Рынок рублевых синдикаций: сложности организации

Алексей ПЛУТИЦКИЙ,
руководитель проектов отдела синдикаций управления структурного финансирования, Альфа-Банк

Работает в Альфа-Банке с 2008 года. Занимался вопросами организации и размещения синдицированных сделок на российском и международном рынке, участием банка в широких и клубных синдикациях, организацией сложноструктурированных сделок для корпоративных клиентов с привлечением других участников банковской группы, покупкой и продажей активов на вторичном рынке, а также реструктуризацией проблемной задолженности клиентов путем организации синдицированных кредитов.

До прихода в Альфа-Банк работал в отделе синдикаций ВТБ и управлении международных финансовых институтов и долговых инструментов Связь-Банка, где участвовал в организации финансирования для корпоративных клиентов и финансовых институтов, размещением активов на вторичном рынке, а также организацией собственных привлечений банков.

Окончил экономический факультет МГУ им. М.В. Ломоносова.

Синдицированное кредитование в настоящий момент является одним из наиболее эффективных и гибких способов привлечения значительных объемов средств на рынке заемного капитала, позволяющих заемщикам оптимизировать структуру кредитного портфеля и сократить операционные расходы и издержки на его обслуживание. Рынок синдикаций в России по-прежнему ориентирован в первую очередь на заемщиков-экспортеров, а основу рынка составляют сделки, номинированные в долларах и евро. Ключевыми кредиторами на этом направлении являются иностранные банки и их дочерние структуры. При этом существует весьма серьезный спрос на рублевые ресурсы, обусловленный ростом и посткризисной стабилизацией ряда компаний, оперирующих на внутреннем рынке.

Для компаний энергетического сектора, компаний, реализующих инфраструктурные проекты, ритейлеров и ряда других представителей реального сектора именно рубль является функциональной валютой. Рубль в качестве валюты синдицированного кредита может быть востребован такими заемщиками в первую очередь как способ нивелирования валютных рисков. Номинировать синдицированный кредит в валюте, отличной от функциональной, имеет смысл только при очень выгодных финансовых условиях или же при наличии конкретного инвестиционного контракта в той же валюте.

Кроме того, для ряда компаний локальная синдикация может быть фактически единственным способом привлечения публичного займа на рынке кредитных ресурсов, например при отсутствии отчетности по МСФО, в случае непрозрачной структуры компании и так далее.

По нашим данным, за первые восемь месяцев 2011 года на российском рынке были закрыты три синдицированные сделки, полностью номинированные в рублях (реструктуризация задолженности концерна «Тракторные заводы», кредит ЗАО «Всемирные русские студии» под залог библиотеки прав на кинофильмы и те-

лесериалы и синдикат ХКФ Банка). Кроме того, группа JFC привлекла бивалютный синдицированный кредит, в структуре которого был заложен рублевый транш. Общий объем рублевых ресурсов, предоставленных российским заемщикам в рамках синдикатов, составил около 39 млрд руб.

Кроме того, синдицированный кредит в российских рублях был привлечен Белвнешэкономбанком (белоруской дочерней структурой ВЭБа).

В 2010 году банки синдицировали три кредита в рублях (синдикат X5 Retail Group, двадцатилетний кредит «Северо-западной концессионной компании» на финансирование строительства скоростной автомагистрали «Москва — Санкт-Петербург» и синдикат на рефинансирование задолженности Новочеркасского электродного завода, входящего в группу «Энергопром»), а также один бивалютный кредит с рублевым траншем (группа «Дикси»). Общая сумма сделок превысила 47 млрд руб.

Емкость рынка рублевых синдикаций все еще крайне невелика. Средние и мелкие российские банки пока не слишком активны в этом сегменте. По нашему опыту, не более 15 российских финансовых институтов стабильно интересуются участием в синдикациях для российских заемщиков, остальные же если и участвуют в сделках, то в исключительных случаях. Однако мы полагаем, что есть однозначные предпосылки для формирования рынка локальных инвесторов, которые как раз были бы заинтересованы в софинансировании рублевых кредитов.

Большинство российских банков не в состоянии кредитовать реальный сектор в значительных объемах, так как значительно уступают масштабам промышленных предприятий. Кроме того, учитывая дисбаланс между финансовым и реальным сектором, даже те несколько российских банков, которые могут значимо участвовать в финансировании корпоративных клиентов (кроме, разве что, Сбербанка), регулярно упираются в ограничения лимита на одного или группу аффилированных заемщиков. Решением проблем лимитов и повышения качества заемщиков для российских банков может являться синдикат.

Основными проблемами синдицированного кредитования в рублях остаются несовершенство законодательной базы и отсутствие судебной практики; отсутствие унифицированной документации, устраивающей большинство потенциальных кредиторов; дефицит доверия инвесторов, невысокая ликвидность активов (вторичный рынок существует, но свобода маневра на нем и, соответственно, его емкость крайне невелики) и, конечно, стоимость ресурсов.

Говоря о правовых аспектах, стоит подчеркнуть, что рублевая синдикация не обязательно означает российское право договорной базы. Наличие в сделке иностранного элемента как со стороны кредиторов, так и со стороны заемщика (холдинговые компании) дает возможность подчинить ее иностранному праву. Правда, нужно учитывать, что собрать такую сделку будет непросто, так как перед российскими банками в случае заемщика-нерезидента может встать проблема резервов, а иностранные инвесторы, несмотря на возможность кредитовать в рублях за счет валютных свопов, используют эту опцию не слишком часто. Неплохим выходом может стать двухтраншевая мультивалютная синдикация, в которой иностранные кредиторы предоставляют заемщику валютные ресурсы, а российские инвесторы — рублевые.

В мультивалютных сделках, подчиненных английскому праву, безусловно, есть потенциал для роста синдицированного кредитования в рублях. Тенденцию в этом направлении уже задал Сбербанк, который достаточно недавно начал активную работу на рынке синдикаций и уже предоставил компаниям несколько крупных рублевых траншей в рамках транзакций, инициированных совместно с другими банками, например в синдикатах для группы «Дикси» и группы JFC. Но полностью уйти от российского права бывает достаточно сложно. Так, обеспечительная документация в части залога российских активов зачастую должна быть подчинена именно российскому праву. При этом многие важные аспекты оформления обеспечения в пользу пула кредиторов в российской практике неприменимы или не проработаны, что влечет дополнительные риски кредиторов не только на заемщиков и залогодателей, но и на агента по обеспечению. В условиях недоверия банков друг другу и при наличии прецедентов (в первую очередь, во время кризиса), когда агент действовал не в интересах других кредиторов, оформление обеспечительной документации может стать очень серьезной проблемой при закрытии сделки.

Согласно сложившейся на рынке практике, основной объем синдицированных кредитов размещается по плавающей

ставке. Для рублевых сделок теоретически такой ставкой мог бы являться MOSPRIME, который пережил кризис и на данном этапе является относительно стабильным. Большинство потенциальных российских инвесторов в настоящий момент готовы использовать MOSPRIME в качестве базовой ставки по кредиту. Хотя позитивная история этого индекса не очень велика, сама ставка в значительной степени носит индикативный характер, и ее волатильность существенно выше, чем у аналогичных валютных базовых ставок. Поэтому заемщики менее охотно соглашаются работать с MOSPRIME, чем кредиторы. Компании, привлекающие рублевые ресурсы, чаще всего хотят зафиксировать ставку на весь срок действия кредита, в том числе для того, чтобы снять риски сильного роста плавающей ставки, как это произошло в начале последнего кризиса. Для того чтобы не только инвесторы, но и заемщики начали массово доверять MOSPRIME, необходима его существенная стабилизация. Поэтому практически во всех случаях, когда ресурсы все-таки привлекаются под MOSPRIME, заемщики применяют хеджирующие инструменты, дабы по возможности зафиксировать ставку на весь срок действия кредита.

Говоря о сложностях взаимодействия российских инвесторов друг с другом и с иностранными кредиторами, нельзя не упомянуть проблему доверия и отношения к сотрудничеству в рамках синдиката. Иностранные банки уже давно существуют в реалиях рынка синдикаций и имеют богатый опыт совместной работы в целях разделения рисков и эффективного использования ресурсов. Российские же финансовые институты воспринимают другие кредитные организации в первую очередь как прямых конкурентов. Большинство российских банков, способных кредитовать реальный сектор, по-прежнему предпочитают профинансировать компании с приемлемым уровнем риска в максимально возможном объеме и при наличии такой возможности в двустороннем порядке. Таким образом, они либо вступают в конкуренцию с потенциальными синдикатами, либо пытаются добиться возможности диктовать свои условия внутри пула инвесторов. Случалось, что из-за негибкой позиции одного или нескольких локальных инвесторов и затягивания сроков сделки закрывались без них или же просто разваливались.

Крайне серьезной проблемой при формировании синдикатов с участием российских инвесторов также является серьезное различие в стоимости пассивов иностранных банков, российских государственных, крупнейших коммерческих и региональных банков. Так как синдикат предполагает равенство условий для всех кредиторов, увязать интересы банков со столь значительной разницей в стоимости фондирования бывает крайне сложно.

Казалось бы, рынок логично поделить на сегменты, в которых банки схожего уровня могли бы оперировать совместно, но тут как раз сказывается отсутствие необходимого опыта и выработанной культуры взаимодействия российских инвесторов. То есть региональные банки, скорее всего, не смогут закрыть совместную сделку без сильного и опытного координатора, которому бы доверяли все участники сделки. Естественной же нишей для крупнейших частных и ряда государственных банков остаются клубные синдикаты, в том числе и рублевые, в которых кредиторы, как правило, хорошо знают заемщика, а также имеют положительный опыт взаимодействия друг с другом и с координатором сделки.

Потенциал для развития рынка рублевого синдицированного кредитования мы видим в первую очередь в повышении уровня доверия между инвесторами и выработке ряда единых подходов к кредитованию. Как это ни парадоксально, частично продвинуться в данном направлении банкам помог финансовый кризис. В процессе реструктуризации задолженности корпоративных клиентов банки вынуждены были искать компромиссы и вырабатывать общее виденье структуры и условий финансирования. Ряд банков, которые до кризиса практически не взаимодействовали друг с другом на рынке синдикаций, поняли, что можно договариваться и работать совместно.

Это также может послужить хорошим фоном для разработки и обсуждения единых стандартов документации по российскому праву, учитывающей специфику синдицированных кредитов и использующей накопленную прецедентную базу. Разработкой данных стандартов в настоящий момент занимаются юридические консультанты по инициативе Ассоциации региональных банков.

В заключение хотелось бы сказать несколько слов о вторичном рынке рублевых кредитов. Во время кризиса и посткризисной стабилизации на вторичном рынке были представлены доходные, но высокорискованные проблемные активы (дефолтные кредиты и кредиты в процессе реструктуризации). В настоящий момент на нем также наблюдается определенное оживление. Ряд сделок, прежде всего долларовых, по факту были синдицированы именно на вторичном рынке. Существует спрос и на рублевые кредиты, в том числе потому, что за счет снижения сроков и дисконтов они позволяют средним банкам с рублевым фондированием заходить в риск клиентов, которых данные финансовые институты не могут прокредитовать напрямую из-за невысокой доходности. Альфа-Банк, в частности, активно работает на вторичном рынке, продавая и покупая кредиты, включая рублевые.

Рост непубличного вторичного рынка, как долларового, так и рублевого, связан не только с наличием на рынке свободной ликвидности, но и с появлением прецедентов совместной проработки некоторыми российскими и иностранными инвесторами ряда компромиссных подходов к сделкам такого рода. При этом большинство переуступок по рублевым кредитам, подчиненным российскому праву, фактически происходят только в формате цессии.

Многие российские банки также потенциально готовы заходить в риск рублевых кредитов по схеме субучастия, так как это решает для них проблемы резервирования и размера свободных лимитов. Но здесь серьезной проблемой является несовершенство законодательной базы: по мнению большинства юристов, сделки такого рода противоречат действующему ГК. Разработка соответствующих механизмов оформления участия в риске по российскому праву и изменение законодательной базы могли бы помочь росту вторичного и первичного рынка рублевых синдицированных кредитов.