Антон КУКОБА,
начальник отдела синдицированного кредитования и секьюритизации,
Райффайзенбанк

Начальник отдела синдицированного кредитования и секьюритизации Райффайзенбанка Антон Кукоба рассуждает в интервью Cbonds Review, почему у рынка синдикаций есть надежды на дальнейший рост и положительную динамику несмотря на слабые итоги первого полугодия, в чем сегодня выигрывают синдицированные сделки перед традиционными облигационными займами, существуют ли жизнеспособные схемы рефинансирования под залог портфеля синдицированных кредитов и какие еще сделки на рынке синдикаций могут закрыться до конца 2013 года.

«Основным преимуществом синдиката была и будет гибкость инструмента»

— Анализируя результаты полугодия на рынке синдицированного кредитования, вы выступаете скорее пессимистом или оптимистом?

— Вы весьма точно поставили вопрос: анализируя итоги работы рынка, в последнее время мы все чаще слышим в оценках его основных участников нотки если не пессимизма, то уж точно сдержанного оптимизма. Это хорошо иллюстрируют комментарии банкиров к сделкам и настроения аудитории на профильных конференциях. Я же не просто сторонник уверенного оптимизма: мне кажется, у нас есть все основания полагать, что рынок синдикатов развивается, у него есть динамика и постоянно возрастающий потенциал дальнейшего роста. Конечно, результаты полугодия могли бы быть лучше, но с учетом событий, которые происходили на рынке за эти полгода, мы получили именно тот результат, который ожидали в начале года. Есть простая статистика сделок: на мой взгляд, количественные объемы рынка (количество кредитов и заемщиков) более показательны, чем стоимостные, так как стоимостной объем легко искажается особо крупными сделками (jumbo-loans), такими как синдикат «Роснефти», например. По данным Cbonds, российские заемщики привлекли в первом полугодии 2013 года порядка 18 синдицированных кредитов, в то время как за аналогичный период прошлого года на рынке было закрыто 13 сделок. Не менее важный индикатор развития рынка — появление новых имен: в этом году мы увидели много новичков, успешно закрывших синдицированные сделки, включая «ГеоПро-

Майнинг», «Покровский Рудник» и другие компании, сделки которых, к сожалению организаторов, не стали публичными. И все это на фоне замедления темпов кредитования в целом, в условиях благоприятной рыночной конъюнктуры для евробондов в начале года, несмотря на конкуренцию со стороны государственных банков. Поэтому в целом рынок синдикаций показал неплохой результат!

— Насколько актуален для рынка синдикаций фактор сезонности? Есть ли, к примеру, более благоприятные периоды для синдицированных сделок?

— В какой-то степени действительно можно говорить о сезонности локального рынка. Как правило, в самом начале года закрываются редкие сделки, которые в силу определенных обстоятельств не были закрыты в прошлом году. Далее мы обычно видим довольно большой пайплайн транзакций: не все планируемые сделки реализуются сразу, некоторые и вовсе закрываются в иных форматах (двухсторонние кредиты или облигации). С учетом пика сезонов отпусков в августе, особенно в иностранных банках, заемщики стремятся реализовать свои планы по привлечению финансирования (в идеале в виде выборки, менее предпочтительный сценарий — подписанный мандат и term sheet) до середины лета. Из опыта последних лет видно, что заемщики стали более настороженно смотреть на переход из конца лета в осень, нежели на переход из года в год. Видимо, это связано с тем, что все серьезные негативные события на рынках происходили именно осенью. Вторая половина года обычно проходит более активно — к сделкам корпоративного сектора добавляются сделки для банков (как правило, second tier, так как банки первого эшелона предпочитают занимать в начале года). Общая температура по рынку повышается к середине декабря, когда и банки, и заемщики спешат выполнить свои планы и закрыть бюджеты. Как таковых окон, как на рынке DCM, для синдицированных сделок не бывает, так как кредитный рынок в целом существенно менее волатилен, чем рынок локальных бондов, и не так остро и быстро реагирует на изменения глобальной конъюнктуры. Реакция рынка синдикаций на удорожание ресурсов (если она вообще имеет место быть) следует с определенным временным лагом — обычно несколько месяцев. Это связано с более сложными структурами синдицированных сделок, отсутствием шаблонности и поточности транзакций.

— Вы ведь не зря все время проводите параллели между синдикациями и облигациями: как вам кажется, какой из инструментов сегодня ведет по очкам?

— Это моя любимая история — syndicated loans versus bonds... Если честно, я всегда считал, что сопоставлять эти два инструмента в корне неправильно. Несмотря на то что и синдикации, и выпуск бондов преследуют одинаковую цель — привлечь фондирование для заемщика (по принципу «чем дешевле и длиннее, тем лучше»), у них совершенно разная природа. Синдицированная сделка — это прежде всего заем, имеющий кредитную природу, в его основе лежат взаимоотношения кредиторов и заемщика, которые учитывают работу по прочим сопутствующим финансовым продуктам. Облигация же имеет инвестиционную природу взаимоотношений: инвесторы смотрят на сделку как на обособленную возможность с определенной доходностью (купон), риском (на основе присвоенного выпуску рейтинга), сроком. Основной вывод, который можно сделать, сравнивая эти два инструмента, пожалуй, сводится к тому, что и банки-организаторы, и заемщики должны использовать оба инструмента, комбинировать их в зависимости от потребностей и условий рынка.

— Каким основным преимуществом обладает синдицированный кредит как инструмент финансирования?

— Основным преимуществом синдиката была и будет (независимо от типа сделки, риска, условий рынка) гибкость этого инструмента. В отличие от облигаций, синдицированный кредит может иметь практически любую структуру: он может быть обеспеченным, бланковым, иметь транши, различающиеся по валютам и срокам, плавающую и фиксированную ставку, выдаваться сразу нескольким заемщикам на различные цели, иметь определенные отлагательные условия, объединять в сделке самых разнообразных участников (по размеру бизнеса, географии, менталитету). Разумеется, на это, как правило, требуется больше времени и усилий, но результат всегда оправдывает ожидания. Для синдикации не обязательно наличие рейтингов, отчетности по МСФО, у заемщика нет обязательств по публичному раскрытию информации. Сама публичность сделки по синдикатам легко управляется: по желанию сторон сделка может не придаваться огласке. Если же заемщик и кредиторы все-таки заинтересованы в публичности, они могут раскрыть те детали сделки (обычно это срок, ставка, общая структура, состав участников и роли), которые посчитают нужными.

— Чем тогда привлекательны облигации?

— Основной плюс этого рынка — в его простоте и огромной ликвидности. У бонда есть имя эмитента, рейтинг, сумма, срок, до-

ВОЗМОЖНОСТЬ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ СИНДИЦИРОВАННЫХ КРЕДИТОВ В ЦБ СУЩЕСТВУЕТ, НО ПОКА ТОЛЬКО В ТЕОРИИ И ТОЛЬКО ПО СДЕЛКАМ, ПОДЧИНЕННЫМ РОССИЙСКОМУ ПРАВУ

ходность. Практически все выпуски являются необеспеченными, отсутствует масса ограничений, которые являются обязательными для синдикаций (гарантии и заверения заемщика, ковенанты и другие). Как видно по результатам локального рынка облигаций (объем первичных размещений в 2012 году — 1 трлн руб., по итогам первого полугодия 2013 года — 600 млрд руб.), он обладает огромной ликвидностью, которая обеспечена возможностью рефинансирования в ЦБ. Включение выпуска в Ломбардный список Банка России является одним из ключевых факторов в ценообразовании и основополагающим в определении объема отдельно взятого выпуска. Инвесторов в бумаги сегодня все больше интересует (и с грядущим Базелем III этот интерес будет усиливаться) то, как доходность их вложения соотносится с задействованным капиталом. В зависимости от рейтинга при расчете норматива достаточности капитала к активу применяются определенные коэффициенты взвешивания — чем выше рейтинг, тем лучше вес, а следовательно, меньше «съедается» капитала. Эмитент платит большую ставку за худший рейтинг не только из-за беспокойства инвесторов о капитале. Существенно более важный критерий — рейтинг, который необходим для включения бумаг в Ломбардный список ЦБ (сегодня минимальный рейтинг — B-). Ломбард по сути означает дешевое фондирование, а значит в итоге лучшую маржинальность для инвесторов.

— Существуют ли возможности рефинансирования синдицированных кредитов в ЦБ?

— Такая возможность существует, но пока только в теории и только по синдицированным кредитам, подчиненным российскому праву. Речь идет о Постановлении Банка России 312-П. Оно прямо не ограничивает формы кредитов (двухсторонний или синдицированный кредит), подлежащих рефинансированию, но допускает использование кредитов, подчиненных только российскому праву. Пока этот инструмент по синдикатам не протестирован. В нем, несомненно, заложен большой потенциал, но говорить о каком-либо массовом применении невозможно, пока не завершена работа по стандартизации договора синдицированного кредитования по российскому праву. В текущей ситуации более интересны и реалистичны схемы рефинансирования, которые предлагают иностранные инвестиционные банки. Сроки фондирования под залог портфеля синдицированных кредитов, подчиненных английскому праву и подписанных по стандартам LMA, составляют до трех лет. Критерии отбора кредитов в пул в целом не жесткие, с приоритетом по заемщикам, имеющим торгуемые рыночные инструменты (локальные облигации и евробонды).

— С точки зрения ликвидности рынки синдикаций и бондов как-то взаимосвязаны?

— Едва ли. Пересечения инвесторов практически нет, у каждого из рынков своя ликвидность.

— Какие основные советы вы бы адресовали заемщикам, решившим протестировать финансирование в формате синдицированного кредита?

— В первую очередь я бы призвал заемщиков-новичков быть смелее в своих решениях делать первые сделки в формате клубов, переупаковывать свои портфели из разрозненных двухсторонних сделок в удобные, понятные, красивые структуры. Полезный совет новичкам — грамотно подходить к выбору банка-координатора, основываясь на опыте банка в сопровождении не просто транзакций, а именно сделок по аналогичному типу заемщика и структуре. Заемщики часто заблуждаются, думая, что координацию сделки можно осуществить самостоятельно. Self-arranged club — это хорошее решение для опытных игроков, да и то лишь на первоначальном этапе. С определенного момента банк-координатор в сделке просто необходим. Пожелание ко всем заемщикам — не экономить на привлечении юридического консультанта, который будет сопровождать сделку на стороне заемщика и в его интересах. Внутренние юридические службы заемщика, несомненно, обладают обширными знаниями в области финансов, но, как показывает опыт, этого все равно недостаточно для оперативного согласования стандартных для рынка положений. Ну и конечно, главное пожелание — побольше сделок!

— Какие сделки первого полугодия вы бы отметили?

— Крупный синдицированный кредит для группы ЧТПЗ и дебютную клубную сделку для золотодобывающей компании «ГеоПроМайнинг» (ГПМ). Синдикат ЧТПЗ стал, бесспорно, знаковой сделкой по своему объему и сложности структуры. Сделка структурирована в виде двух синдицированных кредитов общим объемом 86.5 млрд руб. на семь лет единым пулом обеспечения (поручительства и залог активов) и облигационного займа в размере 8.2 млрд руб. (выпуски со срочностью от одного года до трех лет). Синдицированные кредиты подписаны по российскому праву и частично гарантированы Правительством Российской Федерации. Мы координировали эту сделку вместе с коллегами из Сбербанка.

Клубный кредит в размере $250 млн на пять лет для ГПМ интересен своей трансграничной структурой: голландский заемщик, регресс на российские и армянские производственные компании, финансирование обеспечивается будущими поставками золота из разных стран. Сделка также примечательна тем, что это было дебютное публичное международное заимствование для компании, организованное иностранными банками (Райффайзенбанк, ЮниКредит Банк) и государственным банком (Сбербанк).

— К чему готовиться участникам рынка синдикаций во второй половине года?

— Нас ждет интересная и активная вторая половина года. В ближайшее время будет закрыт ряд знаковых сделок — это как бланковые, так и обеспеченные кредиты, в том числе дебютные клубные сделки, сделки M&A, проектного финансирования, сделки привлечения для финансовых институтов. Кредиты будут носить клубный характер, а в списке банков-организаторов будут преобладать знакомые имена.

РЭНКИНГИ в 2012 г.*

Лучшая аналитика
по рынку облигаций

Лучший инвестиционный банк
по работе со II-III эшелоном
заемщиков

Лучший sales
на рынке облигаций

Лучший инвестиционный банк
по работе с I эшелоном
заемщиков

Организатор 28 облигационных займов номинальной стоимостью свыше 207 млрд рублей

Второе место в рейтинге организаторов сделок по секьюритизации на российском рынке по итогам 2012 года (по объему сделок)**

Райффайзен БАНК

Разница
в отношении

Награды сотрудников Райффайзенбанка
в следующих номинациях согласно опросу ИА Cbonds:

- Лучший аналитик по макроэкономике
- Лучший аналитик по долговому рынку

* По результатам опроса ИА Cbonds.
** По версии ИА Cbonds.

8 495 721 28 46

www.raiffeisen.ru

ЗАО «Райффайзенбанк».

Реклама