Джон МАКНАМАРА,
управляющий директор, глава отдела структурированного товарного и торгового финансирования, Deutsche Bank AG (Амстердам)

Как известно, Россия впервые получила международный кредитный рейтинг в конце 1996 года. Те из нас, кто тогда занимался предэкспортным финансированием, восприняли новость негативно, так как с этого момента рынок еврооблигаций открывался не только для суверенного заемщика, но и для всех сырьевых гигантов, которыми так богата Россия. «Никакого предэкспортного финансирования в следующем году», — мрачно предсказывали мы, ожидая, что наши любимые клиенты вскоре переключатся на рынок облигаций. И действительно, нефтяная компания «Сибнефть» (сейчас — «Газпром нефть»), образцовый игрок рынка предэкспортного финансирования, очень успешно разместила первый в корпоративном секторе выпуск еврооблигаций. После этого почти каждый год я по той или иной причине задумывался над тем, что многократная российская виза мне может больше не потребоваться. Тем не менее, год за годом Россия продолжала оставаться одной из самых интересных стран мира для специалиста по предэкспортному финансированию. И вот теперь, в очередной раз сидя в обычной пятничной пробке на Тверской по пути в Шереметьево, я должен признать: 2012 год не станет исключением.

Предэкспортное финансирование в России: старики снова в строю

Даже самые опытные профессионалы рынка предэкспортного финансирования обычно согласны с тем, что с точки зрения цены облигации — более привлекательный инструмент как для заемщика, так и для банка. Для заемщика это возможность привлечь средства как минимум на три года, а чаще на пять лет (хотя есть примеры семи- и десятилетних еврооблигаций), с единовременным погашением, а не с амортизацией долга, и без этих «досадных помех», когда нужно возиться с предоставлением банку отчетов об экспортных поставках или с переуступкой прав по экспортным контрактам, как это бывает в случае предэкспортного финансирования. Отсутствие амортизации означает, что для обслуживания долга нужно всего лишь платить купон, а о рисках рефинансирования приходится волноваться только в последние полгода до погашения. И что здесь может не нравиться? Для банка облигации — оружие из разряда «выстрелил и забыл»: после сделки не нужно проводить мониторинг экспортных поступлений и коэффициентов покрытия, что обязательно для предэкспортного финансирования. Кроме того, сделка предполагает только получение комиссии: никто не ожидает, что банк будет держать облигации до погашения. Он продаст купленные бумаги, дабы не пришлось принимать на себя кредитный риск. Тогда почему же мы все еще так много работаем со сделками предэкспортного финансирования?

Облигации — прекрасный продукт для тех, у кого есть рейтинг (он также должен быть у страны, в которой находится компания, и эти рейтинги повлияют на ставку сильнее, чем все, что скажет финансовый директор компании), и только в том случае, если (и это «если» нельзя рассматривать как само собой разумеющееся) рынок облигаций открыт. При этом доступ на рынок должен быть не только у отдельно взятой компании, но в целом у сектора, который она представляет (когда обанкротилась компания Parmalat, продать облигации производителей молочной продукции было невозможно). Что касается России: много ли корпоративных еврооблигаций было выпущено в 1999 году, после дефолта 1998 года? И конечно, если говорить про мир в целом: в сентябре 2008 года, после краха Lehman Brothers, невозможно было продать облигации вообще нигде в мире.

Хуже того, причины, по которым закрывается рынок облигаций, могут не иметь ничего общего с вашей компанией, с сектором, который вы представляете, или даже с Россией в целом. После кризиса 1998 года все отмечали, что рынок предэкспортного финансирования оставался на плаву, в то время как все остальные рынки обрушились. В результате на несколько лет предэкспортное финансирование стало единственно возможным вариантом привлечения средств. Однако к 2001 году евробонды снова появились в меню заемщиков: после кризиса первым на рынок корпоративных еврооблигаций вышел ММК. К счастью для нас — тех, кто занимается предэкспортным финансированием, — рынок еврооблигаций предлагал компаниям заплатить довольно высокую цену за российские риски, поэтому они отдавали предпочтение предэкспортному финансированию из-за привлекательного прайсинга. Тем не менее, волна предэкспорта, которую мы наблюдали в 2003 году, была в значительной степени вызвана банкротством компании Enron в США, которое само по себе не имело большого значения для России, однако привело к затишью на рынках долгового капитала, где доминировали Штаты. Таким образом, выбор снова пал на рынок предэкспортного финансирования, так как он оставался ликвидным (именно тогда мы стали свидетелями первых чрезвычайно крупных предэкспортных сделок на несколько миллиардов долларов США), доступным для любой компании-экспортера (которых в России, как известно, довольно много) и, самое главное, все еще относительно недорогим.

Теперь обратимся к 2009 году. После мирового финансового кризиса даже очень сильные компании, такие как «ЛУКОЙЛ» и ТНК-ВР, которые, в отличие от банков-партнеров, вообще не потеряли деньги в 2008 году, привлекали средства через предэкспортное финансирование: в 2009 году обе компании вышли на этот рынок впервые после шестилетнего перерыва. Вы скажете, что заемщик, как правило, соглашается предоставить обеспечение по кредиту, если у него что-то не в порядке. Однако у «ЛУКОЙЛА» и ТНК-ВР тогда ничего подобного не наблюдалось — как раз наоборот, оба заемщика находились в добром здравии. Непорядок был в банковском секторе, который, как мы знаем, столкнулся с собственными проблемами.

> ПРЕДЭКСПОРТНАЯ СТРУКТУРА ИСПОЛЬЗУЕТСЯ В РОССИИ УЖЕ 20 ЛЕТ — И ДАЖЕ ДОЛЬШЕ, ЕСЛИ ПРИНИМАТЬ В РАСЧЕТ СТРУКТУРЫ КРЕДИТОВ «ГАЗПРОМА», С ПОМОЩЬЮ КОТОРЫХ С 1979 ГОДА ФИНАНСИРОВАЛОСЬ СТРОИТЕЛЬСТВО ТРУБОПРОВОДОВ В ЕВРОПУ

Возможно, стоит также задаться вопросом, почему российские корпоративные заемщики мирятся с теми недостатками, которые присутствуют в таком типе кредита, как предэкспортное финансирование. Для начала нужно отметить, что у многих из этих заемщиков было достаточно времени для того, чтобы к этим недостаткам привыкнуть. Данная структура используется в России уже 20 лет — и даже дольше, если принимать в расчет структуры кредитов «Газпрома», с помощью которых с 1979 года финансировалось строительство трубопроводов в Европу (и в которых, к моему удовольствию, Deutsche Bank тоже сыграл свою роль — и все это было до так называемой разрядки международной напряженности, когда еще никто не думал о гласности). Команды финансистов, работающие во многих российских сырьевых компаниях, отличаются особой стабильностью — например, в 2009 году, занимаясь сделками для «ЛУКОЙЛА» и ТНК-ВР, мы сотрудничали с теми же коллегами, с которыми имели дело в 2003 и даже в 1998 году (а до этого многие из них работали в банках)!

Многочисленная «мафия» из бывших банкиров присутствует и в казначействах других компаний, и даже выше, вплоть до совета директоров. Все они прошли школу предэкспортного финансирования, находясь по другую сторону баррикад и представляя голландские, французские и даже немецкие банки, которые занимались предэкспортными кредитами. И они знают свое дело. Предэкспортное финансирование считается сложной структурой. При этом работа с документацией может быть завершена довольно быстро: наш личный рекорд — 11 дней. Две недели — сейчас вполне достижимый срок, а месяц — это уже непозволительная роскошь. Предэкспортное финансирование «по российским стандартам» стало настолько распространенным, что в Loan Market Association сейчас даже существует специальный комитет (в котором состоит и ваш покорный слуга), занимающийся разработкой стандартной документации по кредитам, структурированным как предэкспортное финансирование. Да, все еще существуют шероховатости, связанные с переуступкой прав по обеспечению, мониторингом коэффициентов покрытия и другими проблемами. Однако заемщики и кредиторы накопили такой обшир-

ный опыт, что на сегодня механизм уже вполне отлажен, и недостатков осталось не так и много.

Конечно же, к ним относились бы менее терпимо, если бы не главный козырь предэкспортного финансирования, а именно тот факт, что этот рынок остается открытым и доступным тогда, когда другие рынки закрываются или предлагают запредельно высокие ставки. Несмотря на коллапс Lehman Brothers, случившийся в сентябре 2008 года, буквально две недели спустя «Северстали» удалось закрыть очень крупную сделку предэкспортного финансирования на $1.2 млрд при участии синдиката из восьми банков, в который входили представители Японии, США и, конечно, Европы. Когда мы как агент по сделке получили от банков деньги по кредиту, один из моих коллег заметил, что банки, скорее всего, на тот момент не стали бы кредитовать друг друга, но зато приняли участие в данном предэкспортном кредите. Нужно сказать, что к концу кризисного года число банков, продолжавших активно предоставлять кредиты, сократилось, однако по итогам года всегда наблюдается некоторый спад. Тем не менее, в декабре мы участвовали еще в трех сделках предэкспортного финансирования. Таким образом, я хочу подчеркнуть, что рынок предэкспортного финансирования оставался открытым несмотря ни на что, пусть и не всегда по той цене, которую отдельные заемщики готовы были платить. Должен сказать, что за всю свою карьеру больше всего работы у меня было в последние четыре года мирового экономического кризиса.

> РЫНОК ПРЕДЭКСПОРТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ВСЕГДА ОСТАВАЛСЯ ОТКРЫТЫМ НЕСМОТРЯ НИ НА ЧТО, ПУСТЬ И НЕ ВСЕГДА ПО ТОЙ ЦЕНЕ, КОТОРУЮ ОТДЕЛЬНЫЕ ЗАЕМЩИКИ ГОТОВЫ БЫЛИ ПЛАТИТЬ

Итак, почему я столь оптимистично настроен в отношении перспектив предэкспортного финансирования на 2012 год?

Мы снова видим на рынках признаки кризиса, и то, что плохо для облигаций, как правило, хорошо для средней сделки предэкспортного финансирования. Мрачные рассуждения банкиров о премиях за ликвидность, которые непременно превысят уровень 2009 года из-за давления со стороны безжалостного рынка и неумолимых регуляторов и политиков, означают, что рост прайсинга по кредитам (любым) так же неизбежен, как проливной дождь летом в Голландии. Определенная часть европейских банков (хотя, конечно, не все), традиционно активных на российском фронте, в настоящий момент столкнулась со всевозможными сложностями из-за кризиса в еврозоне, связанного с ситуацией в Греции и не только. Подписанные в первой половине этого года синдицированные кредиты, в том числе структурированные как предэкспортные сделки, сейчас кажутся ужасно дешевыми по сравнению со стоимостью фондирования для банков при стандартном сроке погашения от трех до пяти лет. Тем не менее, в этом году мы, как и всегда, стали свидетелями ряда отличных предэкспортных сделок. Таких, например, как крупный кредит для «Металлоинвеста» на $3.2 млрд, привлеченный во втором квартале, в котором на разных уровнях поучаствовали 26 банков. Был успешно подписан кредит для «Мечела» на $2 млрд, получивший хорошую поддержку рынка и продемонстрировавший, что заемщик снова в форме по сравнению с 2009 годом, когда он столкнулся с реструктуризацией долга. Пока я писал эту статью, была закрыта сделка для «Русала» на $4.5 млрд при участии еще более многочисленного синдиката, что поставило точку в истории 2009 года, когда «Русал» прибегнул к самой крупной на тот момент реструктуризации задолженности. Кроме того, были закрыты и более мелкие сделки предэкспортного финансирования, объем которых составил $300–500 млн. Примером здесь могут служить кредиты для «Росатома» (начальник казначейства компании раньше работал в «ЛУКОЙЛЕ») и «Башнефти», команда которой имеет опыт работы как в нефтяном, так и в банковском секторах.

> МЫ СНОВА ВИДИМ НА РЫНКАХ ПРИЗНАКИ КРИЗИСА, И ТО, ЧТО ПЛОХО ДЛЯ ОБЛИГАЦИЙ, КАК ПРАВИЛО, ХОРОШО ДЛЯ СРЕДНЕЙ ПРЕДЭКСПОРТНОЙ СДЕЛКИ

Что дальше? По сделкам предэкспортного финансирования, подписанным в ходе первой волны мирового финансового кризиса в 2007–2009 годах, при привлечении в 2007–2008 годах срок кредита часто составлял пять лет, а затем снизился до трех. Многим из этих кредитов осталось до погашения 12–18 месяцев. Если кризис пойдет на спад, часть этих кредитов можно будет рефинансировать на рынке облигаций. И хотя цены на сырье в целом прошли пиковые значения, они все еще достаточно высоки, а значит, большинство сырьевых компаний имеют хорошие балансы, в них нет места «растяжкам», которые застали многих врасплох в ходе коррекции цен на сырье во второй половине 2008 года. В нормальной ситуации все эти качественные заемщики не должны столкнуться со сложностями при выпуске облигаций, не так ли? Тем не менее, судя по вечерним новостям, которые я сейчас смотрю на больших экранах, сидя в аэропорту Шереметьево, с кризисом еще не покончено. Быть может, ситуация еще не нормализовалась, и рынки облигаций не будут столь гостеприимны, как того заслуживают многие корпоративные заемщики. Итак, кто хочет новый предэкспортный кредит?[1]

---

[1] Автор возглавляет отдел структурированного товарного и торгового финансирования в Deutsche Bank и активно участвует в сделках структурированного торгового финансирования в России с 1983 года. До начала банковской карьеры служил в королевской морской пехоте Великобритании.