

# RatingsDirect®

---

## Ценовое давление, прибыльность, перспективы и новые игроки: рост напряженности на рынке перестрахования

**Ведущий кредитный аналитик:**

Деннис Сугру, Лондон (44) 20-7176-7056; dennis.sugrue@standardandpoors.com

**Вторые кредитные аналитики:**

Таофик Гхариб, Нью-Йорк (1) 212-438-7253; taoufik.gharib@standardandpoors.com

Марк Коулмен, Лондон (44) 20-7176-7006; mark.coleman@standardandpoors.com

### Содержание

---

#### Резюме

Адаптация профиля бизнес-рисков к новым условиям

Альтернативные источники капитала и конвергенция: структурные изменения или флеш-моб?

Имеет ли значение размер компании?

В поисках диверсификации

Регулирование усиливается?

Профиль финансовых рисков перестраховочных компаний отражает баланс между двумя факторами: высокой капитализацией и прибыльностью, с одной стороны, и высокими рисками — с другой

## Содержание (продолжение)

---

Рекордно высокий уровень капитализации в 2012 г.

Прибыльность в прошлом не гарантирует прибыльности в будущем

Позиция по риску нивелирует высокие показатели капитализации и прибыльности

Риски, связанные с макроэкономическими факторами, позволяют отличить победителей от проигравших

Благополучие — хороший учитель, однако более значимый урок мы получаем, преодолевая трудности

Критерии и статьи, имеющие отношение к теме публикации

# Ценовое давление, прибыльность, перспективы и новые игроки: рост напряженности на рынке перестрахования

Рекордно высокий уровень капитализации, высокая прибыльность и растущая значимость сектора перестрахования отражают устойчивые показатели сектора на протяжении последних пяти лет. Вместе с тем избыточная капитализация обуславливает рост конкуренции и давление на прибыль, в свою очередь, макроэкономические факторы негативно влияют на ожидаемые показатели прибыльности, уровень капитализации и позицию по риску многих перестраховочных компаний (см. видеозапись CreditMatters TV «Перестраховочные компании: точки давления» на RatingsDirect от 9 сентября 2013 г.).

В мае 2013 г. Служба кредитных рейтингов Standard & Poor's подтвердила рейтинги 23 крупных международных (пере-)страховщиков в соответствии с новыми критериями присвоения рейтингов страховым компаниям (см. статью «Страховые компании: методология присвоения рейтингов», опубликованную 7 мая 2013 г.). Этот пересмотр подтвердил наши оценки позитивных факторов и рисков, характерных для сектора. В частности, мы считаем, что для перестраховочных компаний, как правило, характерен высокий уровень капитализации и прибыльности, что является позитивным рейтинговым фактором, однако высокий уровень рисков ограничивает профиль финансовых рисков. Задача перестраховщиков заключается в том, чтобы ограничить риски, которые страховые компании не готовы оставлять на собственном удержании ввиду их влияния на результаты компании. Соответственно, для бизнес-модели сектора перестрахования характерен высокий уровень риска и волатильности.

## Резюме

- Рекордно высокий уровень капитализации, высокая прибыльность и растущая значимость сектора перестрахования отражают устойчивые показатели сектора на протяжении последних пяти лет.
- Вместе с тем избыточная капитализация обуславливает рост конкуренции и давление на прибыль, в свою очередь, макроэкономические факторы негативно влияют на перспективы прибыльности, капитализации и позиции по риску многих перестраховочных компаний.
- В этих условиях мы ожидаем, что на рынке останутся более сильные перестраховочные компании, тогда как остальным придется задуматься о выходе с рынка или консолидации.

По нашему мнению, эти риски вполне управляемы при наличии детально разработанной системы риск-менеджмента, определяющей готовность компании к принятию рисков и включающей применение различных моделей. Подобные системы оказали позитивное стабилизирующее влияние на профиль финансовых рисков перестраховщиков в стрессовых условиях, включая большое число катастрофических событий в 2011-м и 2012 гг. и в период финансового кризиса, когда хорошее качество активов, низкие суверенные риски и избыточная капитализация

свидетельствовали о большей стабильности рейтингов перестраховщиков в сравнении с компаниями других секторов.

Рост продуктов и услуг перестрахования, а также прибыльности этого рынка обусловили возникновение новых форм конкуренции и привлечение нового капитала. Мы считаем, что рост такого рода конкуренции так же значим, как и выход на рынок бермудских перестраховщиков в течение последних двадцати лет, и мы полагаем, что в этих условиях действующие компании будут вынуждены корректировать свою стратегию, чтобы на равных сосуществовать с новыми игроками. Мы ожидаем некоторых изменений в секторе, однако не считаем, что они будут свидетельствовать о начале структурных перемен в конкурентной среде.

Макроэкономические риски также представляют угрозу для конкурентной среды, равно как и для профиля финансовых рисков перестраховщиков. Более высокие процентные ставки оказывают давление на «раздутые» балансы компаний, тогда как инфляция, давление со стороны регулирующих органов и изменение темпов роста на глобальных рынках усугубляют риски, которыми должны управлять перестраховщики. Согласно нашему анализу достаточности капитала, скорректированного с учетом рисков, по состоянию на конец 2012 г. доля рисков, обусловленных структурой активов на балансе страховых компаний, в совокупном скорректированном капитале компаний росла быстрее, чем доля рисков, связанных со структурой обязательств и резервированием (по сравнению с уровнем 2011 г.).

Мы считаем, что профиль бизнес-рисков перестраховщиков зависит от роста конкуренции и увеличения емкости сектора. Однако прогнозируемый нами постепенный рост процентных ставок может в некоторой степени ослабить это давление в ближайшие два года. Мы считаем, что перестраховщики Северной Америки в большей степени зависят от этого сценария, который предполагает снижение показателей прибыльности в ближайшие два года (табл. 1). Согласно нашему прогнозу, комбинированный коэффициент по сектору составит 91% в 2013 г., коэффициент рентабельности (ROR) — 20% и доходность капитала (ROE) — 12%.

Наш анализ перестраховочных компаний отражает их зависимость от различных факторов риска, что свидетельствует о сложности бизнес-модели перестраховщиков. В этой статье мы рассматриваем взаимосвязь между различными факторами, влияющими на уровень рейтингов, и макроэкономическими факторами, а также проводим анализ основных характеристик наиболее успешных перестраховочных компаний в сравнении с другими перестраховщиками. Мы также используем нашу обновленную методологию, чтобы описать потенциальное влияние каждого из этих рисков на рейтинги перестраховочных компаний.

Таблица 1

Показатели прибыльности перестраховочных компаний, 2008-2014(П) гг.								Средневзвешенное значение за пять лет
(%)	2008	2009	2010	2011	2012	2013П	2014П	
Коэффициент убыточности	64,2	56,8	62,1	75,1	57,0	61,3	66,1	63,0
Комбинированный коэффициент	93,2	86,8	92,6	105,6	88,1	91,8	95,3	93,3

Таблица 1

Показатели прибыльности перестраховочных компаний, 2008-2014(П) гг. (cont.)								
Доходность капитала (ROE)	18,7	22,2	14,1	5,2	14,4	11,8	7,6	14,9
Коэффициент рентабельности (ROR)	24,0	29,3	22,3	8,8	22,5	19,6	14,5	21,4

П - прогноз. Источник: Standard & Poor's.

## **Адаптация профиля бизнес-рисков к новым условиям**

Глобальное присутствие на рынке и масштаб деятельности перестраховочных компаний, значительная диверсификация страховых продуктов и уровень прибыльности подтверждают наше мнение о сильном профиле бизнес-рисков этих компаний. Однако мы считаем, что избыточная емкость, низкая производительность глобальной экономики и ограниченные возможности прибыльного вложения капитала представляют собой угрозу для перестраховочных компаний, имеющих узкопрофильные или недифференцированные бизнес-модели. Чтобы сохранить свою долю рынка и конкурентные преимущества, наиболее успешные перестраховочные компании должны превосходить уже имеющихся и новых конкурентов по ряду параметров. Компании должны постоянно искать инновационные пути развития, чтобы расширять масштаб деятельности в условиях постоянно меняющейся экономики. Прогнозируемое значение ВВП для многих развивающихся рынков (табл. 6) предполагает возможный существенный рост, однако проникновение страховых услуг на этих рынках очень невелико, что, с нашей точки зрения, может обусловить появление тех или иных позитивных тенденций, связанных с этим ростом, но только в долгосрочной перспективе. Компании сектора перестрахования традиционно являются пионерами в области инновационных продуктов, таких как страхование дожития, ценные бумаги со страховой составляющей, страхование компьютерных рисков и страховое покрытие в случае похищения и требования выкупа. Чтобы выжить в новых условиях, перестраховщикам необходимо следовать этой тенденции в дальнейшем, поддерживая при этом приемлемое соотношение риска и прибыльности.

Мы считаем, что процентные ставки, инфляция и рост ВВП оказывают значительное влияние на профиль бизнес-рисков перестраховочных компаний (табл. 2).

Таблица 2

<b>Каким образом макроэкономические факторы влияют на профиль бизнес-рисков перестраховочных компаний</b>		
<b>Фактор</b>	<b>Бизнес-риск</b>	<b>Комментарии</b>
<b>Процентные ставки</b>	Показатели операционной деятельности	Стабильно низкие ставки не обязательно являются негативным фактором для отрасли в целом. Мы ожидаем, что снижение инвестиционного дохода приведет к уменьшению прибыли и, соответственно, к концентрации на прибыльности страховых операций, что позволяет сохранить текущий высокий уровень прибыли. По нашим оценкам, чтобы компенсировать уменьшение доходности на 1%, средний перестраховщик должен будет сократить комбинированный коэффициент на 3 процентных пункта. Поскольку расходы становятся все более фиксированными, мы ожидаем, что комбинированный коэффициент должен улучшиться благодаря снижению коэффициента убыточности в результате более благоприятной политики ценообразования.
	Ценообразование	Рост тарифов может увеличить конкуренцию и давление на тарифы на некоторых ключевых рынках. Мы считаем, что если процентные ставки и доходность по традиционным активам со временем вернутся на исторический уровень, альтернативные инвестиции, такие как ценные бумаги со страховой составляющей или ценные бумаги компаний на развивающихся рынках, станут менее привлекательными для инвесторов, которые вернутся к относительно безопасным, более ликвидным и более понятным для них активам.
<b>Инфляция</b>	Направления бизнеса	Направления бизнеса перестраховщиков являются основным индикатором подверженности компании инфляции. Мы считаем, что перестраховщики, заключающие долгосрочные договоры, в частности договоры на основе эксцедента убытка, наиболее подвержены инфляции и, соответственно, значительной волатильности.
<b>Ожидаемый рост ВВП</b>	Географическая диверсификация	Изменение прогнозируемого роста ВВП на целевых рынках может поддерживать стратегии роста и экспансии перестраховочных компаний или, напротив, мешать их реализации. Преимущества "первопроходцев" на рынке проверяются только временем. Мы ожидаем, что тенденции в секторе перестрахования будут совпадать с глобальными долгосрочными экономическими тенденциями, перестраховщики будут выходить на развивающиеся рынки, поддерживая происходящие на этих рынках процессы индустриализации. Однако снижение прогнозируемых темпов роста может уменьшить привлекательность или прибыльность инвестиций в развивающиеся рынки для некоторых инвесторов.
		Мы ожидаем, что темпы роста ВВП на развивающихся рынках превысят темпы роста ВВП на развитых рынках, поэтому на развивающихся рынках перестраховщики имеют гораздо больше возможностей для диверсифицированного роста в будущем. Мы считаем, что перестраховщики с богатым опытом, развитыми системами риск-менеджмента и большим объемом деятельности, позволяющими работать на различных рынках, могут добиться высоких темпов роста бизнеса на развивающихся рынках. Кроме того, компании могут реализовать долгосрочную стратегию увеличения своего присутствия на рынках развивающихся стран, таких как Китай, Индия и Бразилия, в соответствии с ростом их экономик.

## **Альтернативные источники капитала и конвергенция: структурные изменения или флеш-моб?**

Исторически низкие процентные ставки и соответствующая низкая доходность традиционных инвестиционных инструментов заставляют крупных институциональных инвесторов обращать внимание на другие классы активов для получения более высокой прибыли. В первую очередь, инвесторов привлекает возможность увеличения доходности, сокращения эмиссионных расходов и отсутствия корреляции рисков, что, собственно и предлагают компании, специализирующиеся на перестраховании рисков, связанных с катастрофическими событиями.

Дополнительная емкость, обеспечиваемая новыми инвесторами, а также менее высокие целевые показатели доходности (например, 6-7% по так называемым «катастрофическим» облигациям и почти 9-10% для перестраховщиков) сразу же оказывают значительное давление на тарифы перестрахования. Это приводит к появлению новых перестраховочных продуктов в отдельных регионах.

Каким же образом перестраховщики ответят на возникающие угрозы для направления бизнеса, которое для многих перестраховочных компаний было самым рентабельным начиная с 2006 г.? В случае недостаточно жесткого подхода к решению возникающих проблем перестраховщики, специализирующиеся на перестраховании катастрофических рисков, могут, что называется, остаться «на обочине» (см. статью «Может ли привлечение нового капитала изменить рынок перестрахования катастрофических рисков», опубликованную 22 апреля 2013 г.) или будут просто передавать страховые риски на рынки капитала. Однако мы не можем не отметить быструю реакцию на эти новые вызовы 19 из 23 перестраховочных компаний, выступающих в роли эмитентов, инвесторов или консультантов, и учитываем реакцию еще шести компаний сектора за последние 18 месяцев.

Некоторые компании передают риски на рынки капитала, используя инструменты типа сайджаров (sidecars; специализированные перестраховочные компании, создаваемые в целях обеспечения перестраховщиков необходимой перестраховочной емкостью) или «катастрофические» облигации, другие инвестируют в альтернативные инструменты (сайджары и ценные бумаги со страховой составляющей). Однако результатом такой стратегии является лишь сокращение существующих объемов перестрахования. Мы считаем, что дальнейшая консолидация — другое вероятное решение проблемы сокращения объемов бизнеса.

По нашему мнению, приток капитала из альтернативных источников, скорее всего, является временным явлением, учитывая текущие макроэкономические условия и некоторые специфические отраслевые риски. Мы ожидаем оттока капитала в сектор традиционных инвестиций, когда показатели доходности традиционных активов вернуться к долгосрочным историческим уровням, что также может спровоцировать значительные убытки в секторе перестрахования. Однако мы не считаем, что это произойдет в ближайшие 12-24 месяцев, а на 1 января — дату возобновления контрактов — ожидаем дополнительного притока капитала. В любом случае, хотя мы прогнозируем очередное сокращение емкости альтернативных источников капитала, в долгосрочной перспективе отдельные инвесторы будут по-прежнему играть важную роль в секторе.

Мы уже давно оцениваем ценные бумаги со страховой составляющей как дополнительный продукт традиционного перестрахования, в частности за пределами американского рынка перестрахования имущества от катастрофических рисков. Страхователям необходимы определенные оговорки и условия страхового покрытия, которые сложно использовать в условиях рынка ценных бумаг со страховой составляющей, т.е. традиционную бизнес-модель необходимо адаптировать, хотя, скорее всего, без каких-либо дополнительных условий.

Несмотря на внимание рынка к вливаниям капитала со стороны третьих лиц, необходимо отметить, что ожидаемые в этом году выпуски ценных бумаг со страховой составляющей не превысят исторического максимума. В 2013 г. мы ожидаем выпуска «катастрофических» облигаций в размере 6-7 млрд долл. (исторический максимум — 7 млрд долл. в 2007 г.) и полагаем, что объем выпуска сайджаров не достигнет уровня 2006 г. — 3,5 млрд долл.

## **Имеет ли значение размер компании?**

Недавние действия Berkshire Hathaway, третьего по величине перестраховщика в мире, иллюстрируют наше мнение о том, что масштаб деятельности может быть конкурентным преимуществом и вызвать цепную реакцию на рынке. Berkshire Hathaway имеет опыт вложения значительных объемов капитала в рынки, находящиеся в стрессовых ситуациях, причем, как правило, со значительной прибылью. Текущие условия рынка позволили компании достичь очень высоких балансовых показателей, вместе с тем она имеет лишь несколько рынков, в которые может с прибылью инвестировать капитал в рамках крупных сделок. Мы отмечаем изменения в стратегии группы: она приобрела подразделение андеррайтеров, ранее работавших в компании Lexington, чтобы занять лидирующее положение на американском рынке эксцедентного и дополнительного страхования. Кроме того, компания договорилась о сделке с Aon Benfield о получении 7,5% розничного бизнеса Aon на Лондонском рынке.

Растущая конкуренция, скорее всего, приведет к усилению давления на тарифы. Если не учитывать рост тарифов в убыточных направлениях бизнеса, тарифы в целом остались на прежнем уровне или немного понизились по состоянию на даты возобновления контрактов — 1 января и 1 апреля. По состоянию на 1 июня и 1 июля — даты возобновления контрактов по страхованию имущества от катастрофических рисков в США — ускорились темпы снижения тарифов (15-20%), в частности в связи с увеличением потребностей в дополнительном капитале, обусловленным ростом риска ураганов в штате Флорида.

Мы считаем, что (пере-)страховщики стремятся увеличивать емкость рынка, чтобы получить привилегированный доступ к размещению финансовых инструментов. Рассматриваемые нами крупные сделки оказались намного более прибыльными, чем ожидалось. Опыт работы по разным направлениям бизнеса также позволяет перестраховщикам предлагать своим клиентам весь возможный спектр услуг, что обуславливает устойчивость бизнеса. SCOR SE и Swiss Reinsurance Co. Ltd. сделали акцент на расширении продуктовой линейки с помощью новых решений в сфере передачи рисков прямого страхования и значительного увеличения емкости для крупнейших корпоративных клиентов. Помимо договора Berkshire с Aon о кватном перестраховании, другие (пере-)страховщики заключают многосторонние и региональные соглашения с Aon и другими крупными брокерами, такими как Willis и Marsh. Это может свидетельствовать о новой парадигме рынка, которая определяет увеличение масштаба деятельности. Однако больше не значит лучше, и, тем не менее, подобные изменения могут быть необходимы. Если тенденция продолжится, темпы консолидации менее крупных и менее дифференцированных (пере-)страховщиков, которым сложно конкурировать в новых условиях, ускорятся. Стратегия выживания небольших и специализированных компаний может заключаться в увеличении масштаба и охвата деятельности и приобретении нового опыта андеррайтинга.

Но смогут ли небольшие специализированные (пере-)страховщики выжить в новых условиях? Мы полагаем, что, конечно, смогут. Некоторые наиболее прибыльные компании занимают перспективные рыночные ниши и предлагают своим клиентам уникальные специализированные продукты. Однако мы отмечаем увеличивающееся

давление на такую бизнес-модель в новых отраслевых и макроэкономических условиях. На глобальном рынке (пере-)страхования осталось не так много свободных ниш, и находить новые ниши становится все труднее, равно как и защищать завоеванные позиции. Мы считаем, что лишь немногие компании с высоким уровнем менеджмента могут успешно реализовать такого рода стратегию.

## **В поисках диверсификации**

Крупные сделки, как правило, характеризуются значительной капиталоемкостью. Поэтому успешным (пере-)страховщикам необходимо диверсифицировать профиль рисков в соответствии с требованиями к достаточности капитала. Мы считаем, что взвешенный подход к диверсификации, позволяющий компании оставаться рентабельной, является позитивным фактором для рейтинга страховой компании, а также определяющим фактором при оценке ее конкурентной позиции.

Реализуя стратегию роста, (пере-)страховщики обратили свое внимание на восточные и южные регионы. Так, Swiss Re и Lloyd's объявили о недавних корректировках стратегии и перспективах роста на рынках стран Азии и Латинской Америки. Другие крупные игроки, такие как Berkshire Hathaway и Fairfax, в условиях кризисной ситуации в 2011 г. вложили значительные средства в азиатские рынки. Бермудские перестраховщики, используя близость своей страны к Бразилии и другим странам Латинской Америки, в последние годы расширяют присутствие на рынках этих стран. Другие перестраховщики, напротив, возвращаются на знакомые нишевые рынки западных стран вместо того, чтобы развивать свой бизнес на незнакомых или недостаточно прибыльных рынках. Такая стратегия вряд ли окажется жизнеспособной в долгосрочной перспективе.

Расширение географии бизнеса обеспечивает его диверсификацию и рост страховой премии, в то время как на насыщенных рынках развитых стран компании могут добиться не более чем стабилизации показателей. Географическая диверсификация позволяет компаниям смягчить последствия существенных убытков в случае выплат по страховым случаям в результате ухудшения экономической конъюнктуры или давления со стороны регуляторов на отдельных рынках. Кроме того, на развивающихся рынках (пере-)страховщики могут воспользоваться конкурентными преимуществами «первопроходцев». Опыт и компетенция являются основными конкурентными преимуществами крупных международных (пере-)страховщиков в регионах в сравнении с местными компаниями, поскольку экономический рост рождает спрос на более сложные страховые продукты. Однако на таких развивающихся рынках, как Бразилия, Китай, Индия, страны Ближнего Востока и Северной Африки, а также страны Центральной и Восточной Европы, конкуренция становится все более ожесточенной. Крупные перестраховочные компании в поиске новых рынков конкурируют не только между собой, но и с местными компаниями, которые стремятся защитить свое положение на рынке. На многих рынках регуляторы в целях защиты местных перестраховщиков по-прежнему ограничивают возможность получения лицензий для новых игроков. Эти факторы усугубляют трудности, с которыми сталкиваются перестраховщики, пытаясь обеспечить рентабельность вложенного капитала на этих перспективных рынках.

## **Регулирование усиливается?**

Несмотря на основные принципы, декларируемые Второй директивой по платежеспособности страховых и перестраховочных компаний стран ЕС (Solvency II), а также требования Международной ассоциации органов страхового надзора (IAIS), призванные способствовать унификации национальных систем регулирования, мы считаем, что фрагментированность регулирования в глобальном масштабе является основным фактором, препятствующим международной экспансии, поскольку ограничивает доступ на рынки и обуславливает увеличение требований к достаточности капитала и операционных расходов. В таких странах, как Китай, Бразилия, Индия и США, регулятивные требования ограничивают способности перестраховочных компаний конкурировать с местными игроками. Например, в Китае иностранные (пере-)страховщики, которые хотят создать компанию с долей своего участия более 25%, должны проработать на рынке не менее 30 лет. В большинстве штатов США иностранные перестраховщики должны обеспечить 100%-ное обеспечение всех перестраховочных выплат, а в Бразилии перестрахователи должны передать не менее 40% премии местным перестраховщикам (см. статью «Бразильский рынок перестрахования: разрушение монополии», опубликованную 5 августа 2013 г.). Эти примеры регулятивных ограничений оказывают неблагоприятное влияние на потенциальную рентабельность бизнеса на этих рынках.

Однако есть и позитивные факторы, связанные с изменением и ужесточением регулятивных требований. Реализация требований Solvency II может привести к росту спроса на сделки, предусматривающие упрощенные требования к объему капитала для страховых компаний с более высоким уровнем платежеспособности. Однако запоздалое внедрение этих требований уменьшает востребованность таких продуктов на рынке. Другим примером является готовность (пере-)страховщиков заполнить нишу, освобождаемую банками в связи с ужесточением глобальных требований к достаточности капитала, в результате чего были ужесточены и правила кредитования. Учитывая объем инвестируемых активов, можно предположить, что (пере-)страховщики могут без труда занять нишу прямого и опосредованного фондирования. Мы ожидаем, что масштаб таких сделок по-прежнему будет достаточно небольшим, и, соответственно, влияние этого фактора на рейтинги будет нейтральным.

Инициатива Совета по финансовой стабильности и G20 по выделению страховщиков, имеющих высокую системную значимость для мировой отрасли страхования, представляет собой угрозу для бизнес-модели некоторых перестраховочных компаний. В июле 2013 г. Совет озвучил список из девяти групп страховых компаний, имеющих высокую значимость для мировой отрасли страхования (G-SIIs), но отложил объявление подобного списка перестраховщиков до июля 2014 г. (см. статью «Включение страховых компаний разных стран мира, имеющих высокую системную значимость, в список G-SIIs и его влияние на рейтинги компаний», опубликованную 19 июля 2013 г.). Мы ожидаем, что эта инициатива может привести к ужесточению требований к достаточности капитала, увеличению давления со стороны регуляторов или ограничениям деятельности компаний.

Мы считаем, что лишь немногие перестраховщики будут названы в качестве имеющих высокую системную значимость для мировой отрасли перестрахования, и не ожидаем какого-либо негативного влияния на рейтинги

таких компаний, однако в долгосрочной перспективе эта инициатива может иметь позитивные или негативные последствия — в зависимости от реакции компании на новые требования регуляторов.

## **Профиль финансовых рисков перестраховочных компаний отражает баланс между двумя факторами: высокой капитализацией и прибыльностью, с одной стороны, и высокими рисками — с другой**

Мы считаем, что профиль финансовых рисков отражает баланс между двумя факторами. С одной стороны, мы оцениваем показатели капитализации и прибыльности в секторе как очень высокие, что подтверждается данными о прибыли и рекордно высоком уровне капитализации. Вместе с тем такой уровень капитализации является «подушкой безопасности» в отрасли, характеризующейся высоким уровнем рисков. В связи с особенностями бизнес-модели и рисками, принимаемыми перестраховщиками, мы считаем, что значительная волатильность показателей капитализации и прибыльности может оказать существенное влияние на профиль рисков перестраховочных компаний. Высокие риски отражаются в нашей оценке позиции перестраховщиков по риску.

Мы уверены, что некоторые перестраховщики обладают достаточными возможностями для того, чтобы уменьшить потенциальную волатильность путем диверсификации профиля рисков, мониторинга толерантности к риску и готовности к принятию рисков, и применяют защитные механизмы от рисков, убытки по которым могут заявляться и урегулироваться в течение длительного срока после окончания договоров страхования. По мере дальнейшей разработки нашей системы оценки подверженности катастрофическим рискам, в частности рискам, убытки по которым могут заявляться и урегулироваться в течение длительного срока, мы ожидаем, что сможем разграничивать перестраховочные компании, подверженные большему или меньшему риску, в сравнении с компаниями аналогичной рейтинговой группы, учитывая уровень капитализации этих компаний.

Влияние процентных ставок и инфляции на показатели капитализации и прибыльности представлены в табл. 3.

Таблица 3

<b>Как макроэкономические факторы влияют на профиль финансовых рисков перестраховочных компаний</b>		
<b>Фактор</b>	<b>Финансовый риск</b>	<b>Комментарии</b>
Процентные ставки	Капитал	Мы считаем, что рост ставок может оказать существенное влияние на балансовую стоимость активов и свести на нет большую часть нереализованной прибыли в рамках акционерного капитала. По нашим оценкам, на конец 2011 г. 11% акционерного капитала компаний представляло собой нереализованную прибыль по инвестициям, которая может быть сторнирована в случае быстрого роста процентных ставок.
	Прибыль	Средняя доходность инвестиций в секторе в 2012 г. составила 2,4% (по сравнению с 2,6% в 2011 г.) и снижается начиная с 2008 г. Мы ожидаем, что средняя доходность по сектору продолжит снижаться почти до 2% в 2013 и 2014 гг., поскольку доходность новых инвестиций будет значительно ниже доходности погашаемых инвестиций. Мы считаем, что это существенно повлияет на перестраховщиков с высоким уровнем финансового рычага.

Таблица 3

Как макроэкономические факторы влияют на профиль финансовых рисков перестраховочных компаний (cont.)		
Инвестиции		Для защиты от быстрого повышения процентных ставок перестраховщики сократили дюрацию инвестиционных портфелей по мере истечения срока действия инвестиций. Однако со временем рост суверенных рисков в Европе, политика "количественного сглаживания" в США, Японии и Великобритании, а также медленное восстановление экономики обусловили низкие процентные ставки в течение более длительного периода, чем ожидалось. Поэтому перестраховщики обратили внимание на более рискованные активы, такие как акции и корпоративные облигации с низкой доходностью, а также увеличили дюрацию портфелей.
Инфляция	Резервы / капитал	Значительный и продолжительный рост инфляции может привести к существенному недорезервированию сумм резервов убытков. Инфлированный объем убытков зависит от экономической инфляции, хотя социальная инфляция может привести к росту стоимости претензий. Резкое и более высокое, чем ожидалось, увеличение суммы претензий в будущем может привести к росту резервов в секторе. Такое увеличение резервов в отчете о прибылях и убытках будет отражено как убыток, что обусловит истощение базы собственного капитала перестраховщиков.

## Рекордно высокий уровень капитализации в 2012 г.

В конце 2012 г. капитализация перестраховочных компаний была на рекордно высоком уровне, что мы считаем позитивным фактором для рейтингов этих компаний. Собственный капитал 40 крупнейших международных перестраховщиков за год вырос на 10%, составив 388 млрд долл. (352 млрд долл. в 2011 г.). Совокупный скорректированный капитал (total adjusted capital — ТАС) 23 крупных перестраховщиков, работающих в разных странах, рейтинги которых мы подтвердили в этом году (табл. 4), определенный в соответствии с нашими критериями, составил 200,3 млрд долл. в конце 2012 г., что на 20% выше уровня 2011 г. Согласно нашей модели оценки капитала, скорректированного с учетом риска, капитализация сектора превышает уровень, соответствующий рейтингу «ААА», на 34 млрд долл., или 14% (34 млрд долл. в 2011 г.).

Однако такой уровень избыточного капитала вряд ли будет стабильным. По нашим оценкам, на конец 2011 г. 11% капитала компаний группы сравнения включало нереализованную прибыль по инвестициям, которая может быть скорректирована или полностью исключена в случае непредвиденного изменения процентных ставок. Такая ситуация произошла в конце июня этого года, когда многие (пере-)страховщики отразили в отчетности сокращение уровня нереализованной прибыли за первую половину 2013 г. в связи с ростом стоимости казначейских облигаций США в результате роста процентных ставок.

Мы отмечаем, что перестраховщики начали возвращать акционерам бóльшие объемы капитала в абсолютном выражении в сравнении с предыдущими годами. Однако это не привело к снижению уровня капитализации в отрасли, поскольку прибыль перестраховщиков и капитализация до сих пор более чем компенсировали суммы возвращаемого акционерам капитала. В частности, дивиденды (специальные и очередные), выкуп акций и возврат капитала в иной форме составляли всего 60,2% нераспределенной прибыли компаний группы сравнения в 2012 г. (см. статью «Цены, прибыльность и избыточность капитала — потенциальные факторы давления на рейтинги перестраховочных компаний», опубликованную 5 сентября 2013 г.).

Таблица 4

**Крупные международные перестраховочные компании: по группам сравнения**

<b>Гибридное (пере-)страхование</b>
Allied World Assurance Co. Holdings AG
Alterra Capital Holdings Ltd.
Amlin PLC
Arch Capital Group Ltd.
Aspen Insurance Holdings Ltd.
AXIS Capital Holdings Ltd.
Cattlin Group Ltd.
Endurance Specialty Holdings Ltd.
Everest Re Group Ltd.
Hiscox Insurance Co. Ltd.
Maiden Holdings Ltd.
Platinum Underwriters Holdings Ltd.
Transatlantic Reinsurance Co.
<b>Крупные глобальные перестраховщики, предлагающие различные виды страхования</b>
Hannover Rueck SE
Lloyd's
Munich Reinsurance Co.
PartnerRe Ltd.
SCOR SE
Swiss Reinsurance Co. Ltd.
<b>Перестрахование имущества от катастрофических и краткосрочных рисков</b>
Lancashire Holdings Ltd.
Montpelier Re Holdings Ltd.
RenaissanceRe Holdings Ltd.
Validus Holdings Ltd.

## **Прибыльность в прошлом не гарантирует прибыльности в будущем**

В последние годы избыточный уровень капитализации в отрасли генерируется и сохраняется благодаря уровню прибыльности, превышающему прибыльность в большинстве других секторов. Однако наметившиеся тенденции и наши ожидания рисуют менее радужную картину в отношении будущей прибыли.

В 2012 г. комбинированный коэффициент крупных международных перестраховщиков составил 88,1% и совокупный коэффициент рентабельности (ROR) — 22,5% (в сравнении со 105,6% и 8,8% соответственно в 2011 г.). Столь высокие результаты, достигнутые в 2012 г., обусловлены главным образом значительно более низким уровнем

убытков в результате катастрофических событий по сравнению с 2011 г. Ураган «Сэнди» был крупнейшим катастрофическим событием года — убытки составили 20-25 млрд долл. Согласно данным Swiss Re, 2012 г. стал третьим годом по величине убытков в результате катастрофических событий (77 млрд долл.). Большая часть убытков осталась в секторе первичного страхования, поэтому убытки за 2012 г. можно считать средними по сектору перестрахования в целом.

За прошедшие пять лет совокупный комбинированный коэффициент по крупнейшим перестраховочным компаниям составил 93,3% и совокупный коэффициент рентабельности (ROR) — 21,4%. Мы считаем, что в этот период был продемонстрирован потенциальный уровень прибыльности в отрасли в долгосрочной перспективе, поскольку здесь учитываются данные за период самых значительных убытков в результате катастрофических случаев (2011 г.), за два самых прибыльных года за всю историю отрасли (2007-й и 2009 гг.) и за два года со средней прибыльностью (2008-й и 2012 гг.). Однако более глубокий анализ показывает, что на самом деле результаты не столь радужны. На уровень комбинированного коэффициента и показатели прибыльности повлияли суммы высвобождаемых резервов за предыдущие годы. За последние пять лет суммы высвобождаемых резервов в среднем обеспечили снижение комбинированного коэффициента на 8 процентных пунктов. Мы не ожидаем, что результаты останутся на столь же высоком уровне.

Инвестиционный доход в последние годы также способствовал росту прибыльности перестраховочных компаний (см. статью «Анализ «экономического двигателя» страховой и перестраховочной компании», опубликованную 4 сентября 2012 г.). Однако мы отмечаем, что темпы роста в последние годы снижаются, поскольку процентные ставки и уровень доходности достигли максимально низкого уровня. Согласно текущему экономическому прогнозу процентные ставки вырастут, но останутся ниже исторического уровня по крайней мере до 2015 г. (см. табл. 5). Соответственно, мы ожидаем, что уменьшение доли инвестиционного дохода продолжится, поскольку (пере-)страховщики будут вынуждены реинвестировать высвобождаемые средства по менее высоким ставкам. Если исключить из показателей прибыли суммы высвобождаемых резервов и учесть ценовое давление и ожидаемое сокращение инвестиционного дохода, прогнозируемые показатели прибыльности в отрасли окажутся уже не столь высокими (см. табл. 1).

## **Позиция по риску нивелирует высокие показатели капитализации и прибыльности**

Мы уже анализировали высокий уровень риска и значительную волатильность, присущие бизнес-модели сектора перестрахования. В соответствии с нашей обновленной методологией мы учитываем риск увеличения волатильности, оказывающий существенное влияние на профиль рисков (пере-)страховщиков в рамках нашей оценки позиции по риску. Наша оценка позиции по риску сектора перестрахования характеризуется высоким уровнем рисков, но частично компенсирует нашу оценку показателей капитализации и прибыльности как очень высоких.

При анализе рисков сектора перестрахования особое внимание уделяется катастрофическим рискам. По нашим оценкам, одно катастрофическое событие, происходящее один раз в десять лет, может свести на нет 80% среднего объема прибыли перестраховочной компании, а убыток по одному такому событию, происходящему один раз в 250 лет, может уменьшить капитальную базу перестраховщика в среднем на 40% (см. статью «Фактор устойчивости прибыли — ключевой при оценке подверженности перестраховочных компаний катастрофическим рискам», опубликованную 10 сентября 2013 г.). Непредсказуемый и нерегулярный характер таких событий также увеличивает неопределенность оценки, т.е. высокие показатели могут свидетельствовать о значительной недооценке размера убытков перестраховщика в результате какого-либо значительного катастрофического события (см. статью «Определение катастрофических убытков: новые инструменты в анализе катастрофических рисков», опубликованную 5 сентября 2013 г.). Согласно нашему анализу, на убытки, связанные с катастрофическими событиями, приходится 12 процентных пунктов комбинированного коэффициента по сектору за последние пять лет. Если мы исключим из анализа сумму высвобождаемых резервов, то средневзвешенный комбинированный коэффициент по сектору за указанный период составит 103,8% при стандартном отклонении 11,0%.

Однако возможные катастрофические события — лишь один из неблагоприятных сценариев для перестраховочных компаний. Резкое изменение объемов резервирования и инвестиций также может привести к быстрому и значительному сокращению капитальной базы. Согласно нашим исследованиям дефолтов низкие тарифы и недостаточные объемы резервов стали причиной краха большего количества компаний, чем катастрофические события (см. статью «Что может привести к дефолту страховых компаний и как это влияет на наши критерии», опубликованную 13 июня 2013 г.).

Учитывая очень высокие показатели капитализации в секторе в настоящее время, мы не считаем риск резкого сокращения объема резервов существенным. По нашим оценкам, сокращение объемов резервов на 5-10% ухудшит показатель достаточности капитала перестраховщика менее чем на 5%. Сокращение резервов на 10% соответствует среднему показателю ухудшения резервов во время последнего «мягкого цикла» 1997-2001 гг. Однако в течение последних нескольких лет мы отмечаем признаки увеличения резервов по корпоративным направлениям бизнеса в США (см. статью «Непростые перспективы для развития страхования корпоративных рисков в связи со снижением объемов резервов», опубликованную 28 мая 2013 г.).

Инвестиционный портфель перестраховочных компаний также стал источником значительного риска для их баланса в конце 2012 г. (согласно нашей модели оценки капитала, скорректированного с учетом рисков). Риски активов в среднем составляют 29% совокупного скорректированного капитала. Компании стремятся компенсировать потенциальное уменьшение доходности по текущему инвестиционному портфелю, поэтому увеличивается их готовность осуществлять вложения, характеризующиеся более высоким уровнем рисков. Ряд перестраховочных компаний объявили об увеличении доли акций в инвестиционном портфеле, а некоторые из них рассматривают сокращение объема фондирования в результате уменьшения объема банковского кредитования как возможность для инвестиций в корпоративный сектор, характеризующихся более высокой доходностью, чем традиционные

инструменты. Мы считаем, что возможное изменение инвестиционного портфеля еще больше повысит требования к достаточности капитала, что снизит уровень избыточной капитализации.

Наряду с рисками, характерными для бизнес-модели сектора перестрахования, мы отмечаем сильные стороны, связанные с налаживанием процессов и механизмов контроля систем управления рисками в секторе. В целом мы считаем, что мировой сектор перестрахования характеризуется высокоразвитыми системами управления рисками компании (enterprise risk management — ERM), которые более результативны, чем аналогичные системы других секторов. Об этом свидетельствует большее число высоких или более высоких оценок ERM по сравнению с другими секторами (см. статью «Анализ оценки риска: ведущие (пере-) страховщики продолжают совершенствовать свои системы управления рисками», которая вскоре будет опубликована на RatingsDirect), что в целом оказывает положительное влияние на рейтинги перестраховщиков (в соответствии с нашей методологией). Кроме того, если перестраховщики могут продемонстрировать более низкий уровень волатильности, сопоставимый с показателями других секторов страховой отрасли, это отражается в нашей оценке позиции по риску, и мы намерены учитывать такие различия в рамках нашей модели оценки.

## **Риски, связанные с макроэкономическими факторами, позволяют отличить победителей от проигравших**

Мы считаем, что на профиль бизнес-рисков и профиль финансовых рисков перестраховщиков оказывают влияние три ключевых макроэкономических фактора: риск изменения процентных ставок, инфляция и изменение ожидаемого темпа роста ВВП. Риск изменения процентных ставок может оказать значительное влияние на профиль риска перестраховщика, поскольку он влияет на многие рейтинговые факторы, такие как капитализация, прибыльность, размер резервов и конкурентная позиция. Мы считаем, что способность перестраховщика управлять такими рисками отличает наиболее сильные компании от наиболее слабых.

### **Высокие процентные ставки повышают доходность инвестиций и не только**

Процентные ставки оказывают значительное влияние на бизнес-модель перестраховочных компаний. Обычно низкая доходность оказывает существенное влияние на инвестиционный портфель перестраховщиков. После финансового кризиса, когда процентные ставки начали снижаться, многие (пере-)страховщики ожидали, что низкий уровень процентных ставок, поддерживаемый политикой «количественного смягчения», будет временным явлением и что процентные ставки быстро вернуться к своему историческому уровню. Многие компании сократили дюрацию активов для защиты от этого риска. Однако ставки оставались на низком уровне дольше, чем ожидали многие компании, аналитики и инвесторы, поэтому (пере-)страховщики обратили внимание на более доходные и рискованные активы или увеличили дюрацию существующих активов для получения более высокого инвестиционного дохода.

Мы ожидаем, что по сравнению с 2012 г. процентные ставки на развитых рынках в 2013 г. вырастут лишь немного, в 2014 г. их рост будет несколько выше, но все еще останется незначительным (табл. 5), в 2015 г. будет отмечаться

более заметное увеличение. В настоящее время мы считаем, что (пере-)страховщики будут стремиться получать достаточные доходы по инвестициям, и без увеличения прибыльности по операциям страхования им будет сложно поддерживать высокий уровень прибыльности.

Таблица 5

<b>Экономический прогноз: процентные ставки и рынки ценных бумаг, 2012-2014 гг.</b>			
(%, за исключением индекса S&P 500)	2012	2013П	2014П
Доходность по 10-летним казначейским облигациям США	2,2	2,7	3,1
Ставка по 3-месячным казначейским облигациям США	0,1	0,1	0,4
Доходность по 10-летним облигациям (Германия)	1,5	1,6	1,8
Доходность по 10-летним облигациям (Великобритания)	2,0	2,1	2,5
Доходность по корпоративным облигациям класса "AAA"(США)	4,1	4,4	4,9
Ставка Федеральной резервной системы США	0,1	0,1	0,2
Ставка Европейского центрального банка	0,8	0,5	0,5
Ставка Банка Англии	0,5	0,5	0,5
Индекс S&P 500	1 593,5	1 779,8	1 850,0

П - прогноз. Источник: Экономический прогноз Standard & Poor's.

Увеличение ставок не только позволит перестраховщикам повысить доходность инвестиций, но и может ослабить конкуренцию на некоторых ключевых рынках. Мы считаем, что, если процентные ставки и доходность традиционных инвестиций вернутся к своему историческому уровню, это может привести к отказу от некоторых альтернативных инструментов инвестирования, таких как вложения в ценные бумаги со страховой составляющей или ценные бумаги компаний развивающихся рынков, поскольку соотношение риска и прибыли станет менее привлекательным для инвесторов. Мы считаем, что это может несколько смягчить конкуренцию и страховые тарифы по сравнению с уровнем, наблюдаемым в последние 18 месяцев, однако и высокие процентные ставки могут обусловить новый этап снижения цен, поскольку перестраховщики смогут генерировать большую часть ROE за счет инвестиционной составляющей.

### **Инфляционное давление**

Мы отмечаем признаки того, что проводимая в последнее время стимулирующая денежная политика, которая предусматривает низкие процентные ставки центральных банков и различные формы «количественного смягчения» в крупнейших экономиках мира, может быть прекращена в ближайшие годы. Однако сложно сказать, привела ли эта политика к снижению темпов инфляции или в результате ее прекращения нас ждет резкий инфляционный скачок. Мы ожидаем, что в среднесрочной перспективе, как и в ближайшие два года, темпы роста инфляции останутся низкими (табл. 5). Таким образом, в настоящий момент мы не считаем, что инфляция может привести к сокращению капитализации в секторе.

Таблица 6

<b>Экономический прогноз: инфляция индекса потребительских цен, 2012-2014 гг.</b>			
(%)	2012	2013П	2014П
США	2,1	1,3	1,6
Германия	2,1	1,4	1,7
Франция	2,2	1,0	1,5
Италия	3,3	1,6	1,5
Испания	2,4	1,6	1,4
Еврозона	2,5	1,5	1,6
Великобритания	2,8	2,7	2,3
Швейцария	(0,7)	(0,5)	0,0
Средневзвешенное значение по странам Латинской Америки	6,5	6,6	6,8
Бразилия	5,8	5,8	5,7
Мексика	4,1	3,4	3,5

П - прогноз. Источник: Экономический прогноз Standard & Poor's.

### Проблемы роста

Значительное влияние на конкуренцию в мировой отрасли перестрахования могут оказать прогнозируемые темпы экономического роста. Экономическое благополучие этого рынка и уровень получаемых им иностранных инвестиций исторически зависят от состояния мировой экономики. После недавнего заявления Федеральной резервной системы США о сокращении бюджетных затрат, развивающиеся страны столкнулись с желанием инвесторов вкладывать средства в более качественные рыночные инструменты. Это отнюдь не беспрецедентное явление, подобное наблюдалось и во время финансового кризиса. В периоды кризисов или нестабильности развивающимся странам приходится нелегко, так как инвесторов больше привлекают более безопасные «развитые» экономики.

Замедление притока инвестиций на развивающиеся рынки привело к более умеренным темпам роста ВВП по сравнению с ожидаемыми, что подтверждается недавним пересмотром оценки Международного валютного фонда ожидаемых темпов роста экономик развивающихся стран. Вместе с тем в связи с улучшением экономической конъюнктуры и ростом, отмечаемым на рынках западных стран, в частности в США (см. табл. 7), инвесторы могут переосмыслить планы относительно инвестирования в развитие инфраструктуры, человеческих ресурсов и капитала в новых странах и регионах. Однако такой сценарий не учитывает долгосрочные перспективы.

Таблица 7

<b>Экономический прогноз: реальный ВВП в 2012-2014 гг.</b>			
(% изменений, в сравнении с предыдущим годом)	2012	2013П	2014П
США	2,2	2,0	3,1
Еврозона	(0,6)	(0,8)	0,7
Германия	0,7	0,4	1,4

Таблица 7

Экономический прогноз: реальный ВВП в 2012-2014 гг. (cont.)			
Франция	0,0	(0,3)	0,6
Италия	(2,4)	(1,9)	0,5
Испания	(1,4)	(1,5)	0,6
Великобритания	0,3	0,8	1,2
Швейцария	1,0	1,6	1,8
Средневзвешенное значение по странам Латинской Америки	2,7	3,2	3,4
Бразилия	0,9	2,0	2,5
Мексика	3,9	3,5	3,3
Австралия	3,6	2,9	3,0
Китай	7,8	7,9	8,0
Индия	5,2	6,0	6,7
Япония	2,0	0,6	2,0
Сингапур	1,3	1,9	3,6

П - прогноз. Источник: экономический прогноз Standard & Poor's.

## Благополучие — хороший учитель, однако более значимый урок мы получаем, преодолевая трудности

Мы считаем, что отрасль перестрахования в течение последних пяти лет характеризуется значительной устойчивостью, что обусловило рекордно высокий уровень капитализации, высокие показатели прибыльности и в последнее время — усиление значимости сектора. Мы считаем, что перестраховщики учатся на собственных ошибках, сделанных в период «мягкого цикла» в конце 1990-х и начале 2000-х гг., и улучшение систем управления рисками помогло защитить отрасль от недавнего спада на рынке и в экономике в целом. Однако бизнес-модель перестраховочных компаний подвергается давлению со стороны как внутренних, так и внешних факторов. Избыточная и к тому же растущая капитализация угрожает конкурентоспособности и рентабельности перестраховочных компаний, при этом макроэкономические факторы ставят под вопрос прибыльность, капитальную базу и позицию по риску многих перестраховщиков.

Мы считаем, что для перестраховочных компаний, игнорирующих текущие тенденции, единственной альтернативой остается уход с рынка, ориентированность на продукты широкого спроса или консолидация. И, напротив, мы полагаем, что некоторые перестраховщики вполне готовы к работе в изменившихся условиях и смогут получать прибыль при изменении конъюнктуры.

## **Критерии и статьи, имеющие отношение к теме публикации**

Все приведенные ниже статьи можно найти в информационном ресурсе RatingsDirect.

- Специальный отчет: Напряжение на рынках перестрахования растет // 16 сентября 2013 г.
- Бразильский рынок перестрахования: разрушение монополии // 5 августа 2013 г.
- Включение страховых компаний разных стран мира, имеющих высокую системную значимость, в список G-SIIs и его влияние на рейтинги компаний // 19 июля 2013 г.
- Что может привести к дефолту страховых компаний и как это влияет на наши критерии // 13 июня 2013 г.
- Пересмотр рейтингов 23 крупнейших перестраховочных компаний в результате применения к ним новых критериев присвоения рейтингов // 5 июня 2013 г.
- Непростые перспективы для развития корпоративного направления страхования в связи со снижением объемов резервов // 28 мая 2013 г.
- Методология: Присвоение рейтингов страховым компаниям // 7 мая 2013 г.
- Может ли привлечение нового капитала изменить рынок перестрахования катастрофических рисков // 22 апреля 2013 г.
- Анализ «экономического двигателя» страховой и перестраховочной компании // 4 сентября 2012 г.

© 2013 Standard & Poors Financial Services LLC. Все права защищены.

Модификация, обратная разработка, воспроизведение или распространение контента (в том числе рейтингов, результатов кредитного анализа, данных о кредитоспособности, оценок, а также моделей, компьютерных программ и иных приложений и выходных данных, полученных на основе Контента) полностью или частично — в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было способами, а также его хранение в базах данных и поисковых системах без предварительного полученного письменного разрешения Standard & Poor's Financial Services LLC или его структурных подразделений (вместе - S&P) запрещены. Незаконное или несанкционированное использование Контента запрещено. Компания S&P и независимые провайдеры, а также их директора, должностные лица, акционеры, сотрудники или агенты (далее — «Стороны S&P») не гарантируют точность, полноту, своевременность и пригодность Контента. Стороны S&P не несут ответственности ни за какие ошибки или упущения (по неосторожности и других обстоятельствах) независимо от их причины, за последствия использования Контента, а также за защиту и хранение данных, введенных пользователем. Контент предоставляется на условии «как есть». СТОРОНЫ S&P НЕ ДАЮТ НИКАКИХ ВЫРАЖЕННЫХ ИЛИ ПОДРАЗУМЕВАЕМЫХ ГАРАНТИЙ, В ЧАСТНОСТИ (НО НЕ ТОЛЬКО) ГАРАНТИЙ СООТВЕТСТВИЯ НАЗНАЧЕНИЮ ИЛИ ПРИГОДНОСТИ К ИСПОЛЬЗОВАНИЮ В КАКИХ-ЛИБО ИНЫХ ЦЕЛЯХ, ГАРАНТИЙ ОТСУТСТВИЯ ПРОГРАММНЫХ ОШИБОК И ДЕФЕКТОВ, ГАРАНТИЙ БЕСПЕРЕБОЙНОЙ РАБОТЫ КОНТЕНТА И ЕГО СОВМЕСТИМОСТИ С ЛЮБЫМИ НАБОРАМИ АППАРАТНЫХ ИЛИ ПРОГРАММНЫХ УСТАНОВОК. Стороны S&P ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за прямые, косвенные, случайные, присуждаемые в порядке наказания, компенсаторные, штрафные, определяемые особыми обстоятельствами дела убытки и издержки, а также за расходы на оплату юридических услуг и ущерб (включая упущенный доход, упущенную выгоду и скрытые издержки или убытки, причиненные по неосторожности), связанные с каким бы то ни было использованием Контента, — даже будучи предупрежденными о возможности таких последствий.

Результаты кредитного анализа и других видов анализа, включая рейтинги и утверждения, содержащиеся в Контенте, представляют собой мнения, причем мнения на дату их выражения, и не являются констатацией факта. Мнения S&P, исследования, и оценка рейтинга (описанные ниже) не являются рекомендацией покупать, удерживать до погашения или продавать какие-либо ценные бумаги либо принимать какие-либо инвестиционные решения и не касаются вопроса пригодности той или иной ценной бумаги. S&P не обязуется обновлять Контент после публикации в той или иной форме (том или ином формате). Полагаться на Контент не следует, поскольку он не может заменить собой знания, способность суждения и опыт пользователя, его менеджмента, сотрудников, консультантов и (или) клиентов во время принятия инвестиционных и иных бизнес-решений. S&P не выполняет функции фидуциария или инвестиционного консультанта, за исключением случаев регистрации в качестве такового. S&P получает информацию из источников, являющихся, по его мнению, надежными, но не проводит аудит и не берет на себя обязанность по проведению всесторонней проверки или независимой верификации получаемой информации.

По мере того, как регулирующие органы позволяют рейтинговому агентству в определенных целях регулирования подтверждать в одной юрисдикции рейтинг, присвоенный в другой юрисдикции, S&P оставляет за собой право присваивать, отзывать или приостанавливать такое подтверждение в любое время и по своему усмотрению. Стороны S&P отказываются от каких-либо обязательств, как бы то ни было, вытекающих из присвоения, отзыва или приостановления подтверждения рейтинга, а также какой-либо ответственности за любой ущерб, заявленный, как понесенный в результате указанных действий.

Некоторые виды деятельности бизнес-подразделений S&P осуществляются отдельно для обеспечения их независимости и объективности. Поэтому одни бизнес-подразделения S&P могут располагать информацией, которой нет у других бизнес-подразделений. В S&P действуют правила и процедуры, предназначенные для обеспечения конфиденциальности определенной непубличной информации, получаемой в ходе каждого аналитического процесса.

S&P может получать вознаграждение за присвоение рейтингов и определенные виды кредитного анализа. Как правило, оно выплачивается эмитентами или андеррайтерами ценных бумаг, а также должниками по обязательствам. S&P оставляет за собой право на распространение своих мнений и аналитических материалов. Публичные рейтинги и аналитические материалы S&P публикуются на веб-сайтах — [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) (доступ — бесплатный), а также [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com), [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) и [www.spcapitaliq.com](http://www.spcapitaliq.com) (доступ по подписке), но могут распространяться и другими способами, в том числе через публикации S&P и независимых дистрибьюторов. Дополнительную информацию, касающуюся оплаты наших рейтинговых услуг, можно получить по адресу: [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).