Константин Васильев,
начальник отдела мировых рынков, Cbonds

Превыше $2 трлн

Рынок синдицированных кредитов занимает достойное место на рынке капитала и является значимой альтернативой рынка еврооблигаций. По данным квартальных обзоров по рынку ценных бумаг Банка Международных Расчетов (BIS Quarterly Review), в которые синдикации включены как популярный, публичный и торгуемый инструмент финансирования, начиная с 2005 года объем привлеченных синдицированных кредитов в мире стабильно превышает $2 трлн в год.

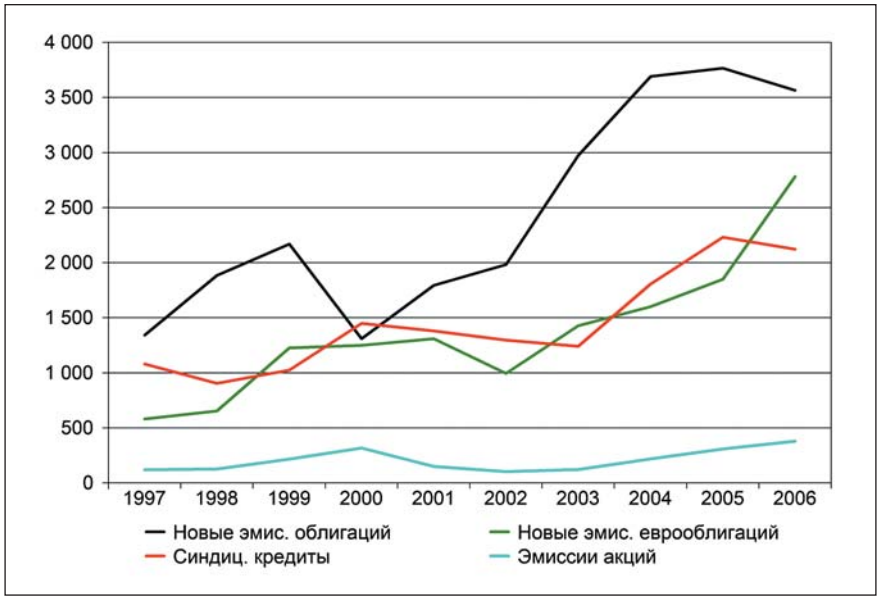
НА ТРЕТЬЕМ МЕСТЕ

Синдицированные кредиты и еврооблигации достаточно синхронно развивались последние 10 лет, попеременно отнимая друг у друга пальму первенства. С 2006 года рынок еврооблигаций несколько вырвался вперед, превысив $2.5 трлн, и, скорее всего, сохранит свои позиции в 2007 году. Ведь только в первом полугодии заемщики привлекли на этом рынке более $2 трлн, тогда как рынок синдицированного кредитования за этот же промежуток времени сумел перевалить лишь за отметку в $1 трлн, хотя, конечно, кризис на рынке сделок по секьюритизации позволит набрать сил и рынку синдикаций как альтернативному источнику финансирования.

Самые слабые позиции по отношению к другим инструментам у рынка акционерного капитала и денежного рынка. Данные сегменты стабильно растут, но в совокупности смогли превысить уровень в $500 млрд только в 2006 году.

Лидирующее положение на рынке капитала традиционно занимают внутренние рынки облигаций за счет огромного объема в обращении пользующихся повсеместным спросом государственных облигаций США, Японии и других развитых стран. С 2004 года объем новых эмиссий превышает $3.5 трлн, но рынок перестал показывать положительную динамику, так как дальнейшее увеличение объемов заимствований ключевых эмитентов не сопровождается соответствующим ростом ВВП и негативно воспринимается участниками рынка. В первой половине 2007 года объем новых эмиссий облигаций на внутренних рынках составил только $1 трлн, что, в свою очередь, также может позитивно отразиться на росте рынка синдикаций.

Привлечение кредитов и размещение облигаций в мире за 10 лет, млрд $
Источник: BIS Quarterly Review, '07.2007 (www.bis.org)



РАЗВИТЫЕ СТРАНЫ ЧУТЬ ПОДВИНУЛИСЬ

За последние 2.5 года с рынка синдицированных кредитов было привлечено почти $5.4 трлн, или почти столько же, сколько за предыдущие

Объемы привлеченных кредитов по регионам, млрд $

Заемщики	2 кв. 2007–2005	Доля подсегмента в общем	Отношение к рынку еврооблигаций	2004–2001	2000–1997
Все страны	5 371		79%	5 726	4 461
Развитые страны	4 648	86.5%	74%	5 238	4 004
В т.ч. США	2 253	48.5%	131%	3 089	2 601
В т.ч. Англия	389	8.4%	43%	470	421
В т.ч. Германия	319	6.9%	59%	335	116
В т.ч. Япония	95	2.0%	149%	89	50
Развивающиеся рынки	591	11.0%	178%	358	363
В т.ч. Азия	178	30.1%	156%	125	133
В т.ч. Европа	177	30.0%	148%	78	68
В т.ч. Африка	148	25.1%	196%	78	62
В т.ч. Латинская Америка	87	14.8%	412%	77	99
СНГ: Россия, Украина, Казахстан	125	21.2%	151%	32	18
Оффшоры и международные организации	132	2.5%	92%	130	94

Источник: BIS Quarterly Review, '07.2007 (www.bis.org)

4 года (2000–2004 года). Предложенная нами разбивка на четырехлетние периоды достаточно условна и призвана лишь отразить бурный рост рынка в последние 2.5 года. Так, например, по отношению к предыдущему четырехлетнему периоду (1997–2000 года) рынок вырос лишь на $1.3 трлн.

Большая часть заимствований приходится на заемщиков из развитых стран — около 86% от общего размера рынка, но их доля начала снижаться, тогда как в предыдущие периоды она превышала 90%. В последние 2.5 года развивающиеся рынки показывают серьезный рост, сопровождающийся агрессивным спросом на заемный капитал — рынок синдикаций вырос почти в 2 раза.

Доминирующим заемщиком на рынке синдицированного кредитования среди развитых стран являются США, на которые приходится почти 50% рынка. При этом аппетиты заемщиков из США отличаются от аппетитов заемщиков из других стран: следующие по объемам рынка Англия и Германия занимают почти в 6 раз меньше. Данные рынки достаточно схожи по темпам роста, разве что чуть лучшую динамику роста заимствований показывают заемщики из Германии. Значительно отличается отношение привлеченных синдицированных кредитов к рынку облигаций и еврооблигаций: заемщики из США и Японии предпочитают синдикации еврооблигациям — один сегмент превышает другой в 1.5 раза, тогда как в Англии и Германии наблюдается обратная картина. Отношение же к общему рынку облигаций, внутреннему и внешнему, достаточно стабильно по всем странам: оно составляет около 30%.

С ростом кредитных рейтингов и улучшением макроэкономики стран с развивающимися рынками им стал доступным и рынок синдицированных кредитов. За последние два с половиной года компаниями из данных стран было привлечено почти $600 млрд, тогда как за предыдущие 4 года (2000–2004 года) — только $360 млрд. Заемщики достаточно равномерно распределены по основным регионам с чуть более слабыми позициями на рынке Латинской Америки.

Значимую поддержку развивающимся рынкам синдикаций оказывают такие азиатские рынки, как Индия, Южная Корея и Китай, которые достаточно стабильно привлекают около $40 млрд в год. Но наиболее позитивную динамику показал рынок Восточной Европы за счет бурного роста заимствований из СНГ и, в частности, из России. Рынки СНГ за последние 2.5 года заняли в четыре раза больше, чем в предыдущие четыре года. Среди других европейских заемщиков на рынке синдикаций активно представлены Турция и Польша.

Следующими по объемам рынка идут страны Африки и Среднего Востока, в первую очередь — ОАЭ и Саудовская Аравия, занявшие около $70 млрд за последние 2.5 года. Объем заимствований заемщиками из Латинской Америки и Карибских Островов более низкий, но он практически полностью приходится на две страны — Мексику и Бразилию.

На фоне позитивных прогнозов по развитию макроэкономической ситуации на основных развивающихся рынках ожидается расширение их представления на рынке синдицированных кредитов, улучшение кредитных условий и качественное развитие самого рынка.

ТИПЫ И СТРУКТУРА СИНДИЦИРОВАННЫХ КРЕДИТОВ

ОСНОВНЫЕ ТИПЫ СДЕЛОК

Развитие рынка в частности выражается в развитии и диверсификации инструментов, используемых на рынке, которые позволяют решать самые разнообразные задачи заемщиков. Рассмотрим основные типы сделок, используемые на глобальном рынке синдицированного кредитования.

В первую очередь все кредиты делятся на три основные группы: «подписанные» (underwritten), «организованные» (arranged) и клубные (club). Первые предполагают гарантированное предоставление полной суммы кредита, то есть организатор несет весь риск по ведению сделки и отвечает за процесс синдикации. Такие кредиты чаще всего используются при необходимости срочного финансирования, но заемщику они, как правило, обходятся дороже по причине сравнительно высоких вознаграждений, выплачиваемых организатору.

Кредиты из второй группы также носят название сделок «на максимально возможных усилиях». В сделке данного типа организатор не несет ответственности за предоставление полной суммы. Такие кредиты чаще всего используются заемщиками, уверенными в успехе своей сделки и заинтересованными в установлении

новых связей с банками. В данном случае риск сделки берет на себя сам заемщик, но при этом и вознаграждение организатора будет значительно меньшим. Клубные сделки подразумевают самоорганизацию синдицированного кредита, то есть заемщик сам выполняет функции банка-организатора и банка-агента, используя свои существующие связи с банками. Различным ситуациям соответствуют различные кредитные инструменты, однако документация по ним в любом случае будет идентична для всех участников.

Также сделки делятся на «совершённые» и «несовершённые». В первых из них кредиторы обязаны выдать заемщику средства по его первому требованию сразу после подписания всей необходимой документации, в то время как второй тип сделок предполагает сохранение за банком права отсрочки предоставления по какой-либо причине. Однако «несовершённый» тип кредитного соглашения чаще всего используется в двусторонних сделках и редко встречается на рынке синдицированного кредитования.

По схеме выплат синдицированные кредиты делятся на амортизируемые, то есть погашаемые поэтапно несколькими платежами; «баллун»-кредиты (balloon) — кредиты, в рамках которых относительно небольшие суммы выплачиваются регулярно на начальном этапе, а выплата одной крупной части осуществляется в дату окончательного погашения, и «буллет»-кредиты (bullet), проценты по которым выплачиваются с периодичностью, установленной кредитным соглашением, а основная часть долга погашается единовременно по наступлении срока окончательного платежа.

ОСОБЕННОСТИ И ЦЕЛИ ФИНАНСИРОВАНИЯ

Наибольшей популярностью на общемировом рынке и в странах СНГ пользуются синдицированные кредиты, привлекаемые для предэкспортного финансирования. При данном типе сделок средства предоставляются кредитной организацией под обеспечение в виде подтвержденных заказов от иностранных покупателей и используются экспортером для финансирования производства и поставки товаров в рамках контракта. Обычно экспортер заключает соглашение с покупателем, чтобы последний осуществлял выплаты непосредственно кредитору.

Синдицированные кредиты также используются для финансирования сделок warehouse, являющихся частью секьюритизации. Средства в таком случае привлекаются для накопления крупного пула однородных финансовых или товарных активов, который впоследствии упаковывается в выпуск еврооблигаций или других рыночных инструментов.

Большую группу кредитов составляют сделки, тем или иным образом направленные на финансирование сделок M&A, создание или развитие существующих корпоративных проектов. Под проектным финансированием понимается довольно широкий спектр кредитных инструментов. В целом такие сделки используются для создания активов компанией-заемщиком, а выплаты формируются за счет денежных потоков от их будущего использования. Мировой объем проектного финансирования, по данным Dealogic, в 2006 году составил $220 млрд, или около 550 сделок, в 2005 году объем рынка составлял $177 млрд. На Восточную Европу в 2006 году пришлось 12 сделок на $3.1 млрд.

Финансируемый выкуп, или левереджированный выкуп (англ. Leveraged Buy-Out, LBO) — вид деятельности компаний из сектора частных капиталовложений, при котором компания выкупается с увеличением финансового рычага, что позволяет капитализировать экономию на источниках средств. При финансируемом выкупе компания-объект меняет структуру источников средств, заменяя относительно дорогой собственный капитал заемными средствами. В течение нескольких лет производится погашение заемных средств и наращивание собственного капитала. Через 4–6 лет компания продается новому собственнику. При этом экономия на стоимости капитала остается у компании, проводившей LBO. Объем общемирового рынка LBO, по данным Газпромбанка, по итогам 2006 года составил $250 млрд, то есть около 9% от объема сделок M&A.

Особое место из-за крупных объемов и долгосрочного характера сделок на рынке занимает мезонинное финансирование. Мезонинный кредит (англ. Mezzanine Loan) — относительно крупный кредит, как правило, предоставляемый без залога имущества или имеющий субординированную структуру обеспечения. Срок возврата займа обычно превышает пять лет при погашении основной суммы в конце срока кредита. Заем часто сопровождается офертой или опционом, в рамках которых возможно приобретение определенного числа акций или облигаций по указанной цене в течение определенного срока или аналогичным механизмом, дающим кредитору возможность участвовать в будущем успехе проекта. Мезонинные кредиты могут использоваться при финансировании нового предприятия или приобретения контрольного пакета акций за счет заемных средств, как правило, в составе более крупного финансового пакета.

При приобретении за счет заемных средств (leveraged buy-outs) мезонинный кредит используется в случае, если цена приобретаемого объекта превышает степень соотношения между собственными и заемными средствами, до которой кредиторы хотят предоставить кредит с приоритетным правом требования или кредит с правом требования второй очереди. Он, как правило, предоставляется не самому предприятию, а специально созданной для осуществления приобретения компании (acquisition vehicle) либо SPV. Мезонинные кредиты при приобретении за счет заемных средств обычно предоставляются под значительно более высокие проценты и комиссии по сравнению с кредитами с приоритетным правом требования или кредитами с правом требования второй очереди по той же сделке, однако они обходятся дешевле по сравнению с таким инструментом, как оплата в натуральной форме.

Также существуют обособленные инструменты синдицированного кредитования, либо применяемые для финансирования отдельных групп крупных групп заемщиков, либо привлекаемые от узкой группы кредиторов.

Среди заемщиков часто отдельно выделяют компании, занимающиеся самолетостроением и судостроением. Сделки с ними характеризует долгосрочность проектов (обычно более 10 лет) и участие специализирующихся в данном сегменте банков.

Среди наиболее специфических кредитов по типу кредиторов выделяют исламское финансирование. Исламский синдицированный кредит (англ. Islamic facility) — кредит, по которому банку не разрешается взимать любые проценты. Однако финансовый институт вправе получать доход от кредитования другим способом. Например, он может стать долевым участником финансируемого проекта, полностью разделяя риски и премии предприятия. Также он имеет право участвовать в торговле и извлекать прибыль от наценки между себестоимостью приобретения товара и ценой продажи. При этом по законам шариата недопустимы инвестиции в производство и реализацию алкоголя, наркотиков, оружия и так далее. Любой торговый контракт должен быть основан на принципах справедливости и не должен предполагать незаконного обогащения любой из сторон. Совокупный объем исламского финансового рынка в настоящее время оценивается в $750 млрд, годовой темп роста составляет около 15%.

ЛУЧШИЕ ИЗ ЛУЧШИХ

В связи с ростом рынка, увеличением его участников, расширением типов сделок и географической представленности заемщиков растет и количество номинаций для лучших игроков рынка. Наибольший объем работы, конечно же, приходится на организаторов синдицированных кредитов. По итогам 2006 года, по версии EuroWeek, в четырех из семи выбранных нами номинаций лидирующие позиции занял Royal Bank of Scotland.

Наиболее сильные позиции на рынке у JP Morgan, который традиционно лидирует по объему предоставленных кредитов и осуществляет информационную поддержку рынка, рассчитывая многочисленные индексы рынка. Достаточно активно на рынке представлены Barclays Capital и Citigroup.

В рейтинге институтов рынка синдицированных кредитов, опубликованном EuroWeek, необходимо отметить Deutsche Bank, лидирующий на вторичном рынке кредитов и занимающий хорошие позиции по структурированию и консультированию сделок LBO. На рынке мезонинного или промежуточного финансирования лидируют Goldman Sachs и компания ICG.

Лучшей юридической фирмой второй год подряд становится Allen & Overy, за которой также стабильно следует Clifford Chance. В номинации лучшее рейтинговое агентство на рынке синдицированных кредитов находится Standard & Poor's.

РИСКИ И ПЕРСПЕКТИВЫ

ДЕФОЛТЫ НА РЫНКЕ

Основным риском на рынке синдицированных кредитов, как и на любом другом долговом рынке, является дефолт заемщика. Достаточно важную работу по правильной оценке

Лучшие организаторы синдицированных кредитов по итогам 2006 года

Выдающийся организатор	Наилучшие условия работы	Сделки LBO	Финансирование M&A	Проектное финансирование	Кредиты корпорациям	Кредиты финансовым институтам
Royal Bank of Scotland	JP Morgan	Royal Bank of Scotland	Royal Bank of Scotland	Calyon	Royal Bank of Scotland	BayernsLB
Citigroup	Royal Bank of Scotland	Goldman Sachs	Citigroup	Societe Generale	Citigroup	Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ
Barclays Capital	Barclays Capital	JP Morgan	JP Morgan	ABN AMRO	BNP Paribas	Citigroup
JP Morgan	Societe Generale	Barclays Capital	Deutsche Bank	HSBC	Barclays Capital	Deutsche Bank
Deutsche Bank	HSBC	Credit Sussie	HSBC	JP Morgan	HSBC	ING

Источник: EuroWeek.
Выпуск '02.07, «Syndicated Loan & Leveraged Finance Awards 2006: Best Arranging Banks»

Лучшие участники рынка синдицированных кредитов по итогам 2006 года

Торговля кредитами	Организатор мезонинных кредитов	Источник мезонинных кредитов	Структурирование LBO	Консультирование LBO	Небанковский инвестор	Юридическая фирма
Deutsche Bank	Goldman Sachs	ICG	Deutsche Bank	Goldman Sachs	Alcentra	Allen & Overy
JP Morgan	ICG	Mezzvest	Goldman Sachs	Morgan Stanley	Babson Capital	Clifford Chance
Morgan Stanley	Barclays Capital	Babson Capital	Credit Suisse	Deutsche Bank	Prudential	Linklaters
Citigroup	Credit Suisse	Park Square	Bank of Scotland	Credit Suisse	Goldentree	Denton Wilde Sapte
HSBC	Royal Bank of Scotland	Alcentra	JP Morgan	JP Morgan	Avoca	Ashurst

Источник: EuroWeek.
Выпуск '02.07: «Syndicated Loan & Leveraged Finance Awards 2006: Institutions, traders and borrowers»

данного риска делают рейтинговые агентства. В мировой практике синдицированные кредиты имеют рейтинги, учитывающие статистику по дефолтам на данном рынке.

Международное рейтинговое агентство Moody's опубликовало в начале 2007 года специальный обзор по истории дефолтов на рынке синдицированных кредитов — «Syndicated Bank Loans: 2006 Default Review and 2007 Outlook». Так, по данным Moody's, в 2006 году на рынке было 28 дефолтов на общую сумму $6 млрд, а в 2005 году 30 заемщиков объявили дефолт на общую сумму $13.4 млрд. В наиболее затруднительном положении в 2006 году оказалась автомобильная отрасль, на данный сегмент пришлось около трети всех дефолтов.

В целом можно отметить снижение уровня дефолтов на рынке синдикаций. Так, за последние четыре года объем дефолтов в среднем составляет около $10 млрд, тогда как в 1997–2002 годах объем и количество дефолтов практически линейно росли и превышали 100 дефолтов в год на сумму более $50 млрд.

Уровень дефолтов по кредитам в 2006 году сравнялся с рынком корпоративных облигаций, объем дефолтов на котором в 2005 году достиг $28 млрд. При этом уровень дефолтов по кредитам спекулятивного уровня снизился более значительно, чем на рынке облигаций — до 0.6% с 1.8% против 1.9% с 2.3% соответственно. Также по кредитам наблюдается больший уровень возврата — $88 из $100 по отношению к $43 из $100 по облигациям.

На фоне замедления экономического роста и большого объема корпоративных выпусков облигаций с низким рейтингом в 2004 году Moody's дает достаточно пессимистичный прогноз на 2007 год: уровень дефолтов по кредитам спекулятивного уровня может вырасти до 2.1%, по облигациям — до 2.6%.

СРЕДНЕРЫНОЧНЫЙ УРОВЕНЬ КОМИССИИ НА РЫНКЕ

Риски синдицированных кредитов отражаются естественным образом в ценообразовании по ним. Так, среднерыночный уровень ставки по кредитам на развивающихся рынках, по данным BIS Quarterly Review и Dealogic Loanware, до кризисов 1997–1998 годов составлял около 100 б.п. сверх LIBOR, в период кризиса достигал 300 б.п., а после кризиса с учетом последовавших дефолтов на рынке установился на уровне 150 б.п.

Коррекция ценообразования произошла и на рынках развитых стран: вместо 70–80 б.п. до кризиса после него заемщики стали платить до 120 б.п., практически сравнявшись по этому показателю с развивающимися рынками. Несколько другая картина наблюдается на рынке кредитов, выданных к EURIBOR: до 2001 года развивающиеся рынки платили премию в 150–200 б.п., но в дальнейшем премия стала снижаться и к 2004 году уже составляла менее 100 б.п. и была на 20–30 б.п. ниже, чем у заемщиков с развитых стран.

Помимо премии к плавающей ставке, заемщику приходится платить многочисленные комиссионные. Отметим, что уровень данных выплат в среднем по рынку достаточно стабилен. Так, плата за резервирование наличности на срок от подписания кредита до предоставления денег (commitment fee) составляет около 30 б.п. из расчета годовых процентов от суммы кредита, плата за предоставление кредита (facility fee) — около 15 б.п. Комиссионные за организацию (participation fee) для заемщиков с развивающихся рынков чуть выше, чем для развитых стран, и составляют в среднем 45 б.п. против 30 б.п.

ТЕНДЕНЦИИ ПО СНИЖЕНИЮ РИСКОВ

Спреды и комиссии организаторов не являются единственной компенсацией кредиторов за приобретаемый кредитный риск. Гарантии, поручительство, комфортные письма и кредитные ковенанты позволяют связать ценообразование по кредитам с такими корпоративными событиями, как изменение рейтинга или обслуживание долга.

На развивающихся рынках наибольшей популярностью пользуются гарантии и поручительства — около 25% и 40% соответственно — от общего количества кредитов в среднем за последние 10 лет. Ковенанты же более распространены на развитых рынках: доля сделок с ковенантами составляет в среднем около 20%. На развивающихся рынках кредиты с ковенантами только начинают появляться (около 5% сделок), но с развитием корпоративной культуры и самого рынка ожидается их более широкое внедрение в деловую практику.

ФАКТОРЫ, СТИМУЛИРУЮЩИЕ РАЗВИТИЕ РЫНКА

Наиболее существенными факторами, влияющими на стремительное развитие рынка синдицированного кредитования, являются следующие.

- Рынок является международным и не принадлежит какой-либо конкретной стране, а соответственно, данный долговой инструмент может избежать большого количества регулятивных ограничений, присущих рынку заемщика, что приводит к существенному снижению стоимости кредита.
- Рынок представлен достаточно большим спектром типов сделок по синдицированным кредитам, что позволяет решать самые разнообразные задачи заемщиков.
- Имеется ликвидный вторичный рынок, ежегодные объемы торгов на данном рынке составляют $150–200 млрд, торги проблемными долгами составляют около 30–40% рынка.
- Риски синдицированных кредитов могут учитываться как в цене по кредитам, так и при помощи кредитных рейтингов и учета ковенант в структуре сделок.
- Международный рынок синдицированного кредитования за время своего существования развил очень эффективную и гибкую сеть дистрибуции, которая может обеспечить размещение сделок крупных объемов. Интернациональность рынка дает заемщикам возможность доступа к большему количеству и большую диверсификацию инвесторов, чем их «домашний» рынок.