Обзор рынка синдицированного кредитования за 2006 год

Константин Васильев

РОССИЙСКИЙ СЕГМЕНТ

Российские заемщики привлекли в 2006 году 136 синдицированных кредитов на общую сумму более 36 млрд долларов. В 2005 году, без учета огромных промежуточных кредитов (bridge loan) Газпрома и Роснефтегаза на 18 млрд долларов, было привлечено около 26 млрд долларов.

Основной рост рынка обеспечил банковский сегмент: за 2006 год банки привлекли кредитов на 11.4 млрд долларов, что на 80% больше, чем в 2005 году. При этом объем синдицированных кредитов, привлеченных компаниями нефтегазового сектора, пока еще занимающего наибольшую долю рынка, практически не изменился, а количество кредитов уменьшилось. Корпорации из других секторов привлекли чуть больше, чем банки — 11.8 млрд долларов, но рост сегмента уступает банковскому и составляет около 50% за год. В 2007 году, вероятно, корпоративный сегмент покажет более значительный рост, так как на текущий момент заемщиками из данного сектора уже заявлено больше всего планов по привлечению кредитов — на общую сумму около 9 млрд долларов. Всего российскими заемщиками заявлено планов по привлечению 66 синдицированных кредитов на 19 млрд долларов.

Мы ожидаем дальнейший рост объема рынка синдицированных кредитов в 2007 году до 40–42 млрд долларов, но при некотором снижении предыдущих бурных темпов роста. Уровень заимствований по нефтегазовому сектору, возможно, останется прежним (без учета возможного привлечения крупных промежуточных кредитов на операции M&A), емкость рынка по банкам и корпорациям из других отраслей может вырасти на 25% до 15 млрд долларов.

Рынок синдицированного кредитования развивается синхронно с рынком еврооблигаций: они оба в целом за год выросли на 40%, и разность между объемами не изменилась — рынок синдикаций второй год «обгоняет» рынок еврооблигаций на 10 млрд долларов. При этом данное соотношение сохраняется и в среднем объеме привлечения кредитования и выпуска еврооблигаций по месяцам: в 2006 году российские заемщики в среднем за месяц привлекали около 3 млрд долларов в виде кредитов и 2.3 млрд в виде еврооблигаций. Средний размера кредита вырос за год на 100 млн до 300 млн долларов.

Средний срок заимствований российских компаний составляет более двух лет, и часто включается опцион на продление кредита на один год. При этом появляется все больше пятилетних кредитов, за год уже был привлечен 21 подобный кредит на общую сумму в 6 млрд долларов, в 2005 году было 13 пятилетних кредитов. С ростом обеспеченного кредитования средний срок обязательств утвердится на уровне 3–3.5 года. Растет средний срок долговых обязательств и по необеспеченному кредитованию, но в данном случае наблюдается и более существенное повышение уровня маржи.

Более чем на 100 пунктов снизилась за год средняя стоимость кредитов: государственные и нефтегазовые компании уже платят маржу менее 100 пунктов сверх LIBOR, а крупные частные банки — 100–150 пунктов сверх LIBOR. Маржа на синдицированные кредиты находится на исторически низком уровне, что связано с улучшением кредитного качества заемщиков и сокращением маржи в Европе.

Как и на рынке еврооблигаций, на рынке синдикаций в 2006 году начала увеличиваться доля займов в евро: в 2005 году она составляла 1.5%, в 2006 году — 4.3%. В 2007 году мы ожидаем увеличение данного сегмента до 6% от общего объема рынка. 2006 год можно считать и годом развития рынка синдикаций в рублях — рынок вырос в два раза, доля сегмента выросла с 1.2% до 1.6%, ожидается рост сегмента до 2–2.4% от общего объема рынка и 1 млрд долларов. В данном сегменте появились и качественные изменения: вместо одного кредита в 2005 году, выданного под плавающую ставку MosPrime, в 2006 году уже было выдано четыре таких синдицированных кредита.

Динамика объемов заимствований по секторам, прогноз на 2007 год

Сектор	Объем кредитов 2005 г., млн $	Кол-во кредитов 2005 г.	Объем кредитов 2006 г., млн $	Кол-во кредитов 2006 г.	Заявлено планов по объему на 2007 г.	Заявлено планов по кол-ву на 2007 г.	Прогноз по объему на 2007 г.
Нефтегазовый сектор	11 737	17	12 916	10	7 900	5	12 000
Банковский сектор	6 283	52	11 398	78	2 339	26	15 000
Корпорации из др. секторов	8 013	58	11 762	48	8 892	35	15 000
Итого	26 033	127	36 075	136	19 130	66	42 000

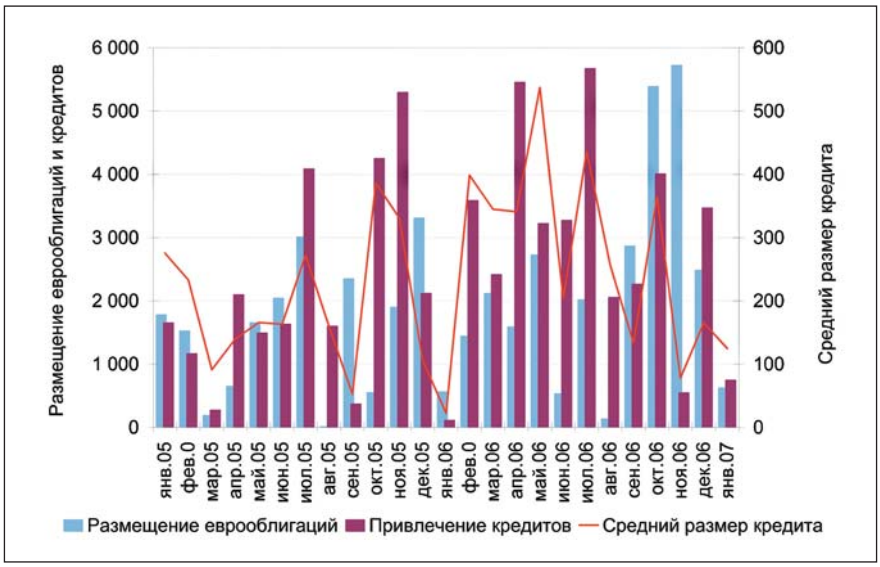
Основными заемщиками в рублях являются небольшие российские банки, в евро — корпоративный сегмент. Так как две данные группы заемщиков являются наиболее динамичным сегментом рынка синдикаций, мы ожидаем и увеличение заимствований в данных валютах.

СЕГМЕНТ СТРАН СНГ

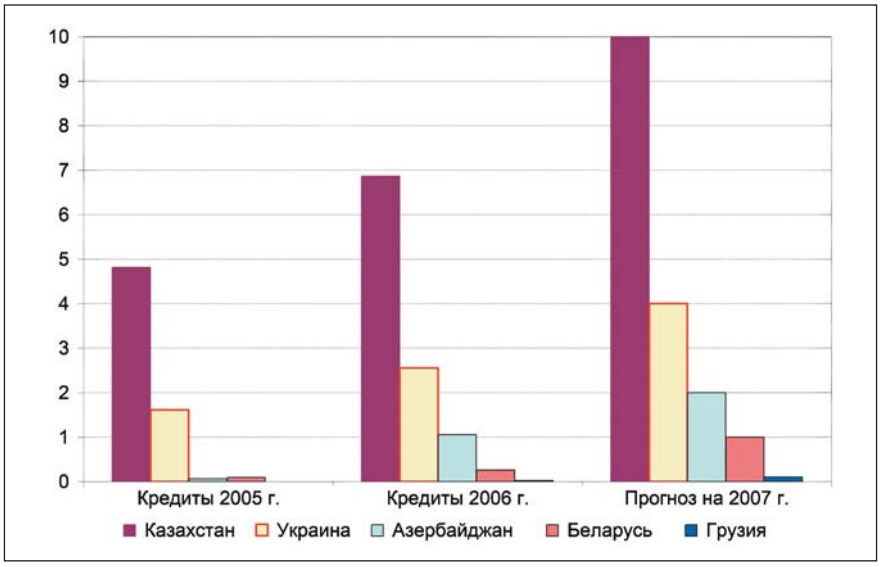
Рынок синдицированных кредитов в остальных странах СНГ в относительном выражении вырос чуть значительнее, чем в России: на 60% за год, с 6.6 до 10.7 млрд долларов. Количество кредитов выросло с 52 до 70. Значительнее всего рынок вырос в Казахстане и Украине — на 2 и 1 млрд долларов до 6.9 и 2.5 млрд долларов соответственно.

Среди стран СНГ лучше всего рынок синдицированного кредитования, как и рынок еврооблигаций, развит в Казахстане. Казахстанские заемщики увеличивают сроки и объемы кредитов, привлекают кредиты несколькими траншами, обращаются к исламским кредитам «мурабаха». Но при этом рынок синдикаций представлен в основном банковским сегментом с очень большой долей рефинансируемых кредитов, тогда как на корпорации пришлось только 15% от общего объема предоставленных кредитов. Гораздо более диверсифицирован рынок кредитования в Украине, корпорации из различных отраслей заняли существенно больше, чем банки. Причем данные кредиты часто имеют гарантию или обеспечение, направлены на конкретные финансовые нужды, а не на рефинан-

Размещение еврооблигаций и привлечение кредитов по месяцам, 2005–2006 гг., $ млн



Объемы синдицированных кредитов по странам СНГ, прогноз на 2007 год, $ млрд



Динамика объемов рынка по валюте заимствований, прогноз на 2007 год

Валюта заимствования	Объем кредитов 2005 г., млн $	Кол-во кредитов 2005 г.	Объем кредитов 2006 г., млн $	Кол-во кредитов 2006 г.	Заявлено планов по объему на 2007 г.	Заявлено планов по кол-ву на 2007 г.	Прогноз по объему на 2007 г.
Всего по России	26 033	127	36 075	136	19 130	66	42 000
в т. ч. в евро	390	7	1 566	12	1 186	4	2 500
Доля от объема рынка	1.5%	5.5%	4.3%	8.8%	6.2%	6.1%	6.0%
в т. ч. в рублях	325	7	568	17	267	3	1 000
Доля от объема рынка	1.2%	5.5%	1.6%	12.5%	1.4%	4.5%	2.4%
Всего по другим странам СНГ	6 592	52	10 762	70	7 007	33	17 100
в т. ч. в евро	–	–	226	6	620	3	1 000
Доля от объема рынка	–	–	2.1%	8.6%	8.8%	9.1%	5.8%

сирование предыдущих займов. Мы ожидаем стабильное развитие рынка кредитования в данных странах как в количественной, так и в качественной плоскости, но при отсутствии введения в Казахстане новых ограничений на внешние заимствования.

Рынок Азербайджана вырос на 1 млрд долларов, но данный результат достигнут за счет двух кредитов одной компании — Государственной нефтяной компании Азербайджана (ГНКАР). Появилась первая сделка в Грузии — Банк Грузии занял 25 млн долларов на 18 месяцев. Данные рынки вряд ли покажут существенное развитие, но рост возможен за счет проведения крупных разовых сделок.

Наиболее динамичный рост показал рынок Беларуси, увеличившись в 3 раза до 260 млн долларов: в 2006 году было заключено 5 сделок. Что достаточно редко для рынка синдикаций и не наблюдается в других странах СНГ, так это то, что на рынок выходил и суверенный заемщик: Республика Беларусь заняла на один год 65 млн евро. Зарождение рынка синдикаций в Беларуси может объясняться слабым развитием в данной стране рынка облигаций. По нашим оценкам, в 2007 году рынок синдикаций может показать еще более агрессивный рост и достигнуть 1 млрд долларов.

В странах СНГ, как и в России, выросла доля заимствований в евро, заемщики из Беларуси и Украины привлекли 6 кредитов на общую сумму 172 млн евро. Интерес к данной валюте у этих стран, видимо, связан с их близким расположением к зоне евро и активной внешнеэкономической деятельностью заемщиков в регионе. Мы ожидаем увеличение заимствований заемщиками из стран СНГ в евро до 6% рынка или 1 млрд долларов.

ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ РЫНКА

Развитие рынка синдицированных кредитов было обусловлено следующими факторами, характерными для данного инструмента внешнего заимствования:

- дешевизна заимствований по сравнению с рынком облигаций;
- невысокая степень информационной открытости перед инвесторами;
- относительно короткий период подготовки сделки;
- публичность сделки, появление кредитной истории на мировом рынке;
- диверсификация кредитного портфеля;
- возможность предоставить обеспечение, гарантии;
- гибкая форма заимствования.

Несмотря на достаточно бурное количественное развитие рынка синдицированных кредитов, его качественное становление пока еще идет медленными темпами. Недолгая история рынка и отсутствие негативных примеров могут привести к тому, что на рынке будет наблюдаться не совсем корректное ценообразование, которое приведет к неэффективному агрессивному увеличению объемов кредитования, опасному для независимости корпораций. Также среди существующих проблем рынка можно выделить следующие:

- высокая доля рефинансируемых кредитов — 30–50% рынка, небольшой рост «новых» денег на рынке;
- доминирующие позиции нефтегазового сектора, огромные промежуточные кредиты которых повышают конкуренцию за зарубежных инвесторов среди остальных секторов экономики;
- небольшие сроки кредитов;
- информационная закрытость рынка.

В качестве перспектив и ожидаемых тенденций в развитии рынка необходимо отметить следующие:

- активный выход на рынок различных секторов экономики;
- рост заимствований в валютах, отличных от доллара США;
- выстраивание крупными заемщиками собственной кредитной кривой;
- удлинение срока необеспеченных кредитов;
- повышение требований кредиторов к наличию рейтинга, различным ковенантам;
- развитие вторичного рынка кредитов.

Мнение

Илья Малый,
начальник отдела синдицированного кредитования и секьюритизации ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

За последние несколько лет рынок синдицированных кредитов стал одним из наиболее динамично развивающихся финансовых рынков России. Его основу составляют синдицированные кредиты для банков и корпораций, организуемые западными финансовыми институтами, часто совместно с российскими банками, в долларах США. Тем не менее, в последнее время появились предпосылки для становления локального рублевого рынка синдикаций. Кроме стандартных кредитов для банков и компаний, мы наблюдаем некоторый рост активности в области финансирования сделок проектного финансирования, а также в области M&A. Инструмент синдицированного кредитования становится более гибким — появляются мультивалютные, многоцелевые кредиты, клиентам предлагается возможность выбора между плавающей и фиксированной ставками. Кроме того, становление в России рынка секьюритизации сопровождается повышенным интересом заемщиков к предфинансированию такого рода сделок, которое может осуществляться в форме синдицированных и клубных кредитов.

На рынке сохраняется общая тенденция снижения ставок и удлинения сроков финансирования, однако за последние полгода динамика снижения ставок немного замедлилась. Наблюдается переход от обеспеченного финансирования к частично обеспеченному и необеспеченному. На рынок приходят новые инвесторы, а отраслевая структура заемщиков значительно расширяется. Среди заемщиков появляются представители продуктовой розничной торговли, автотрейдеры, фармацевтические, транспортные и медиакомпании. Объемы рынка значительно увеличились (если принимать во внимание, что в 2005 году примерно 20 млрд долларов пришлось на четыре крупных кредита для Газпрома, Роснефти и Роснефтегаза): по нашим оценкам, объем рынка международных синдицированных кредитов для российских заемщиков составил порядка 38 млрд долларов США.

Несмотря на то что объем локальных рублевых сделок (по российскому праву) пока еще рано сравнивать с объемом международных сделок, стоит отметить, что в последний год значительно вырос интерес к рублевым синдикациям. Объем и количество локальных сделок в 2006 г. удвоились по сравнению с 2005 годом. Основной предпосылкой такого роста явился значительный спрос на рублевые ресурсы со стороны финансовых институтов и компаний. Предприятия, ориентированные на внутренний рынок и обеспечивающие значительную долю роста ВВП, предпочитают получать финансирование в рублях, чтобы избежать валютных рисков. В их число входят компании и банки, которые по различным причинам не могут или не хотят привлекать рубли через иные инструменты, например, CLN или рублевые облигации.

Второй значимый фактор развития локального рынка синдикаций — это появление индикатора плавающей ставки по рублям, MosPrime. Несмотря на то что у этого индекса еще относительно недолгая история (с апреля 2005 года), уже сейчас можно сказать, что появился надежный индикатор денежного рынка, адекватно отражающий рыночную ситуацию и, как следствие, ставший основным инструментом для удлинения сроков финансирования. Стоит также отметить тот факт, что низкая капитализация российской банковской системы ограничивает возможности банков устанавливать значительные лимиты финансирования на заемщиков или группу связанных заемщиков (норматив «Н6»). Как результат, банки предпочитают объединять свои усилия для того, чтобы удержать клиента от перехода в более крупный банк или просто иметь возможность кредитовать крупную компанию.

К наиболее выдающимся рублевым сделкам прошлого года можно отнести два долгосрочных корпоративных кредита, организованных ЕБРР совместно с синдикатами российских и западных банков: кредит в размере 4.3 млрд руб. для Мосэнерго сроком на 7 лет и кредит для ГидроОГК в размере 4 млрд рублей сроком на 10 лет («В»-транши). Райффайзенбанк участвовал в организации обоих кредитов, а в 2005 году он выступил организатором первого в истории синдицированного кредита на базе ставки MosPrime для Крайинвестбанка.

Несмотря на активный рост, существует ряд очевидных проблем, сдерживающих развитие рынка рублевых синдикаций: несовершенство законодательной и регулятивной базы и отсутствие судебной практики; недостаток опыта у участников рынка, отсутствие общепринятых правил делового оборота, отсутствие стандартной кредитной документации, а также определенный дефицит взаимного доверия. На международных рынках такая стандартная документация явилась результатом совместной работы участников рынка и юридических компаний (документация, основанная на стандартах Loan Market Association (LMA). В российских локальных сделках банки-организаторы используют документацию, основанную на стандартной документации, используемой в международных сделках, адаптированную для российского рынка, или свою собственную кредитную документацию, разработанную силами юридических департаментов банков.

Кроме того, западные банки пока еще недостаточно активны в финансировании в локальной валюте вследствие трудностей с рефинансированием в рублях, ограниченности инструментов хеджирования на длинные сроки, специфики российского права, а также существовавших до недавнего времени регулятивных ограничений.

Тем не менее, прогноз развития российского рынка синдицированных кредитов остается положительным. Мы надеемся, что при активном взаимодействии участников рынка и регулирующих органов законодательная база и кредитная документация будут унифицированы.

Недавняя либерализация валютного законодательства будет стимулировать интерес иностранных инвесторов к рынку локальных синдикаций, а изменения в области регулирования деривативных инструментов позволят более эффективно хеджировать валютные и процентные риски. В ближайшие два-три года мы ожидаем увеличение темпов роста рынка рублевых синдикаций (более 100% ежегодно), сопровождающееся увеличением доли кредитов для корпоративных клиентов. В то же время, достижение значительных объемов станет основным фактором развития вторичного рынка и интеграции международных и локальных сделок.

Если рассматривать рынок международных синдицированных кредитов с точки зрения различных типов финансирования, то можно отметить, что основная доля кредитов предоставляется на общие корпоративные нужды заемщика, торговое (предэкспортное) финансирование, пополнение оборотных средств. Две трети всех банковских кредитов предоставляется на цели торгового финансирования — кредиторам важно видеть, что кредит поступает на финансирование или рефинансирование конкретных сделок банка.

Мы также наблюдаем значительный рост сделок по рефинансированию кредитов компаний. Это вызвано и общим снижением ставок, стимулируемым ростом конкуренции среди организаторов, и удлинением сроков заимствования. В 2005 году порядка 30% объема корпоративных кредитов выдавалось с целью рефинансирования, а в 2006 эта цифра приблизилась к 40%.

Доля сделок по проектному финансированию и финансированию поглощений и приобретений относительно невысока. Это связано со сложностью таких сделок, со сроками, необходимыми для структурирования кредитов, а также с большей рисковой составляющей таких сделок. Тем не менее, с ростом аппетита на средне- и долгосрочное финансирование, а также в связи с более высокой доходностью таких сделок на фоне общего падения ставок мы ожидаем роста объема сделок в этом сегменте рынка.

С точки зрения наличия обеспечения можно отметить, что большинство кредитов банкам предоставляется без обеспечения. Обеспеченные же кредиты чаще всего покрыты уступкой прав по экспорту драгоценных металлов (кредиты для «НОМОС-Банка», «МДМ-Банка»), комфортными письмами или гарантиями акционеров, залогом розничных кредитных портфелей (кредит для Московского Кредитного Банка). В корпоративном секторе, наоборот, значительная доля кредитов предоставляется под обеспечение — приблизительно 25–35% всех корпоративных кредитов в 2004–2006 гг. были обеспеченными.

Отдельно стоит сказать о финансировании, обеспеченном залогом розничных кредитных портфелей. Как известно, за последние полтора года секьюритизация стала реально использоваться в России как инструмент финансирования. С начала 2005 года рынок увидел несколько успешных секьюритизационных выпусков. В таких сделках часто идет речь о предфинансировании или периоде накопления активов (warehouse financing). Предфинансирование может предоставляться в виде двухстороннего кредита, в виде клубных сделок, а также синдицироваться на рынке. В 2005–2006 гг. Райффайзенбанк участвовал в предфинансировании нескольких секьюритизационных выпусков, в том числе первого выпуска, обеспеченного ипотечными закладными, для Городского Ипотечного Банка.

Хочется отметить, что в 2006 году группа «Райффайзен» выступила организатором нескольких значимых сделок, в том числе крупнейшего кредита для розничного бизнеса — 800 млн долларов для компании «Пятерочка» (сделка вошла в тройку самых выдающихся сделок в России по мнению журнала Euroweek) — и крупнейшего кредита для автодилера — 350 млн долларов для компании «Рольф».