

Проект методологии
присвоения кредитных рейтингов по национальной шкале
для Российской Федерации проектным компаниям
и обязательствам специализированного финансирования

(проект опубликован 21.09.2022 г.)

Рейтинговое агентство НКР публикует проект методологии для сбора комментариев участников рынка и иных заинтересованных лиц. Все полученные замечания будут рассмотрены перед подготовкой итогового текста методологии и его утверждением на заседании методологического комитета.

Комментарии к проекту методологии можно направлять до 12 октября 2022 года включительно по адресу stanislav.volkov@ratings.ru.

Содержание

Список терминов и сокращений	5
1. Область применения	6
2. Соответствие требованиям законодательства	9
3. Источники информации	11
4. Основные принципы Методологии, алгоритм присвоения кредитного рейтинга и прогноза по кредитному рейтингу	14
4.1. Основные этапы присвоения кредитного рейтинга	14
4.2. Применяемые рейтинговые шкалы	17
4.3. Особенности определения оценок субфакторов и показателей	19
5. Факторы определения базовой оценки собственной кредитоспособности	22
5.1. Проектные риски всех стадий	22
5.1.1. Общие принципы оценки фактора	22
5.1.2. Покрытие долга денежными потоками	22
5.1.3. Участие бенефициаров	25
5.1.4. Устойчивость к негативным сценариям	26
5.1.5. Страховое покрытие	28
5.1.6. Технологический риск	29
5.1.7. Экологические и социальные риски	31
5.2. Проектные риски стадий 1 и 2	32
5.2.1. Общие принципы оценки фактора	32
5.2.2. Риски поставки	33
5.2.3. Соблюдение графика	34
5.2.4. Наличие разрешительной документации	35
5.2.5. Потребность в оборотном капитале	36
5.2.6. Подтверждение капитальных затрат	37
5.2.7. Опыт подрядчика	38
5.3. Риски сделок товарно-сырьевого финансирования	39
5.4. Бизнес-профиль проекта	39
5.4.1. Общие принципы оценки фактора	39
5.4.2. Рыночные позиции	44
5.4.3. Устойчивость рынка присутствия	47
5.4.4. География рынков	52
5.4.5. Диверсификация потребителей	54
5.4.6. Обеспеченность ресурсами	55
5.4.7. Зависимость от поставщиков	56
5.5. Менеджмент и бенефициары	57
5.5.1. Общие принципы оценки фактора	57
5.5.2. Акционерные риски	57
5.5.3. Управление проектом	61

6. Модификаторы базовой оценки собственной кредитоспособности.....	64
6.1. Кредитное качество ключевого кредитора	64
6.2. Критические риски проекта	64
6.3. Peer-анализ	65
7. Кредитный рейтинг обязательства специализированного финансирования	66
Приложение. Принципы оценки деловой репутации	68

Перечень таблиц:

Таблица 1. Зависимость весов рейтинговых факторов от стадии проекта (кроме сделок товарно-сырьевого финансирования).....	15
Таблица 2. Соответствие взвешенной суммы баллов и уровня БОСК.....	15
Таблица 3. Алгоритм определения уровней ОСК.....	16
Таблица 4. Национальная рейтинговая шкала для обязательств специализированного финансирования	18
Таблица 5. Веса, применяемые при оценке фактора «Проектные риски всех стадий».....	22
Таблица 6. Определение балльной оценки CDR.....	23
Таблица 7. Определение поправочного коэффициента в зависимости от ОКК контрагента.....	24
Таблица 8. Определение базовой оценки показателя «Участие бенефициаров»	26
Таблица 9. Определение балльной оценки показателей субфактора «Устойчивость к негативным сценариям».....	27
Таблица 10. Алгоритм оценки субфактора «Страховое покрытие».....	29
Таблица 11. Алгоритм оценки субфактора «Технологический риск»	30
Таблица 12. Максимальный размер корректировки в зависимости от класса опасности объекта проекта	30
Таблица 13. Определение балльной оценки уровня экологического и социального рисков	32
Таблица 14. Веса, применяемые при оценке фактора «Проектные риски стадий 1 и 2»	33
Таблица 15. Алгоритм оценки субфактора «Риск поставки».....	34
Таблица 16. Определение балльной оценки показателей субфактора «Соблюдение графика»	34
Таблица 17. Балльные оценки показателя «Наличие разрешительной документации».....	35
Таблица 18. Определение балльной оценки показателя NWC	37
Таблица 19. Алгоритм оценки субфактора «Уровень подтверждения капитальных затрат».....	37
Таблица 20. Балльная оценка показателя «Опыт подрядчика»	38
Таблица 21. Субфакторы для оценки рисков сделок товарно-сырьевого финансирования.....	39
Таблица 22. Пороговые значения для оценки отдельных субфакторов бизнес-профиля	41
Таблица 23. Классификация потребителей.....	44
Таблица 24. Базовая оценка субфактора «Рыночные позиции» для национального рынка присутствия (за исключением случаев, когда базовой оценке присвоено максимальное значение).....	45

Таблица 25. Базовая оценка субфактора «Рыночные позиции» для локального рынка присутствия (за исключением случаев, когда базовой оценке присвоено максимальное значение).....	45
Таблица 26. Пороговые значения для показателей субфактора «Устойчивость рынка присутствия» (по типам потребителей и способам расчёта максимального снижения объёма рынка).....	48
Таблица 27. Категории устойчивости источников финансирования расходов.....	51
Таблица 28. Категории приоритетности расходов.....	51
Таблица 29. Определение риска секвестра	51
Таблица 30. Оценка субфактора «Устойчивость рынка присутствия» для рынков типа B2G регионального и муниципального уровней	52
Таблица 31. Алгоритм оценки географии для внешних рынков присутствия.....	52
Таблица 32. Пороговые значения для оценки значимости локальных рынков.....	53
Таблица 33. Принципы оценки субфактора «Диверсификация потребителей».....	54
Таблица 34. Принципы оценки показателей субфактора «Акционерные риски»	58
Таблица 35. Алгоритм базовой оценки субфактора «Управление проектом».....	61
Таблица 36. Влияние критических рисков на ОСК проектной компании.....	64
Таблица 37. Поправочные коэффициенты для гарантий/поручительств по обязательствам специализированного финансирования.....	67
Таблица 38. Определение кредитного рейтинга обязательства с учётом его приоритетности и механизмов возмещения	67

Перечень рисунков:

Рисунок 1. Перевод значений показателей в балльную оценку соответствующих субфакторов.....	20
Рисунок 2. Схема оценки бизнес-профиля проектной компании.....	40

Список терминов и сокращений

Если в тексте не указано иное, определения используемых терминов 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).

ОСК	оценка собственной кредитоспособности
БОСК	базовая оценка собственной кредитоспособности
бенефициар проекта	юридическое / физическое лицо, являющееся учредителем / спонсором проектной компании, реализующей проект
бюджет проекта	совокупность инвестиционных затрат в рамках проекта
ГЧП	государственно-частное партнёрство
Методология	в настоящем документе означает Методологию присвоения кредитных рейтингов по национальной шкале для Российской Федерации проектным компаниям и обязательствам специализированного финансирования
НКР	Общество с ограниченной ответственностью «Национальные Кредитные Рейтинги»
ОКК	оценка кредитного качества
РЛ	рейтингуемое лицо
СД	совет директоров или аналогичный орган (например, наблюдательный совет)

1. Область применения

Данная методология (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 проектным компаниям и обязательствам специализированного финансирования.

Соответственно, объектом рейтинга может выступать:

- **проектная компания** – компания, на балансе которой формируются активы и обязательства проекта, а источником погашения обязательств являются денежные потоки в рамках реализации проекта (сделки);
либо
- **обязательство специализированного финансирования**, т. е. обязательство проектной компании, привлечённое для финансирования сделок специализированного финансирования.

Для целей данной Методологии **проект** определяется как комплекс взаимосвязанных, ограниченных по времени осуществления и затрачиваемым ресурсам мероприятий, процессов и сделок, направленных на создание и (или) приобретение и (или) реконструкцию / модернизацию активов (в контексте данной Методологии – объектов специализированного финансирования). Как правило, проекты, рассматриваемые с применением данной Методологии, имеют следующие характеристики:

- среднесрочный или долгосрочный горизонт;
- отсутствие у проектной компании существенных активов, не связанных с проектом;
- основным источником исполнения обязательств проектной компании является доход от активов, созданных/приобретённых в рамках проекта;
- обязательства, привлекаемые реализующей проект компанией, носят преимущественно целевой характер (создание и (или) приобретение, и (или) реконструкция / модернизация определённых активов).

Область применения Методологии включает следующие виды проектов (сделок специализированного финансирования):

- проектное финансирование;
- сделки государственно-частного партнёрства (ГЧП) и концессии;
- сделки финансирования недвижимости;
- объектное финансирование;
- товарно-сырьевое финансирование.

Сделки ГЧП и концессии предполагают долгосрочное финансирование крупного строительства или реконструкции в сфере создания и обеспечения функционирования объектов публичной инфраструктуры (например, объекты энергетической и транспортной

инфраструктуры). Основным источником исполнения обязательств проектной компании в рамках таких сделок являются доходы от эксплуатации и (или) продажи возводимого объекта.

Объектное финансирование – предоставление средств для приобретения определённых материальных активов (например, морского или воздушного судна). Основным источником исполнения обязательств заёмщика, как правило, является доход от использования приобретённого актива. Дополнительным источником исполнения обязательств могут также служить лизинговые платежи или арендная плата третьих лиц за пользование активами, принадлежащими заёмщику.

Товарно-сырьевое финансирование – предоставление средств для приобретения сырьевых товаров (нефти, сельскохозяйственных культур, металлов и др.) или финансирования дебиторской задолженности заёмщика в связи с продажей сырьевых товаров. В данном случае заёмщик не располагает какими-либо иными существенными активами и не осуществляет иных видов деятельности, единственным источником исполнения обязательств заёмщика является выручка от реализации (продажи) актива, а условия кредитования позволяют обеспечить выполнение обязательств заёмщика вне зависимости от его уровня кредитоспособности. Область применения данной Методологии не включает краткосрочные (до 1 года) сделки товарно-сырьевого финансирования.

Финансирование недвижимости – предоставление средств на стадии проектирования, до начала или на стадии строительства объектов недвижимости (жилой и (или) коммерческой), строительство которых не завершено. Основным источником денежных потоков являются поступления от реализации и (или) аренды площадей. В качестве заёмщика может выступать специально созданное для финансирования юридическое лицо, строительная компания или арендодатель.

Проектное финансирование – к этой категории в рамках Методологии относятся проекты, не включённые в остальные подклассы (сделки ГЧП и концессии, объектное финансирование и т. д.).

Методология применяется к проектным компаниям, которые зарегистрированы на территории Российской Федерации либо деятельность которых сосредоточена преимущественно на территории Российской Федерации, а также к их обязательствам.

Область применения Методологии также ограничена временными рамками реализации проекта. В частности, в случае сделок проектного финансирования, по прошествии 2-3 лет после начала полноценной эксплуатации созданных объектов проектная компания обычно уже обладает всеми характеристиками операционной компании и для определения её кредитного рейтинга может быть применена Методология присвоения кредитных рейтингов по национальной шкале для РФ нефинансовым компаниям либо другие профильные методологии агентства.

Для проектов, отличных от сделок товарно-сырьевого финансирования, агентство выделяет следующие стадии реализации:

- 1) стадия 1 – инвестиционная, реализация проекта начата, но создаваемые в его рамках объекты не готовы к эксплуатации;
- 2) стадия 2 – предэксплуатационная, создаваемые в рамках проекта объекты полностью готовы к эксплуатации (все строительно-монтажные работы выполнены, необходимое оборудование поставлено и смонтировано, получен акт о приёмке объекта в эксплуатацию), но риски, связанные с их созданием и началом эксплуатации, остаются существенными. В большинстве проектов в качестве момента завершения стадии 2 можно рассматривать выход на 75% плановой мощности или доходов, поскольку в этот момент риски начала эксплуатации обычно снижаются и начинают преобладать риски, связанные с реализацией товаров/услуг (здесь и далее – включая работы);
- 3) стадия 3 – эксплуатационная; кредитное качество проектной компании в большей степени определяют риски, связанные с реализацией товаров/услуг.

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 в Методологии ошибки оказывают влияние на присвоенные ранее кредитные рейтинги или прогнозы по кредитным рейтингам,

агентство раскрывает данную информацию на официальном сайте по адресу <https://www.ratings.ru>.

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

- 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 в рамках данной Методологии являются сведения публичного характера и сведения, предоставленные бенефициаром проекта, в том числе по запросу агентства (включая анкету по форме агентства) или в рамках проведения рейтинговой встречи аналитиков агентства с представителями бенефициара проекта.

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

1. Общая информация о проекте:

- анкета по форме агентства;
- проектная и разрешительная документация;
- соглашения, заключаемые в рамках реализации проекта;
- бизнес-план с указанием этапов реализации;
- финансовая модель / прогнозный бюджет движения денежных средств на срок до полной окупаемости проекта;
- график реализации проекта;
- график финансирования проекта;
- схема участия бенефициара (в т.ч. информация о размере вклада бенефициаров в проект и способах его внесения), кредиторов, подрядчиков, иных участников;
- документы, обосновывающие капитальные затраты, операционные затраты и доходы;
- маркетинговый план/обоснование спроса и предложения, цен и операционной рентабельности, и конкурентных преимуществ на предполагаемом рынке присутствия;
- информация о стоимости обеспечения по рейтингуемому обязательству в рамках проекта: отчёт независимого оценщика, мнение бенефициара проекта;
- информация о включении проекта в специализированные федеральные/региональные программы развития, иной поддержки, оказываемой со стороны государства;
- данные, полученные в ходе рейтинговых встреч с представителями проектной компании;
- декларация промышленной безопасности для объектов I и II классов опасности в соответствии с Федеральным законом от 21.07.1997 г. № 116-ФЗ «О промышленной безопасности опасных производственных объектов».

2. Информация о проектной компании:

- учредительная документация проектной компании;
- схема действующей организационной структуры проектной компании;
- схема структуры собственности проектной компании (с указанием конечных бенефициаров);
- документы, регламентирующие корпоративное управление (включая

акционерные соглашения и иные аналогичные документы) и управление рисками;

- финансовая и управленческая отчётность проектной компании.

3. Информация о бенефициаре проекта, спонсорах, основных кредиторах, поручителях, подрядчиках, прочих участниках проекта

- заверенная аудитором годовая консолидированная (неконсолидированная — при наличии) отчётность по МСФО (включая заключение аудитора и примечания к отчётности) за последние 3 года;
- квартальная/полугодовая отчётность по МСФО (с примечаниями) за последние 3 года;
- заверенная аудитором годовая отчётность по РСБУ (включая примечания и расшифровки к отчётности) за последние 3 года. В случае отсутствия аудиторского заключения — заверенная уполномоченным лицом копия отчётности с отметкой налоговых органов;
- в случае предоставления только неконсолидированной отчётности — отчётность дочерних компаний, входящих в периметр группы компаний;
- квартальные отчёты, эмиссионные документы по отдельным выпускам ценных бумаг;
- отчёты об оценке стоимости активов за последние 3 года;
- кредитно-обеспечительная документация по проекту;
- заключения независимого юридического, налогового, финансового консультанта (due diligence) по проекту;
- заключения независимого строительного, технического консультанта по проекту.

4. Публичные источники информации:

- официальные данные статистических служб и наднациональных структур, отраслевых ассоциаций;
- информация из СМИ и других открытых источников.

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

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

Основой для оценки показателей и субфакторов Методологии может выступать как отчётность по МСФО, так и отчётность по РСБУ. Как правило, агентство отдаёт предпочтение аудированной отчётности по МСФО.

Агентство оставляет за собой право запрашивать и использовать сторонние юридические заключения в отношении правоустанавливающих и разрешительных документов проекта и по результатам правовой оценки проекта осуществлять необходимые корректировки как отдельных показателей, так и уровня ОСК в целом.

Агентство оставляет за собой право отказаться от первичного присвоения кредитного рейтинга проектной компании или обязательству специализированного финансирования в случае выявления критических правовых, финансовых или других рисков, препятствующих реализации соответствующего проекта.

Основой для оценки показателей и субфакторов, используемых в Методологии выступает финансовая модель проекта и обоснование заложенных в ней предпосылок.

Агентство оставляет за собой право рассчитывать отдельные показатели, оцениваемые в рамках Методологии, с учётом последней оперативной информации в отношении проекта, а также ожидаемых, но ещё не произошедших изменений в проекте.

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 проекта по ключевым факторам (субфакторам) Методологии (в т. ч. путём внесения необходимых корректировок в исходные данные, предоставленные бенефициаром проекта). 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) или показателей в рамках факторов (субфакторов).

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

4.1. Основные этапы присвоения кредитного рейтинга

Результатом применения Методологии могут быть кредитный рейтинг проектной компании и (или) кредитный рейтинг обязательства специализированного финансирования как вместе, так и по отдельности. Если при применении методологии нет необходимости определять кредитный рейтинг проектной компании, результатом третьего этапа является оценка кредитного качества (ОКК) проектной компании.

В исключительных случаях деятельность РЛ не предполагает его самостоятельного существования без масштабной текущей поддержки органа власти или материнской организации, поэтому НКР не имеет возможности разделить текущую и экстраординарную поддержку, и, как следствие, корректно определить БОСК и ОСК рейтингуемого лица. В этом случае вместо описанного ниже базового алгоритма для определения кредитного рейтинга применяется подход полного или частичного замещения кредитного качества, описанный в документе [«Оценка внешнего влияния при присвоении кредитных рейтингов по национальной шкале для Российской Федерации»](#).

При присвоении кредитного рейтинга проектной компании или обязательствам специализированного финансирования на **первом этапе** рейтингового анализа определяется базовая оценка собственной кредитоспособности (БОСК) проектной компании. Для проектов, отличных от сделок товарно-сырьевого финансирования, БОСК определяется на основе взвешенной суммы оценок следующих ключевых рейтинговых факторов:

- проектные риски всех стадий;
- проектные риски стадий 1 и 2;
- бизнес-профиль;
- менеджмент и бенефициары.

Веса факторов «Менеджмент и бенефициары» и «Проектные риски всех стадий» неизменны на всех [стадиях реализации проекта](#). Веса факторов «Проектные риски стадий 1 и 2» и «Бизнес-профиль» меняются в зависимости от стадии, как описано в [таблице 1](#).

Для сделок товарно-сырьевого финансирования БОСК определяется на основе взвешенной суммы оценок факторов «Риски сделок товарно-сырьевого финансирования» (вес 75%) и «Менеджмент и бенефициары» (вес 25%). Подходы к оценке субфакторов, характеризующих риски сделок товарно-сырьевого финансирования, описаны в [п. 5.3](#) Методологии.

Таблица 1. Зависимость весов рейтинговых факторов от стадии проекта
(кроме сделок товарно-сырьевого финансирования)

	стадия 1	стадия 2	стадия 3
Проектные риски всех стадий	40%	40%	40%
Проектные риски стадий 1 и 2	30%	вес линейно снижается с 30% до 0% (см. формулу ниже)*	0%
Бизнес-профиль	10%	вес линейно растёт с 10% до 40% (см. формулу ниже)*	40%
Менеджмент и бенефициары	20%	20%	20%

вес фактора «Риски стадий 1 и 2» = $0,3 * x$,

вес фактора «Бизнес-профиль» = $0,4 - 0,3 * x$,

где x – отношение срока, оставшегося до ожидаемого окончания стадии 2, к общей ожидаемой длительности стадии 2.

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) ¹
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)

¹ То есть включая 6,18 [квадратная скобка] и не включая 6,43 (круглая скобка); далее по аналогии.

Базовая оценка собственной кредитоспособности (БОСК)	Взвешенная сумма балльных оценок факторов
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

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

- кредитное качество ключевого кредитора;
- критические риски проекта;
- сравнительный анализ сопоставимых компаний (peer-анализ).

Первые два модификатора ограничивают ОСК определённым уровнем, последний меняет ОСК в сравнении с БОСК на 1 и более уровней (ступеней).

Использование модификаторов позволяет учесть ряд факторов, касающихся проекта и условий операционной среды, которые в должной мере не отражены в БОСК.

ОСК может принимать значения от aaa.ru до d, при этом уровни cc.ru, c.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 ccc.ru до aaa.ru	БОСК + результат применения описанных в Методологии модификаторов
cc.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
c.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

На **третьем этапе** рейтингового анализа осуществляется определение кредитного рейтинга проектной компании путём применения к ОКК фактора «Внешнее влияние», для определения которого агентство использует два субфактора: «Негативное влияние бенефициаров» и «Экстраординарная поддержка».

Данный этап подробно описан в документе [«Оценка внешнего влияния при присвоении кредитных рейтингов по национальной шкале для Российской Федерации»](#).

В силу специфики деятельности проектных компаний их ОКК или кредитный рейтинг отражает, прежде всего, вероятность ситуации, когда стоимость денежных потоков, полученных держателями долгового обязательства через 1 год после даты погашения (т. е. с учётом поступлений от гарантов и поручителей, а также реализации имущества РЛ), оказывается ниже изначально оговорённой.

В случае необходимости присвоить кредитный рейтинг обязательству специализированного финансирования реализуется **четвёртый этап** рейтингового анализа. На данном этапе НКР оценивает уровень ожидаемых потерь соответствующей категории инвесторов с учётом характеристик рейтингуемого обязательства (сроков и условий его погашения, наличия обеспечения и т. д.). За основу берётся кредитный рейтинг проектной компании либо, если присваивается только рейтинг обязательства, оценка кредитного качества (ОКК) проектной компании, рассчитываемая аналогичным образом.

Алгоритм присвоения кредитного рейтинга обязательствам специализированного финансирования представлен на рисунке ниже и подробно описан в [соответствующем разделе](#) Методологии.

Определение прогноза по кредитному рейтингу. Для определения прогнозов по кредитным рейтингам проектных компаний используются типы прогнозов по кредитным рейтингам, а также принципы их определения, приведенные 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 проектной компании, 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.

Прогноз по кредитному рейтингу обязательства специализированного финансирования не присваивается.

4.2. Применяемые рейтинговые шкалы

При присвоении ОКК или кредитного рейтинга проектной компании НКР применяет [национальную рейтинговую шкалу для Российской Федерации](#). При присвоении кредитных рейтингов обязательствам специализированного финансирования агентство использует

национальную рейтинговую шкалу для обязательств специализированного финансирования, описанную в таблице ниже.

Таблица 4. Национальная рейтинговая шкала для обязательств специализированного финансирования

Рейтинговая категория	Уровень рейтинговой шкалы	Определение	Пояснение
AAA(el)	AAA.ru(el)	Наивысшее кредитное качество по сравнению с другими объектами рейтинга в Российской Федерации	Минимальный уровень ожидаемых потерь за счёт низкого уровня риска потерь и (или) очень надёжных механизмов возмещения
AA(el)	AA+.ru(el) AA.ru(el) AA-.ru(el)	Высокое кредитное качество по сравнению с другими объектами рейтинга в Российской Федерации	Низкий уровень ожидаемых потерь за счёт уровня риска потерь не хуже среднего и (или) надёжных механизмов возмещения
A(el)	A+.ru(el) A.ru(el) A-.ru(el)	Умеренно высокое кредитное качество по сравнению с другими объектами рейтинга в Российской Федерации	Низкий уровень ожидаемых потерь за счёт уровня риска потерь не хуже повышенного и (или) надёжных механизмов возмещения
BBB(el)	BBB+.ru(el) BBB.ru(el) BBB-.ru(el)	Среднее кредитное качество по сравнению с другими объектами рейтинга в Российской Федерации	Средний уровень ожидаемых потерь за счёт уровня риска потерь не хуже высокого и (или) надёжных механизмов возмещения
BB(el)	BB+.ru(el) BB.ru(el) BB-.ru(el)	Умеренно низкое кредитное качество по сравнению с другими объектами рейтинга в Российской Федерации	Повышенный уровень ожидаемых потерь за счёт уровня риска потерь не хуже высокого и (или) надёжных механизмов возмещения
B(el)	B+.ru(el) B.ru(el) B-.ru(el)	Низкое кредитное качество по сравнению с другими объектами рейтинга в Российской Федерации	Высокий уровень ожидаемых потерь , при этом уровень риска потерь не хуже высокого.
CCC(el)	CCC+.ru(el) CCC.ru(el) CCC-.ru(el)	Очень низкое кредитное качество по сравнению с другими объектами рейтинга в Российской Федерации	Очень высокий уровень ожидаемых потерь из-за очень высокого риска потерь в отсутствие надёжных механизмов возмещения потенциальных убытков инвесторов
CC(el)	CC+.ru(el) CC.ru(el)	Крайне низкое кредитное качество по сравнению с	Крайне высокий уровень ожидаемых потерь из-за очень высокого риска потерь при

Рейтинговая категория	Уровень рейтинговой шкалы	Определение	Пояснение
	СС-.ru(el)	другими объектами рейтинга в Российской Федерации	достаточно слабых механизмах возмещения потенциальных убытков инвесторов
C(el)	C+.ru(el) C.ru(el) C-.ru(el)	Критически низкое кредитное качество по сравнению с другими объектами рейтинга в Российской Федерации	Критически высокий уровень ожидаемых потерь из-за очень высокого риска потерь при очень слабых механизмах возмещения потенциальных убытков инвесторов

4.3. 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 кредитного качества проектной компании) до 7 (наилучший балл, максимально позитивное влияние на оценку кредитного качества проектной компании).

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,

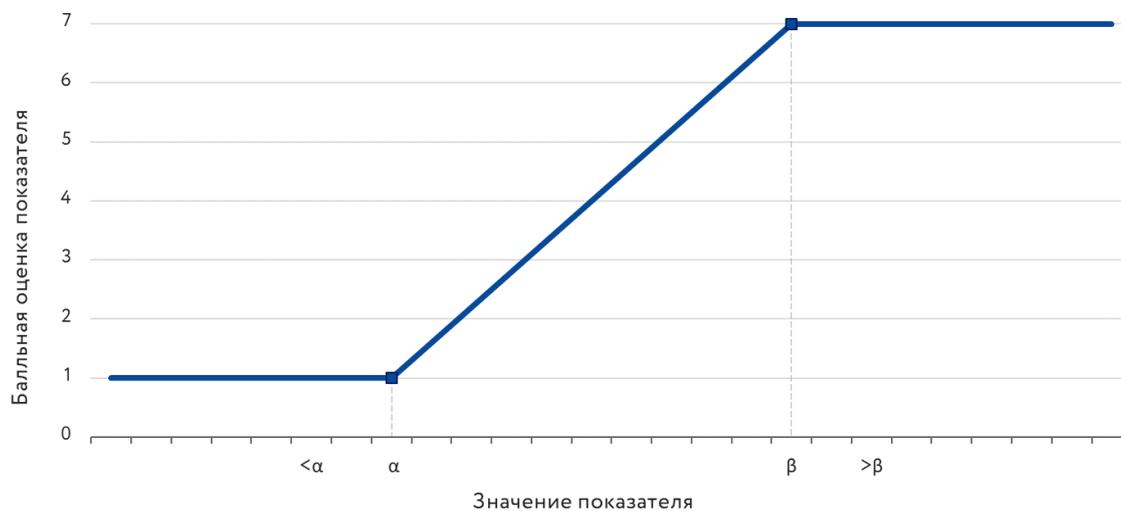
α — пороговое значение показателя, соответствующее минимальной балльной оценке (как правило, равна 1),

β — пороговое значение показателя, соответствующее максимальной балльной оценке (как правило, равна 7).

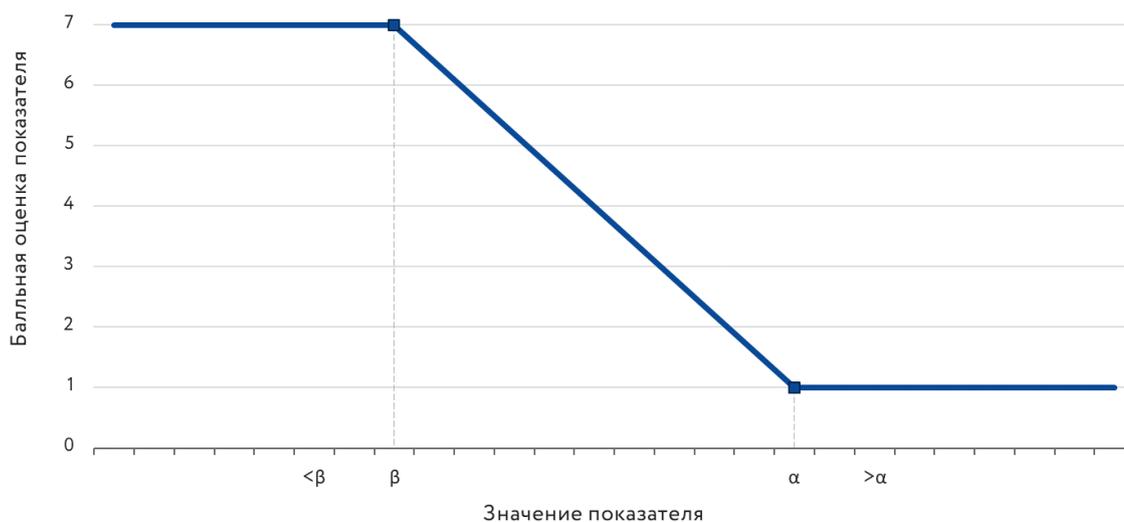
Если значение x вне диапазона чувствительности показателя, то есть ниже α или выше β , показателю присваивается минимальный (максимальный) балл соответственно, как это показано на [рисунке 1](#). Под диапазоном чувствительности показателя понимается набор значений, где изменение показателя должно влиять на его балльную оценку.

Рисунок 1. Перевод значений показателей в балльную оценку соответствующих субфакторов

1а. Для случая $\beta > \alpha$



1б. 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) на соответствующую дату. Например, если базовая оценка равна 2,5 балла и применена экспертная отрицательная корректировка в размере 0,5 балла, то итоговая оценка субфактора составит 2,0 балла. Итоговая оценка не может принимать значения выше 7 и ниже 1.

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

5. Факторы определения базовой оценки собственной кредитоспособности

5.1. Проектные риски всех стадий

5.1.1. Общие принципы оценки фактора

Фактор «Проектные риски всех стадий» отражает основные количественные и качественные характеристики проекта, требующие оценки на всех стадиях его реализации, включая эксплуатационную, а также устойчивость финансовой модели в различных негативных сценариях.

Оценка фактора рассчитывается как среднее взвешенное балльных оценок соответствующих субфакторов, при этом НКР предусматривает дифференцированные подходы в зависимости от вида специализированного финансирования.

Таблица 5. Веса, применяемые при оценке фактора «Проектные риски всех стадий»

	Проектное финансирование, ГЧП и концессии		Финансирование недвижимости		Объектное финансирование	
	стадии					
	1 и 2	3	1 и 2	3		1, 2 и 3
Покрытие долга денежными потоками	15%	20%	20%	25%	25%	
Участие бенефициаров	20%	20%	20%	20%	20%	
Устойчивость к негативным сценариям	20%	20%	20%	20%	25%	
Страховое покрытие	15%	15%	15%	15%	20%	
Технологический риск	15%	10%	10%	10%	5%	
Экологические и социальные риски	15%	15%	15%	10%	5%	

5.1.2. Покрытие долга денежными потоками

Базовая оценка субфактора

Анализ данного субфактора позволяет сделать вывод, в какой степени будущие операционные денежные потоки могут покрыть финансовые обязательства, привлечённые для реализации проекта. Оценка субфактора определяется на основе коэффициента покрытия долга (CDR) на горизонте срока погашения действующих обязательств, который рассчитывается по следующей формуле:

$$CDR = \frac{\sum_{i=t}^n CFO_i}{\sum_{i=t}^n DS_i}$$

где:

CFO – ожидаемый операционный денежный поток, не учитывающий обслуживание финансовых обязательств (уплаченные проценты и соответствующая часть лизинговых платежей);

DS – отток денежных средств для обслуживания и погашения финансовых обязательств, привлечённых для реализации проекта (погашение тела долга, процентов и сопутствующих комиссионных расходов);

t – текущий период времени;

n – срок погашения всех финансовых обязательств, действующих на начало периода t.

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

Таблица 6. Определение балльной оценки CDR

	Балльная оценка						
	1	2	3	4	5	6	7
CDR	≤ 1,0	1,2	1,4	1,6	1,8	2,0	≥ 2,2

Финансовая и операционная аренда

В составе выплат по финансовым обязательствам, привлечённым для реализации проекта, НКР учитывает, в частности, следующие обязательства:

- Финансовая аренда активов, отказ от использования которых приведёт к существенному сокращению выручки или ухудшению показателей, учитываемых НКР при оценке фактора «Бизнес-профиль».
- Финансовая аренда активов, отказ от использования которых сопряжён со значительными штрафами или ухудшением отношений с важнейшими контрагентами.
- Операционная аренда активов, критически важных для реализации проекта, в размере дисконтированной суммы предстоящих лизинговых платежей.

Оценка размера соответствующих обязательств, учитываемых в составе оттока денежных средств, осуществляется:

- для платежей срочностью до 36 месяцев – с учётом ставки дисконтирования, рассчитанной на основе МСФО (IFRS) 16 «Аренда»;
- для платежей срочностью более 36 месяцев – с учётом ставки дисконтирования, увеличенной относительно рассчитанной на основе МСФО (IFRS) 16 «Аренда». Указанное увеличение не может превышать 5 раз и зависит от гибкости бизнес-модели проектной компании и её потребности в праве пользования соответствующими активами на горизонте более 3 лет.

Выданные гарантии и поручительства

НКР может также учитывать в составе DS часть условных обязательств по гарантиям и поручительствам, которые РЛ предоставило по обязательствам третьих лиц. Агентство включает выданные гарантии и поручительства в состав совокупного долга РЛ с применением соответствующего поправочного коэффициента. Размер поправочного коэффициента зависит от ОКК контрагента, в отношении которого были выданы такие гарантии или поручительства, см. таблицу ниже.

Таблица 7. Определение поправочного коэффициента в зависимости от ОКК контрагента

ОКК контрагента	A-.ru и выше	BBB+.ru, BBB.ru, BBB-.ru	BB+.ru, BB.ru, BB-.ru	B+.ru, B.ru, B-.ru	CCC.ru и ниже
Поправочный коэффициент для гарантий и поручительств, выданных РЛ	1%	5%	15%	25%	100%
Поправочный коэффициент для долговых инструментов, денежных средств и их эквивалентов	99%	95%	85%	75%	0%

В составе DS могут быть учтены и иные внебалансовые обязательства сходной экономической природы. Например, как частный случай выданных гарантий и поручительств рассматриваются не отражённые в отчёте о финансовом положении обязательства, принятые проектной компанией в рамках регрессного факторинга (РЛ обязано исполнить предъявленные регрессные требования факторинговой компании в случае дефолта контрагента).

Займы с особыми условиями

В качестве займов с особыми условиями могут выступать займы от аффилированных сторон, предоставленные по льготной процентной ставке, с комфортными для проектной компании условиями пролонгации, отсутствием залога имущества проектной компании и низкой вероятностью предъявления к погашению в течение ближайших 36 месяцев. Как правило, займы с особыми условиями учитываются в составе расходов, связанных с привлечёнными финансовыми обязательствами, с поправочным коэффициентом 0,2 (т. е. в составе долга учитывается только 20% их балансовой стоимости, оставшаяся часть учитывается при оценке субфактора «[Участие бенефициаров](#)»). При этом в случае высокого риска досрочного истребования данных обязательств поправочный коэффициент может быть увеличен вплоть до 1 (например, в случае вероятной смены бенефициаров в краткосрочной перспективе, высокого уровня налоговых рисков или негативной деловой репутации бенефициаров).

Экспертные корректировки базовой оценки субфактора

А. Валютные риски: –2 балла максимум.

Корректировка отражает как риски прямых потерь в связи с неблагоприятным изменением валютных курсов, так и косвенные потери, которые могут возникать при работе с валютными активами и обязательствами. В частности, к косвенным потерям агентство относит ухудшение кредитного качества контрагентов из-за реализации присущих им валютных рисков, а также потери, связанные с конвертацией иностранных валют в национальную валюту Российской Федерации.

Типовые основания для применения корректировки описаны ниже:

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

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

Если ликвидные активы в какой-либо валюте имеют ограниченный потенциал конвертации в валюту Российской Федерации, эти ликвидные активы могут учитываться только в размере, эквивалентном размеру долга РЛ в этой валюте.

Б. Пиковые погашения: –2 балла максимум.

Корректировка может быть применена, если на горизонте 36 месяцев ожидается существенное ухудшение показателей ликвидности из-за пиковых погашений долга. Размер корректировки зависит от степени ожидаемого ухудшения показателей ликвидности, масштабов ожидаемых потерь для кредиторов и рисков, связанных с рефинансированием долга.

5.1.3. Участие бенефициаров

Участие бенефициаров отражает, в какой степени они готовы разделить риски проекта с кредиторами. Оценка субфактора рассчитывается как средневзвешенное балльных оценок

ожидаемой доли инвестиций бенефициаров в бюджете проекта (с весом 25%) и фактической доли инвестиций бенефициаров в бюджете проекта (с весом 75%). Ожидаемый объём инвестиций бенефициаров определяется исходя заявленных планов, но может быть скорректирован с учётом их реалистичности. При оценке субфактора в качестве инвестиций бенефициаров рассматривается часть займов с особыми условиями, которые не учтены в составе финансовых обязательств в описании расчёта «[Займов с особыми условиями](#)» в п. 5.1.2.

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

Таблица 8. Определение базовой оценки показателя «Участие бенефициаров»

	Балльная оценка						
	1	2	3	4	5	6	7
Ожидаемая доля инвестиций бенефициаров в бюджете проекта	≤ 6%	10%	14%	18%	22%	26%	≥ 30%
Фактическая доля инвестиций бенефициаров в бюджете проекта	≤ 6%	10%	14%	18%	22%	26%	≥ 30%

Если фактическая или ожидаемая доля инвестиций превышает 70%, агентство дополнительно анализирует обоснование структуры финансирования проекта и оценивает, в какой мере данная структура связана с низкой доступностью заёмных средств, результаты такого анализа могут быть учтены при определении оценки модификатора «[Peer-анализ](#)».

5.1.4. Устойчивость к негативным сценариям

Устойчивость к негативным сценариям отражает чувствительность проекта к неблагоприятным изменениям конъюнктуры, которые не заложены в его базовую финансовую модель. Запас прочности к таким изменениям значительно повышает кредитное качество.

Алгоритм оценки субфактора «Устойчивость к негативным сценариям» зависит от текущей стадии реализации проекта. Для стадии 1 оценка субфактора определяется как среднее гармоническое балльных оценок показателей, перечисленных в таблице ниже. При этом 4 из 5 показателей отражают максимально возможный уровень ухудшения ключевых переменных, заложенных в финансовую модель проекта (падение средней цены реализации, снижение объёмов производства, рост капитальных затрат проекта, рост себестоимости, в том числе за счёт увеличения процентных расходов), при котором коэффициент обслуживания обязательств (DSCR) остаётся выше 1. Показатель «Устойчивость к одновременному падению цены, росту себестоимости и росту бюджета» представляет собой значение DSCR после применения многофакторного стресс-сценария. Под многофакторным сценарием обычно

понимается сочетание падения цены на 10%, роста себестоимости и капитальных затрат на 10%, но для сфер деятельности с высокой волатильностью данный сценарий может быть ужесточён.

Для стадий 2 и 3 оценка субфактора определяется аналогично, но без учёта показателя «Устойчивость к росту капитальных затрат», рост капитальных затрат также не учитывается при многофакторном анализе.

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

Таблица 9. Определение балльной оценки показателей субфактора «Устойчивость к негативным сценариям»

	Балльная оценка						
	1	2	3	4	5	6	7
Устойчивость к падению цены	≤ 5,0%	7,5%	10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	≥ 20,0%
Устойчивость к падению объёмов							
Устойчивость к росту себестоимости	≤ 6 %	10%	14%	18%	22%	26%	≥ 30%
Устойчивость к росту капитальных затрат (OverCapex)	≤ 10%	25%	40%	55%	70%	85%	≥ 100%
Устойчивость к одновременному падению цены, росту себестоимости и росту бюджета	≤ 1,04	1,05	1,06	1,07	1,08	1,09	≥ 1,10

Коэффициент DSCR рассчитывается как отношение денежного потока, доступного для погашения обязательств в рамках проекта, к сумме платежей по обслуживанию долга, включая выплаты по основному долгу, проценты и сопутствующие комиссионные расходы:

$$DSCR = \frac{LA_t + DL_t + \sum_{i=t}^n (CFO_i + IE_i - CAPEX_i)}{\sum_{i=t}^n DS_i}$$

где:

CAPEX – величина капитальных затрат в периоде,

LA – ликвидные активы РЛ, которые могут быть направлены на погашение долга (резерв ликвидности),

IE – обслуживание финансовых обязательств (уплаченные проценты и соответствующая часть лизинговых платежей);

DL_t – неиспользованная часть лимита в рамках проектного финансирования.

Для оценки субфактора агентство строит финансовую модель проекта на основе базового сценария финансовой модели проекта, предоставленной рейтингуемым лицом, но может корректировать его предпосылки с учётом собственных прогнозов, прогнозов органов власти, информации отраслевых объединений, саморегулируемых организаций (СРО) и официальных органов статистики.

Если проект реализуется в рамках Федерального закона от 01.04.2020 г. № 69-ФЗ «О защите и поощрении капиталовложений в Российской Федерации», агентство может не включать в стресс-тестирование ту часть инвестиций, которая гарантируется к возврату государством на основании соответствующего соглашения. Такие соглашения о защите и поощрении капиталовложений (СЗПК) заключаются проектной компанией и публично-правовым образованием, которое обязуется обеспечить неприменение в отношении проектной компании решений, ухудшающих её положение (стабилизационная оговорка) или создающих дополнительные барьеры или расходы при реализации проекта.

Экспертные корректировки базовой оценки субфактора

А. Волатильность DSCR: –1 балл максимум.

Коэффициент DSCR может рассчитываться не только за период, оставшийся до погашения всех действующих финансовых обязательств, привлечённых для реализации проекта, но и за более короткие промежутки времени (например, за 1 год). Если годовые значения любого из показателей, оцениваемых в рамках субфактора, подвержены высокой волатильности, агентство применяет корректировку в размере минус 1 балл максимум в зависимости от размера и частоты их изменения.

Б. Стратегическая значимость проекта: +2 балла максимум.

Корректировка применяется для проектов, реализуемых в рамках целевых государственных программ или в рамках концессий/ГЧП. Применение данной корректировки также возможно, если при реализации проекта государство субсидирует ставку по инвестиционному кредиту или платежи по концессии планируются прямо или опосредованно от государства.

Максимальный размер корректировки применим к проектным компаниям, получающим поддержку реализуемого проекта на федеральном уровне. Для проектов, получающих поддержку региональных органов власти, размер корректировки не может превышать 1 балла.

5.1.5. Страхование покрытия

В силу присущей проектным компаниям высокой концентрации на отдельных активах/объектах агентство полагает, что основной объём рисков, связанных с созданием/приобретением, транспортировкой и эксплуатацией объектов в рамках проекта, должен быть в значительной степени застрахован в надёжных страховых компаниях.

Алгоритм оценки субфактора учитывает как уровень покрытия страхованием ключевых рисков проекта (уровень страхового покрытия), так и кредитное качество привлечённых

страховых компаний (см. [таблицу 10](#)). При расчёте уровня покрытия рисков учитываются только те виды рисков, которые могут быть переданы страховым компаниям.

Таблица 10. Алгоритм оценки субфактора «Страховое покрытие»

Уровень страхового покрытия	Средневзвешенная ОКК/ОСКК вовлечённых страховых компаний				
	AA-.ru и выше	A+.ru	BBB+.ru	BB+.ru	ниже BB-.ru
		A.ru	BBB.ru	BB.ru	
		A-.ru	BBB-.ru	BB-.ru	
не менее 70%	7	7	6	4	3
[60%; 70%)	7	6	5	4	3
[50%; 60%)	6	5	4	3	2
[40%; 50%)	5	4	3	2	2
[30%; 40%)	4	3	2	2	1
[1%; 30%)	3	3	2	1	1
менее 1%	1	1	1	1	1

Экспертная корректировка базовой оценки субфактора

А. Географическая диверсификация объектов: +2 балла максимум.

Корректировка может быть применена, если географическая диверсификация проекта снижает его чувствительность к чрезвычайным ситуациям (как природного, так и техногенного характера) и потребность в страховании соответствующих рисков.

5.1.6. Технологический риск

Базовая оценка субфактора

Базовая оценка субфактора учитывает сложность технологий, используемых при реализации проекта, и влияние оператора проекта (см. [таблицу 11](#)). Влияние оператора проекта может быть оценено как позитивное или негативное, если он юридически обособлен от проектной компании. Влияние оператора проекта может быть оценено как позитивное, если проект находится на стадии 2 или 3, и у оператора есть значительный опыт работы с аналогичными технологиями или технологиями более высокого уровня сложности. Влияние оператора проекта может быть оценено как негативное, если у оператора проекта нет опыта работы с технологиями аналогичного или более высокого уровня сложности. В остальных случаях влияние оператора проекта признается нейтральным.

Таблица 11. Алгоритм оценки субфактора «Технологический риск»

Уровень сложности		Влияние оператора проекта		
		позитивное	нейтральное	негативное
минимальный	применяемые технологии относительно просты и полностью испытаны	7	7	6
умеренный	применяемые технологии сложны, однако испытаны и часто применялись	6	5	4
повышенный	применяемые технологии сложны и редко применялись, однако прошли необходимые испытания	4	3	2
высокий	применяемые технологии не испытаны, или отсутствует информация о конструктивных и технологических рисках	2	1	1

Экспертные корректировки базовой оценки субфактора

А. Риски опасных производственных объектов: –3 балла максимум.

Если в рамках проекта создаётся опасный производственный объект в соответствии с Федеральным законом от 21.07.1997 г. № 116-ФЗ «О промышленной безопасности опасных производственных объектов», то к базовой оценке субфактора «Технологический риск» применяется корректировка, максимальный размер которой (в зависимости от класса опасности) приведён в таблице ниже.

Таблица 12. Максимальный размер корректировки в зависимости от класса опасности объекта проекта

Класс опасности	Максимальный размер корректировки
I класс – опасные производственные объекты чрезвычайно высокой опасности	–3
II класс – опасные производственные объекты высокой опасности	–2
III класс – опасные производственные объекты средней опасности	–1,5
IV класс – опасные производственные объекты низкой опасности	–1

Фактический размер корректировки определяется НКР с учётом следующих аспектов:

- Риск отклонения от проектной документации в процессе строительства, реконструкции, капитального ремонта опасного производственного объекта, а также от документации на техническое перевооружение, капитальный ремонт,

- консервацию и ликвидацию опасного производственного объекта в процессе его технического перевооружения, консервации и ликвидации.
- Распространённость в России технологий, применяемых при строительстве и (или) эксплуатации опасного объекта.
 - Наличие лицензий на отдельные виды деятельности, подлежащие обязательному лицензированию (в рамках создания объекта, относящегося к опасным производствам).

5.1.7. Экологические и социальные риски

Базовая оценка субфактора

Алгоритм определения базовой оценки субфактора приведён в [таблице 13](#). Он учитывает как фактический уровень экологического и социального рисков (возможные неблагоприятные последствия проекта для общества и окружающей среды), так и информационный фон в отношении проекта (мнение местных сообществ в отношении последствий реализации проекта). Это связано с тем, что негативный информационный фон в отношении проекта может приводить к существенным непредвиденным расходам и даже остановке проекта наряду с объективными угрозами для общества и окружающей среды.

Информационный фон в отношении проекта может быть оценён как «позитивный или нейтральный», «негативный» (множество негативных публикаций в ведущих СМИ, но без массовых протестов) или «крайне негативный» (массовые протесты против реализации проекта).

Подходы НКР к классификации фактического уровня экологического и социального рисков приведены ниже.

Минимальный уровень соответствует крайне незначительному негативному воздействию на окружающую среду и общество. При этом проектная компания не нарушает нормы экологического и трудового законодательства, у неё отсутствуют соответствующие штрафы, а плата за негативное воздействие на окружающую среду в соответствии с Федеральным законом от 10.01.2002 г. № 7-ФЗ «Об охране окружающей среды» (далее – «плата за негативное воздействие») не предусмотрена.

Умеренный уровень рисков проекта сопряжён с негативным экологическим и социальным воздействием, масштаб которого невелик, а последствия легко минимизировать. Для данного уровня риска характерны единичные случаи нарушения трудового и экологического законодательства, в том числе незначительное количество и объём штрафов и платы за негативное воздействие.

Повышенный уровень рисков связан с неблагоприятным воздействием на окружающую среду или общество, которое сложно минимизировать без привлечения дорогостоящих технологий, но его масштаб недостаточен для классификации уровня экологических и социальных рисков как высокого. Основанием для классификации риска как повышенного также может быть существенный объём штрафов за нарушение норм экологического или

трудового законодательства или существенный объём платы за негативное воздействие на окружающую среду.

Высокий уровень рисков связан с неблагоприятным воздействием на окружающую среду или общество, которое с высокой вероятностью будет необратимым (например, утрата важной природной среды обитания), затрагивает уязвимые группы населения, предусматривает принудительное переселение или затрагивает важные объекты культурного наследия. Основанием для классификации риска как высокого также может быть значительный объём штрафов за нарушение норм экологического или трудового законодательства; значительная плата за негативное воздействие; забастовки и (или) массовое увольнение работников, задействованных в реализации проекта; нарушение техники безопасности (по вине работодателя), повлекшее за собой значительные потери.

Таблица 13. Определение балльной оценки уровня экологического и социального рисков

Уровень рисков	Информационный фон в отношении проекта		
	позитивный или нейтральный	негативный	крайне негативный
минимальный	7	6	5
умеренный	5	4	3
повышенный	3	2	2
высокий	1	1	1

Экспертная корректировка базовой оценки субфактора

А. Значимый ESG-эффект: +0,5 балла максимум.

Данная корректировка может быть применена при одновременном выполнении следующих условий: а) в рамках реализации проекта создаётся объект, обеспечивающий достижение целей устойчивого развития, в том числе с применением технологий, позволяющих минимизировать воздействие на окружающую среду; б) соответствие целям устойчивого развития повышает доступность кредитных средств для проекта (например, снижает риски рефинансирования проекта).

5.2. Проектные риски стадий 1 и 2

5.2.1. Общие принципы оценки фактора

Данный фактор отражает ключевые характеристики проекта, требующие особого внимания на ранних этапах его реализации. По мере перехода к стадии 2 значимость таких характеристик заметно снижается, а к эксплуатационной стадии они почти не оказывают влияния на кредитное качество.

Оценка фактора рассчитывается как среднее взвешенное балльных оценок соответствующих субфакторов, при этом НКР предусматривает дифференцированные подходы к оценке в зависимости от вида специализированного финансирования.

Таблица 14. Веса, применяемые при оценке фактора «Проектные риски стадий 1 и 2»

	Проектное финансирование, ГЧП и концессии	Недвижимость	Объектное финансирование
Риски поставки	15%	15%	30%
Соблюдение графика	15%	10%	15%
Наличие разрешительной документации	20%	20%	10%
Потребность в оборотном капитале	15%	10%	25%
Подтверждение капитальных затрат	15%	25%	20%
Опыт подрядчика	20%	20%	0%

5.2.2. Риски поставки

В рамках субфактора НКР учитывает риски поставки необходимых для реализации проекта ключевых объектов (т. е. оборудования, материалов, комплектующих или иных ресурсов). Такие риски могут быть связаны как с кредитным качеством контрагента-поставщика, так и с иными факторами.

Балльная оценка субфактора равна минимальной из оценок по поставщикам ключевых объектов для реализации проекта.

Кредитное качество контрагента-поставщика учитывается через его ОКК/ОСКК, НКР определяет уровень некредитных рисков поставки (например, неготовность потенциальных поставщиков принять заказ из-за отсутствия свободных мощностей, логистических ограничений и т. д.) экспертно, соблюдая следующие правила:

- Уровень некредитных рисков поставки может быть оценён как **минимальный**, только если ключевые объекты уже поставлены и для поставки комплектующих к ним нет значимых логистических ограничений.
- Уровень некредитных рисков поставки может быть оценён как **низкий**, только если ключевые объекты заказаны и для их поставки нет значимых логистических ограничений.
- Уровень некредитных рисков поставки может быть оценён как **средний**, если ключевые объекты уже заказаны, но для их поставки присутствуют определённые логистические ограничения.
- Если ключевые объекты не заказаны, но выбран потенциальный поставщик, и в ходе предварительных переговоров выявлено, что у него есть свободные мощности, то уровень некредитных рисков поставки оценивается как **высокий**.
- Если поставщик ключевых объектов не выбран либо в требуемый для успешной реализации проекта период отсутствуют свободные мощности у всех потенциальных поставщиков, уровень некредитных рисков поставки оценивается как **очень высокий**.

В таблице ниже приведён алгоритм оценки субфактора в зависимости от уровня некредитных рисков поставки и ОКК/ОСКК поставщика. Если информация для определения ОКК/ОСКК поставщика отсутствует, то оценка субфактора не может превышать 3 балла.

Таблица 15. Алгоритм оценки субфактора «Риск поставки»

Уровень некредитных рисков поставки	ОКК/ОСКК поставщика				
	АА-.ru и выше	A+.ru A.ru A-.ru	BBB+.ru BBB.ru BBB-.ru	BB+.ru BB.ru BB-.ru	ниже BB-.ru
минимальный	7	7	6	4	2
низкий	6	5	5	4	2
средний	6	5	4	3	1
высокий	3	3	2	2	1
очень высокий	1	1	1	1	1

5.2.3. Соблюдение графика

Алгоритм оценки субфактора зависит от стадии реализации проекта и его типа. Для проектов на стадии 1 оценка субфактора определяется как минимальная из оценок показателей, характеризующих отклонение от графика капитальных затрат и отклонение от графика финансирования. Для проектов на стадии 2 для оценки субфактора используется только отклонение от графика финансирования.

В таблице ниже приведены границы диапазона чувствительности (соответствуют баллам 1 и 7) и значения показателей, соответствующего целым значениям балльной оценки – 2,3,4,5,6. Максимальная оценка показателей (7 баллов) присваивается при соблюдении или опережении соответствующих графиков. Для оценки показателя внутри диапазона чувствительности используется [базовый подход](#).

Таблица 16. Определение балльной оценки показателей субфактора «Соблюдение графика»

	Балльная оценка						
	1	2	3	4	5	6	7
Отклонение от графика инвестиционной фазы проекта	≥ 18	15	12	9	6	3	0
Отклонение от графика финансирования проекта, мес.	≥ 18	15	12	9	6	3	0

5.2.4. Наличие разрешительной документации

Базовая оценка субфактора

Наличие разрешительной документации оценивается агентством исходя из стадии разработки проектной документации, проведения государственными органами всех необходимых экспертиз и полноты полученных разрешений.

В таблице ниже представлены балльные оценки показателя.

Таблица 17. Балльные оценки показателя «Наличие разрешительной документации»

Наличие разрешительной документации	Балльная оценка
Все разрешения получены. Есть заключение независимого консультанта, подтверждающее полноту полученных разрешений	7
Все разрешения получены, но не предоставлено заключение независимого консультанта, подтверждающее полноту полученных разрешений	6
Проектная документация прошла экспертизу профильных органов власти в полном объеме (предоставлено письменное подтверждение), но не получены все необходимые разрешения	4
Проектная документация разработана, но не прошла экспертизу в полном объеме	3
Проектная документация не разработана	1

В дополнение к минимальной оценке данного субфактора агентство может применять модификатор «[Критические риски проекта](#)».

Экспертная корректировка базовой оценки субфактора

А. Наличие дополнительных экспертиз: +1,5 балла максимум.

Корректировка применяется при наличии заключения независимых консультантов с высокой деловой репутацией, подтверждающего:

- адекватность предпосылок, заложенных в проектную документацию;
- полноту проведенных экспертиз и изысканий;
- достаточность имеющихся / полученных лицензий и разрешительных документов;
- правовую обеспеченность проекта и стадий его реализации.

Максимальный размер корректировки (+1,5 балла) может применяться при наличии экспертизы от независимого юридического, налогового, технологического и финансового консультанта одновременно.

5.2.5. Потребность в оборотном капитале

Запуск производства на объектах, созданных в рамках проекта, обуславливает потребность в оборотных средствах, которая обычно лишь частично может быть покрыта за счёт внутренних ресурсов. Оценка субфактора определяется показателем NWC, который показывает, какую часть оборотного капитала РЛ будет вынуждено формировать за счёт заёмного финансирования. Для проектов в стадии 1 этот показатель, как правило, оценивается по состоянию на прогнозный год, предшествующий началу стадии 2. Для проектов в стадии 2 показатель оценивается на ближайшие 12 месяцев.

Расчёт показателя осуществляется по формуле:

$$NWC = 1 - \frac{OWC}{WC},$$

где:

OWC – собственные оборотные средства компании (рассчитывается как разность между оборотными активами и краткосрочными обязательствами),

WC – потребность компании в оборотном капитале.

Потребность в оборотном капитале компании (WC) рассчитывается по формуле:

$$WC = TR * (C_{ar} + C_{inv} - C_{ap})/365,$$

где:

TR – ожидаемая выручка компании за 12 месяцев,

C_{ar} – ожидаемый период оборачиваемости дебиторской задолженности в днях,

C_{inv} – ожидаемый период оборачиваемости запасов в днях,

C_{ap} – ожидаемый период оборачиваемости кредиторской задолженности в днях,

Для оценки периодов оборачиваемости агентство также может использовать среднеотраслевые значения показателя.

Для оценки показателя NWC используется кусочно-непрерывная линейная функция следующего вида:

$$\text{Балльная оценка} = \begin{cases} 1, & \text{если } x \leq 1,8 \\ -6,25x + 12,25, & \text{если } 1 \leq x < 1,8 \\ \frac{x-1}{-0,1} + 6, & \text{если } 0,9 < x < 1 \\ 7, & \text{если } x \leq 0,9 \end{cases}$$

В таблице ниже приведены границы диапазона чувствительности (соответствуют баллам 1 и 7) и значения показателя, соответствующего целым значениям балльной оценки – 2,3,4,5,6.

Таблица 18. Определение балльной оценки показателя NWC

	Балльная оценка						
	1	2	3	4	5	6	7
EFWC/WC	≥ 1,80	1,64	1,48	1,32	1,16	1,00*	≤ 0,90

* Тёмно-красным цветом выделена точка перегиба кусочно-непрерывной линейной функции

5.2.6. Подтверждение капитальных затрат

Базовая оценка субфактора

Данный субфактор отражает риск превышения актуального бюджета проекта. Такой риск можно снизить путём заблаговременного заключения контрактов на поставку необходимых инвестиционных товаров и услуг, предоставления гарантий надлежащего исполнения обязательств со стороны генерального подрядчика, а также гарантий покрытия дополнительных расходов в рамках соглашения SSA² с надёжной компанией. Алгоритм оценки субфактора приведён в таблице ниже.

Таблица 19. Алгоритм оценки субфактора «Уровень подтверждения капитальных затрат»

Доля заключённых контрактов	Объём гарантий в % от бюджета проекта*				
	≥ 20%	[15%; 20%)	[10%; 15%)	[5%; 10%)	< 5%
не менее 70%	7	7	6	5	5
[60%;70%)	7	6	5	5	4
[50%;60%)	6	5	4	4	4
[40%;50%)	5	4	4	4	2
[30%;40%)	4	4	4	3	2
менее 30%	4	3	3	2	1

* Учитываются гарантии надлежащего исполнения обязательств, предоставленные генеральным подрядчиком, и гарантии покрытия дополнительных расходов в рамках SSA с надёжной компанией.

Экспертные корректировки базовой оценки субфактора

А. Наличие EPC-контракта³

Оценка субфактора может быть повышена до 7 баллов, если доля заключённых контрактов не меньше 70% и структура проекта предусматривает наличие EPC-контракта

² SSA (Sponsor Support agreement) – прямая или косвенная поддержка, гарантирующая кредитору регулярное обслуживание задолженности по проекту

³ EPC – договор с твёрдой ценой и сроками, по которому подрядчик берет на себя все основные обязательства и риски в отношении создания проекта.

с финансово-устойчивым подрядчиком, который имеет опыт создания аналогичных/сопоставимых по размеру и сложности объектов.

5.2.7. Опыт подрядчика

В рамках данного субфактора агентство оценивает риски проектной компании, связанные с опытом подрядчиков и их возможностью реализовать проект без существенных негативных последствий для проекта.

Базовая оценка субфактора

При проведении анализа агентство применяет один из вариантов оценки:

1. Определяются ключевые/критические подрядчики, участвующие в реализации проекта. Балльная оценка показателя в данном случае равна минимальной из оценок по каждому подрядчику.

2. Определяются топ-3 подрядчиков, участвующих в реализации проекта. В этом случае балльная оценка определяется как среднее взвешенное полученных оценок показателей по каждому из 3 подрядчиков (вес определяется в зависимости от объема работ, приходящегося на каждого подрядчика).

Показатель учитывает наличие у подрядчика положительного подтвержденного опыта реализации аналогичных или схожих проектов, знания специфики реализации проекта и непосредственно отрасли, опыта использования необходимых технологий и наличие необходимых разрешений, сертификатов и лицензий для реализации оцениваемого проекта.

При оценке показателя агентство может рассматривать не опыт юридического лица, а опыт команды, реализующей проект. Под успешным опытом НКР подразумевает участие в реализации нескольких проектов с минимальным отклонением от заявленных графиков и без существенных недостатков. Под отрицательным опытом НКР подразумевает участие в реализации нескольких проектов, которые остановлены или реализованы с существенным отклонением от заявленных графиков из-за недостатков в управлении проектом.

Балльные оценки показателя приведены в таблице ниже.

Таблица 20. Балльная оценка показателя «Опыт подрядчика»

Опыт подрядчика	Балльная оценка
успешно реализованы 5 и более аналогичных проектов	7
успешно реализованы 3-4 аналогичных проектов	6
успешно реализованы 1-2 аналогичных проектов	5
нет опыта реализации аналогичных проектов, но есть успешный опыт реализации сопоставимых по масштабу проектов	3
нет опыта реализации аналогичных проектов	1

Экспертная корректировка базовой оценки субфактора

А. Негативный опыт подрядчика: –1,5 балла максимум.

Корректировка применяется при наличии у оцениваемого подрядчика/подрядчиков [негативного опыта](#) реализации аналогичных проектов. Размер корректировки зависит от количества реализованных проектов и существенности негативных последствий.

5.3. Риски сделок товарно-сырьевого финансирования

При оценке рисков сделок товарно-сырьевого финансирования деление на стадии реализации проекта не применяется, поскольку такие сделки не предполагают создание основных средств. Следовательно, рейтинговый анализ проектных компаний и (или) обязательств в рамках сделок товарно-сырьевого финансирования имеет ряд отличительных особенностей, которые в кратком виде изложены в таблице ниже.

Таблица 21. Субфакторы для оценки рисков сделок товарно-сырьевого финансирования

Субфактор	Вес субфактора	Описание подхода к оценке субфактора	Особенности оценки субфактора
Покрытие долга денежным потоком	15%	п. 5.1.2	–
Участие бенефициаров	15%	п. 5.1.3	–
Устойчивость к негативным сценариям	25%	п. 5.1.4	1) при оценке субфактора не учитывается показатель «Устойчивость к росту капитальных затрат (OverCapex)» 2) DSCR рассчитывается без учёта CAPEX
Страховое покрытие	10%	п. 5.1.5	–
Риски поставки	20%	п. 5.2.2	–
Соблюдение графика	15%	–	для оценки субфактора используется показатель «Отклонение от графика реализации проекта» с пороговыми значениями 6 месяцев (1 балл) и 0 месяцев (7 баллов)

5.4. Бизнес-профиль проекта

5.4.1. Общие принципы оценки фактора

Оценка бизнес-профиля проектной компании характеризует потенциал улучшения или риски ухудшения финансово-производственных показателей и, как следствие, кредитного

качества проектной компании в зависимости от перспектив и устойчивости значимых для компании рынков присутствия.

На стадиях 1 и 2 агентство использует прогнозные данные. Когда же проект выходит на эксплуатационную стадию, показатели бизнес-профиля анализируются исходя из фактических и прогнозных данных.

Оценка бизнес-профиля рассчитывается по формуле:

$$\text{БП} = 0,2 * \text{SM} + 0,3 * \text{MP} + 0,5 * \text{H}(\text{MG}, \text{CD}, \text{FR}, \text{SD})$$

где:

SM – оценка субфактора «Устойчивость рынка»,

MP – оценка субфактора «Рыночные позиции»,

H – среднее гармоническое,

MG – оценка субфактора «География рынков»,

CD – оценка субфактора «Диверсификация потребителей»,

FR – оценка субфактора «Обеспеченность ресурсами»,

SD – оценка субфактора «Зависимость от поставщиков».

Схема оценки бизнес-профиля РЛ также приведена на рисунке 2.

Рисунок 2. Схема оценки бизнес-профиля проектной компании

Рынок присутствия определяется как [Вид товара/услуги – География рынка – Тип потребителя]



Пороговые значения показателей для оценки отдельных субфакторов «Обеспеченность ресурсами» и «Зависимость от поставщиков» приведены в таблице ниже.

Таблица 22. Пороговые значения для оценки отдельных субфакторов бизнес-профиля

	Пороговые значения	
	<u>α</u>	<u>β</u>
Срок эксплуатации имеющихся ключевых ресурсов, лет	≤ 5	≥ 20
Срок эксплуатации легкодоступных ключевых ресурсов, лет	≤ 5	≥ 20
Доля крупнейшего поставщика в объёме закупок	$\geq 70\%$	$\leq 10\%$

Общие подходы к сегментации рынков присутствия

Оценки субфакторов «Рыночные позиции» и «Устойчивость рынка» представляют собой средневзвешенную сумму соответствующих оценок по всем значимым для компании рынкам присутствия. В качестве значимых для компании рынков присутствия рассматриваются рынки, на которые приходится, как правило, более 5% выручки⁴ по проекту (в некоторых случаях для сегментации вместо выручки может быть использована чистая прибыль). В качестве весов используются усреднённые, как правило, за прогнозные 3 финансовых года доли соответствующих рынков присутствия в выручке (при отсутствии точного прогноза за указанный период, возможно использование прогноза за более короткий период). В случае если сумма весов значимых рынков меньше 100%, осуществляется перенормировка весов для получения 100%.

Для определения рынков присутствия агентство сегментирует выручку проектной компании тремя способами:

- по видам товаров/услуг ;
- по географии рынков, на которых планируется реализация этих товаров/услуг;
- по типам потребителей соответствующих товаров/услуг на соответствующем географическом рынке.

См. ниже [пример сегментации выручки проекта](#).

Подобная сегментация деятельности проектной компании позволяет более точно оценивать её бизнес-профиль и дифференцировать компании, которые относятся к одному разделу или коду по классификатору видов экономической деятельности, но при этом существенно различаются по составу рынков присутствия и, соответственно, имеют разный

⁴ Здесь и далее под выручкой обычно понимается плановая выручка, но для стадии 3 вместо неё может использоваться фактическая выручка.

потенциал улучшения или разные риски ухудшения финансово-производственных показателей.

Принципы определения рынков присутствия: сегментация по видам товаров/услуг

Агентство анализирует выручку проектной компании в разрезе видов экономической деятельности и выделяет в отдельные группы те товары и услуги, которые отличаются по своим экономическим и потребительским свойствам от других предполагаемых или полученных товаров/услуг.

Если разные группы товаров/услуг, отнесённых к одному разделу по классификатору видов экономической деятельности, демонстрируют схожую динамику, характеризуются схожими факторами спроса, предложения, эластичностью к внешним факторам и т. д., то они, как правило, рассматриваются агрегировано.

Если разные группы товаров/услуг, отнесённых к одному разделу или коду по классификатору видов экономической деятельности, характеризуются различными динамикой, факторами спроса, предложения, эластичностью к внешним факторам и т. д., то они, как правило, рассматриваются в составе различных рынков присутствия.

Принципы определения рынков присутствия: сегментация по географии

Агентство выделяет следующие типы географических рынков присутствия: внешний, национальный или локальный. Сегментация рынков по географическому расположению позволяет:

- учитывать различия в потенциале роста или устойчивости рынков одной группы товаров/услуг в зависимости от географии;
- учитывать дифференциацию рыночных позиций проектной компании на рынках одной группы товаров/услуг в зависимости от географии.

Внешний рынок означает совокупность зарубежных (по отношению к Российской Федерации) рынков, где проектная компания планирует реализовывать товары/услуги, в т. ч. связанные с трансграничными операциями либо продажей товаров/услуг, произведённых / выполненных зарубежными дочерними предприятиями проектной компании.

Если предоставленная проектной компанией информация о поставках на внешний рынок позволяет оценивать рыночные позиции и устойчивость рынков присутствия с учётом отдельных сегментов внешнего рынка (например, рынки отдельных стран, рынки страновых объединений) и такие рынки существенно отличаются друг от друга (по разным характеристикам: динамике спроса, цен и т. д.), то в качестве рынков присутствия агентство может рассматривать отдельные сегменты внешнего рынка (в этом случае каждому из таких сегментов агентство присваивает свои оценки устойчивости и рыночных позиций РЛ).

Под **национальным рынком** понимается реализация товаров/услуг на территории Российской Федерации в целом или в её существенной части (см. подробнее в определении локального рынка).

В качестве **локальных рынков** рассматриваются рынок отдельного субъекта Российской Федерации (либо нескольких субъектов Российской Федерации) и (или) рынки отдельных муниципалитетов (объединения рынков нескольких муниципалитетов). Если локальные рынки по соответствующей товарной группе формируют в стоимостном выражении существенную (как правило, более $\frac{3}{4}$) часть объёма соответствующего национального рынка (в том числе с учётом типа потребителя), то такую совокупность локальных рынков можно определить как национальный рынок.

Пример сегментации выручки проектной компании

Условная проектная компания планирует производить широкую номенклатуру пластиков, синтетических каучуков и прочей нефтехимической продукции. Таким образом, проектная компания относится к разделу С классификатора видов экономической деятельности «Обрабатывающие производства», код 20 «Производство химических веществ и химических продуктов».

Предполагается, что в рамках операционной деятельности после реализации проекта продукцию будут закупать и использовать как российские компании из большинства субъектов Российской Федерации, так и зарубежные контрагенты.

Для такой проектной компании целесообразно анализировать риски, связанные с рыночными позициями и устойчивостью рынков присутствия, в разрезе следующих планируемых рынков присутствия (см. сегментацию по потребителям в [таблице 7](#)):

- синтетические каучуки – внешний рынок – B2B (OpEx);
- синтетические каучуки – национальный рынок – B2B (OpEx);
- пластики – внешний рынок – B2B (OpEx);
- пластики – национальный рынок – B2B (OpEx);
- прочая нефтехимическая продукция – национальный рынок – B2B (OpEx)

Принципы определения рынков присутствия: сегментация по типам потребителей

Агентство выделяет четыре группы потребителей: B2C, B2G, B2B (OpEx) и B2B (CapEx), характеристики которых перечислены в [таблице 23](#).

Дополнительная сегментация рынков присутствия по типам потребителей помогает учитывать ситуации, когда товары и услуги одной товарной группы реализуются группам потребителей с различной динамикой и факторами платёжеспособного спроса. Продажа товаров и услуг одной товарной группы на одном географическом рынке, но разным группам потребителей (например, населению (B2C) или региональному органу власти (B2G)) может характеризоваться различными уровнями рисков, связанных с рыночными позициями и устойчивостью рынков присутствия.

Таблица 23. Классификация потребителей

Категория потребителей	Описание
B2C	<p>Business-to-Consumer — производство и (или) продажа товаров/услуг конечным потребителям — физическим лицам (в т. ч. через традиционные розничные магазины и онлайн) либо оптовым покупателям, которые перепродают данные товарные группы физическим лицам без существенного изменения потребительских свойств.</p> <p>Динамика таких рынков в существенной мере определяется платёжеспособным спросом населения, который формируется за счёт доходов из разных источников и прироста долга домохозяйств</p>
B2B (OpEx)	<p>Business-to-Business (OpEx, сокращение от англ. «operating expenses», т. е. операционные расходы) — производство и (или) продажа товаров (включая сырьё и материалы) / услуг другим компаниям, которые потребляют их в рамках текущей деятельности. Как правило, компании-потребители отражают указанные расходы в финансовой отчётности в составе расходов текущего периода или в составе оборотных активов</p>
B2B (CapEx)	<p>Business-to-Business (CapEx, сокращение от англ. «capital expenditures», т. е. инвестиционные расходы) — производство и (или) продажа товаров/услуг другим компаниям, которые потребляют их в рамках инвестиционной деятельности. Как правило, компании-потребители капитализируют указанные расходы в финансовой отчётности в составе внеоборотных активов</p>
B2G	<p>Business-to-Government — производство и (или) продажа товаров/услуг, потребляемых органами государственной власти федерального и регионального уровней, органами местного самоуправления, бюджетными учреждениями за счёт средств бюджетов всех уровней. Покупателями также могут выступать компании, бюджет закупок которых в существенной мере формируется за счёт трансфертов из федерального бюджета, а направления расходов определяются соответствующими нормативно-правовыми актами</p>

5.4.2. Рыночные позиции

Базовая оценка субфактора

Субфактор «Рыночные позиции» позволяет оценить, в какой мере РЛ сможет транслировать потенциал роста рынка присутствия в увеличение финансово-производственных показателей и, как следствие, в улучшение кредитного качества.

При прочих равных условиях, доминирующее (монопольное) положение РЛ или высокие барьеры для входа новых участников на растущем рынке присутствия будут способствовать более высокой взаимосвязи прогнозной динамики рынка и финансово-производственных показателей. И наоборот, в случае низких барьеров для входа и свободной конкуренции использование потенциала роста рынка может потребовать от компании уменьшения цен реализации, повышения маркетинговых расходов и т. п., что может привести к снижению маржинальности и более слабому влиянию положительной динамики рынка присутствия на финансово-производственные показатели РЛ

Оценка рыночных позиций РЛ на отдельном рынке присутствия проводится в 2 этапа:

1. Определяется базовая оценка субфактора:

- Для внешних рынков она зависит от позиций, на которые РЛ сможет претендовать после завершения проекта: для претендующих на топ-20 мировых производителей – 7 баллов, на места с 21-го по 100-е – 6 баллов, на места со 101-го по 500-е – 5 баллов, в остальных случаях – 4 балла.
- 7 баллов присваиваются национальным или локальным рынкам, если проектная компания будет обладать на них монопольным положением либо доля проектной компании в выручке участников соответствующего рынка присутствия будет превышать 80%, причём агентство ожидает, что такое положение проектной компании на соответствующем рынке присутствия сохранится не менее 3 лет после перехода проекта на стадию 3.
- В иных случаях базовая оценка рыночных позиций проектной компании на соответствующем рынке присутствия определяется исходя из рыночных долей пяти крупнейших участников рынка, и уровня барьеров для входа на рынок в соответствии с таблицами [24](#) и [25](#).

2. Базовая оценка корректируется с учётом приведённых ниже по тексту экспертных корректировок на относительные конкурентные преимущества или недостатки проектной компании по сравнению с другими участниками соответствующего рынка.

Таблица 24. Базовая оценка субфактора «Рыночные позиции» для национального рынка присутствия (за исключением случаев, когда базовой оценке присвоено максимальное значение)

Рыночная доля топ-5 игроков рынка	Значимость барьеров для входа на рынок		
	значительные	ограниченные	слабые или отсутствуют
> 30%	6	5	4
[15%; 30%]	5	4	3
< 15%	2	2	1

Таблица 25. Базовая оценка субфактора «Рыночные позиции» для локального рынка присутствия (за исключением случаев, когда базовой оценке присвоено максимальное значение)

Рыночная доля топ-5 игроков рынка	Значимость барьеров для входа на рынок		
	значительные	ограниченные	слабые или отсутствуют
> 30%	5	4	3
[15%; 30%]	4	3	2
< 15%	2	1	1

При оценке значимости барьеров агентство учитывает вероятность появления новых участников рынка (их продукции) на горизонте реализации проекта. *Значительные* барьеры характеризуются низкой вероятностью появления на указанном временном горизонте новых участников рынка, даже в случае существенного роста спроса и цен на соответствующем рынке присутствия. *Ограниченные* барьеры характеризуются умеренной вероятностью появления новых участников на данном рынке присутствия на горизонте реализации проекта. *Слабые* барьеры или их отсутствие означают высокую вероятность появления новых участников (продукции иных участников, в том числе импортной) в случае роста спроса или повышения маржинальности операций на данном рынке.

Агентство рассматривает следующие барьеры для входа новых участников:

- **регуляторные барьеры**, в том числе ограничения количества участников соответствующего рынка через выдачу ограниченного числа лицензий, разрешений и т. п., а также регуляторные ограничения (в том числе в виде пошлин), направленные на защиту национальных компаний на внутреннем рынке;
- **финансовые ограничения**: требования к финансовым ресурсам, необходимым для участия на соответствующем рынке присутствия, в том числе, высокая капиталоемкость производства для товаров с ограниченным плечом доставки, высокие требования к уставному капиталу и т. д.;
- **технологические и иные ограничения** (необходимость обладания определённым набором технологий (разработок), в том числе защищённых патентами и т. д.).

Экспертные корректировки базовой оценки субфактора

Ниже описаны экспертные корректировки, которые применяются к базовой оценке субфактора «Рыночные позиции».

А. Конкурентные преимущества РЛ: +1 балл максимум.

Корректировка может быть применена, если у РЛ есть существенные конкурентные преимущества перед другими участниками данного рынка присутствия. В качестве существенных конкурентных преимуществ РЛ агентство может рассматривать уровень послепродажного сервиса и обслуживания; набор компетенций, технологий, опыт завершённых проектов; значимость бренда.

Б. Преимущества конкурентов РЛ: –3 балла максимум.

Корректировка может быть применена, если у большинства компаний данного рынка присутствия есть существенные конкурентные преимущества перед РЛ (например, более надёжная и дешёвая логистика сбыта, отсутствие репутационных рисков), либо если такие преимущества имеют компании, которые планируют кардинально нарастить свою долю и располагают всеми необходимыми для этого ресурсами.

5.4.3. Устойчивость рынка присутствия

Базовая оценка субфактора

Субфактор характеризует волатильность соответствующего рынка присутствия и позволяет дифференцировать рынки присутствия, которые имеют схожий потенциал роста и уровень рыночных позиций проектной компании, но по-разному демонстрируют уязвимость к внешним потрясениям.

Волатильность всех рынков присутствия РЛ на агрегированном уровне также учитывается в рамках оценки субфактора «[Устойчивость к негативным сценариям](#)».

Принципы оценки устойчивости рынка зависят от типа потребителей, объема доступной информации о динамике цен на рынке и спроса в натуральном выражении.

Рынкам с потребителями типа B2G, где в качестве покупателя выступают федеральные органы государственной власти (включая бюджетные учреждения федерального уровня), присваивается максимальная оценка 7 баллов.

Оценка устойчивости рынков с потребителями типа B2G, где в качестве покупателя выступают органы государственной власти регионального уровня или муниципальные власти (в том числе институты развития и бюджетные учреждения соответствующих уровней), рассчитывается в соответствии с разделом «[Особенности оценки устойчивости рынков присутствия с покупателями типа B2G регионального и муниципального уровней](#)».

Для рынков с потребителями типа B2C, B2B (OpEx), B2B (CapEx), по которым имеется информация о динамике цен и спроса в натуральном выражении, оценка устойчивости рассчитывается на основе максимального фактического снижения денежного объема рынка в течение 1 финансового года (год к году), как правило, за последние 10 лет. Если достоверная статистика за полные 10 лет недоступна, базовая оценка субфактора приравнивается к 4 баллам. Пороговые значения указаны в [таблице 26](#). Отсутствие периодов снижения денежного объема рынка не равносильно нулевой вероятности снижения объемов соответствующего рынка в будущем, а показывает, что динамика спроса на таком рынке, скорее всего, определяется воздействием циклов, период которых превышает 10 лет.

Если имеющейся информации о рынке с потребителями типа B2C недостаточно для оценки максимального снижения его денежного объема в течение 1 финансового года (год к году) за последние 10 лет, устойчивость рынка присутствия оценивается линейным образом на основе максимального годового снижения объема розничной торговли в рамках соответствующего географического рынка, как правило, за последние 10 лет, с пороговыми значениями, указанными в [таблице 26](#).

Если имеющейся информации о рынке с потребителями типа B2B (OpEx) недостаточно для оценки максимального снижения его денежного объема в течение 1 финансового года (год к году) за последние 10 лет, устойчивость рынка присутствия оценивается линейным образом на основе максимального годового снижения показателя «Объем отгруженных товаров собственного производства, выполненных работ и услуг собственными силами»,

рассчитываемого официальной статистической службой, как правило, за последние 10 лет, с пороговыми значениями, указанными в [таблице 26](#).

Если имеющейся информации о рынке с потребителями типа B2B (CapEx) недостаточно для оценки максимального снижения его денежного объёма в течение 1 финансового года (год к году) за последние 10 лет, устойчивость рынка присутствия оценивается линейным образом на основе максимального годового снижения объёма инвестиций в основной капитал, за последние, как правило, 10 лет, с пороговыми значениями, указанными в [таблице 26](#).

Таблица 26. Пороговые значения для показателей субфактора «Устойчивость рынка присутствия» (по типам потребителей и способам расчёта максимального снижения объёма рынка)

Тип потребителя	Показатель (как правило, за последние 10 лет)	Пороговое значение	
		α	β
все	Максимальное снижение денежного объёма рынка год к году	-30%	-5,0%
Показатели, используемые при ограниченной информации о динамике денежного объёма рынка:			
B2C	Максимальное годовое снижение объёма розничной торговли (платных услуг населению) в рамках соответствующего географического рынка	-15%	-1,0%
B2B (OpEx)	Максимальное годовое снижение показателя «Объём отгруженных товаров собственного производства, выполненных работ и услуг собственными силами» (при наличии данных учитывается динамика импорта соответствующих товарных позиций)	-15%	-0,5%
B2B (CapEx)	Максимальное годовое снижение инвестиций в основной капитал соответствующего географического рынка в сопоставимых ценах	-10%	-0,5%

Примечание: для сопоставимости данных за разные периоды значения максимального снижения корректируются с учётом изменения общего уровня цен.

Под оценкой денежного объёма рынка соответствующих товарных групп понимается произведение среднегодовой цены на годовой объём продаж соответствующим потребителям на соответствующем географическом рынке. В случае резких изменений цен и (или) объёма рынка в натуральном выражении среднегодовой объём может быть рассчитан исходя из суммы денежных объёмов рынка за каждый месяц.

Среднегодовые цены товаров рассчитываются на основе биржевых цен, а также цен и ценовых индексов, публикуемых официальными или специализированными статистическими агентствами. Для товаров, реализуемых за иностранную валюту (на зарубежных рынках), среднегодовые цены пересчитываются в рубли. Если падение цен на какие-либо товарные группы сопровождается существенным ослаблением рубля, то устойчивость рынка в рублёвом выражении может сохраняться на приемлемом уровне.

Годовые объёмы продаж рассчитываются (оцениваются) на основе публикуемых официальными или специализированными статистическими агентствами данных, в том числе о динамике индексов физического объёма соответствующих рынков.

Если спрос в натуральном выражении на соответствующем рынке характеризуется низкой эластичностью к внешним воздействиям на годовом горизонте и балансировка рынка осуществляется через изменение цен, то для аппроксимации максимального снижения денежного объёма рынка можно использовать только изменение цен. И наоборот, если цены на товары на соответствующем рынке характеризуются низкой эластичностью к внешним воздействиям на годовом горизонте и балансировка рынка осуществляется через изменение спроса, то для аппроксимации максимального снижения денежного объёма рынка можно использовать только изменение спроса в натуральном выражении.

Для оценки потенциала снижения объёмов рынка присутствия проектной компании, занимающегося розничной торговлей (потребители типа B2C), может использоваться индекс физического объёма агрегированной товарной группы (например, «Пищевые продукты, включая напитки и табачные изделия» или «Непродовольственные товары») либо составной индекс на основе индексов физического объёма отдельных товарных групп, взятых с весами, пропорциональными весам данных товаров в ожидаемой выручке проектной компании.

Экспертные корректировки базовой оценки субфактора

А. Законтрактованная выручка: +2 балла максимум.

Корректировка применяется, если у РЛ законтрактовано более 50% будущей выручки, приходящейся на данный рынок присутствия, на горизонте до 3 лет с окончания стадии 2. Максимальный размер корректировки соответствует контрактации более 90% выручки с контрагентом с ОКК/ОСКК на уровне AAA.ru/aaa.ru.

Выручка считается законтрактованной, если РЛ использует соответствующие хедж-инструменты и (или) контракты соответствуют следующим требованиям:

- контрагент по контракту/хедж-инструменту имеет ОКК/ОСКК не ниже BBB.ru/bbb.ru;
- контракт фиксирует минимальный объём поставок и цену, либо минимальный размер выручки (например, в рамках условия «бери или плати») без возможности их пересмотра по требованию покупателя;
- вероятность разрыва контрактов контрагентом оценивается как низкая (в том числе благодаря прописанным штрафным санкциям).

Б. Риск ужесточения регулирования: –2 балла максимум.

Корректировка применяется, прежде всего, к рынкам, где существующее регулирование не учитывает широкое распространение недобросовестных практик в отношении клиентов-физических лиц. Это повышает вероятность регуляторных новаций, которые существенно ограничат рост рынка.

В. Влияние крупных клиентов на рынок: –2 балла максимум.

Корректировка применяется, если на рассматриваемом рынке есть потребители с долей более 40%, не связанные долгосрочными контрактами с поставщиками. В таком случае уход с рынка любого из таких потребителей повлечёт за собой резкий рост конкуренции за оставшихся клиентов, что негативно отразится на РЛ, даже если оно не работает с такими потребителями. Размер корректировки определяется уровнем технологической зависимости крупных потребителей от соответствующего товара/работы/услуги, а также их ОКК/ОСКК.

Особенности оценки устойчивости рынков присутствия с покупателями типа B2G регионального и муниципального уровней

Когда покупателями/плательщиками на рынках типа B2G выступают органы государственной власти регионального уровня или муниципальные власти (в том числе бюджетные учреждения соответствующих уровней), риск снижения объёма рынка оценивается в соответствии со следующим алгоритмом:

1. По [таблице 27](#) определяется категория устойчивости источников финансирования расходов соответствующего бюджета, влияющая на вероятность уменьшения объёмов закупок у РЛ, в том числе из-за сокращения или перераспределения бюджетных расходов. Максимальной относительной устойчивостью и, как следствие, минимальным риском снижения объёма закупок в случае ухудшения финансового состояния бюджета-покупателя обладают, по мнению агентства, расходы, финансируемые за счёт доходов, относящихся к категории 1 (субвенции из вышестоящего бюджета или иные целевые трансферты, предоставляемые без обязательств по софинансированию). Источники финансирования расходов, относящиеся к категории 4 (налоговые и неналоговые доходы, далее – «ННД») бюджета-покупателя, за исключением целевых ННД, и нецелевые трансферты из вышестоящих бюджетов), характеризуются, по мнению агентства, минимальной относительной устойчивостью и, как следствие, максимальным риском снижения объёма закупок в случае ухудшения финансового состояния бюджета-покупателя (плательщика) по причине сокращения ННД и (или) перераспределения нецелевых трансфертов.
2. По [таблице 28](#) определяется категория приоритетности данного вида закупок для бюджета-покупателя. К категории 1 относятся расходы с максимальным относительным приоритетом, для которых минимален риск снижения в случае ухудшения финансового состояния бюджета-покупателя, а к категории 4 относятся расходы с минимальным относительным приоритетом, для которых максимален риск снижения в случае ухудшения финансового состояния бюджета-покупателя.
3. По [таблице 29](#) определяется риск секвестра на основе категорий устойчивости источников финансирования и приоритетности расходов

4. Базовая оценка субфактора для рынков присутствия типа B2G (за исключением рынков, где покупателями/плательщиками являются федеральные органы государственной власти, включая бюджетные учреждения федерального уровня) рассчитывается по [таблице 30](#), исходя из полученного на шаге 3 риска секвестра и ОКК/ОСКК покупателя/плательщика.

Таблица 27. Категории устойчивости источников финансирования расходов

Категория	Источник финансирования расходов
1	Субвенции из вышестоящего бюджета или иные целевые трансферты, предоставляемые без обязательств по софинансированию из бюджета-получателя
2	Субсидии из вышестоящего бюджета или иные целевые трансферты, предоставляемые на условиях софинансирования из бюджета-получателя
3	ННД целевого характера (например, доходы бюджета, подлежащие зачислению в дорожный фонд соответствующего уровня)
4	ННД (помимо ННД целевого характера) и нецелевые трансферты (дотации и т. д.)

Таблица 28. Категории приоритетности расходов

Категория	Характеристика расходов
1	Текущие расходы на медицину, здравоохранение, иные расходы, имеющие высокую социально-экономическую значимость
2	Капитальные расходы на медицину, здравоохранение, иные расходы, имеющие высокую социально-экономическую значимость, а также иные капитальные расходы с высокой степенью завершённости и высокими расходами на приостановку работ (консервацию)
3	Текущие расходы, не связанные с социальной сферой или выполнением базовых функций государства
4	Капитальные расходы, не связанные с социальной сферой или выполнением базовых функций государства

Таблица 29. Определение риска секвестра

Приоритетность расходов	Устойчивость источников финансирования			
	1	2	3	4
1	минимальный	умеренный	умеренный	высокий
2	умеренный	умеренный	высокий	высокий
3	умеренный	высокий	высокий	очень высокий
4	высокий	высокий	очень высокий	очень высокий

Таблица 30. Оценка субфактора «Устойчивость рынка присутствия» для рынков типа B2G регионального и муниципального уровней

ОКК/ОСКК покупателя	Риск секвестра			
	минимальный	умеренный	высокий	очень высокий
AA-.ru/aa-.ru и выше	7	6	5	4
A/a	6	5	4	3
BBB/bbb	5	4	3	2
BB+.ru/bb+.ru и ниже	4	3	2	1

5.4.4. География рынков

Базовая оценка субфактора

Субфактор характеризует степень географической диверсификации рынков присутствия. При прочих равных условиях, чем шире географическая диверсификация рынков присутствия, тем устойчивее финансовые показатели проектной компании к негативным изменениям (в том числе к изменениям условий присутствия) на отдельных значимых для проектной компании рынках.

Субфактор рассчитывается как средневзвешенная сумма оценок значимых для проектной компании географических рынков. В качестве значимых рассматриваются рынки, на которые приходится/будет приходится, как правило, более 5% выручки проекта. Для оценки субфактора рассматриваются внешние, национальные или локальные рынки присутствия, группируемые по географическому признаку. В качестве весов используются доли соответствующих географических рынков в выручке проекта. В случае если сумма весов меньше 100%, осуществляется их перенормировка для получения 100%.

Таблица 31. Алгоритм оценки географии для внешних рынков присутствия

Вероятные рынки	Доля стран (по выручке), склонных к использованию протекционистских мер в отношении компаний из Российской Федерации		
	< 40%	[40%; 70%]	> 70%
7 и более стран из 3 различных макрорегионов ⁵ мира	7	6	5
не менее 5 стран из 2 различных макрорегионов, но не выполнены условия для более высокой оценки	6	5	4
иные случаи	5	4	4

⁵ Например: Восточная Азия, Южная Америка, Северная Америка, Западная Европа, Центральная Африка

Используются следующие оценки значимых для проекта географических рынков:

- для внешних рынков присутствия: см. алгоритм в [таблице 31](#);
 - для национальных рынков: 7 баллов;
- для локальных рынков показатель, используемый для оценки, зависит от доминирующего типа потребителей. Список показателей и их пороговые значения для применения [базового подхода](#) приведены в [таблице 32](#).

Таблица 32. Пороговые значения для оценки значимости локальных рынков

Тип потребителя	Показатель	Значение показателя, соответствующего	
		α	β
B2C	<i>Численность населения</i> , проживающего на территории соответствующего локального рынка, млн чел.	0,5	25
B2B (OpEx)	<i>Объём отгруженных товаров</i> , произведенных предприятиями, находящимися на территории соответствующего локального рынка, в % от объёма отгруженных товаров, произведенных предприятиями в целом по Российской Федерации	0,1%	25%
B2B (CapEx)	<i>Объём инвестиций в основной капитал</i> на соответствующем локальном рынке, в % от объёма инвестиций в основной капитал по Российской Федерации в целом	0,1%	25%
B2G	<i>Расходы консолидированных бюджетов</i> региональных органов власти, относящихся к соответствующему локальному рынку, в % от расходов консолидированных бюджетов субъектов Российской Федерации	0,1%	25%

Экспертные корректировки оценки субфактора

А. Высокий оборот розничной торговли: ± 2 балла.

Корректировка применяется только к рынкам с потребителями типа B2C.

Базовая оценка показателя может быть повышена на 2 балла максимум, если оборот розничной торговли на душу населения на соответствующем географическом рынке, скорректированный с учётом прожиточного минимума, существенно превосходит медианный уровень по Российской Федерации.

Базовая оценка показателя может быть снижена на 2 балла максимум, если оборот розничной торговли на душу населения на соответствующем географическом рынке, скорректированный с учётом прожиточного минимума, существенно ниже медианного уровня по Российской Федерации.

В обоих случаях размер корректировки зависит от разницы с медианным уровнем по Российской Федерации.

5.4.5. Диверсификация потребителей

Базовая оценка субфактора

Субфактор характеризует степень разнообразия товарных групп, реализация которых формирует/будет формировать денежные потоки от операционной деятельности проектной компании, с учётом масштабов использования этих товарных групп в экономике, конкуренции со стороны товаров-заменителей и зависимости проекта от ключевых потребителей. Для отдельных видов деятельности (например, розничная торговля) при оценке диверсификации потребителей также учитывается степень разнообразия торговых форматов.

При прочих равных условиях, в средне- и долгосрочной перспективе широкая продуктовая линейка положительно влияет на кредитное качество проекта, так как позволяет оперативно реагировать на колебания спроса либо компенсировать снижение спроса на одни группы товаров/услуг результатами деятельности на других рынках. Именно поэтому минимальная оценка субфактора соответствует ситуации, когда проект специализируется на ограниченной номенклатуре групп товаров/услуг, пользующихся ограниченным спросом и имеющих достаточно много заменителей. Максимальная оценка соответствует ситуации, когда продуктовая линейка проекта представлена товарами/услугами, которые являются ключевыми для большинства секторов экономики (в том числе для населения и организаций большинства видов экономической деятельности), при этом у проекта нет зависимости от одного ключевого покупателя.

Таблица 33. Принципы оценки субфактора «Диверсификация потребителей»

Доля секторов экономики (включая население), которые являются потребителями соответствующих групп товаров	Разнообразие ассортимента			
	ограниченное		значительное	умеренное
Значительная часть видов экономической деятельности и населения	7	5	7	5
Существенная часть видов деятельности	5	3	5	4
Ограниченная часть видов деятельности	3	1	3	2
Население: существенная доля в потребления домохозяйств	5	4	6	4
Население: ограниченная доля в потреблении домохозяйств	4	2	3	3

Экспертные корректировки оценки субфактора

Ниже описаны экспертные корректировки, которые применяются к базовой оценке субфактора «Диверсификация потребителей».

А. Разнообразие форматов и каналов продаж: +1 балл максимум.

Корректировка применяется, если для вида деятельности РЛ имеет значение разнообразие торговых форматов и каналов продаж и такое разнообразие соответствует лучшей практике.

Б. Крупнейший покупатель: –3 балла максимум.

Корректировка применяется, если существенная часть (как правило, более 50%) выручки РЛ приходится на крупнейшего покупателя (кроме случая контрактации более 75% выручки от данного покупателя). Размер корректировки зависит от ОКК/ОСКК такого покупателя. Если ОКК/ОСКК крупнейшего покупателя находится уровне А-.ru/a-.ru или выше, корректировка не может превышать 1,5 балла. Максимальная корректировка соответствует контрагентам с ОКК/ОСКК на уровне ВВ+.ru/bb+.ru и ниже.

5.4.6. Обеспеченность ресурсами

Для сделок проектного финансирования, ГЧП и концессий НКР оценивает обеспеченность ключевыми ресурсами, исчерпание (прекращение) которых приведёт к прекращению деятельности объектов, создаваемых в рамках проекта. Оценка субфактора определяется взвешенными оценками показателей «Срок эксплуатации имеющихся ключевых ресурсов» (вес 60%) и «Срок эксплуатации имеющихся и легкодоступных ключевых ресурсов» (вес 40%). Пороговые значения для оценки показателей субфактора приведены в [таблице 22](#). Для оценки значений внутри диапазона чувствительности используется [базовый подход](#).

Под легкодоступными понимаются ключевые ресурсы, которые могут быть приобретены без существенного ухудшения кредитного качества проектной компании.

В числе ресурсов, обеспеченность которыми может оказывать существенное влияние на кредитное качество проектной компании, могут рассматриваться следующие:

- для проектов, специализирующихся на добыче полезных ископаемых: объём доказанных запасов, использование которых экономически эффективно;
- для проектов, рыночные позиции которых зависят от нематериальных активов, имеющих определённую срочность (владение патентами, лицензиями, наличие разрешений и т. п.): остаточный срок (с учётом преимущественного права проектной компании по продлению сроков) соответствующих активов;
- для проектов, бизнес-процессы которых зависят от наличия земельных активов для запуска / продолжения проектов: размер земельного банка.

Если не существует ресурса, исчерпание (прекращение) которого может привести к остановке проекта, данный субфактор не оценивается, его вес равномерно распределяется

между субфакторами «География рынков», «Диверсификация потребителей» и «Зависимость от поставщиков».

5.4.7. Зависимость от поставщиков

Базовая оценка субфактора

Субфактор используется для оценки рисков ухудшения финансовых показателей РЛ из-за изменения условий сотрудничества с ключевыми поставщиками, утраты ключевых поставщиков и роста издержек из-за изменения логистики снабжения. Максимальная оценка субфактора соответствует ситуации, когда структура поставщиков РЛ достаточно диверсифицирована, а значимые для РЛ поставщики при необходимости могут быть заменены другими в разумные сроки и без существенных финансовых потерь.

Базовая оценка субфактора определяется показателем «Доля крупнейшего поставщика в объёме закупок», пороговые значения для его оценки приведены в [таблице 22](#). Для оценки значений внутри диапазона чувствительности используется [базовый подход](#).

Как правило, в качестве крупнейших поставщиков рассматриваются не связанные с РЛ компании. Связанная с РЛ компания может быть учтена в качестве крупнейшего поставщика, если она в значительной мере зависит от не связанного с РЛ поставщика, в этом случае в качестве расчётного показателя используется доля связанной компании в объёме закупок РЛ.

Экспертные корректировки оценки субфактора

Ниже описаны экспертные корректировки, которые применяются к базовой оценке субфактора «Зависимость от поставщиков». При этом совокупное влияние экспертных корректировок на оценку должно находиться в диапазоне [-4; 2].

А. Низкий риск пересмотра контрактов с поставщиками: +2 балла максимум.

Корректировка применяется, если взаимоотношения с крупнейшими поставщиками выгодны для РЛ, при этом регулируются отдельными нормативно-правовыми актами, утверждаемыми органами государственной власти, и риск пересмотра условий сотрудничества либо утраты такого поставщика минимален.

Б. Логистические ограничения поставок сырья и материалов: -3 балла максимум.

Корректировка применяется, если в схеме поставок сырья и материалов на производственные предприятия РЛ существуют логистические ограничения, которые сдерживают планы развития РЛ либо могут оказать негативное влияние на финансовые показатели РЛ в случае вынужденного изменения перечня ключевых поставщиков. Размер корректировки определяется силой негативного влияния указанных ограничений на финансовые показатели РЛ, а также вероятностью реализации данных рисков в течение ближайших 12 месяцев.

В. Критическая зависимость от поставщика: –3 балла максимум.

Корректировка применяется, если у РЛ есть поставщики с долей в объеме закупок ниже 70%, но прекращение их поставок может повлечь временную остановку деятельности РЛ (например, ввиду невозможности быстро заменить этого поставщика). Размер корректировки зависит от возможной длительности остановки деятельности РЛ, а также обеспеченности запасами соответствующей продукции.

5.5. Менеджмент и бенефициары

5.5.1. 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 проектной компании. Ключевые задачи системы управления состоят одновременно в обеспечении успешной реализации проекта и соблюдении интересов всех групп кредиторов, инвесторов и будущих клиентов.

Агентство исходит из того, что слабость одного из элементов системы управления, как правило, снижает эффективность системы в целом, что может оказать существенное негативное влияние на кредитное качество проектной компании. С учётом такой взаимозависимости элементов системы управления в рамках оценки фактора «Менеджмент и бенефициары» активно используется агрегация оценок через среднее гармоническое или минимальное значение. Оценка фактора рассчитывается как среднегармоническое взвешенное балльных оценок субфакторов «Акционерные риски» и «Управление проектом».

$$\text{МиБ} = \frac{1}{0,33/ShR + 0,67/GS'}$$

где:

ShR – балльная оценка субфактора «Акционерные риски»,

PM – балльная оценка субфактора «Управление проектом».

5.5.2. Акционерные риски

Оценка субфактора отражает влияние на систему управления проектной компании 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.

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

Базовая оценка субфактора

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

Особенности оценки деловой репутации бенефициаров РЛ описаны в [приложении](#).

Таблица 34. Принципы оценки показателей субфактора «Акционерные риски»

Показатель	Доля в капитале РЛ				
	> 75%	[50%; 75%]	[25%; 50%)	[10%; 25%)	< 10%
Прозрачность структуры владения					
Нераскрытые агентству бенефициары РЛ	1	2	4	5	7
Репутация бенефициаров					
Бенефициары, деловая репутация которых оценена агентством негативно	2	2	3	5	7
Доля в капитале с высокой вероятностью перехода к бенефициарам, деловая репутация которых оценена агентством негативно (горизонт 12 мес.)	2	3	4	6	7
Бенефициары, в отношении которых существует повышенная неопределённость	4	4	5	6	7
Бенефициары, не являющиеся					
1) компаниями с высоким уровнем корпоративного управления и большой долей акций в публичном обращении,					
2) органами власти с приемлемой кредитоспособностью,	5	5	6	7	7
3) центральными банками суверенных государств (критерий не применяется к РЛ с более 20% акций в публичном обращении)					
Конфликты бенефициаров					
Конфликтующие между собой бенефициары РЛ	2	3	5	6	7

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 балл максимум.

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

Б. Специфика законодательства: +3 балла максимум.

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

В. Опыт и репутация бенефициаров проекта: [-2; 1,5].

Отрицательная корректировка применяется, если большинство бенефициаров проектной компании имеет отрицательный опыт реализации аналогичных (по масштабу или сфере деятельности) проектов.

Положительная корректировка применяется в случае наличия у большинства бенефициаров проектной компании успешного опыта реализации аналогичных (по масштабу или сфере деятельности) проектов.

Г. Риск блокировки работы: –2 балла максимум.

Корректировка применяется в случае повышенной вероятности конфликта бенефициаров либо существенного конфликта при небольшой суммарной доле конфликтующих бенефициаров.

Вероятность конфликта бенефициаров, например, 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:

- увеличивает риски нарушения операционной деятельности;
- усиливает неопределённость относительно объёма, направления и сроков реализации инвестиционных программ;
- увеличивает риск блокировки работы органов управления проектной компании;
- увеличивает риск выкупа доли одного (некоторых) конфликтующих бенефициаров с использованием ресурсов (в том числе кредитных) самой проектной компании.

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, приходящейся на 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 близких 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, акции в публичном обращении не учитываются.
4. Доля в капитале, в отношении бенефициаров которой существует повышенная неопределённость, может включать:
 - доли, в отношении которых предусмотрен переход права собственности при выполнении определённых условий, прописанных в договоре залога, опционе, акционерном соглашении и аналогичных документах;
 - доли умерших бенефициаров, в отношении которых наследники ещё не вступили в права наследования;
 - доли, принадлежащие организациям в стадии ликвидации и в состоянии дефолта;
 - доли бенефициаров, которые не имеют долгосрочной заинтересованности во владении акциями (долями) РЛ (в том числе если они выставлены на продажу), кроме случаев, когда практика аналогичных сделок в прошлом или требования к потенциальным покупателям обеспечивают уверенность в приемлемой репутации новых бенефициаров РЛ;
 - доли РМОВ, заинтересованность которого в развитии и поддержании устойчивой деятельности РЛ оценивается агентством как невысокая либо ОКК/ОСКК такого РМОВ ниже BBB.ru/bbb.ru.

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:

- Отсутствие представителей акционера (или лица, заявленного агентству в качестве конечного бенефициара) в СД РЛ либо их неактивное участие в заседаниях СД.
- Акционер (или лицо, заявленное агентству в качестве конечного бенефициара) не принимает активного участия в стратегическом планировании и контроле над деятельностью РЛ ни лично, ни через своих представителей.
- В структуре фондирования значительную долю занимают займы с особыми условиями, привлечённые от формально не связанных с РЛ кредиторов.
- 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).

5.5.3. Управление проектом

Ключевые задачи системы управления состоят в обеспечении соблюдения заявленного операционного графика и графика финансирования проекта, а также соблюдения 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 обязательства и проектной компании. При оценке субфактора НКР учитывает, что управление проектом может осуществляться не сотрудниками РЛ, а управляющей компанией. В этом случае перечисленные в таблице ниже аспекты могут оцениваться на уровне управляющей компании.

Базовая оценка субфактора

Алгоритм получения базовой оценки субфактора описан в таблице ниже.

Таблица 35. Алгоритм базовой оценки субфактора «Управление проектом»

Балльная оценка	Описание
7	Базовая оценка равна 7 баллам , если уровень управления близок к лучшей практике. Для этого необходимо, в частности, чтобы не было выполнено ни одно из условий, перечисленных ниже в данной таблице
6	Базовая оценка не может превышать 6 баллов при выполнении любого из перечисленных ниже условий: <ul style="list-style-type: none">– критерии и целевые показатели для оценки успешности реализации стадий описаны в регламентах РЛ, но недостаточно детально;– подходы к взаимодействию с крупнейшими кредиторами в случае возникновения негативных и форс-мажорных ситуаций, влияющих на выполнение этапов реализации проекта регламентированы, но недостаточно детально

Балльная оценка	Описание
5	<p>Базовая оценка не может превышать 5 баллов при выполнении любого из перечисленных ниже условий:</p> <ul style="list-style-type: none"> – критерии и целевые показатели для оценки успешности реализации стадий не описаны в регламентах РЛ; – в РЛ или управляющей компании созданы коллегиальные органы управления, но сохраняется значительная концентрация принятия решений на 1-2 лицах
4	<p>Базовая оценка не может превышать 4 балла при выполнении любого из перечисленных ниже условий:</p> <ul style="list-style-type: none"> – зависимость кредитного качества РЛ от 1-2 ключевых лиц высока (например, вследствие отсутствия коллегиальных органов управления в РЛ или управляющей компании); – менеджмент отслеживает соблюдение графика проекта и вновь выявленных рисков его реализации реже 1 раза в квартал; – РЛ не располагает проработанными планами действий для нескольких стресс-сценариев реализации проекта; – операционный график или финансовая модель проекта составлены недостаточно подробно
3	<p>Базовая оценка не может превышать 3 балла при выполнении любого из перечисленных ниже условий:</p> <ul style="list-style-type: none"> – финансовый план проекта содержит нереалистичные предпосылки; – риск ухода одного из ключевых лиц из РЛ в течение ближайших 12 месяцев оценивается как высокий; – для РЛ характерна частая смена руководства, которая приводит к росту операционных рисков; – деловая репутация большей части руководства РЛ оценивается как негативная (см. критерии оценки в приложении)
2	<p>Базовая оценка не может превышать 2 балла при выполнении любого из перечисленных ниже условий:</p> <ul style="list-style-type: none"> – агентство выявило существенные расхождения между предоставленными документами и видением реализации проекта руководством РЛ; – численность или компетенции руководства РЛ не соответствуют сложности и масштабам проекта
1	<p>Базовая оценка равна 1 баллу, если:</p> <ul style="list-style-type: none"> – действия руководства в последние 12 месяцев приводили к нарушению непрерывности деятельности РЛ

Экспертные корректировки оценки субфактора

Ниже описаны экспертные корректировки, которые применяются к базовой оценке субфактора «Управление проектом». При этом совокупное влияние экспертных корректировок на оценку должно находиться в диапазоне [-2;1,5].

А. Взаимодействие с инвесторами и рейтинговыми агентствами: [-1,5;1].

При анализе информационной прозрачности НКР учитывает взаимодействие РЛ с неограниченным кругом лиц (в части раскрытия ключевых показателей, характеризующих основную деятельность проектной компании, соответствия деятельности ESG-подходам, важных новостей о деятельности компании и т. д.), но в силу специфики деятельности проектных компаний основное внимание уделяет предоставлению информации ключевым инвесторам проекта и агентству (управленческая отчётность, финансовые модели, пояснения по отдельным вопросам и т. д.).

Положительная корректировка может быть применена, если информационная прозрачность РЛ, включая взаимодействие с рейтинговым агентством в рамках рейтингового процесса, существенно лучше, чем у компаний, которые получили или могли получить аналогичную базовую оценку корпоративного управления.

Отрицательная корректировка может быть применена в следующих случаях:

- Информационная прозрачность РЛ, включая взаимодействие с рейтинговым агентством в рамках рейтингового процесса, существенно хуже, чем у компаний, которые получили или могли получить аналогичную базовую оценку корпоративного управления.
- Для РЛ характерен недостаточный уровень консервативности (осмотрительности) при подготовке прогнозных форм и моделей. Проектная компания, осуществляющая реализацию проекта по созданию объекта, относящегося к опасным производственным объектам I и II классов в соответствии с Федеральным законом от 21 июля 1997 г. № 116-ФЗ «О промышленной безопасности опасных производственных объектов» не предоставила декларацию промышленной безопасности объекта.

Б. Надежность расчётного банка: –1 балл максимум.

Корректировка применяется в случае низкого кредитного качества основного расчётного банка (ОКК/ОСКК ниже BB.ru/bb.ru) при доле оборотов, приходящихся на этот банк, более 25%.

В. Наличие программ страховой защиты ответственности руководства: +0,5 балла максимум.

Корректировка применяется, если гражданскую ответственность топ-менеджеров за нанесение экономического ущерба своим компаниям и третьим лицам в результате решений, принятых в рамках должностных обязанностей, застрахована в компаниях с ОКК/ОСКК не ниже А-.ru/a-.ru.

Г. Опыт руководства [-2; 1,5].

Отрицательная корректировка применяется, если большинство топ-менеджеров проектной компании (или управляющей компании проекта) имеет негативный опыт реализации аналогичных (по масштабу или сфере деятельности) проектов.

Положительная корректировка применяется в случае наличия у большинства топ-менеджеров проектной компании (или управляющей компании проекта) успешного опыта реализации аналогичных (по масштабу или сфере деятельности) проектов.

6. Модификаторы базовой оценки собственной кредитоспособности

6.1. Кредитное качество ключевого кредитора

Модификатор применяется при наличии у проектной компании кредитора с долей финансирования более 50% от бюджета проекта, поскольку трудности такого кредитора могут привести к прекращению финансирования проекта.

Размер модификатора определяется исходя из следующих правил:

- если проект является уникальным, ОСК проектной компании не может быть выше ОСК ключевого кредитора;
- если проект не является уникальным, ОСК проектной компании не может быть выше ОСК ключевого кредитора +3 уровня.

НКР признает проект уникальным, если выполняется хотя бы одного из условий, перечисленных ниже:

- проект требует значительных капиталовложений (более 40 млрд руб.);
- большая часть оборудования уникальна и делается на заказ, и (или) ключевой подрядчик (доля от общего объёма работ более 50%) является уникальным;
- доступ к ресурсной базе, необходимой для операционного функционирования проекта, может быть осуществлён только с участием бенефициаров проекта.

6.2. Критические риски проекта

Модификатор применяется в случае выявления критических рисков проекта, которые могут с высокой вероятностью полностью остановить его реализацию. Критические риски, учитываемые данным модификатором, приведены в таблице ниже.

Таблица 36. Влияние критических рисков на ОСК проектной компании

Типы критических рисков	ОСК проектной компании
На момент проведения рейтингового анализа проектная документация не разработана, и доля участия бенефициаров проекта не превышает 50%	не выше bb-.ru
Реализация проекта критически зависит от доступа к трансграничным расчётам и (или) иностранным технологиям и инвестиционным товарам, при этом риск ограничения доступа к ним оценивается как высокий	не выше bb-.ru
Проект реализуется в сейсмоопасном регионе или регионе с высоким риском потери/разрушения реализуемого проекта	не выше bb+.ru

При выявлении у проектной компании нескольких видов критических рисков влияние модификатора на ОСК проектной компании определяется по наилучшему варианту.

6.3. Реег-анализ

Сравнительный анализ (реег-анализ) позволяет более чётко разграничить риски (чувствительность к отдельным типам рисков) проектных компаний, имеющих сопоставимый уровень БОСК. Модификатор применяется, если проект и (или) проектная компания 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 кредитное качество проектной компании) показателей, в явном виде не включённых в Методологию.

С целью проведения сравнительного анализа агентство формирует реег-группу, состоящую минимум из трёх проектных компаний (включая РЛ).

Базовым условием отнесения проектной компании к реег-группе является близость БОСК проектной компании и БОСК оцениваемой проектной компании (как правило, это означает нахождение в одной категории либо разницу в БОСК не более 2 уровней в любую сторону), а также принадлежность данной проектной компании к тому же сегменту, что и оцениваемая. Агентство имеет право включать в реег-группу проектные компании, не имеющие кредитного рейтинга НКР; в таком случае проектной 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 проектных компаний, обладающих схожими масштабами и спецификой бизнеса, 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.

7. Кредитный рейтинг обязательства специализированного финансирования

Кредитный рейтинг обязательства специализированного финансирования отражает, в первую очередь, уровень ожидаемых потерь, который зависит от приоритетности (субординации) рейтингуемого обязательства, механизмов возмещения потерь по нему, а также кредитного рейтинга или ОКК проектной компании – эмитента обязательства.

Влияние механизма возмещения и приоритетности (субординации) на кредитный рейтинг обязательств учитывается путем применения к кредитному рейтингу или ОКК проектной компании корректировки, размер которой зависит от величины показателя LTV (см. [таблицу 38](#)). Формула и особенности расчёта показателя приведены ниже.

$$LTV = \frac{Loan}{Value}$$

где:

Loan – сумма обязательств того же уровня, что и рейтингуемое (т. е. если рейтингуемое обязательство относится к старшему необеспеченному долгу, то учитывается только старший необеспеченный долг).

Value – объём денежных средств, который после неисполнения рейтингуемого обязательства может быть направлен на погашение обязательств того же уровня, что рейтингуемое. К ним НКР относит средства, которые ожидаются от поручителей и гарантов по рейтинговому обязательству, от реализации обеспечения по рейтингуемому обязательствам, реализации необремененного имущества проектной компании, а также остаток средств от реализации обеспечения по обязательствам более высокого уровня (после погашения обязательств более высокого уровня). Средства, получаемые в результате операционной деятельности проектной компании, могут быть также учтены агентством в объёме возмещения ожидаемых потерь, при условии возможности их изъятия.

Размер корректировки определяется в два этапа. На первом этапе рассчитываются показатели LTV, величина которых зависит от объёма денежных средств, которые после неисполнения рейтингуемого обязательства могут быть направлены на погашение обязательств того же уровня, что рейтингуемое, в определённый срок:

- в течение 90 дней;
- в период от 90 до 275 дней;
- в период от 275 до 365 дней.

На втором этапе определяется кредитный рейтинг обязательства исходя из наилучшего варианта корректировки.

Средства, ожидаемые от поручителей и гарантов, включаются с поправкой на их кредитное качество и длительность периода до погашения обязательства, т. е. номинальная сумма к выплате по поручительству/гарантии умножается на поправочный коэффициент в соответствии с таблицей ниже. Кроме того, полученное значение может быть дополнительно уменьшено исходя из практики аналогичных выплат со стороны поручителей/гарантов,

юридического статуса соответствующих документов (солидарная или субсидиарная ответственность поручителя, явное указание на безотзывный характер гарантии и т. д.),

Таблица 37. Поправочные коэффициенты для гарантий/поручительств по обязательствам специализированного финансирования

Срок до погашения рейтингуемого обязательства	ОКК/ОСКК поручителя/гаранта			
	А-.ru и выше	BBB+.ru, BBB.ru, BBB-.ru	BB+.ru, BB.ru, BB-.ru	B+.ru и ниже
менее 3 лет	99%	95%	85%	0%
от 3 до 6 лет	98%	92%	76%	0%
более 6 лет	97%	84%	58%	0%

Таблица 38. Определение кредитного рейтинга обязательства с учётом его приоритетности и механизмов возмещения

LTV	Ожидаемый срок погашения обязательства за счёт реализации обеспечения и исполнения поручительств и гарантий, дней		
	< 90	[90; 275)	[275; 365]
Для несубординированных обязательств специализированного финансирования			
≤ 80%	+ 4 уровня	+ 3 уровня	+ 2 уровня
(80%;90%]	+ 3 уровня	+ 2 уровня	+ 1 уровень
(90%; 100%]	+ 2 уровня	+ 1 уровень	+ 1 уровень
(100%; 110%]	+ 1 уровень	+ 1 уровень	без корректировки
> 110%*	без корректировки	без корректировки	без корректировки
Для субординированных обязательств специализированного финансирования			
≤ 80%	+ 2 уровня	+ 1 уровень	без корректировки
(80%;90%]	+ 1 уровень	без корректировки	-1 уровня
(90%; 100%]	без корректировки	-1 уровень	-2 уровня
(100%; 110%]	без корректировки	-2 уровня	-3 уровня
(120; 130%]	-1 уровень	-2 уровня	-3 уровня
(140%; 150%]	-2 уровня	-3 уровня	-4 уровня
> 150%*	-3 уровня	-4 уровня	-4 уровня

*либо Value равен нулю

Приложение. Принципы оценки деловой репутации

Особенности оценки деловой репутации бенефициаров:

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

- Наличие негативной информации о бенефициаре и подконтрольных ему компаниях в СМИ (например, информация о просроченной задолженности, в т. ч. по налогам, неисполнении контрактов на крупные суммы и т. д.).
- Участие бенефициара в капитале кредитных и финансовых организаций с отозванными лицензиями / в процессе финансового оздоровления.
- Участие бенефициара с долей более 25% в капитале компаний (помимо кредитных и финансовых организаций), которые допустили дефолт.
- Участие бенефициара с долей более 25% в капитале юридических лиц, имеющих *высокий*, по мнению агентства, риск дефолта.
- Открытые судебные иски в отношении бенефициара и подконтрольных ему компаний (прежде всего, иски о банкротстве).
- Привлечение бенефициара к уголовной ответственности.
- Работа бенефициара на руководящих должностях в юридических лицах, допустивших дефолт.

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

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

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

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

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

© 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.