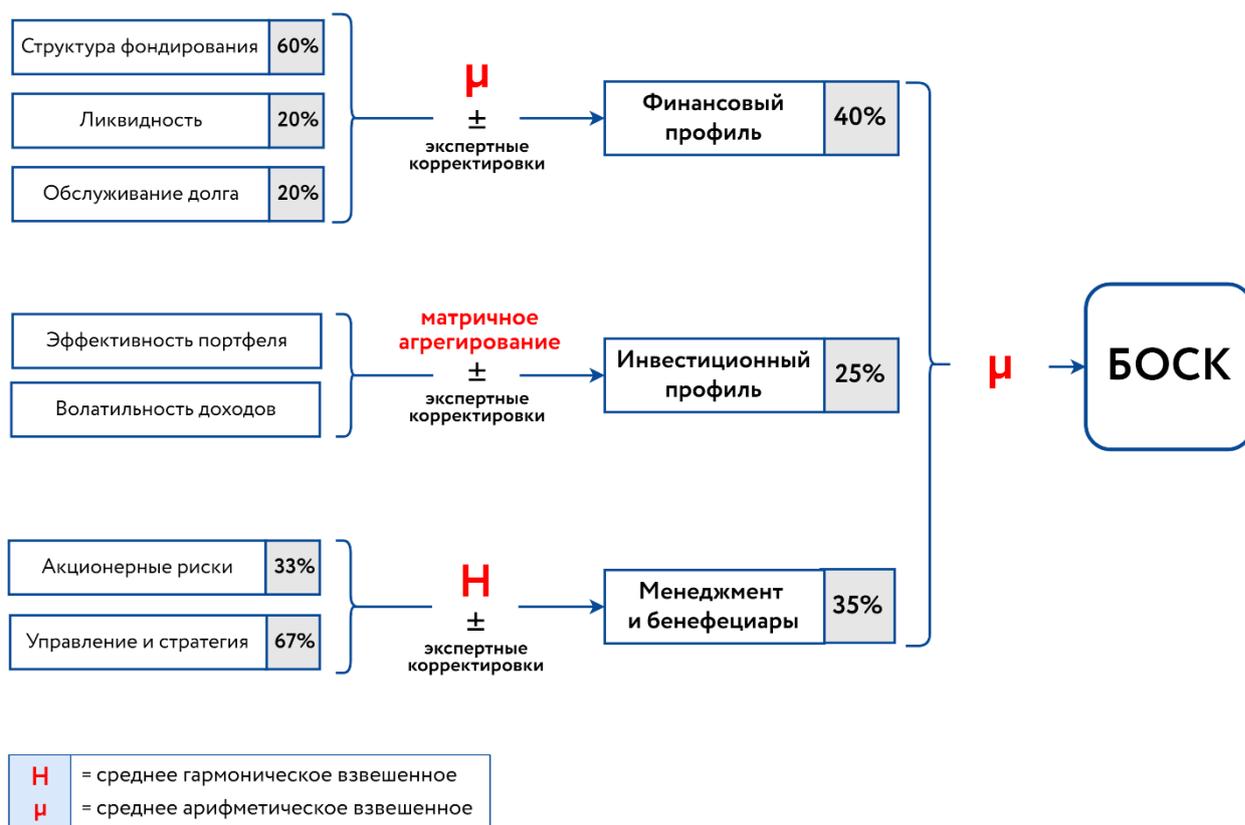
Таблица 2. Соответствие взвешенной суммы баллов и уровня БОСК

Базовая оценка собственной кредитоспособности (БОСК)	Взвешенная сумма балльных оценок факторов
aaa	≥ 6,43
aa+	[6,18; 6,43) <sup>2</sup>
aa	[5,93; 6,18)
aa-	[5,68; 5,93)
a+	[5,43; 5,68)
a	[5,18; 5,43)
a-	[4,93; 5,18)
bbb+	[4,66; 4,93)
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)
ccc	< 2,20
cc	не присваивается в рамках БОСК
c	не присваивается в рамках БОСК
d	не присваивается в рамках БОСК

Веса и способы агрегирования оценок субфакторов и факторов представлены на [рисунке 2](#).

<sup>2</sup> То есть включая 5,80 [квадратная скобка] и не включая 6,10 (круглая скобка); далее по аналогии.

Рисунок 2. Структура факторов и субфакторов БОСК



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

- стресс-тестирование;
- операционная трансформация;
- регуляторные риски;
- сравнительный анализ сопоставимых компаний (реер-анализ).

В зависимости от типа модификатора и его влияния на кредитное качество Рейтингемого 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 (см. [рисунок 1](#)), 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 *ss.ru*, *s.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 3](#).

Таблица 3. 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 со стороны 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 чувствительности показателя (бенчмарков) осуществляется в соответствии с базовым подходом, то есть с помощью линейной функции:

$$\text{Балльная оценка} = 6 * \frac{x - \alpha}{\beta - \alpha} + 1,$$

где:

$x$  — значение показателя,

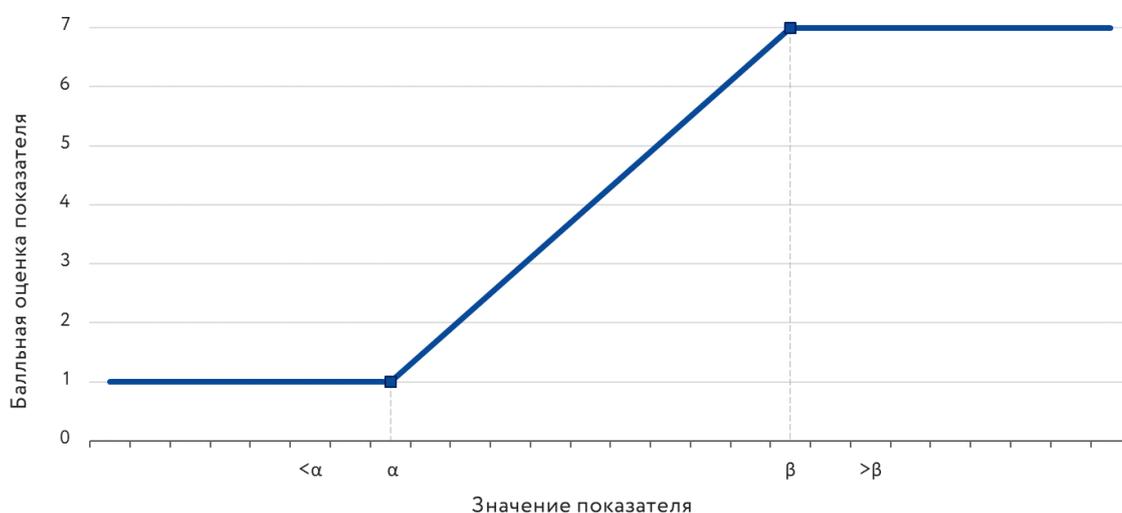
$\alpha$  — пороговое значение показателя, соответствующее минимальной балльной оценке (как правило, равна 1),

$\beta$  – пороговое значение показателя, соответствующее максимальной балльной оценке (как правило, равна 7).

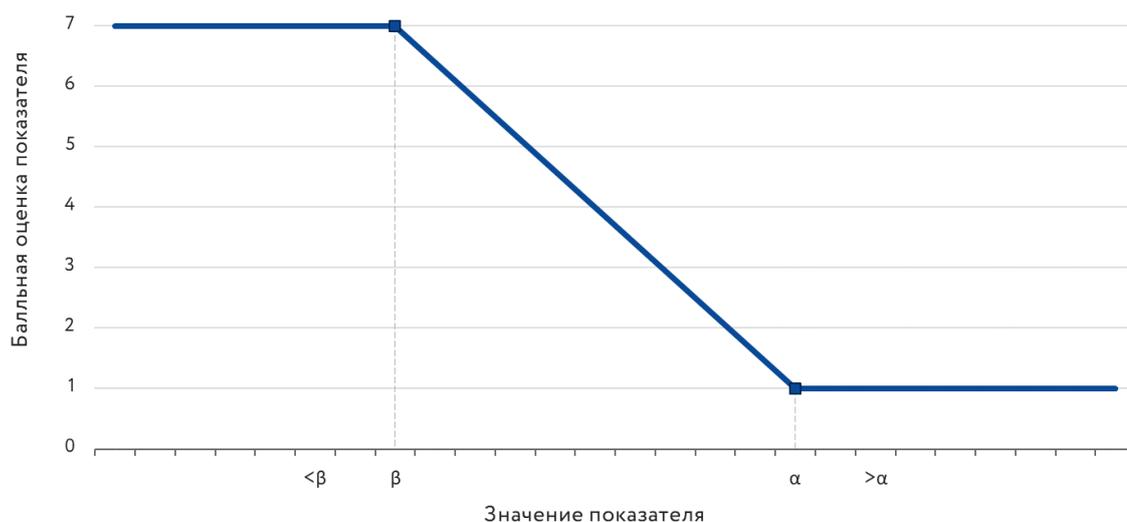
Если значение  $X$  находится вне диапазона чувствительности показателя, то есть ниже  $\alpha$  или выше  $\beta$ , показателю присваивается минимальный (максимальный) балл соответственно, как это показано на [рисунке 3](#). Под диапазоном чувствительности понимается набор значений, где изменение показателя должно влиять на его балльную оценку. Если в расчёте показателя в знаменателе используются капитал, капитал и резервы и (или) аналоги, то при отрицательном значении знаменателя балльная оценка приравнивается к 1.

Рисунок 3. Перевод значений показателей в балльную оценку соответствующих субфакторов

**3а. Для случая  $\beta > \alpha$**



**3б. Для случая  $\beta < \alpha$**



Оценка субфактора, как правило, формируется следующим образом:

1. На первом этапе определяется **базовая оценка субфактора**, которая может принимать значения от 1 до 7, 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). 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](#).

Если базовая оценка субфактора рассчитывается на основе нескольких показателей, то для агрегирования их оценок используются матричное агрегирование, среднее взвешенное, среднее арифметическое, среднего гармонического либо минимума балльных оценок соответствующих показателей. Среднее арифметическое или средневзвешенное используется в тех случаях, когда вес показателя в рамках субфактора не зависит от уровня балльной оценки этого показателя. Среднее гармоническое используется в тех случаях, когда базовая оценка субфактора должна в большей степени зависеть от показателей с наихудшими значениями, но не определяться ими полностью. Минимум используется, если базовое значение субфактора должно определяться исключительно показателем с самым низким уровнем балльной оценки.

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 денежных потоков безвозвратного и регулярного характера, сбалансированной структуры фондирования и достаточного объёма высоколиквидных финансовых ресурсов. Минимальная оценка соответствует высокой вероятности неисполнения холдинговой компанией принятых Финансовых обязательств из-за неспособности своевременно их погасить (в том числе в силу нерегулярности денежных потоков) или рефинансировать.

В ходе оценки финансового профиля холдинговой компании Агентство проводит анализ структуры и динамики активов, пассивов, внебалансовых обязательств и денежных потоков согласно предоставленной финансовой отчётности по МСФО (при наличии отчётности МСФО, подготовленной на неконсолидированной основе) или по РСБУ, что находит отражение в оценках следующих субфакторов: «Структура фондирования», «Ликвидность», «Обслуживание долга».

Итоговые оценки субфакторов в разделе «Финансовый профиль» рассчитываются как средневзвешенное 3 оценок: на отчётную дату (либо за 12-месячный отчётный период, завершившийся на отчётную дату), на дату на 12 месяцев ранее отчётной (или за 12-месячный период, предшествовавший отчётному периоду), на дату через 12 месяцев после отчётной (на прогнозные 12 месяцев от отчётного периода) – с весами 20%, 50% и 30% соответственно.

Вес даты на 12 месяцев ранее отчётной (за период в 12 месяцев перед отчётным периодом) может быть перераспределён на отчётную, 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 на отчётную дату (за отчётный период) в основном отражают последствия этих изменений.

Вес даты на 12 месяцев ранее отчётной (за период в 12 месяцев перед отчётным периодом) может быть перераспределён на прогнозный период в любом из следующих случаев:

- за 12 месяцев, предшествующих отчётной дате, РЛ претерпело кардинальные изменения (например, связанные с существенным изменением инвестиционного портфеля), что делает нерелевантными данные на ранние даты (или за предыдущие периоды), при этом данные на отчётную дату (или за отчётный период) не полностью

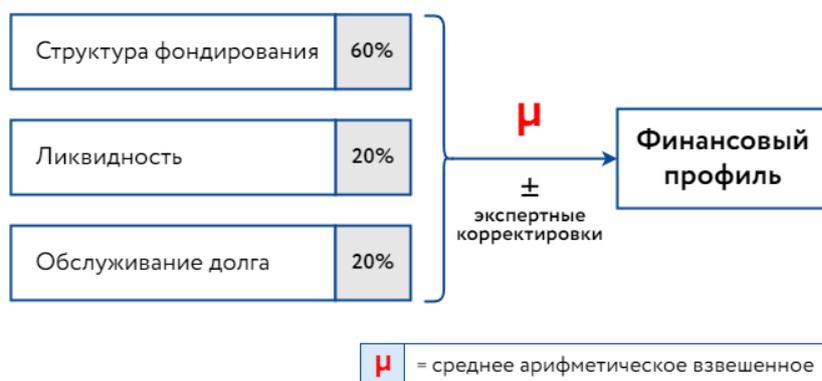
- отражают последствия этих изменений;
- после отчётной даты произошли события, которые уже оказали существенное влияние на финансовые показатели РЛ;
- планы РЛ и (или) ожидания Агентства предполагают существенные изменения финансовых показателей (привлечение дополнительного долга, увеличение собственных средств и т. д.) и инвестиционной стратегии РЛ.

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, а также прогнозом Агентства в отношении будущих денежных потоков РЛ.

Итоговая оценка финансового профиля определяется на основе базовой оценки и экспертной корректировки с учётом валютной позиции. Схема оценки финансового профиля РЛ приведена на [рисунке 4](#).

Рисунок 4. Алгоритм определения оценки финансового профиля



Показатели в рамках оценки каждого субфактора рассчитываются Агентством на основе данных из финансовой отчётности холдинговой компании, с применением корректировок, описанных в соответствующих разделах Методологии. Оценка финансового профиля холдинговой компании рассчитывается как средневзвешенное значение балльных оценок субфакторов (веса указаны на [рисунке 4](#)).

Основой прогноза на дату через 12 месяцев после отчётной (на прогнозные 12 месяцев от 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: его высокое значение свидетельствует о преимущественно долговом финансировании инвестиционной деятельности холдинговой компании и, следовательно, повышенных рисках её кредиторов, средства которых в недостаточной степени защищены собственным капиталом РЛ.

#### Базовая оценка субфактора

Агентство рассчитывает коэффициент структуры фондирования (LTV) как соотношение совокупного долга и скорректированных активов по следующей формуле:

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

где:

TD – совокупный долг (отражённые в отчётности РЛ кредиты, займы, выпущенные облигации и т.д.), скорректированный с учётом полученных займов с особыми условиями (см. описание [ниже](#));

OB – корректировка с учётом выданных гарантий, поручительств и иных забалансовых обязательств (см. описание [ниже](#));

A – активы в отчётности РЛ (в случае использования РСБУ см. строку 1600 отчёта о финансовом положении, далее – «ОФП»);

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

Z – вложения в долговые обязательства аффилированных сторон, погашение которых не ожидается в течение ближайших 12 месяцев;

EL – оценка Агентством ожидаемых потерь по активам, кроме вложений РЛ в капитал дочерних организаций, которые не относятся к объектам инвестирования (см. [приложение 2](#));

P – резервы под ожидаемые кредитные убытки в отчётности РЛ.

Для базовой оценки субфактора используется [базовый подход](#) с линейной зависимостью оценки от коэффициента структуры фондирования. В [таблице 4](#) приведены границы диапазона чувствительности (соответствуют баллам 1 и 7) и значения показателя, соответствующие целым значениям балльной оценки субфактора – 2, 3, 4, 5, 6.

Таблица 4. Определение базовой оценки структуры фондирования

	Балльная оценка показателя						
	1	2	3	4	5	6	7
Коэффициент структуры фондирования	≥60%	52,5%	45%	37,5%	30%	22,5%	≤15%

#### **Алгоритм расчёта показателей, используемых в рамках оценки структуры фондирования**

#### **Оценка ожидаемых потерь по активам**

Оценка ожидаемых потерь отражает, прежде всего, вероятность Дефолта и ожидаемые в случае Дефолта потери с учётом особенностей различных типов активов (например, высокую волатильность справедливой стоимости, характерную для долевых инструментов). Оценка параметров, необходимых для расчёта ожидаемых потерь по активам, проводится Агентством для крупных объектов инвестирования индивидуально, по остальным активам – на портфельной основе. Детальное описание используемых принципов и алгоритмов оценки Агентством ожидаемых потерь по активам приведено в [приложении 2](#).

#### **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 погашения в течение ближайших 36 месяцев. Займы с особыми условиями, как правило, учитываются в составе совокупного долга с поправочным коэффициентом 0,2. 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).

## Учёт выданных гарантий, поручительств и иных забалансовых обязательств

Условные обязательства по гарантиям и поручительствам, которые РЛ предоставило по обязательствам в пользу третьих лиц, не учитываются в балансе в составе пассивов, но могут оказать существенное негативное влияние на кредитное качество РЛ в случае получения соответствующего требования. Агентство учитывает выданные гарантии и поручительства в составе совокупного долга РЛ как произведение соответствующего поправочного коэффициента на объём выданных РЛ гарантий и поручительств. В случае поручительств и гарантий, несущих преимущественно кредитный риск, размер поправочного коэффициента зависит от ОКК контрагента, в отношении которого они были выданы, см. [таблицу 5](#) (здесь и далее в отношении контрагентов, прямо или косвенно контролируемых Рейтингуемым лицом, вместо ОКК используется ОСКК контрагента), для иных случаев его размер определяется экспертно. Дополнительно могут быть учтены иные забалансовые обязательства. В частности, если РЛ арендует критически важный для своей основной деятельности актив, без которого невозможно полноценное ведение основной деятельности, Агентство трактует соответствующее обязательство по операционной аренде как часть совокупного долга РЛ. В этом случае совокупный долг увеличивается на чистую приведённую сумму оставшихся лизинговых платежей по данному активу (в качестве ставки дисконтирования используется средняя ставка по лизинговому портфелю).

Таблица 5. Определение поправочного коэффициента в зависимости от ОКК/ОСКК контрагента

Поправочный коэффициент для гарантий и поручительств, выданных РЛ	ОКК/ОСКК контрагента				
	AAA/aaa, AA/aa, A/a	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%

## Экспертные корректировки базовой оценки субфактора

Ниже описаны экспертные корректировки, которые применяются к базовой оценке субфактора «Структура фондирования». При этом совокупное влияние экспертных корректировок на оценку должно находиться в диапазоне [-2; 1].

### **А. Концентрация на одном кредиторе: – 2 балла 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 6](#).

Таблица 6. Типовые корректировки в зависимости от доли кредитора и его кредитного качества

Обязательства перед крупнейшим кредитором к активам	ОКК/ОСКК кредитора				
	AAA/aaa, AA/aa, A/a	BBB/bbb	BB/bb	B/b	CCC/ccc и ниже
55–75%	–	–	-0,5	-1	-1,5
более 75%	–	-0,5	-1	-1,5	-2

#### **Б. Условия погашения долга: ±1 балл максимум.**

В рамках данной корректировки рассматриваются условия Финансовых обязательств, отличных от займов с особыми условиями (влияние таких займов на оценку структуры фондирования учтено в рамках соответствующей корректировки совокупного долга).

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);
- кредитным договором предусмотрено наличие льготных процентных периодов, погашение основного долга либо его преобладающей части – в конце действия кредитного договора;
- отсутствие / минимальное количество финансовых и поведенческих ковенантов по ключевым кредитным договорам;
- условиями кредитных договоров предусмотрена возможность пролонгации долга на комфортных для РЛ условиях.

Отрицательное влияние на оценку фактора могут оказать:

- 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, что влечёт высокий риск возникновения у кредиторов права досрочного истребования долга либо повышения стоимости его обслуживания.

### **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.

### Базовая оценка субфактора

Агентство рассчитывает коэффициент ликвидности (LR) как соотношение ликвидных активов и текущих обязательств по следующей формуле:

$$LR = \frac{CA_{cr} + CA_{mr} + AL}{CL + LAL},$$

где:

$CA_{cr}$  – краткосрочные вложения в долговые инструменты, включая денежные средства и их эквиваленты, скорректированные с учётом обременения, кредитного качества и краткосрочных займов аффилированным лицам (см. описание [ниже](#));

$CA_{mr}$  – краткосрочные вложения в долевые инструменты, скорректированные с учётом обременения, ликвидности и подверженности обесценению (см. описание [ниже](#));

$AL$  – дополнительная ликвидность, которая может быть привлечена РЛ для погашения краткосрочных обязательств, в т.ч. за счёт обременения вложений, отличных от учтённых в  $CA_{cr}$  и  $CA_{mr}$ ;

$CL$  – краткосрочные обязательства, скорректированные с учётом риска нарушения ковенант и внебалансовых обязательств, которые могут быть предъявлены в ближайшие 12 месяцев.

$LAL$  – 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).

Для оценки ликвидности используется [базовый подход](#). В [таблице 7](#) приведены границы диапазона чувствительности (соответствуют баллам 1 и 7) и значения расчёта, соответствующие целым значениям балльной оценки субфактора – 2, 3, 4, 5, 6.

Таблица 7. Определение базовой оценки ликвидности

	Балльная оценка показателя						
	1	2	3	4	5	6	7
Коэффициент ликвидности (LR)	≤0,2	0,38	0,67	0,95	1,23	1,52	≥1,8

Факторы, которые не оказывают влияния на ликвидность в текущем периоде, но могут привести к её колебаниям в будущем, учитываются при оценке коэффициента ликвидности на прогнозную дату. К таким факторам, в частности, относятся:

- риски досрочного истребования кредитов из-за нарушения ковенант на горизонте свыше 12 месяцев;

- ухудшение показателей ликвидности из-за пиковых погашений долга;
- возможность привлечь дополнительную ликвидность в рамках кредитной линии;
- планы РЛ по продаже активов, отражённых в отчётности РЛ в составе внеоборотных.

### **Алгоритм расчёта показателей, используемых в рамках оценки ликвидности**

#### **Корректировка краткосрочных вложений в долговые и долевыми инструментами**

При оценке скорректированных краткосрочных вложений в долговые инструменты (далее – « $CA_{cr}$ ») и краткосрочных вложений в долевыми инструментами (далее – « $CA_{mr}$ ») не учитываются активы, имеющие обременение (например, гарантийные депозиты, переданные в рамках сделок РЕПО ценные бумаги, переданные в залог акции).

В составе  $CA_{cr}$  не учитываются краткосрочные займы аффилированным сторонам, по которым Агентство не ожидает возврата на горизонте 12 месяцев. Как правило, Агентство ожидает возврата займов аффилированным сторонам в течение 12 месяцев, если они размещаются в рамках управления ликвидностью, а соответствующие остатки очень волатильны.

При оценке  $CA_{cr}$  и  $CA_{mr}$  балансовая стоимость подлежащих учёту вложений в краткосрочные долговые и долевыми инструментами корректируется с учётом разницы между резервами под их обесценение, отражёнными в отчётности РЛ, и рассчитанной Агентством величины ожидаемых потерь по соответствующим инструментам. Расчёт ожидаемых потерь проводится в соответствии с алгоритмами, описанными в [приложении 2](#).

Если оценка ожидаемых потерь не отражает низкую ликвидность инструмента, Агентство, помимо учёта ожидаемых потерь, применяет дополнительные корректировки  $CA_{cr}$  и  $CA_{mr}$ . 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 соответствующего объекта инвестирования;
- 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.

#### **Корректировки краткосрочных обязательств**

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 как краткосрочные.

Краткосрочные обязательства также могут быть увеличены на величину внебалансовых обязательств, которые могут быть предъявлены к исполнению в течение ближайших 12 месяцев, умноженных на поправочные коэффициенты в зависимости от ОКК/ОСКК контрагента (см. [таблицу 5](#)).

#### 5.1.4. Обслуживание долга

Субфактор характеризует способность холдинговой компании обслуживать и погашать долг, не прибегая к сокращению инвестиционного портфеля за счёт продажи части активов, а именно способность РЛ выплачивать проценты по Финансовым обязательствам и погашать краткосрочные Финансовые обязательства за счёт денежных средств и денежных потоков, имеющих безвозвратный и регулярный характер.

#### Базовая оценка субфактора

Коэффициент обслуживания долга (DCR) рассчитывается на основании ретроспективных данных и взвешивается за последние 3 периода по 12 месяцев каждый, причём вес ближайшего периода (t) равен 50%, t-1 = 30%, t-2 = 20%. Для расчёта используется следующая формула:

$$DCR = \frac{RCF}{IE},$$

где:

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

IE – уплаченные проценты и иные обязательные платежи, связанные с долгом (например, на страхование по требованию банка -кредитора) по итогам рассматриваемого периода в 12 месяцев. В случае использования отчётности по РСБУ в качестве уплаченных процентов используется строка 4123 отчёта о движении денежных средств (далее – «ОДДС»).

Для оценки субфактора «Обслуживание долга» используется [базовый подход](#). В [таблице 8](#) приведены границы диапазона чувствительности (соответствуют баллам 1 и 7) и значения коэффициента, соответствующие целым значениям балльной оценки – 2, 3, 4, 5, 6.

Таблица 8. Определение балльной оценки показателя обслуживания долга

	Балльная оценка показателя						
	1	2	3	4	5	6	7
Коэффициент обслуживания долга	≤0,5	0,92	1,33	1,75	2,17	2,58	≥3,0

#### 5.1.5. Экспертная корректировка оценки финансового профиля

Базовая оценка фактора «Финансовый профиль» может быть скорректирована с учётом валютных позиций в балансе холдинговой компании в следующих случаях:

- совокупный долг превышает размер ликвидных активов, в структуре долга присутствуют долговые инструменты в иностранной валюте, непокрытая валютная позиция по долгу превышает 20% и не превышает 40% размера совокупного долга: **–1 балл максимум**;
- совокупный долг превышает размер ликвидных активов, в структуре долга присутствуют долговые инструменты в иностранной валюте, непокрытая валютная позиция по долгу превышает 40% размера совокупного долга: **–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 кредитного риска и риска обесценения, которому они подвержены (в соответствии с принципами, описанными в [приложении 2](#)). В случае 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.

## 5.2. Инвестиционный профиль

### 5.2.1. Общие принципы оценки фактора

Инвестиционный профиль оценивается на основе субфакторов «Эффективность портфеля» и «Волатильность доходов» в соответствии с [таблицей 9](#). Оценка инвестиционного профиля отражает только прогнозы Агентства в отношении доходов холдинговой компании от объектов инвестирования и волатильности этих доходов.

Таблица 9. Агрегирование субфакторов «Эффективность портфеля» и «Волатильность доходов»

		Волатильность доходов			
		низкая	умеренная	высокая	очень высокая
Эффективность портфеля	очень высокая	7	5	4	3
	высокая	6	5	4	2
	умеренная	4	4	3	2
	низкая	2	2	1	1

## 5.2.2. Эффективность портфеля

### Базовая оценка субфактора

Оценка субфактора отражает ожидания Агентства в отношении соответствия доходов РЛ от объектов инвестирования операционным расходам и расходам на привлечение долгового фондирования.

Прогнозные доходы от объектов инвестирования рассчитываются 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 субфактора «Эффективность портфеля» 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 расходы на долговое фондирование.

Таблица 10. Оценка субфактора «Эффективность портфеля»

Оценка	Описание
Очень высокая	Агентство ожидает, что в течение ближайших 2 лет доходы РЛ в виде дивидендов от объектов инвестирования и процентных выплат от долговых активов существенно (более чем в 2 раза) превысят его процентные и операционные расходы
	и Агентство ожидает, что в течение ближайших 2 лет все ключевые объекты инвестирования продемонстрируют рентабельность капитала выше 1%
Высокая	Агентство ожидает, что в течение ближайших 2 лет доходы РЛ в виде дивидендов от объектов инвестирования и процентных выплат от долговых активов существенно (более чем в 2 раза) превысят его процентные и операционные расходы
	и Агентство ожидает, что не все ключевые объекты инвестирования продемонстрируют в течение ближайших 2 лет рентабельность капитала выше 1%, но совокупная прибыль всех объектов инвестирования за этот период окажется выше нуля
Умеренная	Агентство ожидает, что в течение ближайших 2 лет доходы РЛ в виде дивидендов от объектов инвестирования и процентных выплат от долговых активов лишь незначительно (менее чем в 2 раза) превысят его процентные и операционные расходы
	и Агентство ожидает, что совокупная прибыль всех объектов инвестирования холдинговой компании в ближайшие 2 года окажется выше нуля

Низкая

Агентство ожидает, что в течение ближайших 2 лет доходы РЛ в виде дивидендов от объектов инвестирования и процентных выплат от долговых активов не превысят процентные расходы  
*и/или*  
Агентство ожидает, что совокупная прибыль в отчётности объектов инвестирования в ближайшие 2 года окажется нулевой или отрицательной

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 эффективности портфеля Агентство использует следующую формулу рентабельности капитала (ROE):

$$ROE = \frac{NI_{adj}}{SE_{avg}},$$

где:

$NI_{adj}$  – скорректированная чистая прибыль (с учётом корректировок, описанных ниже);

$SE_{avg}$  – средний собственный капитал (среднее значений на начало и конец периода, за который взята чистая прибыль).

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 Агентство прогнозирует у одного из ключевых объектов инвестирования отрицательные средние собственные средства, то указанная выше формула не применяется, условие относительно рентабельности капитала выше 1% у ключевого объекта инвестирования считается невыполненным, а эффективность портфеля может быть оценена как «умеренная» или «низкая» в зависимости от числа таких объектов инвестирования, величины накопленных убытков и критериев, приведённых в [таблице 10](#).

### 5.2.3. Волатильность доходов

#### Базовая 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. 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).

Под доходами от портфеля активов Агентство понимает разницу между регулярными доходами (дивидендами от объектов инвестирования и процентными выплатами от долговых инструментов) и регулярными расходами (процентными и операционными расходами холдинговой компании).

Алгоритм оценки волатильности доходов приведён в [таблице 11](#).

Таблица 11. Алгоритм оценки субфактора «Волатильность доходов»

Оценка	Описание
Очень высокая	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 контрагентах и (или) отраслях. Как правило, такая оценка присваивается в случае большой доли в портфеле РЛ долевых инструментов 1–3 непубличных компаний, рентабельность и (или) дивидендная политика которых мало предсказуемы
Высокая	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 контрагентах и (или) отраслях. Как правило, такая оценка присваивается в случае большой доли в портфеле долевых инструментов 1–5 компаний, рентабельность и (или) дивидендная политика которых подвержены существенным изменениям
Умеренная	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 контрагентах и (или) отраслях. Как правило, такая оценка присваивается в случае большой доли в портфеле холдинговой компании долевых инструментов 6–10 компаний
Низкая	Одновременно выполнены следующие условия: – 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 контрагентам и отраслям, устойчиво отрицательной корреляции доходностей крупных объектов инвестирования и иных факторов.

- доля крупнейшего объекта инвестирования не превышает пороговых значений, приведённых в [таблице 12](#)

Таблица 12. 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%

### Экспертные корректировки базовой оценки субфактора

Ниже описаны экспертные корректировки, которые применяются к базовой оценке субфактора «Волатильность доходов». При этом совокупное влияние экспертных корректировок на оценку должно находиться в диапазоне [-2; 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. Размер корректировки зависит в том числе от значимости уровня подобных рисков.

#### 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. Размер корректировки зависит в том числе от значимости уровня подобных рисков.

### 5.3. Менеджмент и бенефициары

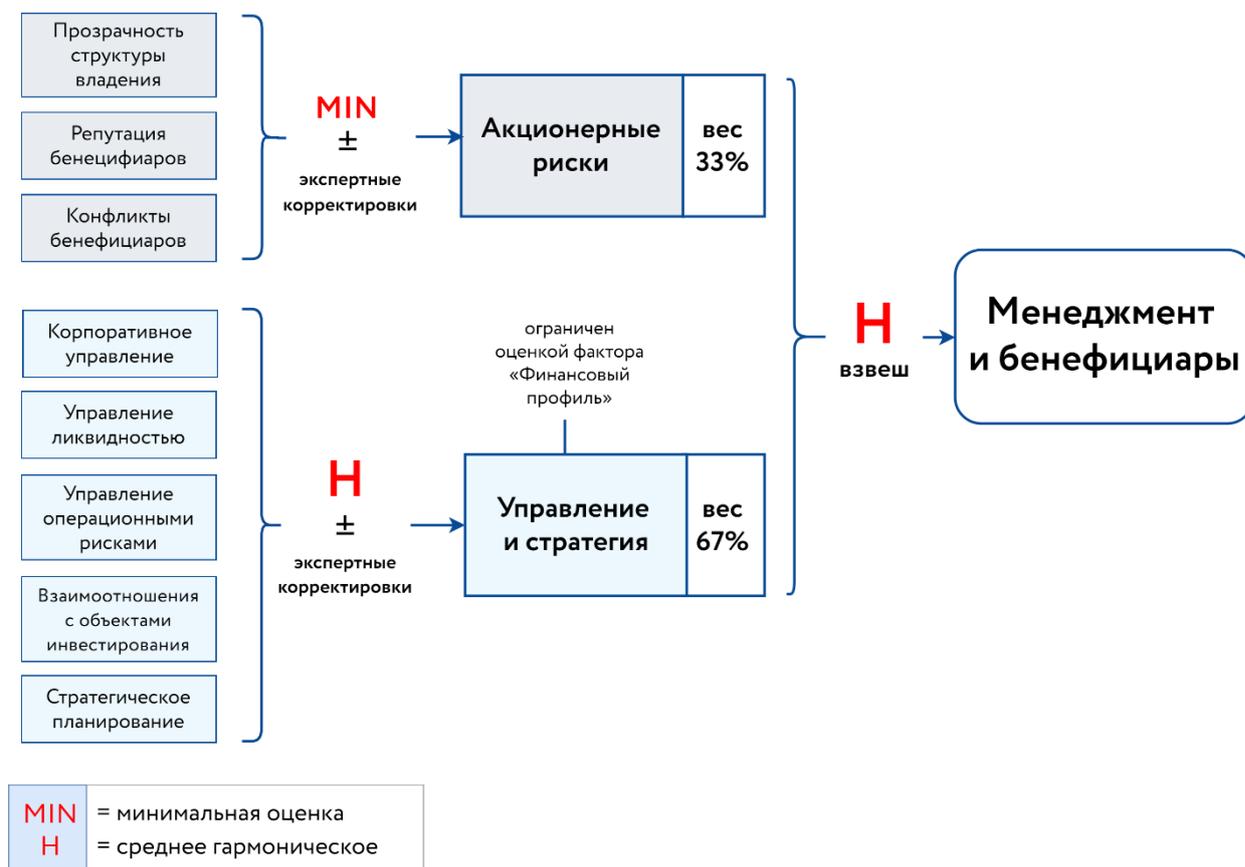
#### 5.3.1. Общие принципы оценки фактора

В рамках оценки фактора рассматриваются риски, характеризующие практику принятия и реализации управленческих решений, оказывающих влияние на текущие и стратегические аспекты деятельности РЛ.

Базовая оценка фактора рассчитывается как среднее гармоническое взвешенное балльных оценок субфакторов «Акционерные риски» (вес 33%) и «Управление и стратегия» (вес 67%).

Оценки субфакторов рассчитываются в соответствии с указанными на [рисунке 5](#) принципами агрегирования отдельных показателей.

Рисунок 5. Схема оценки фактора «Менеджмент и бенефициары»



### 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

Принципы оценки показателей «Прозрачность структуры владения», «Репутация бенефициаров» и «Конфликты бенефициаров» указаны в [таблице 13](#). Итоговая оценка субфактора «Акционерные риски» определяется минимальным значением одного из указанных показателей.

Таблица 13. 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 <b>повышенная неопределённость</b>	4	4	6	7	7
в состоянии <b>конфликта</b>	2	3	5	6	7
<b>не раскрытых</b> 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 бизнеса: +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. Величина корректировки зависит, в частности, 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. Крупный инвестор с высокой деловой репутацией: +1 балл максимум.**

В составе акционеров (участников) РЛ с долей более 5% присутствует крупный международный фонд / инвестор с высокой деловой репутацией, при этом условием участия такого фонда/инвестора в капитале РЛ является поддержание высокого уровня корпоративного управления, защищающего интересы миноритариев и клиентов. 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: –1,5 балла 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 акционеров, их подверженности репутационным рискам, перекрёстного владения долями среди промежуточных акционеров, значительной доли, принадлежащих акционеров 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 «Нераскрытые Агентству бенефициары РЛ», 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;
  - 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. Управление и стратегия

Ключевые задачи системы управления состоят в обеспечении эффективного функционирования бизнеса холдинговой компании 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 в средне- и долгосрочном периоде может оказать существенное негативное влияние на кредитное качество холдинговой компании.

Базовая оценка субфактора «Управление и стратегия» рассчитывается как среднее гармоническое 5 ключевых показателей:

1. **Корпоративное управление.** Под корпоративным управлением Агентство понимает систему взаимоотношений менеджеров и собственников РЛ. Правильно организованная система корпоративного управления, как правило, позволяет обеспечить учёт интересов мажоритарных и миноритарных акционеров (участников) без нарушения прав иных контрагентов холдинговой компании (прежде всего, кредиторов) и тем самым сохранить привлекательность инвестиций в холдинговую компанию.
2. **Управление ликвидностью.** 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.
3. **Управление операционными рисками.** Соответствующая специфике бизнеса система управления операционными рисками повышает вероятность стабильного функционирования холдинговой компании и, как следствие, оказывает положительное влияние на её кредитное качество. Напротив, недостатки в управлении операционными рисками могут приводить к непредвиденным убыткам, которые ограничивают кредитоспособность холдинговой компании.

- 4. Взаимоотношения с объектами инвестирования.** Осуществление экономически необоснованных сделок с объектами инвестирования, а также иными связанными сторонами ущемляет интересы кредиторов РЛ и оказывает давление на кредитное качество холдинговой компании.
- 5. Стратегическое планирование.** Максимальная оценка показателя соответствует ситуации, когда у холдинговой компании есть успешный опыт реализации собственных планов и достаточно подробно подготовленная актуальная стратегия среднесрочного развития, реализация которой, по мнению Агентства, окажет в средне- и долгосрочной перспективе позитивное влияние на кредитное качество. Минимальная оценка соответствует ситуациям, когда у холдинговой компании короткий горизонт планирования, а реализуемая стратегия, по мнению Агентства, в средне- и долгосрочной перспективе может оказать негативное влияние на кредитное качество, либо холдинговая компания не занимается планированием своей деятельности, в связи с чем денежные потоки и результаты финансовой деятельности характеризуются повышенной неопределённостью и высокой вероятностью возникновения кассовых разрывов.

Оценки показателей «Корпоративное управление», «Управление операционными рисками» и «Взаимоотношения с объектами инвестирования» рассчитываются по [таблице 14](#) с учётом особенностей, описанных далее. Оценка показателей «Управление ликвидностью» и «Стратегическое планирование» определяется в соответствии с таблицами [15](#) и [16](#).

Таблица 14. Определение базовых оценок отдельных показателей субфактора «Управление и стратегия»

Базовая оценка показателя	3	4	5	7
Корпоративное управление	практика корпоративного управления имеет существенные недостатки	практика корпоративного управления имеет отдельные недостатки	практика корпоративного управления лучше средней по России, но не соответствует лучшей практике	соответствует лучшей практике корпоративного управления
Базовая оценка показателя	2	4	5	7
Управление операционными рисками	система управления операционными рисками имеет существенные недостатки	в управлении операционными рисками выявлены отдельные недостатки	уровень управления операционными рисками выше среднего по России, но не вполне соответствует лучшей практике	уровень управления операционными рисками соответствует лучшей практике в России
Базовая оценка показателя	1	3	5	7

Взаимоотношения с объектами инвестирования	наличие спорных сделок, которые (могут привести к смене собственника или негативно повлиять на достижение стратегических и финансовых целей)	наличие крупных непрозрачных сделок со связанными сторонами	наличие крупных сделок со связанными сторонами, но все они являются экономически обоснованными	наличие только несущественных сделок со связанными лицами

## А. Корпоративное управление

При оценке корпоративного управления холдинговой компании Агентство учитывает:

- **Наличие и эффективность СД.** Если СД отсутствует, но существуют надзорные органы федерального или регионального уровня, которые могут выполнять его функции (хотя бы частично), корпоративное управление может быть оценено как лучше среднего по Российской Федерации, но при этом не соответствующее лучшей практике. При отсутствии СД корпоративное управление может быть оценено как имеющее существенные недостатки. Если в СД отсутствуют независимые директора либо члены СД не обладают, по мнению Агентства, достаточными профессиональными компетенциями и опытом работы, то корпоративное управление может быть оценено как имеющее отдельные недостатки. Если функционирование СД оказывает незначительное влияние на текущее и стратегическое функционирование холдинговой компании (например, по причине низкой значимости вопросов, решаемых СД, нерегулярностью его заседаний, отсутствия профильных комитетов и т. д.), корпоративное управление может быть оценено как имеющее отдельные недостатки.
- **Систему мотивации топ-менеджеров.** В частности, ориентация топ-менеджеров на краткосрочные результаты (например, увеличение стоимости инвестиционного портфеля за счёт вложений в быстрорастущие, но высокорискованные компании) может быть самостоятельным основанием для оценки корпоративного управления как имеющего существенные недостатки.
- **Концентрацию принятия управленческих решений.** Концентрация принятия решений на одной-двух ключевых фигурах повышает уровень операционных и стратегических рисков и может быть самостоятельным основанием для оценки корпоративного управления холдинговой компании как имеющего отдельные недостатки.
- **Риски ухода ключевых персон из состава бенефициаров и (или) топ-менеджмента.** Риск максимален, 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. Сильная зависимость

кредитного качества от ключевой персоны может быть самостоятельным основанием для оценки корпоративного управления как имеющего отдельные недостатки, а в случае высокой вероятности ухода ключевой персоны в течение ближайших 12 месяцев – как имеющего существенные недостатки.

- **Степень предсказуемости дивидендной политики.** Слабая предсказуемость дивидендной политики, обусловленная отсутствием её регламентации или наличием практики существенного превышения объёма выплат дивидендов (либо выкупа собственных акций) относительно регламентированного уровня, может быть самостоятельным основанием для оценки корпоративного управления как имеющего отдельные недостатки.
- **Деловую репутацию топ-менеджмента и членов СД.** В случае негативной деловой репутации топ-менеджмента и членов СД Агентство может дополнительно снизить оценку корпоративного управления **максимум на 2 балла**. Критерии, используемые для оценки деловой репутации топ-менеджмента и членов СД, приведены в [приложении 1](#).
- **Практику подготовки МСФО-отчётности.** Отсутствие либо непредоставление Агентству аудированной отчётности по МСФО является основанием для оценки корпоративного управления как имеющего существенные недостатки. Недостаточная (менее 3 лет) глубина или детализация отчётности по МСФО (например, отсутствие в примечаниях информации о внебалансовых обязательствах, бенефициарах компании и операциях с ними и иными связанными сторонами) является основанием для оценки корпоративного управления как имеющего отдельные недостатки. Подготовка отчётности по МСФО реже чем 1 раз в полугодие является основанием для оценки практики корпоративного управления как не соответствующего лучшей практике (не выше 6 баллов).

## **Б. Управление операционными рисками**

При оценке управления операционными рисками Агентство учитывает:

- **Оперативность подготовки информации для раскрытия инвесторам и Агентству.** Агентство может рассматривать чрезмерно длительные сроки подготовки информации как следствие слабой организации бизнес-процессов и (или) чрезмерно сложной структуры управления, что может являться самостоятельным основанием для оценки управления операционными рисками как имеющего отдельные недостатки.
- **Регламентацию в сфере управления операционными рисками.** Отсутствие разработанных планов по обеспечению непрерывности деятельности и действий на случай реализации операционных рисков, регулярной внутренней отчётности по операционным рискам, мониторинга ключевых индикаторов операционных рисков может быть самостоятельным основанием для оценки управления операционными рисками как не вполне соответствующего лучшей практике.

## В. Управление ликвидностью

Базовая оценка показателя «Управление ликвидностью» определяется в соответствии с [таблицей 15](#).

Таблица 15. Базовая оценка управления ликвидностью

Характеристика	Базовая оценка
Положительная кредитная история более 6 лет, включая последние 3 года. Использование для финансирования лизинговых сделок различных источников фондирования, включая выпуск облигаций (при этом с момента погашения последнего выпуска облигаций прошло не менее 3 лет). Наличие утверждённого внутреннего документа, предписывающего размещать временно свободные средства в долговые финансовые инструменты с ОКК/ОСКК не ниже категории А/а. Отсутствие существенных (более 1% активов) потерь ликвидных активов РЛ за последние 12 месяцев	7
Не выполнено одно из условий для оценки в 7 баллов, при этом положительная кредитная история превышает 4 года, включая последние 3 года	6
Положительная кредитная история от 2 до 4 лет, включая последние 2 года	5
Случаи, не соответствующие условиям остальных оценок	4
Систематическое несоблюдение ковенант по Финансовым обязательствам в последние 3 года, указанные нарушения не приводили к реструктуризации обязательств <i>либо</i> Осуществление финансово-хозяйственную деятельность менее 1 года <i>либо</i> Прецеденты размещения более 1% активов за последние 12 месяцев в финансовые инструменты (включая расчётные счета и банковские депозиты) с ОКК/ОСКК ниже ВВ+.ru/bb+.ru	3
Случай Дефолта (реструктуризации) по Финансовым обязательствам в последние 3 года	2
Неоднократные случаи Дефолта (реструктуризации) по Финансовым обязательствам в последние 3 года	1

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 (продлонгации) займа. Под положительной кредитной историей за соответствующий промежуток времени понимается отсутствие случаев Дефолта (в соответствии с определением Агентства) по Финансовым обязательствам перед неаффилированными лицами.

#### **Экспертные корректировки управления ликвидностью**

Ниже описаны экспертные корректировки, которые применяются к базовой оценке показателя «Управление ликвидностью». При этом совокупное влияние экспертных корректировок на оценку должно находиться в диапазоне **[-3; 0]**.

#### **Длительность платёжной дисциплины**

Максимальный размер корректировки: **-3 балла**.

Корректировка применяется, если длительность положительной платёжной дисциплины не превышает 2 лет. Максимальный размер корректировки применяется при наличии текущей просроченной задолженности перед поставщиками, работниками или государством. Размер корректировки ограничивается 1,5 баллами в случае 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.

#### **Корректировка с учётом кредитного качества основного расчётного банка**

Максимальный размер корректировки: **-2 балла**.

Корректировка применяется, если основной расчётный банк Рейтингуемого лица имеет ОКК/ОСКК категории ВВ/bb или ниже. Максимальный размер корректировки применяется при ОКК/ОСКК основного расчётного банка категории В/b или ниже и высокой (более 25%) доле оборотов, приходящихся на этот банк.

### **Г. Стратегическое планирование**

Базовая оценка показателя «Стратегическое планирование» определяется в соответствии с [таблицей 16](#).

Таблица 16. Принципы оценки показателя «Стратегическое планирование»

Баллы	Характеристика
7	<p>Планы РЛ содержат исчерпывающую информацию по инвестиционным и финансовым показателям (в т. ч. планы по приобретению/отчуждению крупных активов либо триггеры совершения таких сделок), определены чёткие критерии достижения планов.</p> <p>Горизонт планирования составляет 3 года и более.</p> <p>Предоставлена достаточно подробная финансовая модель с перечнем гипотез о динамике ключевых индикаторов.</p> <p>Определён порядок принятия решений о ситуативных (незапланированных) сделках по приобретению/продаже активов, приняты лимиты увеличения долговой нагрузки в рамках таких операций и другие меры, направленные на защиту интересов кредиторов РЛ</p>
6	<p>Планы РЛ содержат исчерпывающую информацию по инвестиционным и финансовым показателям (в т. ч. планы по приобретению/отчуждению крупных активов либо триггеры совершения таких сделок), определены чёткие критерии их достижения.</p> <p>Горизонт планирования составляет 1-3 года.</p> <p>Предоставлена достаточно подробная финансовая модель с перечнем гипотез о динамике ключевых индикаторов.</p> <p>Определён порядок принятия решений о ситуативных (незапланированных) сделках по приобретению/продаже активов, приняты лимиты увеличения долговой нагрузки в рамках таких операций и другие меры, направленные на защиту интересов кредиторов РЛ</p>
5	<p>Планы РЛ содержат исчерпывающую информацию по инвестиционным и финансовым показателям (в т. ч. планы по приобретению/отчуждению крупных активов либо триггеры совершения таких сделок), определены чёткие критерии их достижения.</p> <p>Горизонт планирования составляет 1–3 года.</p> <p>Предоставлена достаточно подробная финансовая модель с перечнем гипотез о динамике ключевых индикаторов</p>
4	<p>Предоставлен прогнозный бюджет движения денежных средств (далее – «БДДС») на 1 год, который содержит достаточно подробную информацию по основным направлениям деятельности в разрезе денежных потоков.</p> <p>Планы РЛ на более длительную перспективу содержат информацию о возможных направлениях дальнейшего развития, однако чёткие критерии их достижения не сформированы</p>
3	<p>Предоставлен прогнозный БДДС на 1 год, который не содержит достаточно подробную информацию по основным направлениям деятельности.</p> <p>Планы РЛ на более длительную перспективу не содержат информацию о возможных направлениях дальнейшего развития</p>
2	Короткий горизонт планирования (менее 1 года)
1	РЛ не занимается планированием деятельности: не были предоставлены документы, описывающие его планы (финансовая модель или прогнозный БДДС)

### Экспертные корректировки оценки стратегического планирования

Ниже описаны экспертные корректировки, которые применяются к базовой оценке показателя «Стратегическое планирование». При этом совокупное влияние экспертных корректировок на оценку должно находиться в диапазоне **[-2; 1]**.

- Планы холдинговой компании, по мнению Агентства, окажут в средне- и долгосрочной перспективе позитивное влияние на кредитное качество: **+1 балл**

- максимум.
- У холдинговой компании есть положительный опыт реализации планов (в том числе, стратегических) в прошлые периоды: **+1 балл** максимум. Агентство анализирует, связан ли данный положительный опыт с эффектом низкой базы, а также с действиями предыдущего менеджмента и (или) собственников.
  - Реализация стратегии развития холдинговой компании, по мнению Агентства, может с высокой степенью вероятности в средне- и долгосрочной перспективе оказать негативное влияние на кредитное качество: **-2 балла** максимум. Размер корректировки зависит от продолжительности негативного влияния реализации стратегии 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.
  - У холдинговой компании отсутствует опыт реализации планов в предыдущие периоды: **-1 балл** максимум.
  - Холдинговая компания имеет существенный негативный опыт реализации планов (в том числе, стратегических) по причине их недостаточной проработки: **-2 балла** максимум.

### **Экспертные корректировки базовой оценки субфактора «Управление и стратегия»**

Ниже описаны экспертные корректировки, которые применяются к базовой оценке субфактора «Управление и стратегия». При этом совокупное влияние экспертных корректировок на оценку должно находиться в диапазоне **[-2; 1]**.

- Базовая оценка субфактора «Управление и стратегия», как правило, ограничивается 4 баллами, если оценка финансового профиля меньше или равна 2.
- Наличие у топ-менеджмента успешного опыта запуска новых проектов либо антикризисного управления: **+1 балл**.
- Регламентация в сфере корпоративного управления, стратегического планирования и управления рисками соответствует лучшей практике на рынке, при этом не выявлено существенных нарушений внутренних документов: **+1 балл**.
- В ходе рейтинговой встречи выявлены существенные расхождения между документами, предоставленными Агентству в рамках оценки стратегического планирования, и видением стратегии ключевыми топ-менеджерами холдинговой компании: **-1 балл максимум**.
- РЛ не предоставило аудированную отчётность: **-2 балла**.
- РЛ предоставило аудированную отчётность только по РСБУ или по МСФО, и репутация аудитора оценена Агентством как сомнительная: **-1,5 балла**.
- РЛ предоставило аудированную отчётность и по РСБУ, и по МСФО, и репутация одного из аудиторов оценена Агентством как сомнительная: **-0,5 балла**.

- РЛ предоставило аудированную отчётность и по РСБУ, и по МСФО, и репутация аудиторов в обоих случаях оценена Агентством как сомнительная: **-1,5 балла**.
- Аудитор дал модифицированное заключение об отчётности холдинговой компании (по МСФО или РСБУ) либо отказался от выражения мнения, при этом Агентство считает, что этот факт можно трактовать как следствие слабости системы управления: **-2 балла** максимум (в зависимости от существенности недостатков в системе управления).
- Частая смена топ-менеджмента в течение последних двух лет: **-2 балла** максимум (в зависимости от частоты и существенности изменений в стратегии деятельности РЛ).
- Система корпоративного управления и (или) управления рисками недостаточно регламентирована, что не нашло должного отражения в базовой оценке: **-1 балл** максимум.

## 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 – оценить устойчивость способности РЛ обслуживать свои Финансовые обязательства (без учёта Экстраординарной поддержки) в стрессовых условиях, связанных как с внутренними, так и с внешними факторами.

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 профиля 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 17](#). Здесь и далее под величиной модификатора понимается различие между БОСК и ОСК, обусловленное применением только данного модификатора.

Таблица 17. 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 18](#).

Таблица 18. Влияние модификатора «Операционная трансформация» на ОСК

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 риски

Данный модификатор призван оценить чувствительность бизнес-модели РЛ к влиянию критических регуляторных рисков. Данный тип модификатора предполагает только отрицательную корректировку, которая может составлять от 1 до 3 уровней в зависимости от степени подверженности риску. Агентство рассматривает 2 типа регуляторных рисков:

1. Налоговые риски – риски существенных штрафов, ареста счетов и иного имущества компании, связанных с нарушением налогового законодательства Российской Федерации;
2. Риски изменения законодательства, которые могут привести к резкому снижению RCF Рейтингуемого лица, включая санкционные риски, реализация которых может затруднить или сделать невозможным получение дивидендов от зарубежных компаний.

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.

Итоговое влияние модификатора на ОСК определяется:

- Долей операций, которые с высокой вероятностью связаны с минимизацией налогообложения и (или) реализацией коррупционных схем. Модификатор учитывается, если такие операции носят настолько существенный характер, что без них рентабельность деятельности РЛ оказывается близка к нулю или отрицательной. Возможное влияние: **до –3 уровней** в зависимости от масштаба убытков, связанных

- с устранением последствий таких операций.
- Вероятностью внесения изменений в действующее законодательство (или наличием информации о внесении законодательных инициатив), степенью возможного влияния этих изменений на РЛ. Возможное влияние: **до –3 уровней** в зависимости от масштаба снижения RCF, связанного с изменениями в законодательстве.

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 компании присваивается БОСК с учётом всей доступной публичной информации. 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. В случае если, по мнению Агентства, РЛ обладает устойчивыми преимуществами (недостатками) по сравнению с другими участниками реег-группы и такие преимущества (недостатки) не в полной мере учтены в рамках БОСК, Агентство имеет право повысить (понизить) уровень БОСК РЛ. Корректировка применяется в случае, если пересчёт ключевых показателей Методологии с учётом эффекта консолидации приводит к существенному (на 2 и более уровня) пересмотру БОСК.

## Приложение 1. Принципы оценки деловой репутации топ-менеджмента и членов СД РЛ

Для оценки деловой репутации топ-менеджмента и членов СД РЛ используются, 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 по активам холдинговой компании

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), определённая на основе ОКК/ОСКК и средневзвешенного срока жизни договоров с контрагентом (далее – «WAL») по [таблице 19](#);

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

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

$N$  – число вложений.

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 возмещения к соответствующему требованию.

Таблица 19. Определение вероятности Дефолта на основе ОКК/ОСКК и средневзвешенного срока жизни договоров с контрагентом (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/сс 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 – «EL<sub>2</sub>»), подверженным преимущественно ценовым рискам, затрагивает основные средства, инвестиционную недвижимость, имущество, не используемое в основной деятельности, долевые ценные бумаги и прочие подобные активы. Оценка EL<sub>2</sub> производится в отношении вложений (групп однородных вложений), доля которых в активах превышает 1%.

Ожидаемые потери для таких активов (EL<sub>2</sub>) 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 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 20. 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.

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, однако, как правило, такая оценка рассматривается как менее надёжная. 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.

© 2022 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.