Илья Малый,
ведущий специалист по синдицированному кредитованию, Райффайзенбанк Австрия

Рублевые синдикации прирастают вторым эшелоном

Синдицированное кредитование — это один из наиболее динамично развивающихся финансовых рынков в России. Если говорить о сегодняшней непростой рыночной ситуации, можно отметить, что рынок синдикаций оказался более устойчив к воздействию кризиса ликвидности.

Конечно, и на этом рынке наблюдается общее снижение активности и значительный рост ставок в связи с общей переоценкой рисков. Тем не менее, мы думаем, что ситуация должна нормализоваться со спадом кризиса, и рынок войдет в свое нормальное русло, но ставки, по которым заемщики будут привлекать финансирование в ближайшие полгода-год, скорее всего, окажутся выше средних ставок на рынке, которые были в первой половине 2007 года.

СПРОС ЕСТЬ ДАЖЕ НА РУБЛИ

Традиционно основа рынка синдицированного кредитования — это международные синдикации для банков и корпораций, организуемые западными, часто совместно с российскими, банками в долларах США. Тем не менее, в последнее время активно развивается локальный рынок рублевых синдикаций.

Международные кредиты обладают рядом серьезных преимуществ. Во-первых, это более широкая база инвесторов, что предполагает потенциально большую сумму финансирования. Во-вторых, западные банки рефинансируются по более низким ставкам, что отражается на стоимости финансирования для заемщиков. Нельзя не упомянуть о стандартной документации и сложившихся рыночных практиках, а также о наличии вторичного рынка международных синдикаций, что также добавляет комфорт кредиторам.

Несмотря на то что объем локальных сделок пока еще рано сравнивать с международным, стоит отметить, что в последние два года значительно вырос интерес к локальным рублевым синдикациям. С момента зарождения локального рынка в 2005 году было организовано примерно 35 локальных синдикатов общим объемом свыше 45 млрд руб. Значительную долю этого рынка с точки зрения количества сделок составляют кредиты для финансовых институтов. Рублевый синдицированный кредит оказался очень востребованным со стороны банков второго эшелона, поскольку он позволил удлинить пассивную часть баланса.

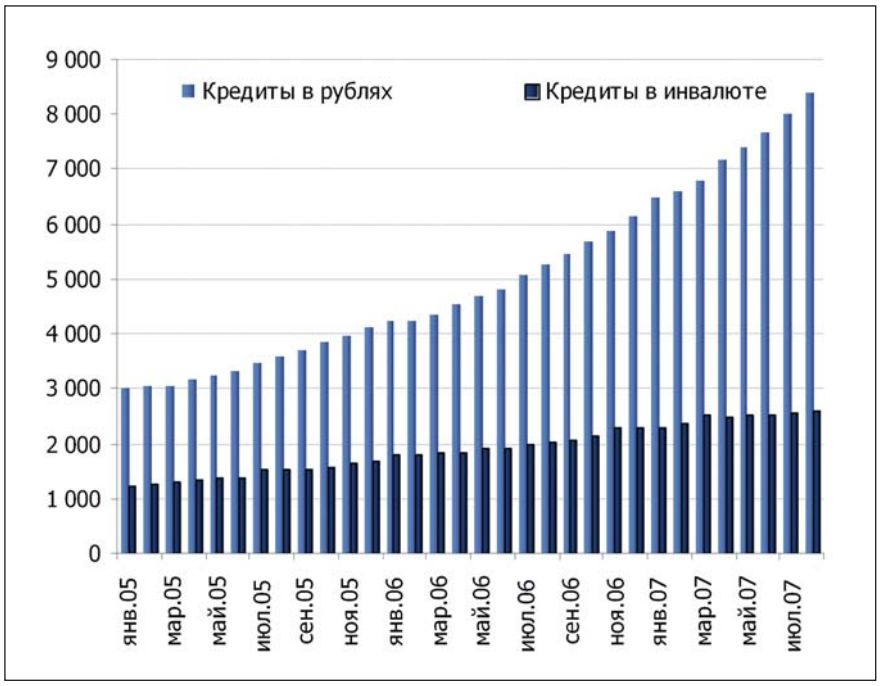
Основной предпосылкой для роста локального рублевого рынка является значительный спрос на рублевые ресурсы со стороны финансовых институтов и компаний, стимулируемый ростом экономики. Свободная конвертация рубля и снятие регулятивных ограничений также стимулировали рост интереса к рублевому финансированию и непосредственно к рублевым синдикациям. Активно развиваются регионы, и здесь также существует значительный спрос на рублевое финансирование инфраструктурных проектов.

ПРАЙМ-ТАЙМ

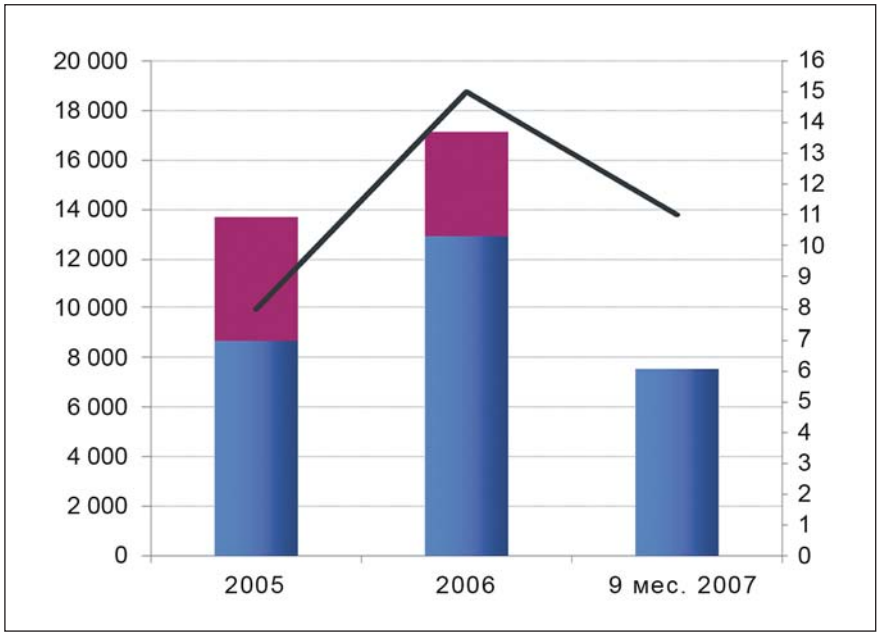
Другим важным фактором, стимулирующим развитие рынка, стало появление в 2005 году объективного индикатора плавающей ставки по рублям — MosPrime. В настоящий момент наблюдается значительный рост доли кредитов, предоставляемых по плавающей ставке, что позволяет удлинить сроки финансирования для заемщиков.

MosPrime — межбанковская процентная ставка предложения, рассчитываемая Национальной Валютной Ассоциацией. Ставка, по которой банк-референт (сейчас это один из восьми крупнейших российских банков) предоставит рублевый кредит или разместит депозит в первоклассном финансовом институте на соответствующий срок. Сейчас MosPrime котируется сроками на 1 день, 1 неделю, 2 недели, 1 месяц, 2 месяца, 3 месяца и 6 месяцев.

Данные об объемах кредитов, предоставленных в рублях (млрд)
Источники: ЦБ, Cbonds, Райффайзенбанк



Количество и объем выданных рублевых синдицированных кредитов, млрд руб.



ЕБРР, который стоял у истоков MosPrime, оказывает активную поддержку этому индикатору. С 2005 года было размещено три выпуска рублевых облигаций ЕБРР по плавающей ставке сроками на пять лет и общим объемом 17.5 млрд руб. Кроме того, появились первые выпуски корпоративных заемщиков с купоном, привязанным к ставке MosPrime — выпуски «Лебедянского» и «Дельта Кредита». По нашей информации, у ЕБРР в работе находится несколько долгосрочных инфраструктурных проектов, предполагающих рублевое финансирование, включая финансирование Западного скоростного диаметра и Орловского туннеля в Санкт-Петербурге, РКС, «Росводоканала», генерирующих компаний. Предполагаемые сроки финансирования некоторых проектов доходят до 18 лет. Можно также упомянуть уже закрытые рублевые синдикации, организованные при поддержке ЕБРР, в некоторых из которых наш банк принимал участие — рублевый кредит на 7.2 млрд для «Мосэнерго» с траншами на 7 и 12 лет, ГидроОГК — 6.3 млрд с траншами на 7 и 14 лет, восьмилетний кредит для ФСК.

Все эти сделки предполагали двухтраншевую структуру А+Б. Более длинный транш финансирует ЕБРР, а более короткий — коммерческие банки через синдицированный кредит.

Среди прочих факторов, оказывающих влияние на развитие локального рынка синдикаций, стоит также отметить низкий уровень капитализации российской банковской системы. Банки могут не иметь возможности выдавать крупные двухсторонние кредиты из-за превышения норматива Н6, и синдицированный кредит может оказаться хорошим решением.

Главное преимущество рублевого кредита — это то, что он позволяет нивелировать валютные риски заемщика в случае, если большую часть выручки заемщика представляют рубли. Однако с падением американской валюты некоторые компании также пытаются получить дополнительную выгоду за счет привлечения кредита в «слабой» валюте. Можно

также структурировать рублевый кредит через международный валютный с хеджированием рублей через cross-currency interest rate swap. В этом случае появятся дополнительные расходы для заемщика при организации (стоимость свопа), а также могут возникнуть дополнительные расходы при предоплате кредита, так как придется прекращать договор по свопу.

С точки зрения временных затрат локальная рублевая сделка может занимать немного больше времени, и сумма привлечения, скорее всего, будет меньше в связи с ограниченным кругом инвесторов. С другой стороны, в международных синдикациях могут быть более жесткие требования к заемщику, документация и информационный меморандум готовятся на английском языке.

ЭТАПЫ ОРГАНИЗАЦИИ КРЕДИТА

Процесс организации локального синдицированного кредита аналогичен процессу организации международных сделок и состоит из четырех основных этапов.

Первый этап — формирование предложения и подписание мандатного письма (по времени все это занимает 1–2 недели). Выбор в пользу синдицированного кредита как инструмента финансирования не всегда очевиден. Поэтому на начальном этапе стоит провести консультации с банками с целью окончательного определения инструмента, а также основных параметров сделки на основании тех потребностей в финансировании, которые имеет потенциальный заемщик.

На втором этапе — этапе подготовки к синдикации — происходит согласование списка банков с заемщиком, написание информационного меморандума, выбор и назначение независимых юридических консультантов, подготовка приглашения для рассылки потенциальным инвесторам — будущим участникам синдиката. Этот этап обычно занимает около трех недель.

Третий этап, непосредственно синдикация, подразумевает рассылку инвесторам приглашений и информационного меморандума и активную работу организатора с инвесторами, согласование документации с заемщиком, road show (в случае необходимости), формирование окончательной книги заявок (около трех недель).

Последний этап, на котором, собственно, происходит выборка, предполагает согласование документации с банками, согласившимися участвовать в сделке и окончательное согласование документации с самим заемщиком; подписание документации; выполнение заемщиком всех предварительных условий по кредиту и непосредственно выборку денежных средств (около трех недель).

Можно сказать, что с момента подписания мандата и до выборки средств процесс синдикации занимает около трех месяцев.

Какие требования предъявляет рынок к заемщику? Эти требования не сильно отличаются от требований каждого из банков, предоставляющих кредиты на двухсторонней основе своим клиентам.

Но учитывая, что сделка может предлагаться банкам, которые могут быть не очень близко знакомы с клиентом, конечно, предъявляются повышенные требования к информационной прозрачности заемщика, его финансовому положению, самому бизнесу, который должен быть налажен и приносить стабильный доход. Заемщик должен иметь положительную кредитную историю.

Цель финансирования должна быть четко определена. Должно быть предельно ясно, каковы источники погашения. Заемщик должен быть способен предоставить финансовые прогнозы, сформулировать цели и стратегию развития, по крайней мере, на период финансирования. Вся эта информация также нужна для составления информационного меморандума по сделке, который заемщик готовит при поддержке организатора и которая впоследствии рассылается инвесторам.

ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО

Основным нормативным актом, регулирующим локальные рублевые синдикации, является инструкция ЦБ №110-И «Об обязательных нормативах банков», которая, помимо прочего, определяет возможные схемы синдицированных сделок и методику создания резервов по таким сделкам. В понимании ЦБ существует три возможные схемы организации синдицированных кредитов.

- **Совместно инициированный синдицированный кредит** предполагает, что заемщик подписывает двухсторонние соглашения с каждым из банков-кредиторов на одинаковых условиях (ставка, срок и т.д.). Одновременно банки-кредиторы подписывают многостороннее соглашение с банком-агентом, определяющее общие условия предоставления кредита, доли участия и взаимоотношения между кредиторами и банком-агентом.

- **Индивидуально инициированный синдицированный кредит** определяется как двухсторонний кредит, права требования по которому впоследствии уступлены третьим сторонам. Взаимоотношения с новыми кредиторами относительно прав и обеспечения строятся на основании многостороннего соглашения, подписываемого между всеми кредиторами. Здесь есть одна основная проблема: организатор на начальном этапе принимает риск на 100% кредита. Стоит также отметить невозможность уступки револьверных кредитов или кредитов, по которым произошла только частичная выборка средств, поскольку законодательство не предусматривает возможность уступки обязательств, в том числе обязательства банка выдать кредит.

- **Кредит без определения долей участников** предполагает двухсторонний кредит между организатором и заемщиком, а также совокупность двухсторонних кредитных соглашений между организатором и банками-участниками. На наш взгляд, с точки зрения первичного размещения синдицированного кредита эта схема вряд ли применима. Во-первых, первоначальный кредитор (организатор) будет вынужден продолжать резервировать средства на всю сумму кредита. Во-вторых, вследствие отсутствия у нового кредитора прямого требования к заемщику у него возникает дополнительный риск на организатора. В-третьих, даже несмотря на возможность предусмотреть соответствующие положения в кредитном договоре, у банка-организатора есть риск того, что новый кредитор сможет потребовать возврата своей доли участия, даже если заемщик не вернул средства первоначальному кредитору.

В нашем понимании, первая схема, то есть совместно инициированный синдицированный кредит, наиболее близка к потребностям рынка и западной практике. Мы в своих сделках базируемся на этой схеме. Вопрос необходимости наличия двухсторонних договоров с каждым из кредиторов мы решили, объединив каждое из двухсторонних соглашений и многостороннее соглашение между кредиторами и агентом в единый многосторонний договор, что регулируется понятием комплексности.

ПРОБЛЕМАТИКА

Говоря о проблематике синдицированного кредитования, я бы хотел остановиться на некоторых вопросах, с которыми мы сталкиваемся в процессе обсуждения и организации сделок.

Существуют определенные проблемы с оформлением и потенциальным обращением взыскания на обеспечение. В законодательстве не существует определения агентских функций по обеспечению. В международных синдикациях в сделках с залогом активов обычно используется структура Lender of Record, позволяющая иметь один банк в качестве стороны по договору залога.

Часто возникают вопросы относительно ответственности агента. В западной практике ответственность агента обычно ограничена. В нашем случае постоянно возникают вопросы относительно того, должен ли агент что-то компенсировать заемщику и кредиторам, например, в случае задержки платежей. Здесь речь идет об отсутствии общепринятой документации и правил делового оборота.

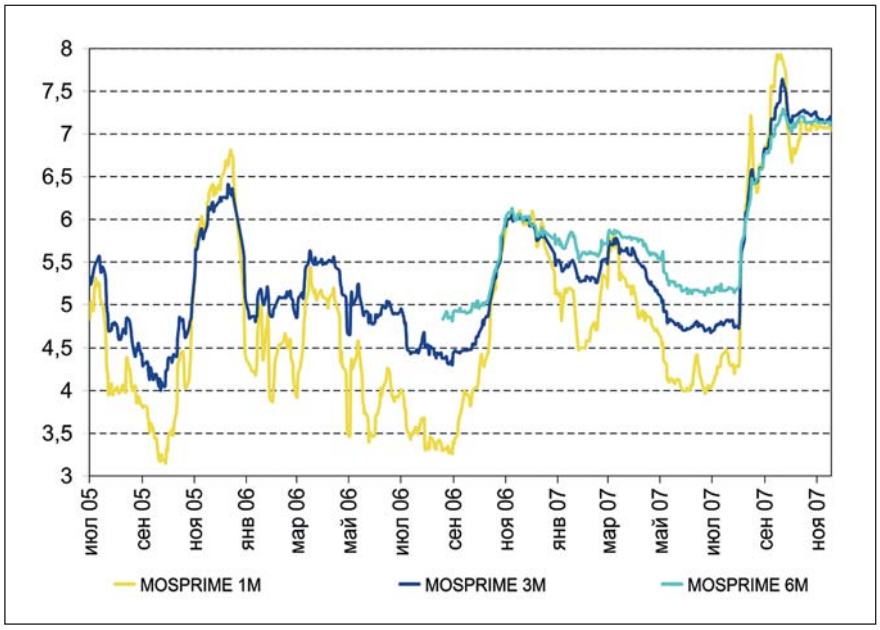
Много вопросов связано с начислением НДС при уплате комиссии за организацию кредита — из законодательства явно не следует необходимость начислять НДС, что приводит к возникновению многочисленных споров между банками-кредиторами.

Проблемы с подписанием документации связаны с тем, что для некоторых банков неприемлемо первичное подписание договора по факсу. А в случае, когда кредиторы и/или заемщик находятся в разных городах, подписание оригинальной документации всеми в один день представляется невозможным.

Следующая проблема связана с разночтением 110 инструкции относительно правил резервирования. К какому типу синдицированного кредита нужно отнести сделку, каким образом создавать резервы — исходя из рисков на организатора или заемщика?

Стоит также упомянуть технические сложности при выборке кредита. Чтобы перевести заемщику деньги в день выборки, особенно если заемщик располагается в отдаленном регионе, организатору необходимо получить средства первым рейсом от банков-кредиторов. В большинстве случаев, происходит так, что один из банков обязательно опаздывает с переводом средств.

Динамика процентных ставок MosPrime



РЕЗЮМЕ

В итоге мы видим проблемы в следующих областях.

- **Законодательная база.** В законодательстве необходимо прямо предусмотреть схему синдицированного кредита, который оформляется единым многосторонним соглашением между всеми кредиторами и заемщиком. Кроме того, должны быть разрешены все спорные вопросы, связанные с синдицированным кредитом.
- **Деловой оборот.** Между российскими банками отсутствуют соответствующие обычаи делового оборота, существует дефицит взаимного доверия — это часто создает дополнительные сложности при организации кредита.
- **Общепринятая документация.** На международных рынках это проблема была решена созданием Ассоциации Кредитных Рынков (Loan Market Association), где банки — активные участники рынка и юристы совместно разработали проект документации по синдицированным кредитам, который принимается за основу во всех сделках. В случае локальных рублевых сделок согласование документации отнимает много времени и сил.

Проблем много, но все они решаются. На сегодняшний день все перечисленные проблемы удлиняют срок согласования документации и самой синдикации. Но чем больше становится сделок и чем больше банков в них участвует, тем проще становится работать.

С нашей точки зрения, рублевые синдикации — эффективный инструмент для заемщиков, для которых по ряду причин нет необходимости или возможности привлекать финансирование через международные синдикации или выпуск облигаций.

Мы надеемся, что произойдет адаптация нормативной и законодательной базы при активном участии регулирующих органов. Совместная работа профессиональных участников рынка и регулирующих органов должна стать основой для унификации документации.