Синдицированное кредитование

Рыночные синдикации vs клубные сделки: за и против

Антон КУКОБА,
начальник отдела синдицированного кредитования
и секьюритизации, Райффайзенбанк

Работает по направлению международного финансирования (сделки с покрытием ЭКА, субординированные займы, еврооблигации, кредитные ноты, синдицированные кредиты) как на стороне заемщика, так и кредитора с 2004 года.

Выпускник Академии народного хозяйства при Правительстве РФ по специальности «Менеджмент организации», к.э.н.

Одной из отличительных черт рынка синдицированного кредитования посткризисного периода является преобладание сделок клубного характера. Несомненно, свои корректировки в развитие данного продукта в «клубном» направлении внесли не столько недавние кризисные явления, сколько сами участники рынка — кредиторы и заемщики.

Рынок синдицированного кредитования отреагировал на восстановление мировых финансов уверенным и вполне ожидаемым ростом по контрасту со стагнацией кредитования в кризисные годы.

Значительный спрос со стороны заемщиков на кредитные ресурсы с целью консолидации/оптимизации своих долговых портфелей предопределил активность участников рынка синдицированного кредитования, состав которых существенно не изменился. Среди участников рынка доминирующее положение продолжают занимать международные банки и их российские дочки, а также государственные банки.

Активное возвращение российских компаний и банков на международный рынок синдикаций пришлось на лето 2010 года. Стоимостной рост рынка основывался прежде всего на валютных (в основном долларовых) займах для компаний ресурсного сектора экономики и для банков из топ-30, при этом количественные показатели определялись также сделками для заемщиков среднего сегмента.

Понятия «клубный кредит» и «клубная сделка» все чаще стали использоваться вместо привычного термина «синдицированный заем», а заемщики в первой половине 2011 года поспешили с рассылкой запросов на предложение по финансированию (Request for Proposal — RfP) с предпочтением по клубному формату сделок. Такую ситуацию кредиторы могли наблюдать в четырех запросах из пяти, при этом в пятом хоть и использовалась терминология синдицированного кредита, но вид искомой сделки не предполагал рыночного синдицирования как такового. Какова природа и значимость такого рода изменений, приведших к столь стремительному сдвигу от стандартных рыночных сделок к довольно специфичным клубным кредитам?

Утверждение о том, что клубные сделки — это детище финансово-экономического кризиса 2008–2009 годов, является не совсем верным. Рынок видел отдельные примеры клубов и в лучшие времена, но можно с уверенностью констатировать, что клубный кредит стал столь популярен и расцвел многообразием видов и форм именно на почве кризиса.

Как показал опыт прошедших лет, финансовый рынок рушился в основном из-за недоверия участников друг к другу. Это актуально прежде всего для долговых инструментов, имеющих кредитную природу, и, бесспорно, особо важно для синдицированного кредитования, ко-

торое строится на совместных усилиях кредиторов. Доверие участников рынка друг к другу сначала нашло отражение в совместных усилиях по реструктуризации кредитов, а клубный формат в силу своих явных преимуществ был логично выбран в качестве наиболее приемлемого инструмента. Это относится как к международному, так и к российскому рынку синдицированного кредитования, на котором были успешно закрыты знаковые сделки — клубные реструктуризации для ГК «ГАЗ» и концерна «Тракторные заводы». Впоследствии клубные сделки стали набирать обороты и уже широко использовались в самых разнообразных структурах и целях.

Клубный кредит — вопреки сложившемуся у заемщиков-новичков мнению — не синоним синдицированного кредита, а его разновидность. Не вдаваясь в терминологию, можно сказать, что под клубным кредитом понимается любой (независимо от структуры: бланковый, обеспеченный, мультивалютный, состоящий из нескольких траншей, др.) синдицированный кредит, не предполагающий рыночную синдикацию (retail/general syndication) и, как правило, предоставляемый ограниченным кругом инвесторов — основных обслуживающих банков заемщика (relationship banks). При этом роли и статусы всех клубных кредиторов по сути сводятся к единому топ-уровню, такому как уполномоченный ведущий организатор (mandated lead arranger), с использованием исключительно в целях публичности дополнительных наименований, не отражающих их предполагаемый функционал — первоначальный MLA (initial MLA, IMLA), букраннер (bookrunner), андеррайтер (underwriter) и так далее.

В отсутствие реальной продажи кредита в рынок речь вряд ли может идти о необходимости вести так называемую книгу учета продаж (to run the book = bookrunner). С ролью андеррайтера ситуация схожа, но не столь однозначна. Стоит отметить, что одной из разновидностей клубных стали сделки, единолично организуемые одним кредитором, который выступает своего рода единоличным андеррайтером (sole underwriter) и берет на себя помимо структурирования сделки ее префондирование, а уже после выдачи средств формирует клуб, переуступая доли кредита новым кредиторам. Иными словами, организатор такой сделки берет на себя андеррайтинг полной суммы кредита и фактически единолично несет риск невозможности привлечения в сделку новых кредиторов. Такого рода сделки также можно относить к типу синдицированного займа.

Преследуя разнообразные цели, кредиторы в текущем рынке находятся в ожидании возврата к привычным и широкомасштабным рыночным синдицированным кредитам. Заемщики, в свою очередь, прочувствовав в полной мере все выгоды, которые несет в себе клубный кредит, не торопятся отдавать обратно банкам столь привычный для них инструмент.

Несомненно, каждая клубная сделка, будь то крупный клубный предэкспортный кредит (pre-export finance, PXF) или организованный самим заемщиком клуб (self-arranged club), отличается своими уникальными характеристиками, и в целом сделки 2010 – первой половины 2011 года далеко не шаблонные. Но существует ряд схожих черт, делающих клуб привлекательным как для заемщика, так и для кредиторов. С той же степенью уверенности можно говорить и о недостатках клуба.

Среди основных преимуществ клубного кредита с точки зрения заемщика можно выделить:

• **Уверенность в составе клуба, доверие к каждому из его участников, четкое понимание адекватности кредитора в принятии решений.** Данные положительные аспекты являются ключевыми при принятии решения со стороны заемщика об организации клубной сделки против синдицированного кредита. Это достижимо в первую очередь за счет изначального сужения круга кредиторов до избранных основных банков заемщика. В дальнейшем на стадии согласования кредитной документации заемщики обеспечивают себе дополнительный комфорт, настаивая на ограничении продажи долей кредита на вторичном рынке (продажа новым кредиторам вне клуба, как правило, разрешена только с согласия заемщика).

• **Сильный рычаг в переговорном процессе.** Заемщик ведет диалог с хорошо знакомыми ему инвесторами, избранными среди множества потенциальных кредиторов, готовых достигать договоренностей довольно слаженно и быстро. Иными словами, заемщик меньшими усилиями добивается от кредиторов наиболее выгодных для себя условий.

• **Возможность подстроить рынок под себя.** Пообещав членам клуба щедрые объемы дополнительного бизнеса (side/ancillary business), заемщик получает структуру, срок, маржу и отдельные нестандартные условия (методика расчета ковенант, ограниченное поручительство и т.д.), которые, скорее всего, не были бы поддержаны рынком, если бы речь шла о синдикации.

• **Бесплатный андеррайтинг.** Клубная сделка сама по себе является синдикацией с полным андеррайтингом, и он фактически ничего не стоит для заемщика. В этой связи в клубных структурах комиссия за андеррайтинг отсутствует в принципе, а заемщик для подстраховки просто просит кредиторов предоставить коммитменты в большем объеме, чем планируемая сумма участия в кредите (final take). В случае если один из кредиторов откажется от сделки, недостающая сумма будет по умолчанию закрыта другими участниками клуба.

• **Высокая скорость закрытия сделки.** Отсутствие необходимости выходить со сделкой в рынок позволяет избежать подготовки информационного меморандума и пакета документации для потенциальных инвесторов (info package), сэкономить существенное количество времени за счет оперативного согласования документации, ведь клубные кредиторы хорошо знают заемщика или работают с ним. Экономия может в среднем составлять от четырех до шести недель по сравнению с синдицированным кредитом.

• **Гибкость в вопросе публичности.** Заемщик, несмотря на отсутствие процесса синдицирования, может преподнести клубный кредит рынку как рыночную синдикацию, положительно воспринятую рыночными участниками, тем самым установив новый порог доходности (принятый только клубом) как рыночный.

• **Снижение зависимости от рыночных условий.** Рынок синдицированного кредитования менее волатилен, чем рынок бумаг, в то же время клубный кредит по своей форме сам по себе ограничивает волатильность.

• **Сохранение всех выгод и преимуществ синдицированного кредита.** Выбирая клубный формат, заемщик не ограничивает те преимущества, которые несет в себе синдицированный кредит (диверсификация кредитного портфеля, гибкая структура, снижение транзакционных издержек и т.д.).

Несомненно, клубный кредит является эффективным и действенным инструментом в руках заемщика. Однако можно также привести ряд доводов не в пользу данного типа кредита:

• **Ограниченный круг потенциальных инвесторов и ограниченные возможности диверсификации портфеля во времени.** В этом плане клубная сделка является палкой о двух концах: с одной стороны, заемщик, сузив круг кредиторов, получает ряд неоспоримых преимуществ, с другой — заведомо ограничивает себя в работе с новыми кредиторами.

• **Жесткие требования кредиторов по дополнительному бизнесу.** Согласившись на дружеский прайсинг и на работу в сжатые сроки, кредиторы настаивают на распределении всего возможного дополнительного бизнеса среди участников клуба. Заемщик может выиграть на марже по кредиту, но в то же время проиграть по ценовым и иным условиям прочих банковских продуктов, которые он отдает клубу.

• **Более жесткая кредитная политика кредиторов.** В связи с тем что зачастую заемщик просит участников клуба пойти на довольно нестандартные и нерыночные решения и при этом принять низкую (относительно рыночных ожиданий) доходность, процесс одобрения лимита кредиторами может проходить не столь гладко и оперативно, как того ожидает заемщик. Всегда существует риск того, что кредиторы, несмотря на отсутствие синдицирования, будут настаивать на дополнительных условиях.

• **Ограниченная публичность.** Клубная по форме и сути сделка воспринимается рынком с меньшим энтузиазмом, нежели рыночная синдикация.

Противопоставляя клуб рыночной синдикации, кредиторы выделяют следующие основные плюсы и минусы клубного формата, в последнее время все больше делая акцент на его отрицательные стороны:

• **Стирание привычных границ и уход от стандартной рыночной практики.** В клубной сделке фактически отсутствуют общепринятые и в недавнем прошлом рыночные правила игры. Любые отклонения от практики (распределение ролей, процедура согласования положений документации, разные суммы участия банков в равном статусе, уровни комиссий и т.д.) заемщик согласовывает, консультируясь с с координатором, при этом довольно часто в ущерб интересам кредиторов.

• **Жесткая конкуренция за сделки.** На текущем рынке, где превалируют клубные сделки, кредиторы вынуждены делать упор на выстраивание отношений с

заемщиком. В клуб зачастую не попадают кредиторы, не прошедшие фейс-контроль в основном из-за недостаточно хороших отношений с заемщиком, а не по причине худших финансовых условий.

• **Негарантированный дополнительный доход**. Толкание локтями за дополнительный бизнес в целях получения большего дохода и компенсации низкой маржи по сделке не добавляет кредиторам оптимизма.

• **Требование по большой доле участия.** Заручившись поддержкой ключевых кредиторов, готовых брать в клубном кредите большие доли, заемщик настаивает на участии остальных кредиторов в клубе с соразмерными суммами. Для многих участников рынка не представляется возможным держать кредит в полном объеме до погашения — к примеру, из-за превышения групповых лимитов.

• **Отсутствие дополнительного комиссионного дохода (skim/pool fees).** Без рыночной синдикации заемщики просто не способны снимать сливки с рынка, что существенно снижает их общую доходность по сделке. В связи с ограничениями по продаже кредита на вторичном рынке кредиторам в основном приходится довольствоваться комиссией за организацию кредита.

• **Ограничения по снижению лимита на заемщика во времени.** Заходя в клубные сделки большими суммами, кредиторы заинтересованы в частичной продаже кредита на вторичном рынке. В большинстве случаев заемщики настаивают на ограниченной возможности переуступки (limited transferability), требующей согласования любого нового имени в клубе с заемщиком. При этом политика работы кредиторов с подобными сделками такова, что определенная доля кредита подлежит продаже в течение установленного срока (как правило, не более шести месяцев с даты закрытия сделки). Процесс согласования нового кредитора с заемщиком может затянуться на неопределенный срок, а свободная продажа в рамках клуба (среди существующих кредиторов) рискует превратиться в неконтролируемый процесс, сопровождаемый демпингом по цене продажи со стороны участников клуба.

• **Агрессивные условия и прайсинг, бесплатный андеррайтинг.**

Доводы в пользу клубного кредита с позиции кредиторов сводятся к следующим:

• **Уверенность в составе клуба,** то есть комфорт от диверсификации риска с хорошо знакомыми участниками, находящимися с кредиторами по одну сторону баррикад.

• **Отсутствие риска неудачной синдикации или продажи в рынок.**

• Высокая скорость реализации сделки, позволяющая профинансировать большее количество клиентов.

• **Возможность организовывать дебютные сделки** для новых на рынке имен: клубный формат предоставляет новым для синдицированного рынка заемщикам шанс попробовать свои силы и в то же время позволяет кредиторам и организаторам, не неся репутационный риск, протестировать рынок.

• **Дополнительный бизнес в больших объемах** и на срок, как минимум равный сроку жизни клубного кредита.

С позиции заемщика многочисленные аргументы за клубный кредит явно перевешивают небольшое количество менее существенных аргументов против. С точки зрения кредитора, ситуация в целом практически противоположна. Основные игроки рынка синдицированного кредитования предпринимают попытки возврата к широкомасштабным рыночным синдикациям, при этом не преуменьшая значимость и необходимость сохранения и дальнейшего развития клубных структур. Это, несомненно, найдет отражение в результатах текущего года.