

УДК 336.77

И.В. Дун, Банк Москвы

СИНДИЦИРОВАННЫЙ КРЕДИТ КАК ИНСТРУМЕНТ ФИНАНСИРОВАНИЯ КОМПАНИИ

Спрос на долгосрочные финансовые ресурсы со стороны российских предприятий и, особенно, со стороны предприятий реального сектора экономики остается по-прежнему высоким. Однако в России сегодня нет банков, за исключением Сбербанка России и Внешторгбанка, которые смогли бы единолично кредитовать, к примеру, Транснефть или Газпром. Поэтому синдицированное финансирование, организуемое как зарубежными, так и отечественными банками, становится все более широко применяющимся финансовым инструментом, к которому вынуждены обращаться банки в интересах крупного клиента.

При этом основное отличие российской и зарубежной практики синдицированного кредитования состоит в том, что в России пока не сформировались четкие и признанные всеми участниками рынка подходы к ведению данного вида бизнеса. Тем не менее, несмотря на вышеперечисленные моменты, 2005-2006 гг. характеризовались бурным развитием российского рынка синдицированного кредитования.

Одним из существенных отличий синдицированного финансирования от обычного кредитования является, как известно, наличие посредника между заемщиком и синдикатом кредиторов. Присутствие квалифицированного организатора займа, обладающего хорошей репутацией и опытом в организации подобных сделок, обуславливается несколькими причинами. Основной из них является необходимость охвата широкого круга потенциальных участников синдиката и выстраивания с ними отношений, приводящих к наиболее быстрому и экономически эффективному для заемщика (т. е. при минимальном уровне издержек) размещению кредита на рынке. А это, в свою очередь, требует привлечения посредника, обладающего широкими связями и хорошей репутацией среди потенциальных инвесторов.

С первой причиной тесно связана и вторая (особенно актуальная в российских условиях), которая заключается в необходимости обеспечения доверия к сделке со стороны участников синдиката — эту функцию частично берет на себя посредник (организатор сделки), обладающий хорошей репутацией на рынке и часто значительно более прозрачный и открытый, чем сам заемщик.

С другой стороны, технологии и правила подготовки сделки по привлечению синдицированного финансирования в достаточной степени стандартизированы, благодаря наличию длительной зарубежной практики ведения данного вида бизнеса. Поэтому еще одной причиной появления посредников является необходимость разработки и структурирования сделки в соответствии с общепринятыми стандар-

тами организации синдицированного финансирования.

На первом этапе подготовки синдицированной сделки ключевым моментом является разработка и согласование основных условий финансирования. Этот процесс часто сопровождается тендером по выбору организатора финансирования — выбор производится на основании наилучших предложенных организатором условий финансирования. В этом кроется одна из опасностей, характерных именно для российского, еще окончательно не сформировавшегося рынка синдицированного финансирования. Если на развитых западных рынках после подписания договора об организации финансирования (мандата) с приложением, устанавливающим основные параметры организуемой сделки, условия привлечения финансирования для заемщика меняются достаточно редко, то в России задекларированные вначале условия могут существенно меняться в процессе размещения сделки. Поэтому, осуществляя выбор *организатора* синдицированного кредита только на основании предложенных начальных условий, заемщик может совершить существенную ошибку. Чтобы минимизировать вероятность ее возникновения, заемщику необходимо четко представлять как общепринятые в международной практике принципы, лежащие в основе определения параметров финансирования, так и особенности применения этих принципов.

На российском финансовом рынке за последние годы сформировался ряд общих принципов, связанных с установлением и особенностями применения базовых условий (параметров) финансирования. Это:

- объем финансирования;
- валюта финансирования;
- срок финансирования;

- ставка финансирования;
- структура обеспечения;
- стоимость услуг организаторов.

Объем финансирования

Одним из основных отличий синдицированного кредитования от обычного является более крупный минимально возможный размер финансирования. Это обусловлено тем, что, во-первых, существуют достаточно значительные издержки на подготовку документации по кредиту, связанные с необходимостью подготовки информационного меморандума и юридической документации в соответствии с международными стандартами (как правило, с привлечением одной из ведущих западных юридических фирм-консультантов). Данные издержки, как правило, не зависят напрямую от размера кредита, и сократить их размер заемщик не в состоянии (поскольку участие в сделке таких юридических фирм является непременным условием получения кредита от международных инвесторов). Эти издержки существенно увеличивают итоговую эффективную ставку для заемщика при небольшой сумме кредита.

Во-вторых, участие в финансировании крупных банков (в т. ч. зарубежных) накладывает некоторые ограничения на минимальный размер участия одного банка, а следовательно, и на минимальный размер финансирования. Это обуславливается тем, что для крупных международных банков зачастую является экономически неэффективным рассмотрение небольших кредитных заявок. Особенностью российского рынка (по сравнению с развитыми рынками) является меньший размер минимальной суммы организуемого финансирования (в текущей ситуации порядка \$ 10 млн/300 млн руб.).

Решение о привлечении конкретного объема финансирования зависит как от

потребностей компании в финансовых ресурсах, так и от ее возможности обеспечить погашение займа в течение срока финансирования. Последний фактор имеет определяющее значение. Оптимальной является ситуация, когда заемщик может продемонстрировать кредитору наличие в будущем притоков денежных средств, размер которых можно достаточно точно спрогнозировать и которые могут обеспечить погашение кредита. В качестве практического критерия допустимого уровня долговой нагрузки может использоваться отношение суммарного долга заемщика к его *EBITDA* (прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации) — желательно, чтобы данное отношение не превышало 5-6 раз. Кроме вышеуказанного фактора сумма финансирования зависит от величины активов и выручки заемщика, оценки его кредитного риска (международного рейтинга), наличия предыдущего опыта публичных сделок. Сумма финансирования устанавливается в приложении к договору об организации финансирования и в дальнейшем может быть увеличена при существенном превышении рыночного спроса относительно заданного изначально объема сделки.

В случае нехватки суммы финансирования по отношению к первоначально установленному объему возможны два варианта. Это либо:

- изменение ключевых параметров финансирования (таких, как срок, ставка и т.п.) и проведение повторного размещения;
- выкуп неразмещенной доли синдицированного кредита организатором.

В России зачастую используется первый вариант развития событий, что отличает российский рынок от более развитых, где забота организаторов о сохранении своей репутации (риск ухудшения

которой возникает при реализации первого сценария) имеет преобладающее значение.

Валюта финансирования

Этот параметр является достаточно важным для определения механизма дальнейшего размещения сделки и круга ее участников, кроме того, он косвенно влияет на ставку размещения. Следует отметить, что определение этого параметра производится как на основании желания самого заемщика и его финансовых потребностей в ресурсах в конкретной валюте, так и на основании той валюты, в которой номинированы поступления, служащие источниками предполагаемого погашения кредита (валюта поступлений и валюта кредита, как правило, должны совпадать).

В отличие от развитых рынков, обладающих твердой национальной валютой, выбор российского рубля в качестве валюты кредита накладывает существенные ограничения на круг потенциальных участников финансирования. Это связано, во-первых, с нежеланием части иностранных инвесторов принимать на себя риск обесценения рубля, который достаточно сложно застраховать на российском рынке, и, во-вторых, с проблемами юридического и законодательного характера, возникающими при осуществлении нерезидентами рублевых инвестиций в российские компании.

В число участников программ синдицированного кредитования в российских рублях ранее, как правило, входили в основном крупные российские банки, часто с федеральным и субфедеральным участием, а также принадлежащие крупнейшим российским корпорациям. При этом число и объем таких сделок до 2005 года были невелики. Однако в связи с укреплением реального курса рубля и стабилизацией его курсовой динамики, имевшими место

в последние 2 года, популярность синдицированного финансирования в российских рублях в последние годы значительно увеличилась. В 2005-2006 годах в финансировании такого типа на регулярной основе стали участвовать российские дочерние структуры крупных банков-нерезидентов.

Однако, несмотря на наметившееся изменение тенденции, определенные отличия в круге потенциальных инвесторов по-прежнему сохраняются — головные структуры банков-нерезидентов пока еще достаточно редко участвуют в рублевых синдицированных кредитах. Это порождает некоторую разницу в ставках-ориентирах для валютного и рублевого синдицированного кредитования (для одной и той же категории заемщиков и для аналогичных кредитных продуктов разница между ставкой заимствования в рублях и ставкой заимствования в иностранной валюте обычно составляет около 0,5-1 % годовых). Кроме того, разница в ставках обусловлена сложившимися традициями кредитного рынка России и доходностью аналогичных несиндицированных кредитов. Поэтому, несмотря на стабильную (а часто даже выигрышную для рубля) динамику курса доллар/рубли, рублевые кредиты пока остаются более дорогими, чем валютные.

Срок финансирования

Выбор этого параметра обусловлен как потребностями заемщика в привлечении финансирования определенной срочности (что определяется внутренними соображениями заемщика), так и готовностью финансовых рынков финансировать заемщика данного класса на соответствующий срок по приемлемым для него ценам.

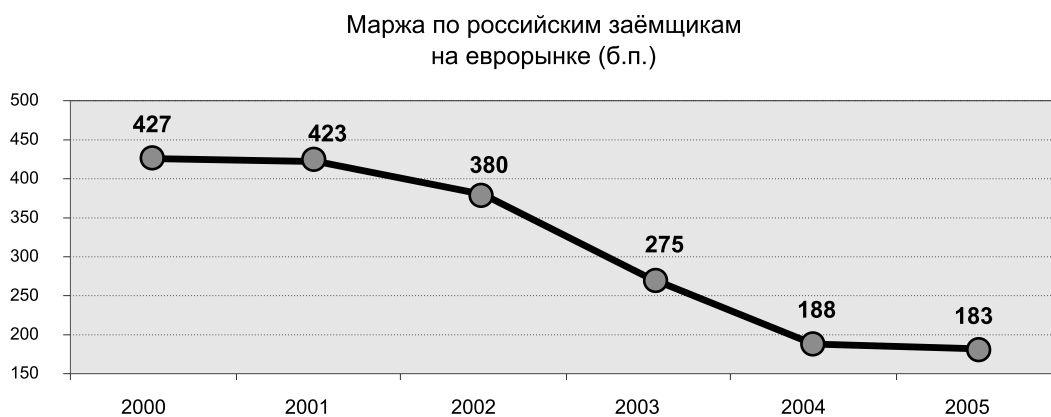
В настоящее время можно отметить существование на российском финансовом рынке ограничений (прописанных формально или неформально в кредитной политике многих банков) на предоставление

долгосрочного финансирования заемщикам, не относящимся к компаниям «первого эшелона». К компаниям «первого эшелона» можно отнести такие первоклассные компании, имеющие значительный опыт привлечения финансирования на международных рынках, как Газпром, Алроса и некоторые другие. Это является существенным минусом российского рынка синдицированного кредитования, так как многие заемщики, не являясь компаниями «первого эшелона», не могут профинансировать свои долгосрочные инвестиционные проекты. Им приходится либо финансировать данные программы более короткими ресурсами, принимая на себя риск дальнейшего рефинансирования задолженности, либо работать над повышением прозрачности и кредитного качества (оптимизация структуры собственности, баланса, получение международных рейтингов), что положительным образом влияет на срочность устанавливаемых на заемщика лимитов. Однако в связи со спецификой инструмента срочность синдицированных кредитов, как правило, не превышает 5 лет, при этом на российском рынке наиболее распространено финансирование сроком не более 3 лет.

Ставка финансирования

Этот параметр тесно связан с параметрами, рассмотренными выше. От подбора его правильного значения в существенной мере зависит успех дальнейшего размещения кредита на финансовых рынках. Для его установления используются в первую очередь ориентиры в виде значений процентной ставки, встречавшихся в сделках по привлечению финансирования для заемщиков аналогичного класса, с аналогичными размерами и валютой финансирования примерно на такой же срок.

Следует отметить, что основное отличие в механизме определения ставки по



Источник: данные www.cbonds.ru, www.loanradar.com, ОАО «Банк Москвы»

Рис. 1. График снижения маржи по кредитам, предоставленным российским заемщикам на европейском рынке

валютному синдицированному кредиту от механизма, принятого в практике российского коммерческого кредитования, состоит в практически обязательной привязке стоимости финансирования к так называемым безрисковым ставкам, являющимися ориентиром международных финансовых рынков (например, к ставке *LIBOR* или доходности *US T-Bills*). При согласовании ставки с заемщиком определяется лишь используемая безрисковая ставка и величина маржи по отношению к ней. Таким образом, в договорах по привлечению меж-

дународного финансирования фигурирует, как правило, плавающая ставка процента, тогда как на российском рынке коммерческих кредитов плавающие процентные ставки пока еще не распространены. Это обусловлено участием в сделках синдицированного финансирования зарубежных банков, привлекающих средства для фондирования кредита на международных финансовых рынках. В течение кредитного периода происходит периодическое уточнение ставки кредитования в зависимости от значения безрисковой ставки-ориенти-



Источник: данные www.cbonds.ru, www.loanradar.com, ОАО «Банк Москвы»

Рис. 2. График снижения средних ставок по валютным синдицированным кредитам

ра. Данная практика означает для заемщика необходимость управления процентным риском при условии плавающих ставок, что является достаточно непростой задачей для финансовых служб компаний-заемщиков.

Следует заметить, что в последние годы отмечалось достаточно существенное снижение маржи по отношению к *LIBOR* по кредитам, предоставленным российским заемщикам на европейском рынке (рис. 1).

При этом падение маржи зачастую опережало снижение средних ставок по валютным синдицированным кредитам, что отражало положительное отношение рынка к рискам российских заемщиков (рис. 2).

С другой стороны, необходимо отметить, что по рублевым кредитам, выдаваемым на российском рынке, традиционно используется фиксированная процентная ставка. Это связано с отсутствием надежного ориентира по ставке среднесрочного финансирования (6-12 месяцев), на уровне которой российские банки могли бы привлекать финансовые ресурсы для фондирования кредита, а также с отсутствием эффективных инструментов управления процентным риском (например, процентных свопов), которые существуют на развитых рынках.

Существующие на российском рынке ориентиры (такие, как *MIBOR*, *MIACR*) являются репрезентативными лишь для коротких сроков финансирования (1-7 дней). Практика свободной торговли на российском межбанковском рынке среднесрочными ресурсами практически отсутствует. Имеющаяся попытка создания ориентира для среднесрочного финансирования (ставка *MOSPRIME*) по-прежнему не является достаточно репрезентативной, ввиду относительно небольшого числа участвующих в ее котировании банков и трудности реального привлечения ресурсов по данной ставке. Отсутствие возможности фондирования на межбанковском рынке ресурсами средней и большой срочности

отрицательно сказывается на развитии российского рынка синдицированного кредитования.

При этом многие предприятия испытывают потребность в рублевых ресурсах для финансирования своих инвестиционных программ. Организация же рублевого синдицированного финансирования для решения этих задач серьезно осложняется отсутствием на межбанковском рынке надлежащего фондирования даже для крупнейших российских банков. Данное обстоятельство несколько смягчается, с одной стороны, постепенным выходом крупнейших международных финансовых институтов на рынок рублевого финансирования, а с другой — растущими возможностями использования производных инструментов для хеджирования валютных рисков, возникающих при несогласованности валюты активов и пассивов.

Структура обеспечения

Одно из основных отличий синдицированного финансирования от общепринятой практики коммерческого кредитования, принятой российскими банками, заключается в структуре обеспечения, типичного для сделок данных типов.

В синдицированном кредитовании предпочтение отдается нематериальным залогами, гарантирующим наличие финансовых потоков для погашения кредита. К числу таких залогов можно отнести, например, уступку прав требования на поступления выручки по контрактам заемщика с основными покупателями его продукции или услуг. Для облегчения истребования обеспечения в дополнение к договору уступки заключается трехстороннее соглашение о безакцептном списании средств со счетов заемщика. В качестве примера приведем типичную схему организации синдицированного финансирования с обременением выручки, поступающей по контрактам (рис. 3).

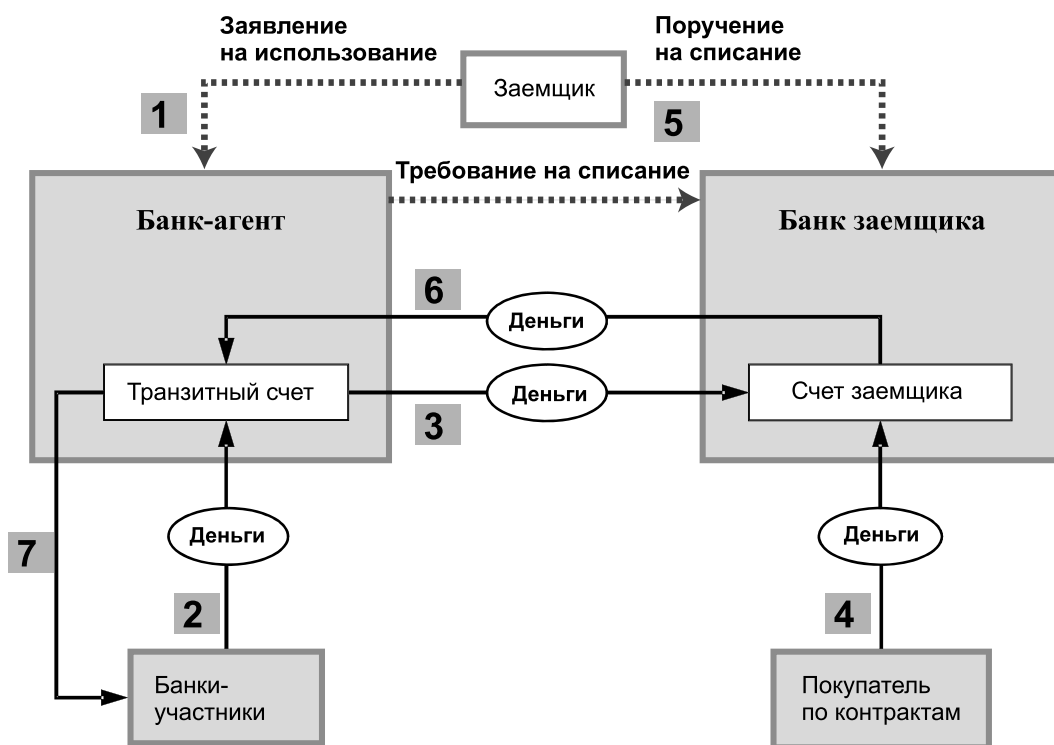


Рис. 3. Схема организации синдицированного финансирования с обременением выручки, поступающей по контрактам

Использование кредита

1. Направление заемщиком в банк-агент заявления на использование кредита (в дальнейшем банк-агент пересылает его банкам-участникам).
2. Отправка банками-участниками суммы своего участия в кредите на транзитный счет в банке-агенте.
3. Пересылка банком-агентом всей суммы кредита на счет заемщика.

Погашение кредита

4. Поступление выручки по контракту с покупателем.
5. Направление заемщиком поручения в банк на списание выручки на счет в банке-агенте для погашения задолженности по кредиту; либо, в случае необходимости принудительного погашения кредита, направление банком-агентом в банк заемщика требо-

- вания на списание выручки со счета заемщика для погашения задолженности по кредиту (в соответствии с заключенным трехсторонним соглашением о безакцептном списании).
6. Средства для погашения задолженности по кредиту списываются со счета заемщика на транзитный счет в банке-агенте.
7. Пересылка банком-агентом погашаемой суммы банкам-участникам в соответствии с их долей участия в кредите.

В отличие от вышеописанной ситуации, в коммерческом кредитовании, как правило, хотя бы одним из видов залога (а зачастую основным) выступают материальные активы, не несущие дополнительного кредитного риска: движимое и недвижимое имущество, товары в обороте и т. п.

Необходимо отметить, что залог материальных активов в случае синдицированного кредитования несет в себе некоторые трудности:

- участие в кредите нескольких банков делает затруднительным одновременное оформление залога материальных активов на всех участников синдиката;
- кроме того, реализация такого залога может занять длительное время и породить споры между банками-участниками о возможных дисконтах при его реализации.

Залог прав требования по контрактам по большей части лишен этих недостатков — оформление уступки прав в пользу участников синдиката юридически не очень сложно, отсутствует проблема реализации залога (в случае устойчивости поступлений).

Однако в последнем случае возникает другая проблема — на российском рынке в связи с его относительной молодостью, отсутствием устойчивых и долгосрочных контрактных отношений и невысокой финансовой устойчивостью многих предприятий — высок риск на контрагента компании-заемщика. Эти проблемы частично снимаются, в случае если контрагент является известной зарубежной компанией, государством, или российской компанией, имеющей хорошую репутацию на международных финансовых рынках, а также имеет историю устойчивых взаимоотношений с заемщиком. Однако круг российских предприятий, способных предоставить залог такого типа, недостаточно широк, что сужает количество потенциальных потребителей синдицированного финансирования.

Стоимость услуг организаторов

Особое значение при решении вопроса о привлечении финансирования с помощью синдицированного кредита имеет стоимость услуг организаторов по срав-

нению с другими инструментами. Этот параметр (его также называют комиссией за организацию финансирования), как правило, состоит из двух частей:

- фиксированной комиссии за подготовку кредитной документации (юридической и информационной);
- вознаграждения за организацию финансирования, устанавливаемого в процентах, и зависящего таким образом от размера организованного финансирования (комиссия за успех).

Установление первой части комиссии зависит от сложности организации сделки и ее структуры и не зависит от успешности размещения; эта комиссия полностью выплачивается банку-организатору, который далее самостоятельно оплачивает услуги привлекаемых им сторонних организаций.

Основное отличие российской и зарубежной практики в этом аспекте состоит в том, что в России достаточно велика доля сделок с уже разработанной структурой и подготовленной документацией, которые либо вообще не размещаются, либо размещаются на условиях, существенно отличающихся от первоначальных. Это происходит в силу разных причин, но в первую очередь — в силу неустойчивости российского финансового рынка (процентных ставок, валютных курсов, объема свободных ресурсов банков), и во вторую — в силу недостаточно качественной работы банка-организатора. Вследствие этого на российском рынке по оказанию услуг синдицированного кредитования присутствует некоторое недоверие заемщиков к организаторам финансирования, что естественным образом ведет к снижению объемов операций. На развитых рынках в силу их большей устойчивости и, что более важно, гораздо большего внимания организаторов к своей репутации, случаи неразмещения или существенного изменения структуры сделки на завершающем этапе гораздо более редки.

Принципы установления ставки вознаграждения за организацию финансирования (которая обуславливает зависимость суммы второй части комиссии от итоговых объемов размещения) на российском и западном рынках в целом схожи.

Они зависят в первую очередь от общей стоимости финансирования для данного заемщика на текущий момент времени (на условиях запрашиваемых сроков и объемов). Однако если уровень процентных ставок по синдицированному финансированию для заемщиков данного класса вполне может быть публично доступен, то уровень комиссий, как правило, является конфиденциальной информацией. В этом случае организаторам в рамках данного класса заемщиков приходится обычно ориентироваться либо на ставки коммерческого кредитования (где основная стоимость финансирования заключена в процентной ставке), либо на ставки по облигационным займам (что может быть не вполне адекватным, ввиду некорректности сравнения обеспеченных синдицированных кредитов и необеспеченных облигационных займов и отсутствия точной информации о комиссии за размещение облигаций). При сравнении со средними ставками двустороннего портфеля аналогичных кредитов ставки по синдицированному финансированию оказываются, как правило, не менее чем на 10-15% ниже. При сравнении с облигационными займами можно изначально ориентироваться на примерно равные ориентиры по общей доходности финансирования, ввиду того, что премия для инвесторов за неликвидность синдицированного кредита компенсируется снижением ставки, обусловленным наличием обеспечения.

Необходимо также отметить особенность структурирования общей стоимости синдицированного кредита, в которой комиссия за успех имеет значительно больший вес, чем в облигационном займе, что объясняется стандартами на данном рынке, предусматривающими распределение существен-

ной (как правило, около 50%) части комиссии за успех среди участников синдиката.

Основное отличие российского рынка от западных состоит в более широком диапазоне возможных ставок вознаграждения — ввиду отсутствия общепринятых «правил игры» в данной области и меньшей конкуренции среди банков-организаторов на рынке предоставления услуг по организации синдицированного финансирования. Данное обстоятельство является неблагоприятным для потенциальных заемщиков, которые оказываются в ситуации фактической олигополизации рынка синдицированных кредитов для средних предприятий 2-3 эшелона несколькими крупными банками-организаторами, что увеличивает расходы на привлечение синдицированных кредитов и снижает темпы естественного (при наличии агрессивной конкурентной среды) повышения качества услуг организаторов.

После проведенного краткого анализа принципов установления и особенностей применения базовых условий (параметров), характерных для синдицированного финансирования, необходимо остановиться на основных требованиях, предъявляемых к заемщику на данном рынке.

1. Размер заемщика. Возможность привлечения синдицированного кредита появляется у заемщиков, достигших определенного размера, выражаемого в соответствующих объемных показателях. Для корпоративных заемщиков — это объем годовой валовой выручки (желательно — не менее 3 млрд руб.); для банков — размер валюты баланса (желательно — не менее 10 млрд руб.); для субъектов Федерации/муниципальных образований — объем бюджета (желательно — не менее 10 млрд руб.).

2. Долговая нагрузка. Для успешного размещения синдицированного кредита на рынке желательно, чтобы суммарная долговая нагрузка на заемщика с учетом размещаемого займа находилась в некоторых ра-

зумных границах. В качестве таких границ может использоваться: для корпоративных заемщиков — отношение суммарного долга к *EBITDA*; для банков — отношение суммарного долга к размеру чистых операционных доходов; для субъектов Федерации/муниципальных образований — отношение суммарного долга к размеру собственных доходов бюджета. Конкретное значение данного показателя зависит от отрасли/сектора, к которым относится заемщик, а также от сложившейся в них на момент размещения кредита ситуации и результатов размещения на публичном рынке аналогичных заемщиков.

3. Прозрачность/раскрытие информации. Наличие у заемщика четкой и прозрачной корпоративной структуры, раскрытие информации о конечных бенефициарах потенциальным кредиторам, а также возможность оперативного предоставления требуемой информации по запросам последних (против подписания соглашения о конфиденциальности), существенно повышает шансы успешного привлечения синдицированного кредита на рынке.

4. Отчетность МСФО, международный рейтинг. Подготовка заемщиком отчетности по стандартам МСФО, заверенной ведущим международным аудитором, является практически необходимым условием, требующимся для выхода на рынок синдицированного кредитования, особенно в случае желания привлечь в синдикат международных кредиторов. Наличие меж-

дународного рейтинга (от *S&P*, *Moody's* или *Fitch*) существенно повышает долю участия последних в синдикате. Однако необходимо отметить, что для субъектов Федерации/муниципальных образований критерий наличия отчетности по МСФО не применим, наличие же международного рейтинга для них играет менее существенное, чем для корпораций/банков значение.

5. Положение на рынке. При реализации публичных операций существенное значение имеет доля рынка, занимаемая потенциальным заемщиком, его известность и деловая репутация. В практической деятельности довольно часто встречаются ситуации, когда компания, обладающая хорошими финансовыми показателями, но малоизвестная на рынке, сталкивается с некоторыми трудностями при организации публичного финансирования (в т. ч. синдицированного кредитования).

В последние годы (2005-2006) вышеревизованным критериям соответствуют все больше компаний не только 1-го, но и 2-3-го эшелонов, что нашло свое отражение в количестве синдикаций, организованных для средних компаний, что можно проследить на основании динамики рейтинга организаторов синдицированных кредитов (в котором также указываются компании-заемщики), подготавливаемого порталом www.cbonds.ru.

Статья поступила в редакцию 06.12.2006

I. Dun

SYNDICATED LOAN AS A COMPANY FINANCIAL INSTRUMENT

The Russian businesses' demand for the long-term financial resource is still high. This is especially true for those operating in the real sector of the economy. Nevertheless, there are no banks in Russia (save Sberbank and Vneshtorgbank) that can independently issue loans to, for instance, Gazprom or Transneft. That is why the syndicated Russian and foreign banks' investment is an increasingly popular financial instrument the banks have to use in order to cater to their big customers. The Russian and foreign syndicated loan best practices are different. There are now clear-cut and universal regulations in place in Russia in regard to such business practices. However, the years 2005 and 2006 saw a boom in the syndicated loan issuing in Russia.