Сергей Зобов,
специалист отдела мировых рынков, Cbonds

Синдикат Независимых Государств

В последнее время тема синдицированного кредитования в СНГ становится все более популярной: количество различных конференций и семинаров, посвященных данной тематике, растет как на дрожжах. Такой интерес в первую очередь объясняется колоссальным размером самого рынка — за 2007 год в СНГ было организовано сделок на сумму около $70 млрд. На данный момент это самый крупный долговый рынок, на котором занимают представители стран СНГ. Кроме того, инструмент синдицированного кредита подкупает многообразием возможных финансовых решений, подходящих для очень широкого круга заемщиков.

ИСТОРИЯ И ДИНАМИКА РЫНКА

ХРОНИКА ФИНАНСОВОГО ИНСТРУМЕНТА

История синдицированного кредитования сложилась совершенно по-разному в странах, входящих в СНГ. На одних рынках этот инструмент успел пережить как взлеты, так и падения, на других — совсем недавно получил сколько-нибудь существенное развитие. На глобальном же уровне все рынки стран СНГ характеризует «молодость» и нестабильность тенденций по сравнению с западными рынками, где история синдикаций в их современном понимании ведется с 70-х годов 20 века.

Российский рынок начал свое существование примерно с середины 1990-х годов. Основными заемщиками до 1997 года являлись крупнейшие российские банки, а кредиторами — исключительно зарубежные финансовые институты. Кредиты банковскому сектору на том этапе развития предоставлялись, как правило, необеспеченными, в то время как предприятиям реального сектора — чаще всего под залог экспортной выручки.

Наибольший объем синдицированных кредитов тогда пришелся именно на предкризисный 1997 год и составил около $10 млрд (российский рынок показал 40-кратный рост по сравнению с $250 млн в 1996 году). Из этих $10 млрд около 65% привлеченных средств пришлось на синдикации «Газпрома». Первым синдицированным кредитом, организованным российским банком, стал кредит для компании «АЛРОСА» в 1998 году. Сумма кредита составила $25 млн, а организовал его банк «Еврофинанс» — дочерняя структура французского BCEN-Eurobank.

Кризис 1998 года, без сомнения, отразился на развитии российского рынка синдицированного кредитования. Так, в 1999 году его объем сократился до уровня 1996 года и составил всего $230 млн. Со второй половины 2000 года началось некоторое оживление, в результате которого объем предоставленных за 2000–2001 годы синдицированных кредитов снова превысил $1 млрд. Из этого объема около 20% кредитов было организовано российскими банками. В 2002–2007 годах рынок показал существенный рост, отображенный на рисунке 1.

В Казахстане синдицированный кредит как инструмент долгового финансирования стал использоваться несколько позже — с 1997 года, но действительно широкое распространение получил только в 2003 году, когда объем привлеченных синдикаций впервые превысил $1 млрд, увеличившись с $600 млн в 2002 году. Начиная с 2003 года наблюдался быстрый рост объемов привлечений, схожий по своей динамике с российским.

Развитие украинского рынка синдицированного кредитования началось еще позже — только в 2003–2004 годах, когда ряд крупных финансовых институтов объявил о выходе на международный рынок капитала. Сущест-

венный же прорыв произошел в 2005 году, когда объем привлеченных синдицированных кредитов составил около $1.7 млрд, увеличившись с $300 млн в предыдущем 2004 году. Последние три года украинские заемщики очень быстро наращивали объемы привлеченных синдицированных кредитов и по объемам заимствований за 10 месяцев 2007 года не сильно отстают от своих казахстанских коллег.

Рынки Азербайджана, Беларуси и Грузии пребывают на начальной стадии развития, что связано с общим состоянием фондового рынка, банковской системы, законодательства и многими другими факторами. Но, безусловно, главным из них является гораздо меньший по сравнению с лидирующими рынками круг компаний и финансовых институтов, потенциально заинтересованных и при этом способных привлекать средства при помощи синдицированных кредитов.

Рис. 1. Объемы привлеченных синдицированных кредитов
Источник: loans.cbonds.info, BIS Quarterly Review, '07.2007 (www.bis.org)

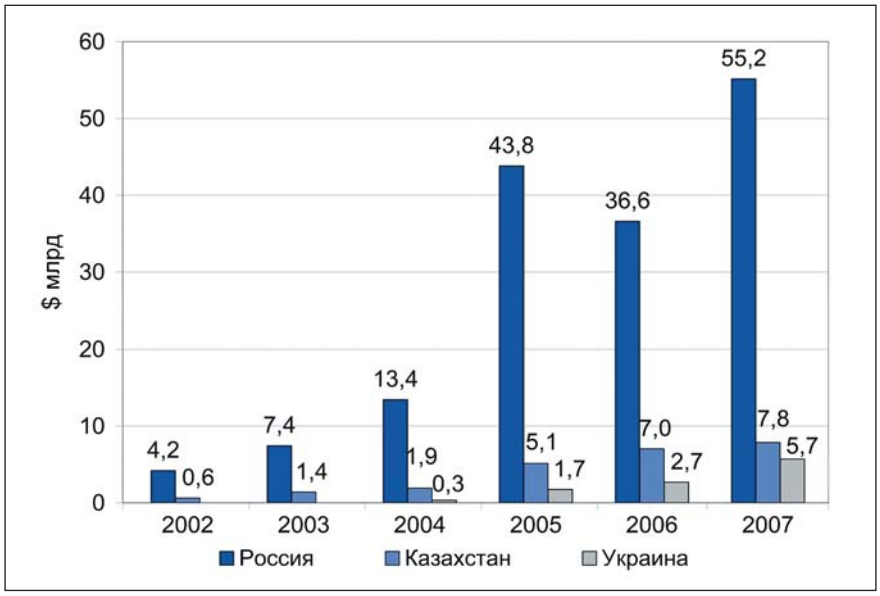
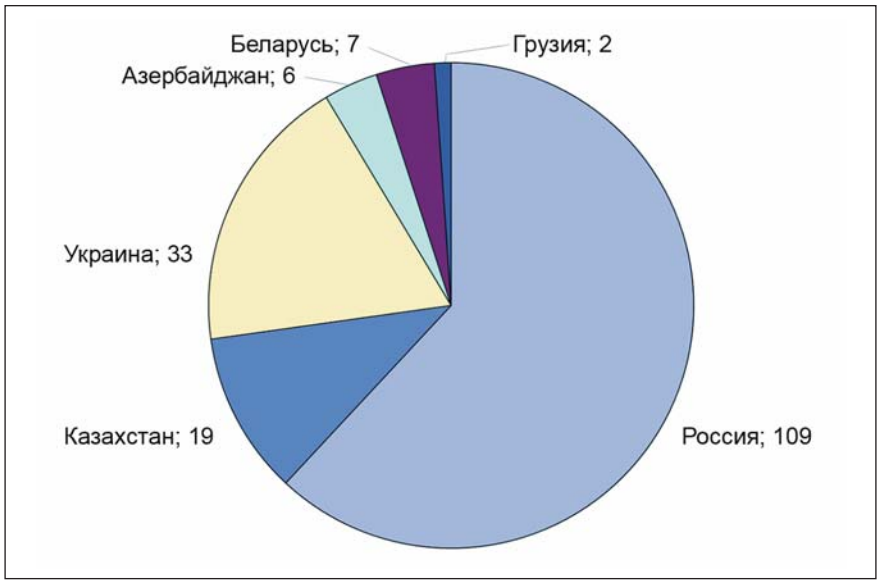


Рис. 2. Количество привлеченных синдицированных кредитов в 2007 году
Источник: loans.cbonds.info



СУМАСШЕДШИЙ ВЗЛЕТ

Рынок стран Содружества вслед за тремя системообразующими рынками показал в последние годы потрясающую динамику: если в 2003 году на нем было организовано синдикаций на сумму около $10 млрд, то в 2006 году объем составил $47 млрд, а в 2007 году превысил $69 млрд!

В России объем предоставленных кредитов за 10 месяцев 2007 года в полтора раза превысил аналогичный показатель за весь 2006 год. Однако, анализируя подобную динамику, не стоит забывать про крупнейшую сделку синдикации промежуточного кредита для компании «Роснефть» объемом $22 млрд, осуществленную в марте текущего года. Вместе со сделками для «Газпрома» на $13.08 млрд в 2005 году они объясняют отсутствие линейного роста объемов предоставленных кредитов в течение последних трех лет.

Количество сделок на рынке СНГ также постоянно растет. Самый крупный — российский — рынок показал почти десятикратный рост по этому показателю по сравнению с 2003 годом, в котором было организовано только 13 синдикаций. Даже мировой кризис ликвидности существенно не отразился на количестве осуществленных за 2007 год сделок — всего с начала года на российском рынке организовано 109 синдицированных кредитов.

В течение кризиса количество сделок даже несколько возросло по причине перехода заемщиков из закрытого на тот момент рынка еврооблигаций в оказавшийся более устойчивым рынок синдицированного кредитования. Так, за еще стабильный июль было привлечено 11 кредитов, тогда как за август и сентябрь — 15 и 14 соответственно. По последним данным, в октябре-ноябре рынок довольно существенно замедлился и по количеству, и по объему синдицированных кредитов, в том числе и из-за повышения цены привлечения до критического для многих заемщиков уровня.

Казахстанские и украинские заемщики также внесли значительную лепту в рост рынка СНГ. По количеству сделок Казахстан на протяжении последних лет несколько отстает от Украины. Этот отрыв значительно увеличился в условиях кризиса ликвидности, от которого сильнее пострадали казахстанские заемщики.

Объем привлеченных синдикаций в Беларуси также значительно вырос в течение последних лет: за 2007 год пять крупнейших банков привлекли 7 синдикаций на сумму более $300 млн. В Азербайджане кроме банков на рынке активна одна из крупнейших корпораций — ГосНефтеКомпания, всего же за 2007 год заемщики в этой стране привлекли шесть кредитов на рекордную сумму в $800 млн. В Грузии за тот же период прошли две банковские синдикации всего на $170 млн.

ПРОГНОЗЫ ПО ДИНАМИКЕ РЫНКА

На 4 квартал 2007 года в России было запланировано около 25 сделок синдикации на общую сумму более $7.5 млрд, однако уже сейчас очевидно, что многим из этих сделок, скорее всего, не суждено состояться в текущем году, а некоторым и состояться в принципе. Несмотря на это, мы считаем, что ситуация на рынке должна нормализоваться в первом-втором кварталах следующего года, и в связи с этим ожидаем увеличения объема российского рынка синдицированных кредитов в 2008 году до $40–45 млрд без учета особо крупных синдикаций.

Будущее наиболее амбициозных к росту рынков (Украина, Казахстан) будет в большей степени зависеть от ситуации на мировом рынке, перспективы которого до сих пор не определены. Остальные рынки, по нашим оценкам, ждет незначительное развитие, обусловленное фундаментальными препятствиями, описанными выше.

СПЕЦИФИКА РЫНКА

ВАЛЮТЫ ЗАИМСТВОВАНИЙ

Во всех странах СНГ, кроме России, кредиты за редким исключением предоставляются в долларах США. В Казахстане была заключена лишь одна сделка в японских йенах, в Беларуси недавно был привлечен кредит в российских рублях и несколько — в евро, в Украине также было зафиксировано несколько синдицированных кредитов в европейской валюте.

Россия на данный момент является единственной страной в СНГ, на рынке которой хоть и небольшое, но стабильно растущее распространение получили синдицированные кредиты в локальной валюте. Впрочем, основной валютой, в которой российские заемщики привлекают синдицированные кредиты, также является доллар США. За три квартала 2007 года было привлечено кредитов в долларах США на сумму более 51 млрд, в то время как в евро было привлечено кредитов только на 900 млн евро ($1.3 млрд), а в российских рублях и того меньше — всего 12.5 млрд руб. (около $500 млн).

Причем доля синдицированных кредитов в долларах США возросла по сравнению с 2006 годом. Если в 2006 году в евро было организовано около 4.25% от общего объема кредитов, а в рублях — 1.59%, то за три квартала 2007 года эти цифры составили 2.62% и 0.84% соответственно. Такая тенденция наблюдается не из-за сокращения объемов кредитования в этих валютах, а из-за более быстрого роста сегмента долларовых синдикаций. Также отметим появление в 2007 году на российском рынке нереализованной пока сделки в нестандартной для него валюте (японской йене).

Развитие рынка в локальной валюте сопровождается внедрением в практику межбанковской ставки MosPrime как аналога LIBOR для рублевых синдикаций. За весь 2007 год прошли три сравнительно небольшие сделки на общую сумму в 2.33 млрд руб., прайсинг по которым был основан на использовании MosPrime. Однако на рынке до сих пор преобладают рублевые кредитные инструменты с фиксированной ставкой, за весь 2007 год было привлечено около 15 таких кредитов на сумму более 12 млрд руб.

ОТРАСЛЕВОЕ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ

В России по количеству привлеченных синдицированных кредитов лидирует, естественно, банковский сектор, на него приходится около 70% всех организованных за 2007 год синдикаций. Однако по объемам доминирует нефтегазовая отрасль, размеры кредита для предприятий которой редко составляют сумму меньше $1 млрд. В 2007 году на нефтегазовую отрасль пришлось около 59% всех привлеченных в России синдицированных кредитов по объему, тогда как на банковский сектор — лишь 14%. Довольно существенный размер сектора «других отраслей» объясняется крупными кредитами для металлургических, горнодобывающих и торговых предприятий России.

В Казахстане и Украине ситуация с одной стороны повторяет российскую — на банки также приходится подавляющее большинство сделок, — с другой стороны, по объему привлеченных синдикаций банки в этих странах также лидируют — их доля составляет около 60% от общего объема кредитов в Казахстане и около 50% в Украине. В Беларуси и Грузии синдицированные кредиты привлекали только крупнейшие банки, в Азербайджане — банки и ГосНефтеКомпания.

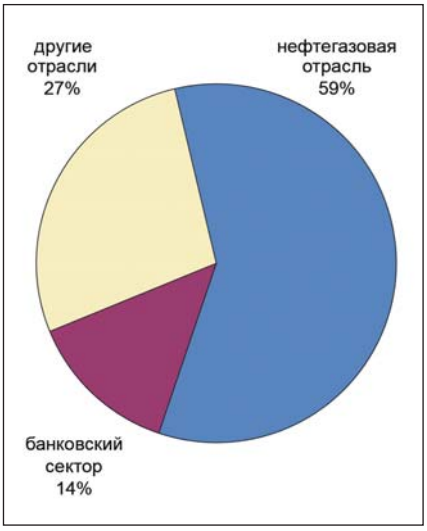
СРОКИ И РАЗМЕРЫ КРЕДИТОВ

Рассмотрение типов сделок начнем с российского рынка. Доля краткосрочных кредитов (до двух лет) на нем остается традиционно высокой, в 2007 году она составила около 63% по количеству сделок, увеличившись с 58% в 2006 году. Эти кредиты чаще всего предоставляются банковскому сектору для поддержания ликвидности и рефинансирования старых займов. Также растет и доля долгосрочных кредитов (более пяти лет) — за три квартала 2007 года она составила около 7.5% рынка, увеличившись с 2.9% в 2006 году.

Доля долгосрочных кредитов увеличивается благодаря существенному росту спроса на длинные денежные ресурсы, стабилизации российской экономики в последние годы и активизации ЕБРР по организации кредитов в данном сегменте российского рынка. Среднесрочные кредиты (2–5 лет) составили в 2007 году, соответственно, 29% рынка, сократив свою долю по сравнению с предыдущим годом на 10%. Упомянем также, что для российского рынка крайне распространенной является опция пролонгации, чаще всего она включается в годовые сделки и позволяет продлевать их на аналогичный срок.

Распределение по размерам кредитов в России остается достаточно стабильным с течением времени. Если разделить сделки по размеру на три группы — до $100 млн, от $100 до $500 млн и более $500 млн, то окажется, что в 2007 году количества сделок в первой и второй группе примерно равны и составляют 46% и 39% соответственно. Таким образом, на сделки размером до $500 млн приходится 85% рынка. В предыдущем году процентное соотношение размеров кредитов было примерно таким же.

Рис. 3. Распределение объемов кредитов по отраслям, Россия, 2007 год
Источник: loans.cbonds.info



В Казахстане большее распространение получили двухлетние и трехлетние банковские синдикации, но общее распределение по срокам и соответствующим им целям с определенной точностью повторяет российский рынок. В Украине и Азербайджане ситуация еще более схожа с российской, а в Беларуси все кредиты, являясь банковскими, выдаются на срок до двух лет. Размеры синдикаций для украинских банков редко превышают $100 млн, а в Казахстане распространены и довольно крупные банковские сделки вплоть до $600 млн. Синдицированные кредиты для предприятий реальных секторов этих стран по объему зачастую сопоставимы с российскими.

На остальных рынках превалируют короткие банковские сделки объемами до $100 млн. Исключение в данном случае опять же составляет азербайджанская ГосНефтеКомпания, которая привлекала и значительно более крупные кредиты (до $750 млн) на срок от 3 до 5 лет.

СТРУКТУРА СДЕЛОК

На российском рынке очень распространен инструмент двухтраншевого кредитования, начинают появляться мультивалютные, клубные и другие виды синдицированных кредитных инструментов. Большую долю в объемах кредитов составляют промежуточные кредиты, их абсолютная величина в текущем году выросла по сравнению с предыдущим с $2.26 млрд до $22.5 млрд. Российским банкам наибольшее количество кредитов выдается на цели рефинансирования и торгового финансирования. Достаточно небольшое развитие получили кредиты реальному сектору на проектное финансирование, основная масса кредитов такими заемщиками привлекается на общекорпоративные цели и M&A.

В Казахстане также большую долю рынка составляют промежуточные сделки, за 2007 год их было организовано на $1.8 млрд (около четверти всего объема кредитов), кроме того, на рынке в течении последних лет стабильно присутствуют исламские кредиты «мурабаха» (в 2007 году организовано две сделки на $400 млн). При исламском финансировании банк по просьбе клиента приобретает для него определенные товары, а затем продает их ему по более высокой цене, соответственно, маржа образует прибыль банка. Данный вид торгового финансирования распространен в мусульманском мире в силу запрещенного Кораном ростовщичества.

На других рынках нестандартные виды сделок получили меньшее распространение, то есть заемщики зачастую пользуются стандартными кредитными инструментами.

СТОИМОСТЬ КРЕДИТОВ

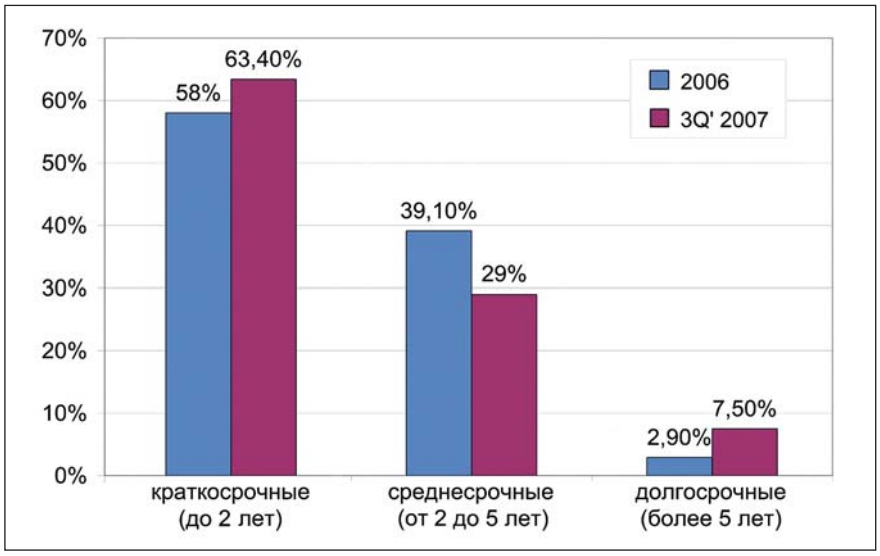
ЗАЕМЩИКИ ЗАФИКСИРОВАЛИ МАРЖУ

В 2007 году российским заемщикам не удалось повторить динамику 2006 года по снижению маржи выплачиваемой сверх LIBOR. Так, если за 2006 год по таким крупным заемщикам, как банки и нефтегазовая отрасль, средний уровень маржи снизился на 70–100 пунктов, то за 2007 год заемщики выиграли лишь 10–30 пунктов. Но данную остановку в сужении маржи нельзя назвать негативной динамикой, скорее это выглядит как фиксация ставок на справедливых уровнях для соответствующих кредитных рейтингов российских компаний.

Наибольший темп по снижению маржи показал нефтегазовый сектор — маржа снизилась на 30% по отношению неполного 2007 года к 2006 году, также сектор показывает и наиболее стабильное снижение маржи. В 2006 году лидерами позитивной динамики были крупные государственные и частные банки — маржа сузилась за год более чем на 60%, но в 2007 году маржа по российским банкам сузилась менее чем на 10%. Также отметим, что при сохранении маржи на прошлых уровнях заемщикам не удалось значительно увеличить срок заимствований, то есть в каждой группе стали появляться все более длинные кредиты, но средние сроки практически не изменились.

В Казахстане ситуация с ценообразованием, как и во многом другом, схожа с российской. Средняя маржа была зафиксирована на достаточно низких уровнях в 2006 году после продолжительного снижения. В Украине и Беларуси существенное снижение маржи продолжилось в 2007 году при сохранении ее на сравнительно высоких уровнях. Особенно дорого синдикации обходятся белорусским банкам. За 2007 год ими не было привлечено ни одного кредита дешевле LIBOR + 300 б.п.

Рис. 4. Распределение кредитов по срокам, Россия, 2007 год
Источник: loans.cbonds.info



ПРЕМИЮ ЗА РИСК УЧЛИ В ВОЗНАГРАЖДЕНИИ ОРГАНИЗАТОРОВ

Для России основной причиной отсутствия дальнейшей положительной динамики и сохранения предыдущих уровней по ставкам и срокам следует назвать кризис на мировых финансовых рынках, отразившийся в нехватке денежной ликвидности для банков. Так, в третьем квартале практически закрылись рынки еврооблигаций, и заемщики еще более активно обратились к рынку синдицированного кредитования.

Тем не менее, несмотря на избыток спроса на кредиты, средние уровни ставок не увеличились, а рынок в лице кредиторов решил взять премию в виде организаторских вознаграждений. Так, если в 2006 году доли

Рис. 5. Динамика средней ставки по кредиту, выплачиваемой сверх LIBOR российскими заемщиками
Источник: loans.cbonds.info

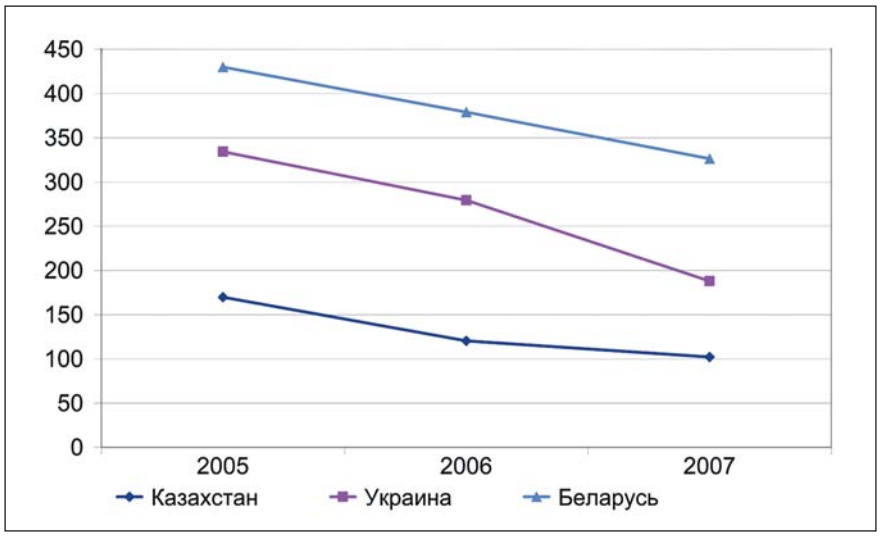
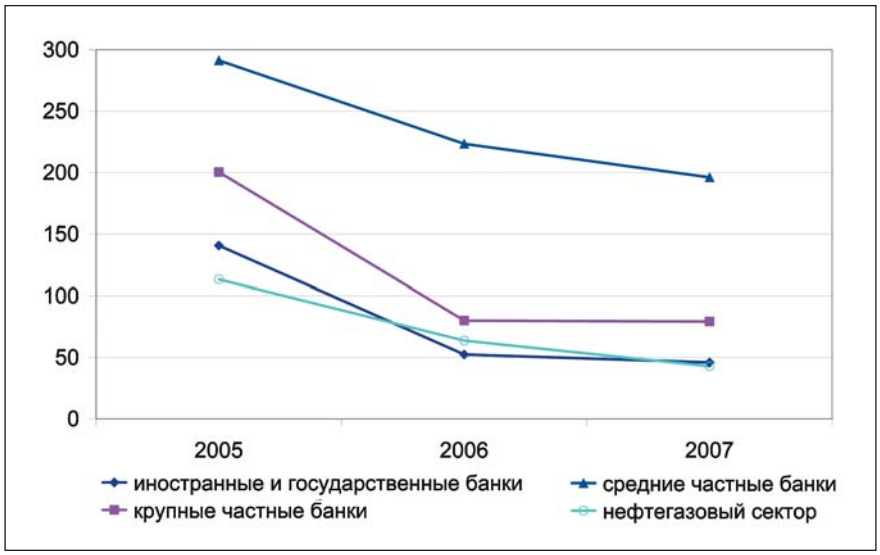


Рис. 6. Динамика средней ставки по кредиту, выплачиваемой сверх LIBOR банковскими заемщиками



редко предлагались за комиссию более 50–60 пунктов, а средним уровнем было 30–40 пунктов, то в 2007 году вознаграждения по долям достигали и 100 пунктов со средним уровнем в 60–70 пунктов.

Российским заемщикам на рынке синдикаций в период кризиса удалось зафиксировать ставки на довольно низких уровнях и найти в данных условиях необходимые им денежные средства, заплатив приемлемую премию в районе 50 пунктов.

В Казахстане и Украине ставки с момента начала кризиса ликвидности возросли более существенно, что моментально проявилось в снижении общих объемов привлечений и отказах от синдикаций некоторых заемщиков.

ОРГАНИЗАТОРЫ КРЕДИТОВ

Компания Cbonds начала публиковать рейтинги организаторов синдицированных кредитов с 2006 года, с тех пор линейка рейтингов сильно расширилась, и на данный момент публикуются рейтинги, построенные как по объему, так и по количеству организованных кредитов. Рейтинги публикуются отдельно по России, Казахстану, Украине и в целом по СНГ. Также обособленно составляется рейтинг организаторов рублевых синдицированных кредитов.

Ниже представлены таблицы рейтингов топ-10 по СНГ, построенные по объему и по количеству организованных синдицированных кредитов. Скажем немного о методике рейтинга: он составляется только по MLA, объем кредита распределяется пропорционально между организаторами, рейтинг публикуется по итогам квартала в первой декаде следующего месяца.

Перейдем непосредственно к самим таблицам. Первое, что стоит отметить, это слабое пересечение позиций организаторов в рейтингах по количеству и по объему кредитов. Это объясняется тем, что одна группа инвестиционных банков работает с крупнейшими заемщиками, организовывая им небольшое количество крупных и сверхкрупных кредитов, а другая группа специализируется на сравнительно мелких сделках, организацию которых проводит в большом количестве.

В лидерах рейтингов находятся крупнейшие европейские инвестиционные дома, работающие в том числе и на рынках стран СНГ. Единственный российский банк, попавший в рейтинг по количеству организованных синдикаций, — государственный ВТБ — занял в нем 5–6 место, организовав за три квартала текущего года 24 кредита на $918 млн, что приблизительно в 10 раз меньше объема, организованного лидером рейтинга по объему. Также отметим активность по организации кредитов на рынке СНГ международных финансовых групп, таких как RZB Group, UniCredit Group и других через свои дочерние банки.

Борьба за лидерство, идущая между BNP Paribas и ABN AMRO в рейтинге по объемам, продолжается уже почти год. По результатам 2006 года лидировал ABN AMRO, далее №1 менялся каждый квартал. В третьем квартале французский банк снова обогнал своего голландского конкурента, организовав за год 26 кредитов на сумму более $9.1 млрд. В рейтинге по количеству организованных кредитов также можно выделить два лидирующих на данный момент банка — это RZB Group и Standard Bank. В 2006 году абсолютное лидерство во всех рейтингах по количеству принадлежало RZB, однако в 2007 году Standard Bank упрочил свои позиции и даже обогнал RZB в рейтинге за три квартала по всему СНГ.

ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ РЫНКА

НАШ ВЗГЛЯД НА РЫНОК

Мы достаточно позитивно смотрим на развитие рынка синдицированного кредитования для российских заемщиков. Наш взгляд основан как

Рейтинг по объему организованных кредитов

№ 3 кв. '07	№ '06	Инвестиционный банк	Объем, млн $	Количество заемщиков	Количество кредитов
1	3	BNP Paribas	9127	18	26
2	1	ABN AMRO	7608	16	24
3	2	Citigroup	5837	12	19
4	6	Calyon	5813	18	25
5	4	Barclays Capital	4866	7	10
6	18	Societe Generale	4674	12	19
7	–	Goldman Sachs	3872	2	5
8	16	JP Morgan	3560	2	5
9	–	Morgan Stanley	3372	1	4
10	8	Standard Bank	2322	40	53
		Итого по топ-10	51051		

Рейтинг по количеству организованных кредитов

№ 3 кв. '07	№ '06	Инвестиционный банк	Количество кредитов	Количество заемщиков	Объем, млн $
1	2	Standard Bank	53	40	2322
2	1	RZB Group	39	32	1330
3	9	BNP Paribas	26	18	9127
4	14–15	Calyon	25	18	5813
5–7	4–6	UniCredit Group	24	19	852
5–7	10–11	ВТБ	24	22	918
5–7	7	Commerzbank	24	19	1058
8	3	ABN AMRO	22	15	7533
9–10	4–6	Citigroup	19	12	5837
9–10	18–19	Societe Generale	19	12	4674

на положительных трендах, сохранившихся даже в период кризиса, так и на в целом оптимистичных мнениях участников рынка. Рынок можно считать достаточно устойчивым к внешним потрясениям, он показывает хорошую динамику по объему и количеству кредитов, заемщики одерживают очередные победы по условиям кредитов.

В числе основных ожидаемых тенденций рынка можно отметить следующее. Ухудшение ситуации на мировых рынках, как показывает последний опыт, нивелируется премиями и вознаграждениями, выплачиваемыми организаторам. С одной стороны, это позволит для широких групп заемщиков сохранить стоимость заимствований на текущих уровнях, по крайней мере до ожидаемого повышения кредитного странового рейтинга или улучшения ситуации на мировых рынках.

С другой стороны, рост вознаграждений привлечет все большие группы как российских банков, так и других групп инвесторов, в частности, возможно, еще более активно будут представлены японские и другие азиатские финансовые учреждения. Усиление позиций местных банков в числе организаторов расширит представленность на рынке самых различных отраслей российской экономики и увеличит объем кредитования в местной валюте. Видимо, это повлечет за собой более активное использование кредитования под плавающую ставку MosPrime. Повысится ликвидность и на вторичном рынке из-за роста самого рынка и менее однозначной позитивной конъюнктуры рынка.

Казахстанский и украинский рынки, скорее всего, ждет довольно продолжительная рецессия, вызванная кризисом ликвидности, однако в среднесрочной перспективе оба рынка должны в полной мере восстановиться и показать дальнейший рост. В других странах СНГ мы не видим перспектив сенсационного по темпам роста, скорее всего, количественные показатели в них и в долгосрочной перспективе сохранят свои сегодняшние порядки.

РОСТ СРОКОВ ПО КРЕДИТАМ И КАЧЕСТВЕННОЕ РАЗВИТИЕ РЫНКОВ

Несмотря на достаточно бурное количественное развитие рынка синдицированных кредитов в СНГ, качественное становление рынка пока еще идет медленными темпами. Возможно, в России частично в этом виновато доминирующее положение нефтегазового сектора, чьи огромные промежуточные кредиты повышают конкуренцию за зарубежных инвесторов среди остальных секторов экономики. Также среди проблем российского рынка необходимо отметить и высокую долю рефинансируемых кредитов — до трети рынка, небольшой рост «новых» денег на рынке. Сохраняется медленный темп увеличения сроков кредитов. Даже несмотря на личные достижения конкретных заемщиков, средние уровни изменяются слабо, хотя в данном сегменте хорошую помощь российским заемщикам оказывают кредиты международных организаций, такие как A/B структуры банка ЕБРР.

Мы ожидаем, что данная картина рынка будет улучшаться, и среди, например, банковских заемщиков при благоприятной ситуации на мировых рынках все больше будет трехлетних сделок, а в корпоративном секторе — пяти-семилетних. Но при этом значительно повысятся и требования кредиторов по наличию рейтинга, прогнозируется появление более гибких условий договоров, ковенант и так далее.

В числе новых тенденций на российском рынке мы ожидаем активное вовлечение рынка синдицированных кредитов в другие сделки российских компаний, то есть активное использование промежуточного финансирования (warehouse facility) в сделках по секьюритизации, качественное использование финансирования в сделках по слиянию и поглощению — в M&A и LBO.

Качественное развитие рынка в других странах СНГ остается под сомнением до момента их полного восстановления. Однако в новых условиях не исключено и появление свежих инструментов, способных обеспечить заемщиков необходимыми объемами кредитных ресурсов. Исходя из этого противоречия, можно сказать, что будущее качественное развитие рынков СНГ остается открытым вопросом.