Екатерина Трофимова,
заместитель директора направления «Рейтинги финансовых институтов», парижский офис Standard & Poor's

Ключевые факторы риска при оценке синдицированных кредитов

Начиная с крупных кредитов, предоставленных в середине 90-х годов с целью приобретения компаний на заемные средства (сделки LBO), рынок синдицированных кредитов стал для эмитентов основным средством обращения за кредитами к банкам и другим финансовым организациям. Причина проста: синдицированные кредиты дешевле и эффективнее в администрировании, чем традиционные двусторонние или индивидуальные кредитные линии.

В еще не столь отдаленном прошлом разница между общедоступной и закрытой информацией на кредитном рынке была простой. Кредиты были исключительно частным делом, и любая информация, которой обменивались эмитент и группа-кредитор, оставалась конфиденциальной.

В конце 1990-х гг. в результате двух рыночных новшеств эта разница начала терять былую четкость. Первым новшеством стала более активная торговля на вторичном рынке, которая, во-первых, начала обеспечивать поддержку прихода на рынок небанковских организаций-инвесторов (в частности, страховых компаний и взаимных кредитных фондов), а во-вторых, стала помогать банкам быстро продавать растущие портфели высокорисковых кредитов, которые банки не желали дольше держать. Это означало, что стороны, обладающие инсайдерской информацией о кредите, теперь обменивались конфиденциальной информацией с трейдерами и потенциальными инвесторами, которые не были одной из сторон кредита. Вторым новшеством, ослабившим водораздел между общедоступной и конфиденциальной информацией, стала отраслевая журналистика, которая занимается кредитным рынком.

Определение цены кредита требует от его организаторов оценки риска, присущего кредиту, и определения готовности инвестора принять на себя этот риск. Важнейшими факторами кредитного риска, на который идут банки и институциональные инвесторы при приобретении кредитов, являются риск дефолта и масштаб потерь при дефолте (loss-given default). Основными способами, позволяющими оценить эти риски, являются рейтинги, кредитная статистика, тенденции в той или иной отрасли, эффективность менеджмента и наличие поручителя. Совокупность этих факторов дает представление о сделке.

Среди основных факторов риска следует выделить следующие.

РИСК ДЕФОЛТА

Риск дефолта — это вероятность того, что заемщик окажется не в состоянии своевременно выплатить проценты или основную сумму долга. Оценка основывается на анализе финансового состояния эмитента, сегмента отрасли и условий этой отрасли, а также на экономических переменных и таких качественных факторах, как управление компанией. Риск дефолта в большинстве случаев будет наиболее очевидно выражен публичным рейтингом, который присваивает служба кредитных рейтингов Standard & Poor's или другое рейтинговое агентство. Эти рейтинги находятся в диапазоне от AAA для кредитов с наиболее высокой вероятностью погашения до CCC для кредитов с наименьшей вероятностью погашения. Рынок условно делится на два сегмента: кредиты инвестиционной категории (имеющие рейтинг BBB- или выше) и кредиты спекулятивной категории (заемщики имеют рейтинги BB+ или ниже). Разумеется, в каждом из этих общих сегментов риск дефолта колеблется в широком диапазоне. С середины 90-х годов публичные рейтинги кредитов стали требованием де факто к эмитентам, которые хотят иметь доступ к рынку leveraged loans, на котором, как указано выше, в настоящее время доминируют институциональные инвесторы. В отличие от банков, которые, как правило, имеют большие кредитные департаменты и собственные шкалы рейтингов, менеджеры фондов при определении риска опираются на рейтинги агентств и разъясняют общий риск своих портфелей собственным инвесторам. Начиная с середины 2006 года примерно три четверти всех кредитов с левереджем имели рейтинг; в 1998 году таких кредитов было 45%, а до 1995 года их почти не было.

РИСК ПОТЕРЬ ПРИ ДЕФОЛТЕ

Риск потерь при дефолте определяет, насколько серьезные потери понесет кредитор в случае дефолта. Инвесторы оценивают этот риск на основе залога (если он имеется), который служит обеспечением кредита, а также суммы других долговых обязательств и собственных средств, субординированных по отношению к кредиту. Кроме того, кредиторы используют ковенанты как один из способов сесть за стол переговоров на раннем этапе, то есть начать переговоры раньше других кредиторов и пересмотреть условия кредита, если эмитент не в состоянии достичь целевых финансовых показателей. Кредиты инвестиционной категории в большинстве случаев представляют собой приоритетные необеспеченные долговые инструменты с мягкими ковенантами, которые применяются только в случае принятия долга, то есть только в том случае, если эмитент приобретает актив или выпускает долговые обязательства. В результате риск потерь при дефолте может не отличаться от риска, который несут другие приоритетные необеспеченные кредиторы. Напротив, высокорисковые кредиты практически во всех случаях представляют собой приоритетные обеспеченные долговые инструменты с жесткими условиями сохранения показателей, то есть ковенантами, соблюдение которых анализируется в конце каждого квартала независимо от того, принимает ли эмитент какие-либо меры. В связи с этим заимодавцы почти всегда оказываются первоочередными кредиторами и во многих случаях могут пересмотреть условия кредита с эмитентом раньше, чем качество кредита существенно ухудшится. Неудивительно, что такие инвесторы традиционно находятся в лучшем положении, чем другие кредиторы, в отношении потерь при дефолте.

ПОКАЗАТЕЛИ КРЕДИТОСПОСОБНОСТИ

Показатели кредитоспособности используются инвесторами для точного определения как риска дефолта, так и риска потерь при дефолте. Они включают широкий спектр финансовых данных, в том числе коэффициенты, которые характеризуют финансовый рычаг (отношение долга к капитализации и долга к показателю EBITDA) и обеспеченность кредитных выплат (отношение EBITDA к процентным выплатам, EBITDA к расходам на погашение и обслуживание долга, отношение операционного денежного потока к фиксированным расходам). Разумеется, коэффициенты, которые используют инвесторы для анализа кредитного риска, зависят от отрасли. Инвесторы анализируют не только последующие коэффициенты и данные pro forma, но и прогнозы руководства компаний и данные, на основании которых делаются эти прогнозы, чтобы определить, позволит ли план работы эмитента погасить долг без ущерба для себя. Существуют коэффициенты, которые в наибольшей степени приспособлены для оценки риска дефолта — это коэффициенты финансового рычага и обеспеченности выплат по долгу. Кроме того, существуют коэффициенты, с помощью которых можно дать оценку риска потерь при дефолте. К ним относятся залоговое покрытие, или отношение стоимости залога, предоставляемого по кредиту, к размеру кредита, и отношение приоритетного обеспеченного кредита к субординированному долгу в структуре капитала. Рассуждая логически, вероятная величина потерь при дефолте для того или иного кредита возрастает с размером кредита, как возрастает и доля в общем долге. В конце концов, если эмитент допускает дефолт по долговым обязательствам в размере $100 млн, из которых $10 млн представляют собой долг в форме приоритетных обеспеченных кредитов, то кредиты с большей вероятностью будут полностью обеспечены при банкротстве, чем если бы общая сумма кредита составляла $90 млн.

ОТРАСЛЕВОЙ ФАКТОР

Одним из факторов является принадлежность к той или иной отрасли, поскольку сектора входят в моду и выходят из моды. По этой причине наличие кредита в желаемом секторе, например, в телекоммуникационной отрасли в конце 90-х годов или в здравоохранении в начале 2000-х годов, может способствовать синдицированию. Кроме того, заемщики, устойчивые к циклическим спадам (например, из сферы потребительских товаров), могут быть более привлекательными в период неопределенности в экономике, в то время как заемщики, работающие в циклических отраслях (например, в химической или автомобилестроении), могут быть более привлекательными в период экономического подъема.

ПОРУЧИТЕЛЬСТВО

Одним из факторов является также поручительство, в частности от связанных и материнских компаний. Важна степень поручительства; так, консорциуму легче получать кредит у инвесторов, и его стоимость будет ниже. Наоборот, если поручители не имеют высокой кредитной оценки, стоимость кредита может быть даже выше. Среди институциональных инвесторов значительную роль играет кредитная история, фиксирующая «плохие» сделки, дополнительное привлечение капитала или смену менеджмента.