Ольга УЮСОВА,
начальник департамента корпоративного финансирования,
Банк Сосьете Женераль Восток

За последние несколько лет рынок синдицированных кредитов стал одним из наиболее привлекательных источников финансирования для растущих российских компаний. Однако кризисные явления конца 2008 – начала 2009 годов внесли существенные коррективы в динамику развития долгового сегмента финансового рынка, изменилась и ситуация с синдицированным кредитованием.

Синдикации выйдут из «клуба»

Елена КОЗЛОВА,
начальник отдела
синдицированных кредитов,
Банк Сосьете Женераль Восток

Российская экономика в 2011 году вряд ли сможет похвастаться прежними докризисными успехами (спад ВВП в 2009 году составил 7.8%, тогда как рост в 2010 году — 4%). Ожидаемый темп роста ВВП в 2011 году также находится на уровне 4%, экспорт нефти может стабилизироваться на уровне 200 млн тонн в год. Послекризисный рост доходов населения намного меньше того, который наблюдался в 2000-х годах, а на высокий потребительский спрос вряд ли стоит рассчитывать. Рост кредитов в реальном секторе ожидается на уровне 10–12% в год. Поскольку финансовое состояние многих предприятий до сих пор вызывает опасения, к кредитной задолженности стали относиться намного осторожнее и консервативнее, и резко наращивать объемы новых кредитов банки не готовы. После значительного смягчения условий кредитования в области структуры сделки, пакета обеспечения, уровня ковенант в середине 2007 года были предположения, что следующим этапом развития рынка будет переход к leverage financing, однако затем под воздействием кризисных явлений произошла трансформация мирового финансового рынка и российского рынка долгового финансирования. Это привело к существенной переоценке игроками рынка ситуации в целом и возможных рисков в частности.

До 2007 года существенное увеличение объемов синдицированных кредитов было вызвано растущим спросом со стороны российских заемщиков на привлекательные кредитные ресурсы международных банков, а также интересом международных банков к развивающемуся российскому рынку. В 2007 году общий объем синдицированных кредитов превысил $70 млрд, достигнув своего абсолютного максимума, а в 2008 году на российском рынке были организованы 123 сделки на общую сумму более $40 млрд. Синдикации существенно потеснили рублевые бонды. Снижение объема выпусков последних было вызвано главным образом дефицитом ликвидности и возросшим риском фиксированных процентных ставок (Рисунок 1).

В 2010 году российский рынок синдицированных кредитов частично преодолел влияние кризиса и продемонстрировал некоторое восстановление объемов:

Рисунок 1
Рынок синдицированных кредитов в РФ, 2005–2010 гг.

Источник: Dealogic

всего состоялись 62 сделки на общую сумму $30 млрд. Однако говорить о восстановлении активности на рекордном уровне 2007 года пока еще очень рано. Рынок открылся для качественных заемщиков и хорошо структурированных сделок. Одной из отличительных черт посткризисного рынка синдицированного кредитования для российских компаний являются сделки, организуемые при участии международных организаций, таких как МФК и ЕБРР. При этом предлагается объемный пакет обеспечения, гарантия со стороны холдинга, прозрачная структура собственности.

Рынок становится более узким, предназначенным для ограниченного числа банков-организаторов, традиционно активных участников этого долгового сегмента.

При этом стоит отметить, что в числе банков-организаторов помимо крупнейших международных банков и их дочерних подразделений замечены и крупнейшие российские финансовые институты с государственным участием, которые активно начали развивать свои отношения с российскими заемщиками, в том числе и в синдицированных структурированных предэкспортных сделках, регулируемых английским правом.

Если мы проанализируем динамику предоставления синдицированных кредитов компаниям различных отраслей, то увидим, что в предкризисные годы увеличивалось синдицированное финансирование компаний, которые развивались за счет роста внутреннего спроса. Доминирование в экспорте России до 2004 года топливно-энергетических ресурсов и металлов выразилось в росте спроса на финансирование со стороны сырьевых компаний, который в большей степени удовлетворялся с помощью синдицированных предэкспортных кредитов.

После расцвета предэкспортного структурного финансирования на рынке синдицированных кредитов в 2001–2004 годах с 2005 года начался переход крупнейших российских заемщиков, особенно сырьевых компаний, на рельсы необеспеченного кредитования.

Когда в 2008–2009 годах произошло резкое падение ВВП в России, связанное со снижением цен на нефть и металлы и финансовым сжатием, к структурированному предэкспортному финансированию от необеспеченного на рынке синдицированных кредитов вернулись даже такие компании, как «Роснефть», НЛМК, «ЛУКОЙЛ».

В 2009 году доступ к синдицированным кредитам был лишь у компаний первого эшелона, главным образом из нефтегазового сектора. Однако в 2010 году список компаний несколько расширился, хотя основной рост объемов рынка до сих пор обеспечивается компаниями сырьевого сектора (Таблица 1).

Примером успешного закрытия сделок для заемщиков из «несырьевых» отраслей можно назвать синдицированный кредит, организованный для крупнейшей российской розничной сети — X5 Retail Group — в сентябре 2010 года сроком на три года. Объем сделки составил $800 млн. Финансирование было предоставлено двумя равными траншами: в рублях и долларах США. Кредит организовали основные банки–партнеры компании на клубной основе при общей переподписке на 62.5%.

Именно клубный характер сделок стал один из основных тенденций рынка синдицированных кредитов двух посткризисных лет, когда сам заемщик, по сути, являлся основным «букраннером» и организатором сделок, самостоятельно формируя клуб из ключевых банков-партнеров. В тех случаях когда кредит синдицировался, основная часть средств часто поступала от уполномоченных ведущих организаторов до начала общей синдикации, а на рынок предлагалась очень небольшая часть суммы кредита. При этом количество уполномоченных ведущих организаторов значительно возросло по сравнению с докризисным периодом, снижая риск возможного недобора заявленной суммы кредита со стороны «розничных» банков.

Но если в 2009 году активность «розничных» банков была практически сведена к нулю ввиду того, что многие активные игроки рынка либо закрыли полностью, либо начали пересматривать распределение кредитных лимитов для компаний отдельных сфер российской экономики, то в 2010 году все же стали появляться сделки со стопроцентным андеррайтингом для заемщиков наилучшего кредитного качества преимущественно нефтегазового сектора. При этом число уполномоченных ведущих организаторов снизилось до двух-трех финансовых институтов при активном участии со стороны «розничных» банков. Так, например, в июле 2010 года был закрыт предэкспортный синдицированный кредит для ОАО «Газпром нефть» объемом $1.5 млрд. Уполномоченными ведущими организаторами и букраннерами кредита выступили Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ Ltd, Natixis и SG Corporate & Investment Banking. В сделке приняли участие 16 банков, предоставив кредитные обязательства, значительно превышающие изначально заявленную сумму кредита. В результате сумма кредита была увеличена с $1 млрд до $1.5 млрд. Однако стоит сразу оговориться, что такой позитивный тренд можно наблюдать пока только в отношении довольно узкого круга заемщиков с высоким инвестиционным рейтингом. Так как их число на российском рынке пока ограничено, то интерес со стороны инвесторов к подобным именам постоянно растет. Это «подстегивает» конкуренцию среди ведущих игроков рынка и, как следствие, снижает стоимость различных долговых инструментов, включая синдицированные кредиты, предлагая рынку все более «агрессивные» условия финансирования.

В 2010 году снижение маржи в среднем составило около 30%, появились кредиты сроком до пяти лет. Однако, на наш взгляд, увеличение продолжительности жизни кредита в основном стимулировалось реструктуризациями. Данная тенденция была наиболее типична для рынка 2009 года, но и в 2010 году закрылся ряд крупных сделок по реструктуризации. Российские компании активно договаривались о реструктурировании задолженности со своими банками–кредиторами и сейчас выполняют обязательства согласно новым графикам погашения.

В 2010 году, согласно нашим оценкам, порядка 30% общего объема выданных синдицированных кредитов было полностью или частично привлечено на рефинансирование текущих долгов.

В 2011–2013 годах российским компаниям предстоит погасить облигационные займы и синдицированные кредиты на общую сумму по-

Таблица 1
Объемы привлечения синдицированных кредитов в различных отраслях экономики

Отрасль	Объем организованных кредитов, $ млн	Количество сделок
Нефть и газ	11 826.64	11
Металлургия и добыча	5 399.31	11
Финансовые институты		
Государственные банки	7 291.76	
6 052.16	14	
Прочие	5 566.24	48
ВСЕГО	**30 083.95**	**62**

Источник: Dealogic

рядка $130 млрд (Рисунок 3). Несмотря на некоторую стабилизацию экономической ситуации, многие компании по-прежнему остаются в достаточно сложном финансовом положении. Если же на момент кризиса у них был определенный запас прочности, то, теперь, растратив его, они могут столкнуться с новыми трудностями. Поэтому есть основания предположить, что реструктуризации еще какое-то время будут присутствовать на рынке.

В данной ситуации возникает логичный вопрос: что же будет с рынком синдицированного кредитования в 2011 году, сможем ли мы с полным правом называть его рынком «синдицированного», а не «клубного» кредитования, следуя тенденции нескольких последних лет? В условиях некоторой стабилизации на мировом и российском финансовых рынках и частичного восстановления экономики в целом, мы ожидаем дальнейшего плавного развития рынка синдицированных кредитов в 2011 году. Однако возвращение к докризисным объемам 2007 года в ближайшей перспективе вряд ли возможно.

Мы предполагаем дальнейшее развитие рынка синдицированных кредитов в рамках основных тенденций, заложенных в 2010 году, а именно:

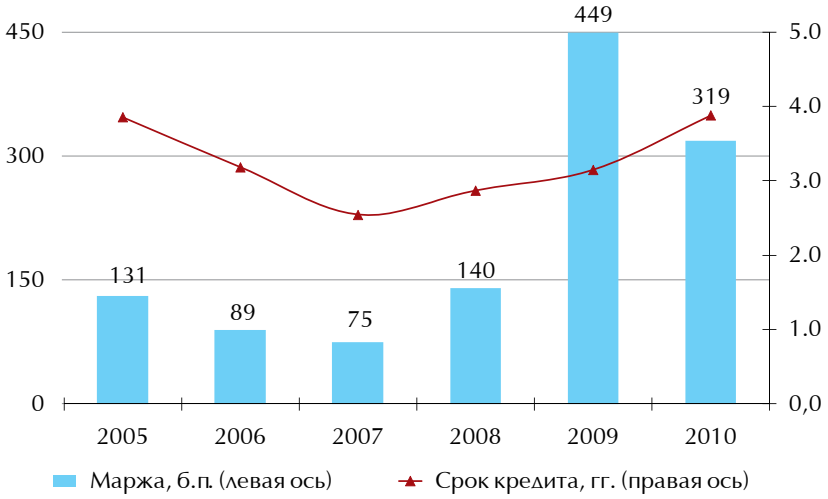
· «Традиционное» обеспечение значительного объема рынка кредитами, организованными для компаний нефтегазовой и металлургической отраслей при увеличении доступа к финансированию для ведущих компаний из «несырьевых» отраслей.

· Постепенный возврат к стопроцентному андеррайтингу со стороны крупнейших международных банков для компаний с наивысшим запасом прочности при частичном восстановлении ликвидности «розничных» банков – участников синдицированного рынка.

· Клубный характер сделок может еще некоторое время преобладать на рынке. Это обусловлено, помимо прочего, еще и заинтересованностью со стороны заемщика, для которого, бесспорно, проще согласовать наиболее выгодные для себя условия с ключевыми банками-партнерами, а последним легче согласиться на более «агрессивные» положения ввиду того, что нет необходимости продавать кредит на рынок.

· Доступность синдицированных кредитов, номинированных в рублях, в связи с возросшей потребностью российских заемщиков в рублевой ликвидности с целью снижения валютных рисков.

· Основными целями привлечения средств с рынков капитала, в том числе и в виде синдицированных кредитов, будут: рефинансирование текущих долгов, инвестиции в развитие при условии благоприятного экономического роста и, возможно, сделки M&A.



Источник: Dealogic

Рисунок 2
Ценовой тренд и изменение сроков предоставляемых синдицированных кредитов, б.п.

Источник: Cbonds

Рисунок 3
График погашения облигационных займов и синдицированных кредитов