

**Долинский Леонид Борисович,
к.э.н., доцент КНЭУ,
член правления АСО Украины,
директор по развитию
НРА «Рюрик»**

**Экспертная оценка долговых ценных
бумаг с учетом кредитных рейтингов**

25.03.2011 – ХНЭУ

Облигация - обязательство эмитента о выплате фиксированных сумм денег в фиксированные моменты времени в будущем.

Облигация характеризуется такими параметрами:

- Сроком погашения;
- Номинальной стоимостью;
- Купонным доходом (купонной ставкой и частотой купонных выплат).



Условиями выпуска может быть предусмотрена **ОФЕРТА** - возможность досрочного погашения либо изменения купонной ставки доходности!

Законодательно разрешенные ВИДЫ И ТИПЫ облигаций

- **Процентные** облигации (купонные облигации).
- **Целевые** облигации (разрешается погашение товарами и/ или услугами. Например «строительные облигации», выпускаемые на кв.м. жилья).
- **Дисконтные** облигации (по сути – облигации с нулевым купонным доходом, т.е. беспроцентные).

Форма существования: документарные и бездокументарные.

Форма выпуска: именные и на предъявителя.

Обращение на рынке: со свободным обращением (открытая продажа) и с ограниченным кругом обращения (закрытая продажа).

Статистика рынка

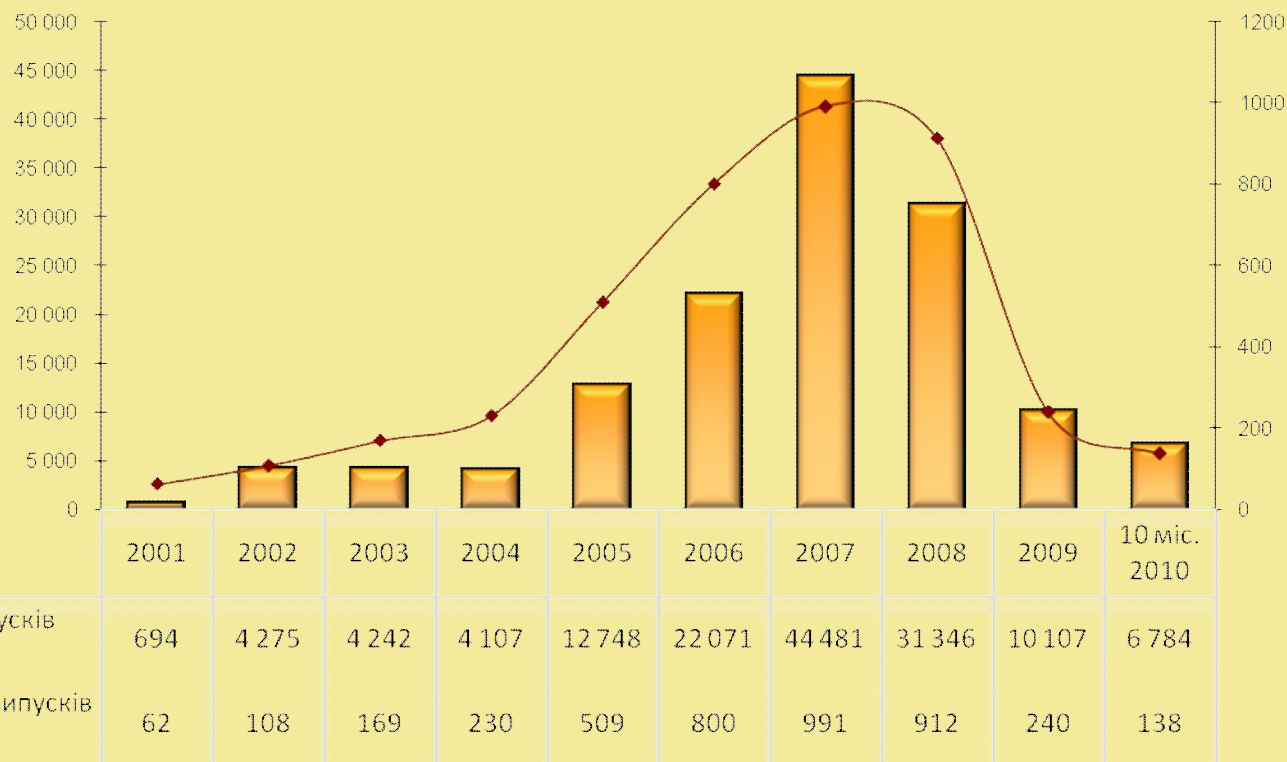


На 01.11.2010

Структура организованных торгов по типам ценных бумаг

- Доминирующая часть – долговые ценные бумаги!
- В отсутствии достаточного количества инвестиционно привлекательных корпоративных облигаций на передний план вышли операции с ОВГЗ

Статистика рынка



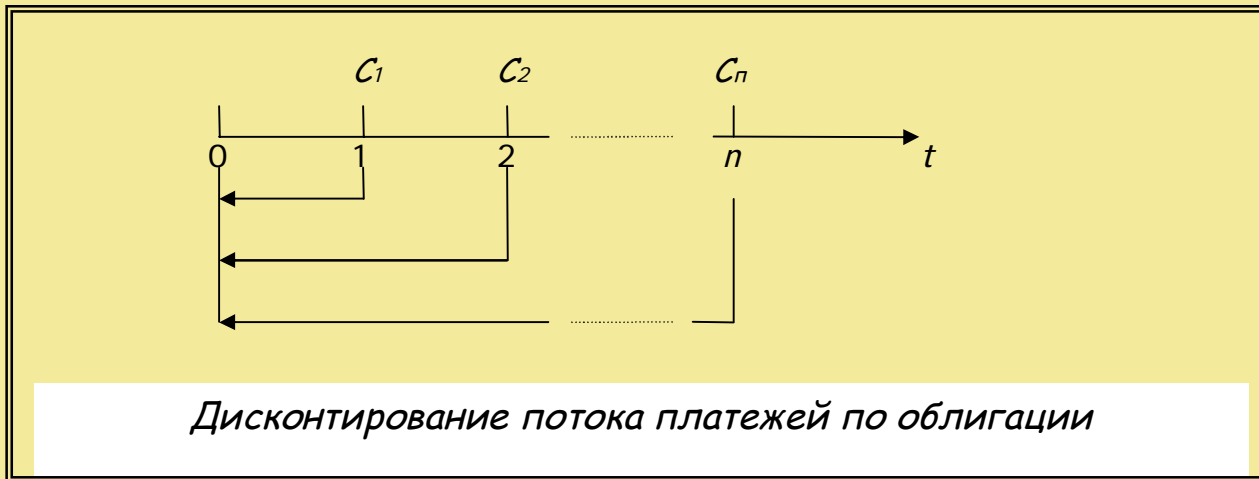
Обсяг зареєстрованих випусків облігацій підприємств протягом 2001 – 10 місяців 2010 рр.

Украинский рынок облигаций после кризиса:

- Существенное уменьшение капитализации рынка вследствие массовых требований досрочного погашения облигаций.
- Зафиксированные факты неплатежей (дефолтов) по облигациям та принудительной реструктуризации / пролонгации долговых обязательств.
- Низкая ликвидность рынка публичных займов вследствие недостаточно активного спроса со стороны инвесторов.
- С IV кв. 2010 р. – постепенное возрождение рынка. Несмотря на «надликвидность» инвестиционных банков, публичные (рыночные) выпуски облигаций пользуются спросом только при условии высокой кредитоспособности эмитентов, подтвержденной в том числе **кредитными рейтингами.**

Оценка облигаций

Внутренняя (инвестиционная) стоимость облигации – текущая стоимость будущих поступлений денег (купонных выплат и погашения номинала), дисконтированных с учетом действующей ставки доходности (ставки дисконтирования).



Оценка облигаций

Классическая модель оценки облигации –

обещанная (задекларированная) стоимость

1) Купонная облигация:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+r)^t} + \frac{N}{(1+r)^n}$$

2) Безпроцентная облигация:

$$V = \frac{N}{(1+r)^n}$$

С учетом риска неплатежа (кредитного риска, риска дефолта) реальная стоимость долговой ценной бумаги становится случайной величиной, которую целесообразно измерять показателем не **обещанной**, а **ожидаемой** стоимости.

Понятие дефолта

Постанова Кабміну №665 від 26.04.2007 «Про затвердження Національної рейтингової шкали» содержит такое определение: «**дефолт** – выплаты заемщика по долговым обязательствам прекращены без достижения согласия с кредиторами относительно реструктуризации задолженности до наступления срока платежа».

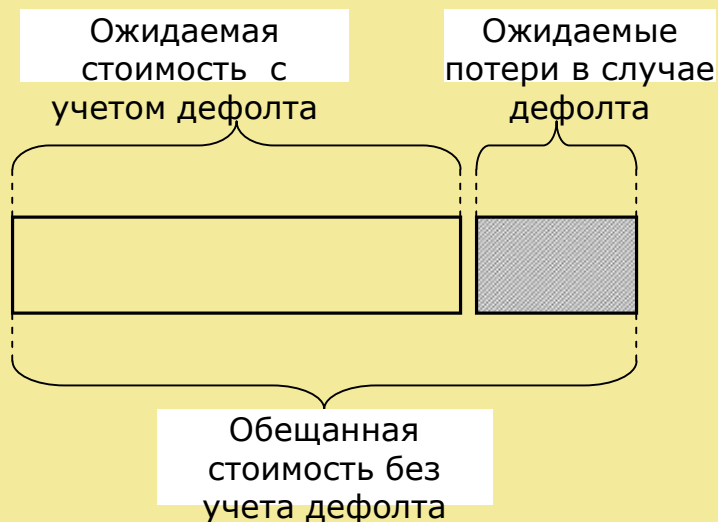
Для целей нашего исследования мы рассматриваем **дефолт** как неспособность эмитента погасить долговое обязательство *своевременно и в полном объеме*.

В аспекте финансового моделирования полная группа случайных событий будет состоять из двух исходов в момент наступления срока погашения – «**дефолт (неплатеж)**» и «**не дефолт (оплата)**» долговой ценной бумаги.

Обозначим вероятность наступления дефолта как PD (*probability of default*), тогда вероятность отсутствия дефолта будет равна $(1 - PD)$.

Оценка облигаций

С учетом риска дефолта *ожидаемая* стоимость беспроцентной долговой ценной бумаги ниже ее *обещанной* стоимости на величину *ожидаемых потерь в случае дефолта*.



В мировой практике оценка вероятностей дефолтов осуществляется на основе актуарного метода *анализа выживаемости (survival analysis)*, который позволяет определить *статистическую оценку вероятности (частоты) дефолтов* в разрезе присвоенных **кредитных рейтингов**.

Взаимосвязь обещанной и ожидаемой стоимости долговой ценной бумаги

Кредитный рейтинг – интегральная оценка степени кредитного риска

- **Кредитный рейтинг** – условное выражение кредитоспособности заемщика в целом (**рейтинг заемщика**) или в отношении его отдельных долговых обязательств (**рейтинг долгового обязательства**)
- Кредитный рейтинг определяет степень риска - вероятность неисполнения заемщиком своих обязательств (**вероятность дефолта**) в долгосрочной перспективе

Кредитные рейтинги присваиваются независимыми специализированными **рейтинговыми агентствами** при помощи аналитической методологии, учитывающей весь комплекс факторов, влияющих на кредитоспособность

Виды кредитных рейтингов

Объект рейтинговой оценки:

- **рейтинг заемщика** (государства, органы местного самоуправления, банки, предприятия, финансовые и страховые компании и др.)
- **рейтинг долгового инструмента** (выпуска облигаций, займа и т.д.)

Рейтинговые шкалы:

- **международные рейтинги**
(по шкале международных рейтинговых агентств)
- **внутренние рейтинги**
(по шкале национальных рейтинговых агентств)

Шкалы міжнародних агентств

Шкала Moody's
Investors' Service

Шкала
Standard & Poor's

Инвестиционная
категория

Aaa

AAA

Aa

AA

A

A

Baa

BBB

Не инвестиционная (спекулятивная) категория

Ba

BB

B

B

**Рейтинг
Украины**

Saa

CCC

Sa

CC

S

C

Кредитные рейтинги по международной шкале

Кредитные рейтинги от ведущих мировых рейтинговых агентств - необходимое условие выхода на международные рынки капитала



Moody's Investors Service

Основное преимущество международных кредитных рейтингов – сопоставимость уровня кредитного риска в разных странах

FitchRatings

Фактор «странового потолка»

- **низкий суверенный рейтинг Украины пока не позволяет украинским заемщикам получить международный кредитный рейтинг инвестиционного уровня**
- международный кредитный рейтинг украинского заемщика может повышаться по мере повышения суверенного рейтинга
- для зарубежного инвестора важен сам факт прохождения рейтинговой процедуры, что снижает риски инвестора от неопределенного до определенного фиксированного уровня

Национальная шкала кредитных рейтингов

(не учитывает аспекты суверенного риска,
одинаковые для всех заемщиков в стране)

Инвестиционная
категория



uaAAA

Рейтинг Украины

uaAA

uaA

uaBBB

Не инвестиционная (спекулятивная) категория

uaBB

uaB

uaCCC

uaCC

uaC

Национальная шкала отражает
распределение кредитного риска в
экономике Украины и позволяет
более четко дифференцировать
украинских заемщиков

Национальная шкала кредитных рейтингов

- **uaAAA** Найвищий рейтинг кредитоспроможності за українською національною шкалою. Означає **надвисоку спроможність** позичальника вчасно і повністю виплатити відсотки та основну суму боргу за своїми борговими зобов'язаннями в умовах українського фінансового ринку.
- **uaAA** Свідчить про **дуже високу спроможність** позичальника виконати в умовах українського фінансового ринку свої боргові зобов'язання і незначно відрізняється від зобов'язань з найвищою оцінкою.
- uaA** Відображає **високу спроможність** позичальника виконати свої боргові зобов'язання, хоча такий позичальник є чутливим до впливу несприятливих змін у комерційних, фінансових та економічних умовах.
- **uaBBB** Відображає **достатню спроможність** позичальника вчасно і повністю виконати в умовах українського фінансового ринку свої боргові зобов'язання, однак, такий позичальник має підвищену чутливість до впливу несприятливих змін середовища.

- **uaBB** У позичальника можуть виникнути труднощі із вчасним і повним виконанням своїх боргових зобов'язань у випадку несприятливих економічних змін, хоча найближчим часом вірогідність невиконання позичальником своїх боргових зобов'язань низька.
- **uaB** На даний момент позичальник має спроможність виконати свої зобов'язання, проте у випадку несприятливих економічних змін, намір позичальника вчасно і цілком виплачувати відсотки та основну суму боргу за своїми зобов'язаннями може послабитися.
- **uaCCC** Існує можливість дефолту за зобов'язаннями позичальника. Вчасна оплата боргових зобов'язань значно залежить від сприятливих комерційних, фінансових та економічних умов.
- **uaCC** Висока вірогідність невиконання позичальником своїх боргових зобов'язань.
- **uaC** Найближчим часом очікується невиконання позичальником своїх зобов'язань, але виплати за борговими зобов'язаннями на поточний момент не припинені.
- **uaD** Виплати за своїми борговими зобов'язаннями перервані позичальником без досягнення згоди про реструктуризацію заборгованостей до настання терміну платежу.

Кредитные рейтинги

Кредитный рейтинг присваивается по рейтинговой шкале, его значения изначально варьируются от «наивысшего уровня кредитоспособности» (AAA) до «неизбежности дефолта» (C).

В случае невыполнения заемщиком долговых обязательств вовремя в полном объеме фиксируется рейтинг D (дефолт)

Кредитные рейтинги делятся на рейтинги **инвестиционного уровня** (более надежные заемщики – варьируются от AAA до BBB) и рейтинги **спекулятивного уровня** (менее надежные заемщики - варьируются от BB до C)

Знаки (+) или (-) - указание на относительно более высокий или низкий уровень кредитоспособности внутри одной рейтинговой категории

Прогнозы кредитных рейтингов

Прогноз	Определение
<i>Стабильный</i>	Стабильный прогноз указывает на отсутствие на текущий момент предпосылок для изменения рейтинга на протяжении года. Прогноз по умолчанию.
<i>Позитивный</i>	Позитивный прогноз указывает на возможность повышения рейтинга на протяжении года при сохранении позитивных тенденций и нивелировании текущих рисков.
<i>Негативный</i>	Негативный прогноз указывает на возможность понижения рейтинга на протяжении года при сохранении негативных тенденций и реализации текущих рисков.
<i>Развивающийся</i>	Развивающийся прогноз указывает на повышенную вероятность изменения рейтинга на протяжении года.

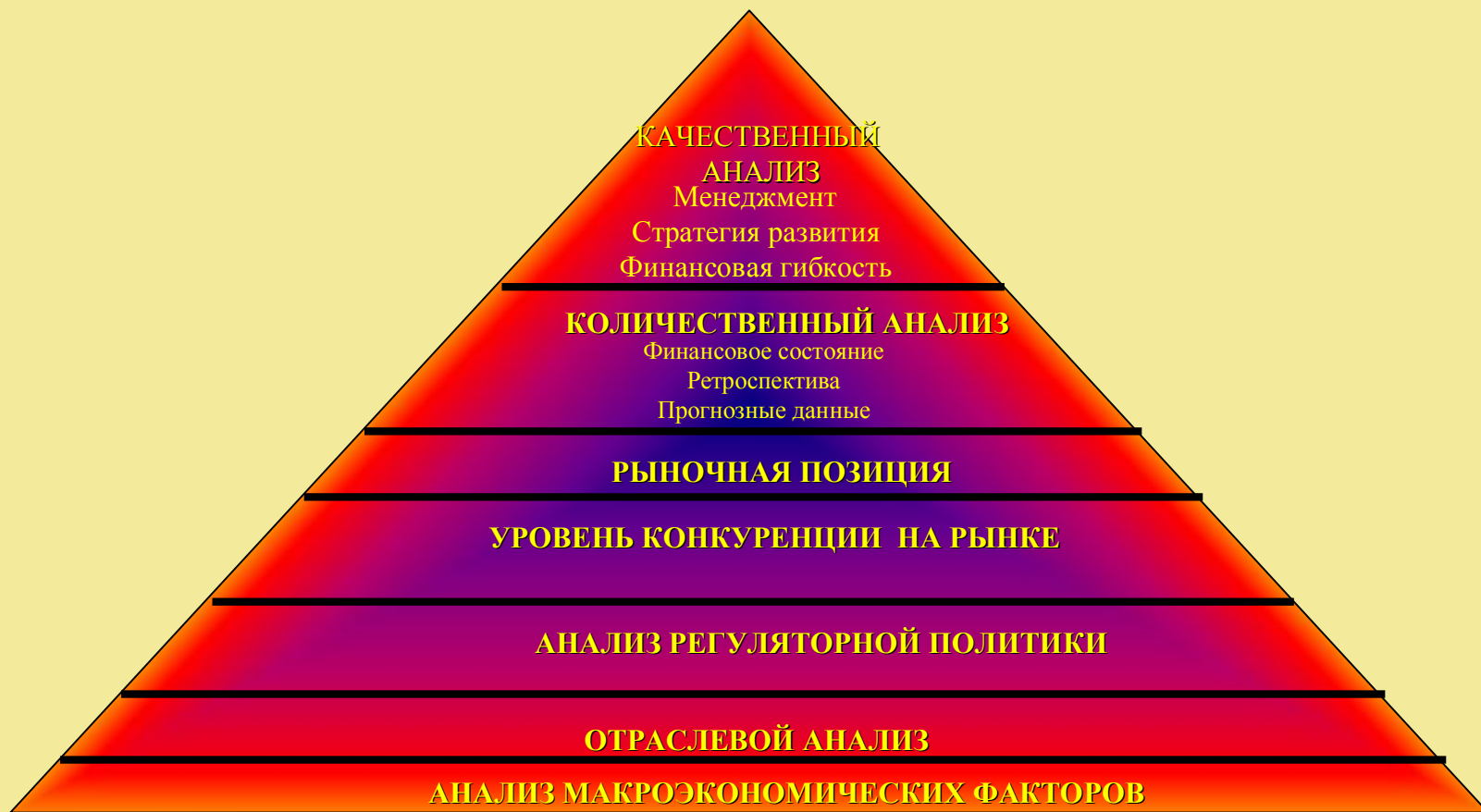
Кредитный рейтинг – независимое экспертное мнение РА относительно надежности заемщика (либо его долговых обязательств)

- Кредитный рейтинг не является рекомендацией купить, продать или оставить долговые инструменты данного заемщика в инвестиционном портфеле, так же, как и не является комментарием относительно его рыночной цены или приемлемости для определенного инвестора.
- Кредитный рейтинг заемщика базируется на информации, предоставленной самим эмитентом, а также на другой информации которую РА считает надежной. РА не проводит аудита информации и может, при необходимости полагаться на непроверенные финансовые данные
- Кредитный рейтинг может быть изменен, приостановлен или отозван в случае изменения, появления новой информации, недостаточности новой информации для сохранения рейтинга или при других обстоятельствах, которые РА сочтет достаточными для таких действий.

Рейтинговая процедура

- Подписание договора про определение кредитного рейтинга
- Формирование аналитической группы
- Сбор информации
- Анализ данных
- Уточнение результатов анализа
- Присвоение рейтинга
- Контроль результатов рейтингования Клиентом
- Распространение информации о кредитном рейтинге Клиента
- Дальнейшее сотрудничество

Принципы комплексного рейтингового оценивания заемщика



Комплексний кредитний аналіз -



Аналіз **кредитоспроможності** позичальника (боржника)

Починається з виявлення чинників (**джерел**) кредитного ризику.

Кожний об'єкт аналізу має індивідуальний (специфічний) набір внутрішніх чинників кредитного ризику.

- Зовнішні чинники;
- Внутрішні чинники кредитного ризику.

Присвоение рейтинга: аналитический процесс

Кредитный рейтинг заемщика базируется на анализе:

- Сектора экономики
- Регуляторных факторов
- Конкурентных тенденций и положения на рынке
- Количественных показателей
 - Финансовое состояние
 - Ретроспективная деятельность
 - Прогнозы развития
- Качественных факторов
 - Менеджмент
 - Стратегия развития
 - Финансовая гибкость

Кредитный рейтинг долгового обязательства дополнительно учитывает факторы, улучшающие / ухудшающие его качество

Присвоение рейтинга: аналитический процесс

Специалисты компании «Рюрик» разработали и используют специальные методики оценки кредитоспособности для разных типов заемщиков:

- *методология для оценки предприятий;*
- *методология для оценки строительных компаний;*
- *методология для оценки банков;*
- *методология для оценки страховых компаний;*
- *методология для оценки муниципальных заемщиков.*

Проводимый анализ включает следующие основные компоненты:

Качественный анализ - изучение управленческой структуры Клиента, финансовых и стратегических планов Клиента, SWOT-анализ, изучение специфической документации, определение ниши рынка, которую занимает Клиент, анализ хозяйственной деятельности Клиента.

Количественный анализ - анализ коэффициентов по данным отчетности, который определяет финансовую деятельность и финансовое состояние Клиента. В процессе анализа используются как стандартные подходы для проведения анализа (анализ внутренних и внешних факторов, анализ рентабельности), так и специальные разработки для определения финансового состояния Клиента и тенденций развития.

Правовой анализ - анализ финансово-хозяйственной деятельности на предмет ее соответствия действующему законодательству Украины, анализ управленческих и трудовых отношений, отношений между учредителями, кроме этого учитывается правовое поле деятельности между центральным офисом и филиалами Клиента.

Статистические исследования на фондовом рынке США

Статистика дефолтов за 10-летний период эмитентов с первоначально присвоенным рейтингом S&P :

AAA около **0.5%**

AA около **1.5%**

A около **3%**

BBB около **4%**

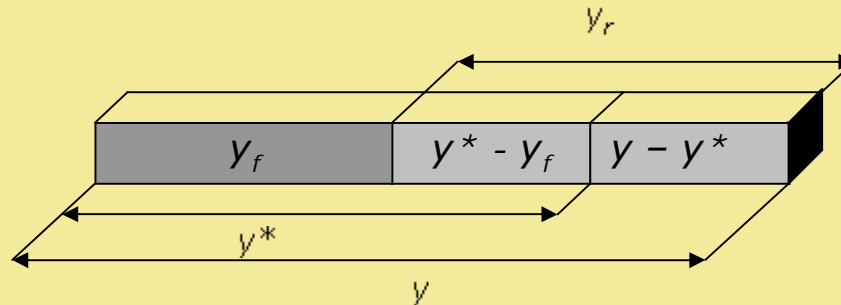
BB около **17%**

B около **30%**

CCC около **47%**

Взаимосвязь рискованности, доходности и стоимости финансового актива

- **Золотое правило инвестирования:** *Более высокая степень риска должна быть компенсирована и более высокой ожидаемой доходностью, что отражается в более низкой цене покупки размещаемого на рынке финансового актива*



y – обещанная (полная) доходность;
 y^* – ожидаемая доходность (с учетом риска неплатежа);
 y_f – безрисковая составляющая

Рис. Структура рыночной доходности долговой ценной бумаги

Регуляторные условия выпуска облигаций

Положение ГКЦПФР «О порядке выпуска облигаций предприятий».
Утверждено Решением ГКЦПФР №322 от 17.02.2003:

-Закрытая продажа (закрытый, схемный выпуск) – перечень инвесторов заранее определяется эмитентом в решении про выпуск облигаций и не превышает 50 юр. и физ. лиц.

-В случае открытого (рыночного) выпуска – среди прочих документов для регистрации эмиссии требуется также **отчет об уровне кредитного рейтинга одного из уполномоченных рейтинговых агентств.**

Перспективы развития рейтинговой системы в Украине

ЗАЧЕМ НУЖНЫ РЕЙТИНГИ?

• ЭМИТЕНТУ:

Выделить себя среди других заемщиков (эмитентов) и привлечь внимание более широкого круга инвесторов

Заявить о своей эффективной финансовой деятельности, не разглашая конфиденциальной информации

Удешевить процессы заимствования за счет улучшения стандартов раскрытия информации о себе

Создать рейтинговую историю, улучшив этим финансовую репутацию компании

Получить независимую оценку показателей своей деятельности, что позволяет сделать выводы и скорректировать стратегию развития компании

• ИНВЕСТОРУ:

Рейтинг – универсальный инструмент оценки риска

Улучшение стандартов раскрытия информации о заемщиках

Создание сопоставимой рейтинговой истории заемщиков

Обеспечение финансирования экономически жизнеспособных проектов и информирование рынка о возможных дефолтах

• ЭКОНОМИКЕ СТРАНЫ:

Повышение прозрачности функционирования экономики

Обеспечение поступательного развития финансового рынка

**«Многие стали пессимистами,
финансируя оптимистов»**

Ч.Т. Джонс

Дякую за увагу!

НРА «Рюрік»
вул. Артема, 52-А, Київ, 04053, Україна
т.: (044) 383-04-76; т./ф.: (044) 484-00-53
www.rurik.com.ua;
info@rurik.com.ua