Антон КУКОБА,
начальник отдела синдицированного кредитования и секьюритизации, Райффайзенбанк

Несмотря на стойкий оптимизм банков-кредиторов и боевой настрой локальных заемщиков, сохранившийся даже после очередных экономико-политических встрясок в Европе и США, результаты российского рынка синдицированного кредитования первой половины 2012 года оставляют желать лучшего. Неожиданное даже для самых прозорливых участников рынка изменение мировой рыночной конъюнктуры внесло свои коррективы в результаты полугодия и ожидания инвесторов в краткосрочной и среднесрочной перспективе.

Вторичный рынок синдикаций: бизнес-возможности и юридические нюансы

Дмитрий ГУБАРЕВ,
партнер, руководитель банковской и финансовой практики московского офиса, «Оррик (СНГ) ЛЛС»

Кирилл МИЛЛЕР,
юрист банковской и финансовой практики московского офиса, «Оррик (СНГ) ЛЛС»

Сделки-2012 можно легко пересчитать по пальцам – с начала года на локальном рынке синдицированного кредитования было закрыто всего девять сделок (восемь для корпоративных заемщиков и всего одна для финансового института) на общую сумму порядка $8 млрд. Лишь несколько транзакций можно считать действительно рыночными. При этом очевидная на первый взгляд доминирующая роль госбанков с точки зрения объема предоставленных средств (яркий пример – десятилетняя сделка для ООО «Север-Энергия» на сумму чуть более 93 млрд руб.) вряд ли может восприниматься как рыночный тренд. Текущая динамика и характеристики рынка свидетельствуют о сдержанной активности прежде всего иностранных участников (как их российских дочек, так и головных офисов), столкнувшихся с необходимостью соблюдения требований европейского регулятора в целях оперативной докапитализации европейской банковской системы.

Сложившаяся ситуация на российском рынке синдицированного, а точнее, клубного кредитования отражает тенденции на развитых зарубежных рынках в целом.

Сокращение объема и количества сделок на российском первичном рынке, на наш взгляд, не должно восприниматься как сугубо негативный фактор. Скорее это открывает новые возможности для отдельно взятых инвесторов, сохраняющих свою активность. Так, одни кредиторы, чья продуктовая линейка хорошо диверсифицирована, воспользовались благоприятной конъюнктурой на рынке облигаций и частично компенсировали замедление темпов синдицированного кредитования участием в размещениях локальных бумаг. Другие игроки, возможно менее гибкие с точки зрения способности работать по широкому диапазону инструментов финансирования, вовремя вспомнили про вторичный рынок синдицированных кредитов, ставший довольно привлекательным и щедрым на дисконты и большие объемы предложения.

Вторичный рынок синдицированного кредитования в представлении среднестатистического российского коммерческого банка либо вовсе не существует (в отличие от хорошо известного вторичного рынка рублевых облигаций), либо воспринимается как сложная и непонятная сфера деятельности сугубо иностранных банков. На радость

участникам вторичного рынка (прежде всего продавцам) исторически сложившееся неверное восприятие вторички в России постепенно меняется.

Как мы уже отмечали, отличительные черты вторичного рынка синдикаций и его основные тенденции диктуются особенностями первичного рынка и в первую очередь преобладанием клубных структур. Клубный формат сделки прочно закрепился на рынке с 2009 года в период реструктуризаций. Впоследствии он получил поддержку со стороны заемщиков в силу ряда очевидных для них преимуществ: уверенность в составе клуба, сильный рычаг в переговорном процессе, бесплатный андеррайтинг, высокая скорость закрытия сделки и другие.

Большинство клубных сделок во второй половине 2010 года и в течение 2011 года закрывалось в таких объемах и с таким количеством кредиторов, которые характерны скорее для полноценного синдицированного кредита, нежели клуба. Стоимость «входного билета» в сделки была высока, а финансовый результат с обещанием весомого дополнительного бизнеса заманчив, что привело к участию банков в сделках суммами, зачастую в разы превосходящими искомый и приемлемый для них уровень кредитного риска.

Подогреваемые желанием сократить активы с целью достижения требуемого регулятором уровня достаточности капитала первого уровня, европейские банки поспешили реализовать свои андеррайтинговые позиции по ограниченному списку имен в кратчайшие сроки. Глобальное стремление со стороны кредиторов (независимо от их страновой принадлежности) оперативно освободить балансы привело к тому, что на вторичном рынке предложение существенно превышало спрос. Вместе с готовностью продавцов нести убытки по сделке на stand alone basis это привело к огромному разрыву в ценообразовании между вторичным и первичным рынками, этот разрыв сохраняется до сих пор.

Вторичный рынок синдицированного кредитования по российским активам, как узкий локальный, так и более широкий европейский, существенно менее волатилен по сравнению с вторичным рынком рублевых облигаций. При этом в силу своей кредитной природы вторичный рынок синдикатов реагирует на рыночные изменения с большим временным лагом. Индикатором реакции является изменение цены на актив, которое во вторичном сегменте в первую очередь наблюдается по кредитам для финансовых институтов, а затем по корпоративным заемщикам. По сравнению со вторичным рынком облигаций кредитный рынок еще и менее ликвиден, что объясняется уникальностью каждой отдельно взятой сделки по своей структуре, составу сторон, набору ограничений, видам обеспечения и так далее.

Российские коммерческие банки могут воспользоваться рядом преимуществ вторичного рынка синдицированного кредитования:

– Доступ к заемщикам с высоким кредитным качеством (top-tier, mid-caps). Дает возможность покупки первоклассного российского актива с существенным дисконтом (в текущем рынке может доходить до 7–8% от номинала по «хорошим долгам») и получения доходности по сделке со значительной премией к изначальной цене первичного рынка. Здесь же стоит отметить возможность начала работы с новыми именами (в том числе по другим банковским продуктам), доступ к которым на первичном рынке был осложнен.

> «ИГРОКИ, МЕНЕЕ ГИБКИЕ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ ИСПОЛЬЗУЕМОГО ДИАПАЗОНА ИНСТРУМЕНТОВ ФИНАНСИРОВАНИЯ, ВОВРЕМЯ ВСПОМНИЛИ ПРО ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК СИНДИЦИРОВАННЫХ КРЕДИТОВ, СТАВШИЙ ДОВОЛЬНО ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫМ И ЩЕДРЫМ НА ДИСКОНТЫ И БОЛЬШИЕ ОБЪЕМЫ ПРЕДЛОЖЕНИЯ»

– Возможность участия в сделке меньшей суммой, способность принимать решения по кредиту (согласование waiver requests, запросов на изменение несущественных условий).

– Расширение базы банков-партнеров, взаимодействие и выстраивание отношений с новыми инвесторами, мониторинг и знание публичного кредитного рынка – способность «держать руку на пульсе».

– Выгодное вложение средств как альтернатива инвестициям в бумаги (локальные и еврооблигации): отсутствие необходимости производить переоценку mark-to-market при сохранении возможности продать актив частично или полностью (если в кредитной документации имеется положение о свободной переуступке/free transferability).

– Высокая скорость закрытия сделки на вторичном рынке: достигается за счет отработанной и понятной для кредитора процедуры одобрения сделки/установления кредитного лимита, использования стандартной документации, привычной для банка-кредитора системы учета сделки как кредитного продукта.

– Получение знаний о продукте (структура, документация, формы юридических заключений), опыта работы в сфере синдицированного кредитования, что может послужить основой для привлечения синдицированных кредитов «покупателем» уже в качестве заемщика.

Продолжая анализ вторичного рынка синдицированных кредитов с позиции потенциального покупателя, мы хотели бы более подробно остановиться на юридических аспектах вторичных сделок.

Принципиальным отличием сделок на рынке вторичного синдицированного кредитования с точки зрения их юридического оформления является то, что покупатель актива входит в существующую сделку, а не формирует ее с чистого листа. Подобный формат подразумевает наличие кредитной и обеспечительной документации, на существенные условия которой покупатель актива обычно повлиять уже не может.

- **«Новация» (novation) и уступка прав**

Вхождение кредитора в сделку и приобретение при этом (пропорционально своей доле в кредите) всех прав первоначального кредитора достигается путем новации (novation)[1], если кредитная сделка регулируется

[1] Далее для простоты изложения мы будем пользоваться термином «новация» (калька с англ. novation). Следует однако учитывать, что смысл англоправовой концепции novation отличается от понятия «новация», содержащегося в ст. 414 ГК РФ.

английским правом, или уступки права (требования).

Сущность новации заключается в прекращении первоначальных прав и обязательств кредитора и заемщика (в соответствующей части) и замене их на новые, возникающие между покупателем актива и заемщиком. Традиционно все положения относительно условий новации содержатся в кредитном договоре, в результате чего сам факт такой замены обычно оформляется путем подписания сторонами короткого передаточного сертификата (transfer certificate). Основным преимуществом новации является полный выход первоначального кредитора из обязательства в результате одновременного перехода его прав и обязанностей к новому кредитору.

В российском праве институт новации пока отсутствует. В связи с этим достичь результата, аналогичного новации, можно путем одновременной уступки требования и перевода долга (обязательства) первоначального кредитора. Основная проблема, связанная с таким подходом, заключается в установленном в ст. 391 ГК РФ требовании о согласии кредитора (то есть в данном случае заемщика) на перевод долга. Таким образом, в рамках российского законодательства уступить на вторичном рынке долю в не до конца использованной или револьверной кредитной линии вместе с долей в обязательстве по предоставлению невыбранных кредитов невозможно без согласия заемщика.

Если кредит, регулируемый российским правом, полностью выбран, требования в рамках такого кредита могут быть переданы путем уступки права требования (цессии).

- **Субучастие в кредите**

В отличие от уступки и новации, которые предполагают прямое вхождение покупателя в число сторон кредитной сделки, механизм субучастия позволяет покупателю актива (участнику) получать доход от кредитной сделки опосредованно, не являясь стороной синдицированного кредитного договора и обеспечительной документации. В зависимости от формы совершения сделки можно выделить два основных вида субучастия: фондированное (funded sub-participation) и нефондированное субучастие (unfunded sub-participation).

Фондированное субучастие оформляется договором участия в кредите (обычно регулируемым английским правом), в соответствии с которым участник передает банку-кредитору денежные средства в размере его участия в кредите. Банк-кредитор, в свою очередь, обязуется распределять участнику платежи заемщика по синдицированному кредиту пропорционально его участию в кредите (риски неплатежей заемщика при этом несет участник, а не банк-кредитор). Особенностью такой структуры является то, что участник не приобретает каких-либо прямых требований к заемщику (залогодателям, поручителям), а также не вступает в договорные отношения с иными членами синдиката. На практике его существование может быть полностью незаметным для заемщика и членов синдиката кредиторов (silent participation).

> «ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК СИНДИКАЦИЙ ДАЕТ ВОЗМОЖНОСТЬ ПОКУПКИ ПЕРВОКЛАССНОГО РОССИЙСКОГО АКТИВА С СУЩЕСТВЕННЫМ ДИСКОНТОМ. В ТЕКУЩЕМ РЫНКЕ ОН МОЖЕТ ДОХОДИТЬ ДО 7–8% ОТ НОМИНАЛА ПО «ХОРОШИМ ДОЛГАМ»»

С одной стороны, отсутствие прямых требований к заемщику может показаться недостатком (участник несет риски банкротства и банка, и заемщика), однако договор субучастия может создать дополнительный комфорт участника путем включения в соглашение положений о порядке голосования банка-кредитора в синдикате на основании поручений покупателя актива. Структура фондированного субучастия позволяет покупателю получать более высокий относительно рынка уровень дохода (за счет дисконта), а банку-кредитору – высвобождать необходимые объемы фондирования.

Механизм фондированного субучастия является традиционным для английского правового поля. Однако, к сожалению, он прямо не предусмотрен (хотя и не запрещен) российским законодательством. Имеющиеся на рынке примеры регулируемого российским правом субучастия в кредите оформлялись путем заключения договора «об участии в кредите» (по сути, кредитного договора) [1] или комбинации различных договоров, в частности договора депозита, поручительства и акцепта на списание средств со счета поручителя. При этом очевидно, что в первом случае правовой риск несет первоначальный кредитор (так как такой договор может быть квалифицирован как кредитный договор и к нему может быть применена норма ст. 807 ГК РФ, в соответствии с которой «заемщик обязуется возвратить заимодавцу такую же сумму денег…», а данная норма, очевидно, не учитывает возможность невозврата суммы займа участнику в связи с неполучением первоначальным кредитором средств от заемщика), а во втором случае создаются возможности для злоупотреблений со стороны первоначального кредитора.

Нефондированное субучастие в кредите предполагает заключение между участником и банком-кредитором договора гарантии или поручительства, в соответствии с которым участник обеспечивает исполнение обязательств заемщика перед банком-кредитором. Данный механизм позволяет банку-кредитору высвобождать необходимые объемы фондирования, а участнику — получать комиссию от банка-кредитора, уплачиваемую за счет платежей кредитора.

Арсенал используемых в настоящее время на рынке вторичного синдицированного кредитования юридических инструментов весьма широк и позволяет участникам выбирать оптимальные для реализации стоящих перед ними целей формы совершения сделок. Кроме того, в свете ожидаемого принятия новой редакции Гражданского кодекса могут появиться новые возможности, позволяющие более эффективно использовать потенциал вторичного рынка синдицированного кредитования, в частности механизмы передачи договора, аналогичного английской новации.

---

[1] Именно по такому пути предлагает идти Банк России (см. п. 3 Приложения 4 к Инструкции Банка России от 16.01.2004 № 110-И (с изменениями и дополнениями).