

УДК 339.727.22:65.011.3

## МЕЖДУНАРОДНЫЕ КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ УКРАИНСКИХ КОРПОРАЦИЙ И БАНКОВ

*Твердохлебов Н.И.*

Рассмотрено значение международных кредитных рейтингов для выхода предприятий Украины на зарубежные рынки капиталов. Проанализированы основные факторы, влияющие на уровень и количество присвоенных рейтингов, проведено сравнение масштабов рейтингования корпораций и финансовых учреждений Украины с аналогичными предприятиями России и Казахстана.

**Ключевые слова:** кредитный рейтинг, международное рейтинговое агентство, валютный кредит.

**1. Постановка проблемы.** В последние несколько лет украинские корпорации и банки стали активно выходить на зарубежные рынки капиталов поскольку внутренний финансовый рынок не способен удовлетворить их растущие инвестиционные потребности ни по размерам, ни по условиям кредитования. По данным Национального банка Украины, в 2006 г. валютные заимствования корпоративного сектора увеличились на 52% и к началу 2007 г. предприятия различных секторов задолжали иностранцам почти втрое больше, чем государство – 38,6 млрд долларов США, из-за чего внешний долг страны по итогам 2006 года впервые превысил 50% ВВП [1].

Выпуск ценных бумаг, которые котируются на международных биржах, требует от их эмитента наличия кредитных рейтингов от международных рейтинговых агентств – международных рейтингов, позволяющих сравнивать кредитоспособность национальных эмитентов с конкурентами из-за рубежа. По оценкам в настоящее время более 80% мировых потоков заемных капиталов контролируется международными рейтингами, поэтому все большее число предприятий Украины стремятся получить такой рейтинг. Таким образом, изучение опыта "прореитингованных" украинских компаний актуально как в практическом, так и в теоретическом плане и позволяет выявить определенные тенденции и проблемы.

Деятельность международных рейтинговых агентств в Украине пока не получила должного отражения в отечественной научной литературе, специальных исследований на эту тему нами не обнаружено. Более активно эта проблема обсуждается на страницах экономических еженедельников [1;2;3]. Эти публикации содержат значительный фактологический и статистический материал, однако они носят популярно-публицистический характер и грешат многочисленными неточностями и ошибками.

**2. Цель и задачи.** Целью данной статьи является анализ количества и уровня международных рейтингов украинских банков и корпораций. Из данной цели следуют такие задачи: рассмотреть значение международных рейтингов для выхода отечественных предприятий на внешние рынки капиталов и интернационализации украинского бизнеса; выяснить основные факторы, влияющие на уровень и количество присвоенных рейтингов, а также перспективы их роста.

## МЕЖДУНАРОДНЫЙ КРЕДИТНЫЙ РЕЙТИНГ И ПРОЦЕСС ЕГО ПРИСВОЕНИЯ

Рейтинг – это своеобразный инструмент коммуникации предприятия с рынком, с помощью которого оно может разнообразить инструменты заимствования и удешевить их обслуживание. Собственно сам рейтинг выражает мнение авторитетной организации относительно способности эмитента выполнять свои обязательства. Для украинских компаний и банков рейтинг является важным фактором укрепления доверия со стороны зарубежных партнеров и клиентов. Таким образом, основными целями получения международного инвестиционного рейтинга являются две. Первая - имиджевая: международный рейтинг является позитивным фактором для деловой репутации предприятия, свидетельствует о его информационной прозрачности. Это особенно важно в условиях становления рынка финансовых услуг, когда наблюдается острый дефицит информации. Вторая цель – инвестиционная привлекательность и выход на рынок зарубежных заимствований. Кредитный рейтинг приносит не только текущие выгоды. По мере развития финансового рынка преимущество получают те украинские компании, которые имеют наиболее длительную рейтинговую историю.

Мировой рынок рейтинговых услуг практически монополизирован тремя специализированными компаниями – Standard & Poor's(S&P), Moody's Investors Service и Fitch Ratings, на которые приходится более 80% рынка, как в денежном, так и количественном (число рейтингов) эквиваленте. Западные инвесторы доверяют исключительно оценкам международных рейтинговых агентств. Во-первых, их высокая репутация основывается на столетнем опыте оценки кредитоспособности компаний. Во-вторых, глобальные агентства руководствуются правилами Комиссии по ценным бумагам США, которая известна самыми жесткими среди регуляторных органов развитых стран требованиями к кредитным рейтингам. Таким образом, риск ошибочной оценки агентством кредитных перспектив той или иной компании минимален.

Методика присвоения рейтингов в международных агентствах зависит от категории эмитента: у компаний анализируются характеристики бизнеса (рынок и конкурентная позиция, стратегия и менеджмент) и финансовый профиль (финансовая политика, структура капитала, прибыльность, показатели денежных потоков), в случае с банками – факторы ведения бизнеса (менеджмент, структура собственности, доля рынка) и финансовые факторы (качество активов, ликвидность, прибыльность, капитал и база фондирования). Для предприятий из стран с развивающимися рынками, к которым относится Украина, особое внимание уделяется таким качественным параметрам как оценка рисков, положение на рынке, стабильность дохода, регулятивная и оперативная среда.

Рейтинг присваивается только при наличии достаточной информации, прежде всего финансовой отчетности, составленной по международным стандартам, а также большого объема аналитических данных в соответствии с анкетой агентства, позволяющей оценить финансовое состояние бизнеса в целом, его развитие за последние годы, уровень текущей задолженности. Основное внимание уделяется

показателям, характеризующим долговые обязательства предприятия: операционная рентабельность по отношению к процентной ставке по кредитам и общим долгам, отношение объема займов к показателю EBITDA (доход до уплаты налогов, выплаты процентов и амортизации).

Кроме стандартных финансовых показателей, аналитики оценивают кредитоспособность самих владельцев бизнеса, которые могут помочь вовремя рассчитаться с долгами. В случае с банками агентства присваивают особый рейтинг поддержки, оценивающий вероятность такой помощи со стороны регулятора и акционеров [2]. Часто при присвоении международного рейтинга компанию сравнивают с подобными предприятиями из соседних стран. К примеру, долговые обязательства НАК Нафтогаз аналитики сопоставляли с долгами Газпрома и ТНК-ВР, которые вышли на рынок займов намного раньше. Информацию о компании аналитики агентства получают из открытых источников, а также в процессе общения с представителями предприятия. Окончательное решение принимается рейтинговым комитетом, который включает старших аналитиков агентства, после обсуждения всех факторов, влияющих на рейтинг. Весь процесс присвоения рейтинга занимает от полутора до двух месяцев.

По результатам оценки компания получает рейтинг кредитоспособности, варьирующийся от уровня D (банкрот) до AAA (риски компании минимальны). Рейтинги уровня от AAA до ВВВ относятся к инвестиционным, остальные – к спекулятивным (см. таблицу 1). Рейтинговая оценка сопровождается прогнозом его изменений в течение года. Применяется пять видов прогноза: "позитивный", "негативный", "стабильный", "развивающийся" (изменение возможно в обе стороны) и "несущественный" (прогноз затруднителен) [4;5;6].

#### **РЕЙТИНГИ УКРАИНСКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ И ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА ИХ КОЛИЧЕСТВО И УРОВЕНЬ**

На 15 мая 2007 г. международные рейтинги присвоены 6 украинским корпорациям (см. таблицу), 28 банкам и одной страховой компании (Generali Garant). Наиболее востребованы услуги агентства Moody's, которое присвоило рейтинги 6 корпорациям и 26 финансовым учреждениям, далее следуют Fitch (3 корпорации и 16 банков) и S&P (2 корпорации и 2 банка) [4;5;6]. Непопулярность последнего агентства украинские аналитики объясняют дороговизной его услуг (в среднем получение и поддержание международного рейтинга обходится в 30-50 тыс. долларов США в год), а также консервативностью в оценках предприятий из стран с развивающимися рынками [2]. В этом можно убедиться на примере 33 корпораций и банков России и Казахстана, имеющих на 15 мая 2007 г. рейтинги двух агентств – Fitch и S&P. В 17 случаях (52%) рейтинги обоих агентств совпадают, в 12 случаях (36%) оценка S&P ниже, причем в одном случае на две степени и еще в одном на три, и только в 4 случаях (12%) рейтинг Fitch на одну степень выше [4;5]. Впрочем, это не заставило предприятия указанных стран меньше пользоваться услугами агентства S&P, нежели Fitch, о чем свидетельствуют данные таблицы 3.

Таблица 1

Рейтинговые показатели международных агентств [4;5;6;]

Категории рейтингов	Оценка международного рейтингового агентства			Краткое описание
	Moody's	Standart and Poor's	Fitch IBCA	
Инвестиционные	Aaa	AAA	AAA	Максимальная степень безопасности
	Aa1	AA+	AA+	Высокая степень надежности
	Aa2	AA	AA	
	Aa3	AA-	AA-	
	A1	A+	A+	Степень надежности выше средней
	A2	A	A	
	A3	A-	A-	
	Baa1	BBB+	BBB+	Степень надежности ниже средней
	Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-		
Спекулятивные	Ba1	BB+	BB+	Неинвестиционная, спекулятивная степень
	Ba2	BB	BB	
	Ba3	BB-	BB-	
	B1	B+	B+	Высокоспекулятивная степень
	B2	B	B	
	B3	B-	B-	
	Сaa	CCC+	CCC	Существенный риск, эмитент в тяжелом положении
	-	CCC	-	
	-	CCC-	-	
	Ca	CC	-	Сверхспекулятивная степень, возможен отказ от платежей
C	C	-		
-	-	DDD	Отказ от платежей	
-	SD	DD		

Из таблицы 2 следует, что компания Киевстар GSM, полностью принадлежащая иностранным инвесторам, и государственная компания НАК "Нафтогаз" имеют самые высокие рейтинги, совпадающие с суверенным рейтингом Украины, который представляет собой "потолок", выше которого, как правило, не оцениваются заемщики данной страны. Поэтому даже самая кредитоспособная отечественная компания не сможет получить рейтинг выше BB-. Такой рейтинг не является инвестиционным, то есть агентства в принципе не рекомендуют инвесторам вкладывать в бумаги Украины и украинских компаний, даже самых кредитоспособных. Остальные четыре корпорации получили рейтинги на 2-3

**МЕЖДУНАРОДНЫЕ КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ УКРАИНСКИХ КОРПОРАЦИЙ И БАНКОВ**

ступени ниже и попадают в высокоспекулятивную категорию, а у Стирала, по мнению Fitch, даже присутствует существенный риск дефолта.

Таблица 2

Кредитные рейтинги международных агентств в Украине [4;5;6]

Рейтинговое агентство	Standard & Poor's	Moody's Investors Service	Fitch Ratings
<b>Суверенный рейтинг</b>			
Украина	BB-/Негативный	Ba3/Позитивный	BB-/Позитивный
<b>Корпоративный сектор</b>			
Азовсталь	B-/Позитивный	B2/Стабильный	
Киевстар GSM	BB-/Стабильный	Ba3/Позитивный	
Мироновский хлебопродукт		B2/Стабильный	B/Стабильный
НАК Нафтогаз		Ba3/Стабильный	B+/Стабильный
Запорожсталь		B3/Стабильный	
Стирол		B3/Негативный	CCC/Стабильный

Подавляющее большинство украинских банков (20 из 25) в оценке Moody's имеют рейтинг B2, которому агентство дает такую расшифровку: «высокий уровень спекулятивности бумаг, существенный риск дефолта по обязательствам; финансовые обязательства в данный момент времени погашаются, однако запас прочности в долгосрочном периоде ограничен». Еще пять банков (Индустриалбанк, Кредит-Днепр, Родовид-Банк, Правэкс-Банк, Хрещатик) отстают на одну ступень с рейтингом B3, и только страховая компания Generali Garant имеет рейтинг Ba3 [6].

Агентство Fitch оценивает кредитоспособность украинских банков более осторожно, помещая одиннадцать из шестнадцати в категорию B-(B3 по классификации Moody's), ПриватБанк имеет рейтинг B, остальные четыре банка (Мрия-банк, ПроКредитбанк, Укрсиббанк, Укрэксимбанк) попали в категорию BB-/Позитивный [5]. Помимо долгосрочного рейтинга дефолта эмитента в иностранной валюте банкам присваиваются рейтинги финансовой устойчивости, рейтинги поддержки и некоторые другие показатели, позволяющие более полно оценить их состояние [3].

Наличие международного рейтинга позволяет привлекать краткосрочные межбанковские кредиты от иностранных банков, а достаточно высокий рейтинг дает значительное увеличение лимитов кредитования со стороны иностранных контрагентов, удешевляет транзакции, а также снижает процентную ставку при размещении облигаций и привлечении синдицированных кредитов. Облигации в иностранной валюте с различными сроками обращения уже выпустили 12

украинских банков и 6 корпораций [4; 5; 6]. Рейтинг долговых инструментов, как правило, совпадает с кредитным рейтингом эмитента.

Низкий суверенный рейтинг Украины (он уступает соответственно 5 и 4 ступени рейтингам России и Казахстана, достигшим инвестиционного уровня) ограничивает рейтинги отдельных предприятий, которые в результате мало отличаются друг от друга. Поэтому по количеству и по общему уровню международных рейтингов Украина пока существенно отстает от указанных стран, особенно среди предприятий корпоративного сектора (см. таблицу 3).

Таблица 3

Количество кредитных рейтингов международных агентств, присвоенных предприятиям Украины, России и Казахстана на 15 мая 2007 г. [4;5;6]

Рейтинговое агентство	Standard & Poor's	Moody's Investors Service	Fitch Ratings	Всего
<b>Финансовый сектор</b>				
Украина	2	26	16	44
Россия	43	77	50	170
Казахстан	15	15	13	43
<b>Корпоративный сектор</b>				
Украина	2	6	3	11
Россия	58	43	26	127
Казахстан	10	8	9	27
Итого	130	175	117	422

Многие украинские корпорации и банки не стремятся получать международные рейтинги, низкий уровень которых может только повредить их репутации. Возможно именно из этих соображений 12 декабря 2005 года Приватбанк отозвал свой рейтинг В-/Стабильный по шкале S&P. К тому же отсутствие рейтинга не препятствует получению синдицированных кредитов и выпуску кредитных нот. Так, в конце 2006 г. такие долговые бумаги выпустили Запорожский автомобильный завод и «Союз-Виктан». По структуре кредитные ноты похожи на еврооблигации, однако не требуют листинга на международных биржах, кредитного рейтинга и проспекта эмиссии. При этом требования к раскрытию информации и сроки подготовки минимальны, хотя стоимость ресурсов может быть на два-пять процентных пунктов выше, а сроки обращения меньше, чем в случае еврооблигациями.

Большинство компаний, нуждающихся в финансировании на сумму до 100 млн. долларов США, предпочитает синдицированные кредиты. Банки, как правило, начинают заимствования на международном рынке капитала именно с таких

кредитов, поскольку в этом случае они могут рассчитывать на помощь иностранных партнеров по торговому финансированию, которые владеют информацией о заемщике. Из-за этого синдикаты востребованы и промышленными корпорациями, неготовыми полностью раскрыться в рамках выпуска еврооблигаций.

Информационная закрытость украинских банков и корпораций является существенным препятствием для получения ими международного рейтинга. По данным «Исследования информационной прозрачности банков Украины в 2006 г.», проведенного агентством S&P совместно с Агентством финансовых инициатив, средний показатель раскрытия информации по 30 крупнейшим банкам составил всего 42% по сравнению с 48% у российских и 79% у крупнейших банков Западной Европы и США [4].

Негативно на распространение международных рейтингов в Украине влияет и отсутствие прямой зависимости между уровнем рейтинга и стоимостью заемных средств. Возможность заимствования под низкие проценты определяется объемом займа, кредитной историей учреждения, опытом взаимоотношений с потенциальными кредиторами. Большое значение также имеет размер бизнеса, отрасль, собственники и просто умение менеджера договориться с покупателями бумаг. Например, Мироновский хлебопродукт выпустил кредитные ноты в 2006 году под 10,25% годовых, имея рейтинг, по данным Moody's, B2 (очень спекулятивный, высокорисковый). Азовсталь с таким же рейтингом смогла привлечь финансирование под 9,125%, а Укрсоцбанк (тоже с B2) в начале 2007 г. года разместил еврооблигации под 8%. В целом, крупные украинские предприятия, имеющие хорошую репутацию на долговом рынке, и ведущие банки – Укрэксимбанк, ПриватБанк, УкрСиббанк, – привлекают ресурсы под 7-8% годовых [1]. Как подчеркивают зарубежные аналитики и сами рейтинговые агентства, величина рейтинга является лишь одним из факторов, определяющих стоимость заемных средств, поскольку она только позволяет инвестору прогнозировать дефолт компании.

Вместе с тем уровень рейтинга и его изменения могут существенно повлиять на рыночную капитализацию компании, поскольку рынки акций немедленно реагируют на пересмотр рейтингов одним из агентств. В середине марта 2007 г. агентство Moody's снизило кредитный рейтинг химического концерна Стирол из-за роста цен на газ с B3 (по классификации агентства – «долговые бумаги очень спекулятивные и высокорискованные») до все пессимистического уровня Caa1 (финансовое состояние неустойчиво, завод близок к дефолту). Акции Стирола моментально подешевели на 7,6%, хотя рынок вырос на 1,6%. Тогда же агентство предупредило о возможности понижения рейтинга с B2 до B3 еще одного крупного отечественного завода — Азовсталь по причине быстрого роста долгов предприятия. Азовстали удалось избежать пересмотра рейтинга, однако акции меткомбината в день появления неприятной новости от Moody's упали в цене на 5%, при общем падении рынка на 1,2% [3].

По мнению экспертов, тенденция быстрого роста зарубежных заимствований предприятиями Украины в ближайшее время сохранится. Ожидается, что в 2007 г. объем валютных кредитов частного сектора превысит 10 млрд. долларов США,

увеличив их общую сумму более чем на 25% [1]. В связи с этим, можно ожидать увеличение количества банков и корпораций, имеющих рейтинги международных агентств. Многое будет зависеть от динамики суверенного рейтинга Украины. Агентства Moody's и Fitch пока сохраняют позитивный прогноз в отношении его изменения в течение года, в то время как S&P 5 апреля 2007 г. изменило прогноз на негативный и из-за обострения политического кризиса в связи с роспуском президентом парламента.

В заключение можно сделать следующие **выводы**:

1. Международные кредитные рейтинги выполняют две взаимодополняющих функции – свидетельствуют об информационной открытости предприятия и позволяют оценить его кредитоспособность в долгосрочной перспективе, что среди прочего влияет на размеры рыночной капитализации.

2. Предприятия Украины, особенно корпоративного сектора, недостаточно активно выходят на рынок международных рейтинговых услуг и пока отстают как по количеству, так и по уровню рейтингов от предприятий России и Казахстана.

3. Среди факторов, тормозящих рейтинговый процесс в Украине, можно отметить низкий суверенный рейтинг, являющийся «потолком» для частных эмитентов ценных бумаг, информационную непрозрачность украинских корпораций и банков, использование способов валютного кредитования, не требующих получения международного рейтинга.

4. Вступление Украины в ВТО приведет к усилению интеграции ее экономики с мировой кредитной системой и, безусловно, повысит заинтересованность предприятий нашей страны в приобретении кредитных рейтингов международных агентств.

#### Список литературы

1. Василенко И., Задерей Н. Долговой марафон // Эксперт. – 2007. – № 15. – С.67-73
2. Гриньков Д., Марченко А. Алфучные истины // Бизнес. – 2006. – № 49. – С.58-64
3. Шкарпова Е.В2-В3 // Контракты. – 2007. – №16. – С.16-21
4. [www.standardandpoors.ru](http://www.standardandpoors.ru)
5. [www.fitchratings.ru](http://www.fitchratings.ru)
6. [www.moodys.ru](http://www.moodys.ru)

*Поступила в редакцию 29.05.2007 г.*

*Твердохлебов Н.И. Міжнародні кредитні рейтинги українських корпорацій і банків // Вчені записки ТНУ. Серія: Економіка, 2007. – Т. 20 (59). – № 1. – С. 215-223.*

*Розглянуто значення міжнародних кредитних рейтингів для виходу підприємств України на зарубіжні ринки капіталів. Проаналізовані основні чинники, що впливають на рівень і кількість привласнених рейтингів, проведено порівняння масштабів рейтингування корпорацій і фінансових установ України з аналогічними підприємствами Росії і Казахстану.*

*Ключові слова:* кредитний рейтинг, міжнародне рейтингове агентство, валютний кредит.

*Tverdohlebov N.I. International credit ratings of the Ukrainian corporations and banks // Uchenye zapiski TNU. Series: Economy, 2007. – Vol. 20 (59). # 1. – P. 215-223.*

*The value of the international credit ratings for the enterprises of Ukraine entering to the foreign markets of capitals is considered. Basic factors affecting a level and amount of the appropriated ratings are analyzed.*



**МЕЖДУНАРОДНЫЕ КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ УКРАИНСКИХ КОРПОРАЦИЙ И  
БАНКОВ**

---

comparison of scales of rating of corporations and financial institutions of Ukraine with similar enterprises of Russia and Kazakhstan is conducted.

*Key words:* credit rating, international rating agency, currency credit.