Петр ГАЙНУЛЛИН,
младший вице-президент,
структурное товарное финансирование, Дойче Банк

В ДЕВЯНОСТЫХ ГОДАХ, КОГДА ПЕРВЫЕ РОССИЙСКИЕ КОМПАНИИ НАЧАЛИ ВЫХОДИТЬ НА ЗАПАДНЫЕ РЫНКИ ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ, ДОМИНИРУЮЩИМ ПОДХОДОМ БЫЛО СТРУКТУРНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ. ОДНАКО ПО МЕРЕ РАЗВИТИЯ РЫНКА ПОПУЛЯРНОСТЬ ЭТОГО ВИДА ЗАИМСТВОВАНИЙ УСТОЙЧИВО ПАДАЛА, А МАРЖА СНИЖАЛАСЬ (ЗА ИСКЛЮЧЕНИЕМ 1998 Г. И ВСПЛЕСКА В 2003–2004 ГГ.). ТАК ЧТО К СЕРЕДИНЕ НУЛЕВЫХ БОЛЬШИНСТВО ИЗВЕСТНЫХ КОМПАНИЙ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ПЕРЕКЛЮЧИЛИСЬ НА НЕОБЕСПЕЧЕННОЕ БАНКОВСКОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ, В ОСНОВНОМ ЕВРООБЛИГАЦИИ. К ЛЕТУ 2007 ГОДА ЭТУ ТЕНДЕНЦИЮ, КАЗАЛОСЬ, НИЧТО НЕ МОГЛО ПЕРЕЛОМИТЬ, НО ДАЛЬНЕЙШИЕ СОБЫТИЯ УБЕДИТЕЛЬНО ДОКАЗАЛИ ОБРАТНОЕ.

Финансирование НА ЭКСПОРТ

«ЕСЛИ ВЫ ПРАВИЛЬНО ОПРЕДЕЛЯЛИСЬ СО СТРУКТУРОЙ, КОМПАНИЕЙ И БАНКОМ-КООРДИНАТОРОМ СДЕЛКИ, ТО МОГЛИ ЗА НЕСКОЛЬКО НЕДЕЛЬ МОБИЛИЗОВАТЬ СУЩЕСТВЕННУЮ СУММУ — И ЭТО НА ФОНЕ БАНКРОТСТВА LEHMAN BROTHERS, ПАДЕНИЯ ВВП ПО ВСЕМУ МИРУ И ЦЕНЫ НА КРЕДИТНЫЕ СВОПЫ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ, ВЫШЕДШЕЙ ЗА ПРЕДЕЛЫ 1000 Б.П.»

В тот период команды структурного финансирования сырьевого экспорта, специализирующиеся на России, занялись поиском иных рынков или осуществлением сделок с менее крупными компаниями с использованием все более расплывчатых структур (во многих случаях расширяя мандат настолько, что он включал прямое необеспеченное финансирование, где слово «торговое» лишь упоминалось в документах).

Эту картину достаточно быстро изменил кредитный кризис, что подтверждается примером «Евраза», который, столкнувшись с необходимостью рефинансировать промежуточный кредит, взятый для приобретения американской «Орегон Стил», обратился к предэкспортному финансированию (ПЭФ). Оглядываясь назад, можно сказать, что отказ «Евраза» выпустить облигации стал предвестником будущего, однако в тот момент сделка выглядела скорее как исключение из правил. Но именно тогда на рынок вышла «Роснефть»: компания хотела получить $2 млрд, но собрала более $3 млрд, а затем в течение шести месяцев после первой сделки заключила вторую на сумму более $3 млрд, что продемонстрировало степень живучести рынка предэкспортного финансирования. Если вы правильно определялись со структурой, компанией и банком-координатором сделки, то могли за несколько недель мобилизовать существенную сумму — и это на фоне банкротства Lehman Brothers, падения ВВП по всему миру и цены на кредитные свопы Российской Федерации, вышедшей за пределы 1000 б.п. (как обнаружила ТНК-ВР). Вслед за «Роснефтью» последовали мегасделки таких крупнейших компаний, как НЛМК, «Металлоинвест», «Северсталь», ТНК-ВР и «ЛУКОЙЛ». При этом маржа слегка выросла, а структуры стали несколько тяжелее, но в конце концов все эти сделки, несмотря на серьезные трудности, были реализованы — а именно к этому, с учетом сложившихся обстоятельств, и стремились клиенты.

Пока в 2009 году банки, обслуживающие «нефтяников», заключали новые сделки, их коллеги, работающие с «металлургами», занимались тем, что вели переговоры по вопросам отказа от договорных прав, внесения поправок в договоры, замораживания выплат по долгам и даже о реструктурировании задолженности, во многих случаях по сделкам, которые были заключены совсем недавно — в 2008 году. Время было трудное, но на текущий момент большинство переговоров завершено, клиенты согласились как с ограничениями своих операций, так и с существенным повышением маржи (что отчасти отражает рост стоимости финансовых средств для самих банков). Все крупнейшие компании продолжают погашение основной суммы займов и платежи по процентам,

причем большая часть платит без нарушения первоначального графика выплат. Достижение немалое, если учесть, что цены на товары этих компаний упали на 50–80%.

Данные примеры реструктуризации напомнили нам, что риск никуда не исчез, и если компания не зарабатывает деньги, никакая структура не поможет вам вернуть свои средства. Еще один урок, который был сделан на фоне волны отказов от прав, зафиксированных в договорах, не так явно бросается в глаза: важен выбор агента. При равенстве прочих условий варианты действий (либо компания с одобрения банка быстро оформляет отказ от использования договорных прав, либо приступает к трудным многомесячным переговорам о реструктуризации задолженности, которые смакует международная пресса) в очень значительной степени зависят от того, насколько запаниковал банк-агент в день, когда туда с плохими новостями пришла компания. Своим клиентам мы всегда даем простой совет: тщательно выбирайте банки на ключевые роли, дабы они, в свою очередь, эффективно донесли ваше мнение до остальных участников синдикации.

ИТОГИ КРИЗИСА И ПЕРСПЕКТИВЫ РОСТА

По мере отступления кризиса в 2009–2010 годах стала сокращаться и маржа, но темпы ее снижения оказались отнюдь не столь быстрыми, как темпы роста во времена кризиса. Во второй половине прошлого года наблюдался подъем на рынке облигаций, который вновь привлек на него ряд крупнейших заемщиков. Банкиры, специализирующиеся на предэкспортном финансировании, привыкли к работе на развивающихся рынках, среди которых Россия, безусловно, является примером рынка с наиболее экстремальными условиями, так что лозунгом дня является постоянная корректировка действий. Более того, если сделки, которые в настоящее время находятся на стадии первичной синдикации, окажутся успешными, скорость снижения маржи почти сравняется со скоростью ее роста в 2008 году, когда в сентябре одна металлургическая группа заплатила 2%, а вслед за этим в декабре один из нефтегазовых гигантов вынужден был заплатить 4%.

Закончился ли кризис? Споры на эту тему, возможно, не утихнут еще некоторое время, однако один вывод российский рынок финансирования экспорта сырьевых товаров может сделать уже сейчас: в трудные времена предэкспортное финансирование, возможно, является единственным реальным вариантом фондирования по разумным ценам и в достаточно значительных объемах, который остается в распоряжении производителей сырьевых товаров. К сожалению, это не означает, что крупнейшие производители, которые в период кризиса вышли на рынок предэкспортного финансирования, на нем и останутся. С другой стороны, это не означает, что они вернутся лишь в том случае, если на мир обрушится следующий ураган кризиса, что происходит раз в восемьдесят лет. Экономический цикл лишь начал набирать обороты, и как только маржа на этом рынке после соответствующей коррекции вновь сможет конкурировать с тарифами рынка облигаций, крупные игроки снова станут рассматривать предэкспортное финансирование как привлекательный вариант. Если же восстановление экономики по каким-либо причинам неожиданно задержится, это, вероятно, подтолкнет заемщиков к использованию финансирования под обеспечение вместо облигаций. Мы вновь видим на рынке крупные сделки с обеспечением, в частности после финансового кризиса в Греции.

> «КАК ТОЛЬКО МАРЖА НА ЭТОМ РЫНКЕ ПОСЛЕ СООТВЕТСТВУЮЩЕЙ КОРРЕКЦИИ ВНОВЬ СМОЖЕТ КОНКУРИРОВАТЬ С ТАРИФАМИ РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ, КРУПНЫЕ ИГРОКИ СНОВА СТАНУТ РАССМАТРИВАТЬ ПРЕДЭКСПОРТНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ КАК ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫЙ ВАРИАНТ»

Впрочем, 2010 год вряд ли станет повторением 2008 или даже 2009 года. Прошли те дни, когда коллеги с рынков долгового капитала предпочитали не появляться на встречах с клиентами. Год за годом банкиры, специализирующиеся на предэкспортном финансировании, высказывали предположение, что объемы бизнеса в России будут сокращаться, и каждый год они ошибались: уж не принесет ли 2010 год то, чего они так долго ожидали? Тут можно провести аналогию с ценами на нефть: хотя мы, возможно, и не увидим в этом году уровень $147 за баррель, не следует забывать, что нефть вышла на уровень $80 за баррель лишь в октябре 2007 года, то есть впервые за сто с лишним лет торговли этим товаром. Аналогично, рынок предэкспортного финансирования в 2010 году будет сильным в случае заключения всего двух мегасделок — а все признаки указывают на то, что их будет больше двух.

Другие интересные для российского рынка явления наблюдаются за пределами России — в Европе и США. Многие крупные металлургические компании России до и во время кризиса вышли на эти рынки и теперь не могут или не хотят избавляться от приобретенных там и на текущий момент неприбыльных активов. Тщательно анализируя возможные варианты фондирования, компании обнаруживают, что ответ вновь можно найти с помощью структурного финансирования сырьевого экспорта. Европейские сталелитейные предприятия (в частности, Duferco) годами используют займы как инструмент базового финансирования, а теперь этот продукт может применяться для того, чтобы обеспечить дешевый оборотный капитал для западных дочек российских компаний, высвободив прибыльные российские активы для получения займов на других рынках.

АСПЕКТЫ СТРУКТУРИРОВАНИЯ, ПРАВОВЫЕ ВОПРОСЫ

Чему же научил нас этот кризис? В тот период, когда структуры находились под давлением, особенно во время падения цен на сырьевые товары во второй половине 2008 года, банки очень редко предпочитали обращать взыскание на обеспечение, когда заемщики – производители сырьевых

> ВО ВРЕМЯ КРИЗИСА СТРУКТУРЫ СУЩЕСТВЕННО УЖЕСТОЧИЛИСЬ, ОДНАКО В БОЛЬШИНСТВЕ СЛУЧАЕВ КРЕДИТОРЫ ВСЕГО ЛИШЬ ОТВОЕВЫВАЛИ СЕБЕ ТО, ЧЕМ ИМ ПРИШЛОСЬ ПОЖЕРТВОВАТЬ В ПЕРИОД ЭКОНОМИЧЕСКОГО ПОДЪЕМА

товаров оказывались в условиях технического дефолта или проблем с ликвидностью. Отчасти это объясняется тем, что оффшорная структура финансирования максимально эффективна именно в страновом кризисе, не зависящем от внутренней рентабельности заемщика; напротив, в этот кризис Россия сидит на миллиардах долларов валютных запасов, а компаниям с трудом удается выплачивать заработную плату. Исходя из этого, а также из факта вполне достаточной ликвидности на рынке предэкспортного финансирования, можно сделать вывод, что соображения странового риска в настоящее время уходят на второй план при анализе ценности предэкспортной структуры в России.

Мы наблюдали отдельные случаи, когда на предэкспортные структуры обращалось взыскание, а денежные средства замораживались на оффшорных счетах для использования в качестве разменной монеты на переговорах с заемщиками, причем с помощью таких действий, безусловно, удавалось привлечь внимание как компаний, так и других кредиторов. Для заемщиков, имеющих значительное количество необеспеченных долгов, оформленных в хорошие времена, довод в пользу предэкспортного финансирования как структуры, обеспечивающей конкретному кредитору более крепкие позиции в случае каких-либо проблем, является еще более важным, так как открывает путь к получению дополнительной ликвидности.

Ценность использования структурного торгового финансирования сырьевого экспорта подтверждается и опытом Украины и Казахстана. На Украине, где кредиторы опасались банковского и валютного кризиса, в прежние времена поражавшего развивающиеся рынки, структура, обеспечивающая погашение займов с помощью экспорта сырьевых товаров, при котором поступления от экспорта использовались бы для погашения задолженности и не возвращались в страну, естественно, выглядела привлекательной. Кроме того, Украина и в еще большей мере Казахстан напомнили зарубежным инвесторам о хрупкости банковской системы в развивающейся экономике (тут, надо сказать, от них недалеко ушли и развитые рынки). Впрочем, и в этом случае структура, которая не связана с переводом заемщиком в пользу кредиторов суммы погашения задолженности со счета компании в местном банке, в значительной мере обеспечивает решение проблемы.

Во время кризиса структуры существенно ужесточились, однако в большинстве случаев кредиторы всего лишь отвоевывали себе то, чем им пришлось пожертвовать в период экономического подьема. Мы еще не увидели возвращения коммерческих поручительств операционных компаний, а, может быть, нам и не суждено больше их увидеть. Кризис рельефно выделил ряд правовых и структурных аспектов, например важность прямого кредитования экспортера и контроля различных способов, с помощью которых компания может распределять денежные средства среди акционеров, что относится не только к дивидендам, но и к займам и приобретению активов. Впрочем, прежде всего пережитый опыт подтверждает важность выбора заемщиков, которым можно доверять, и достоинства старой доброй структуры, которая дает кредиторам возможность контролировать цикл конвертации активов и при необходимости направлять оффшорные денежные потоки на погашение займов (или заявлять о своем намерении поступить таким образом).

***

Теперь, когда, кажется, завершился острый этап финансового кризиса и лучшие российские компании успешно вернулись на рынки облигаций, слишком легко забыть о той ключевой роли, которую сыграла обеспеченная задолженность на пике кризиса, и вновь переориентироваться на бурно растущие рынки капитала. Теперь именно так и следует поступать заемщикам — если позволяет рынок. Однако по мере того, как корректируются цены на рынке предэкспортного финансирования, привлекательность продукта вновь будет расти — в обстановке, когда показатели соотношения задолженность/EBITDA все еще выше, чем хотели бы видеть инвесторы на рынках капитала, а уровни кредитных дефолтных свопов остаются высокими. Так что, если не считать краткосрочных перерывов, мы ожидаем стабильного потока сделок предэкспортного финансирования. Финансовые директора производителей сырьевых товаров осознали (а точнее, всегда знали), что их экспортные потоки обеспечивают уникальную возможность финансирования, тем более ценную в кризис, когда ограничены другие возможности фондирования.

Казалось бы, сам собой напрашивается вывод о том, что масштабы дестабилизации мировой экономики способны изменить методы и порядок работы в структурном финансировании сырьевого экспорта. Однако, глядя на сделки, фактически реализованные после кризиса, можно заметить, что реальные изменения не так уж существенны. Чаще всего эти структуры «после коллапса Lehman Brothers» просто возвращают нас в мир, существовавший до ставшего популярным в 2007 году подхода covenant-lite. Читатели вправе проводить собственные параллели.

По мере выздоровления экономики мы ожидаем неминуемого размывания жесткости структур в результате конкуренции. Можно только надеяться, что на этот раз банки будут больше конкурировать по ценам и меньше по пакету обеспечения. В конце концов, либо заем действительно обеспечен, либо не обеспечен; в последнем случае, возможно, лучше признать это и отразить в ценообразовании. Если мы сможем это сделать, это будет означать, что кризис subprime-кредитования не прошел даром — по крайней мере для специалистов в области структурного финансирования сырьевого экспорта. ©