Плюсы и минусы синдицированного кредитования для заемщика

Николас ЛИПОВСКИ,
управляющий директор,
Calyon

Николас Липовски пришел в отдел синдицированных кредитов Calyon в Лондоне в 2005 г. Сфера его ответственности — организация синдицированных кредитов для заемщиков из Восточной Европы и СНГ. Николас работает на рынке синдицированных кредитов уже в течение 12 лет и имеет обширный опыт по странам Восточной Европы, Ближнего Востока и Латинской Америки.

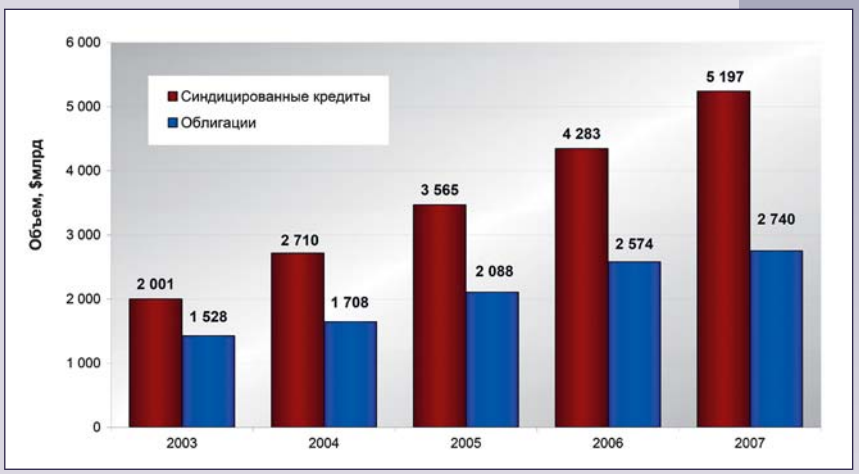
До перехода в Calyon Николас Липовски пять лет работал в отделе структурирования кредитов Citigroup в Нью-Йорке и Лондоне, занимаясь рынками Латинской Америки и Ближнего Востока. До этого он четыре года работал в отделе синдицированного кредитования BNP Paribas в Нью-Йорке.

Николас имеет степень магистра естественных наук HEC (Париж), свободно владеет английским, французским, испанским и португальским языками.

Для любого заемщика, будь то корпорация или финансовый институт, первый выход на международные долговые рынки может показаться сложной процедурой. Заемщику предлагаются разнообразные инструменты, каждый из которых характеризуется определенными параметрами в отношении срока привлечения, стоимости, круга потенциальных инвесторов, общей емкости рынка, документации, необходимости раскрытия информации, а также временных затрат и требуемого уровня профессионализма управленческого персонала компании. Иногда выбор инструмента может быть обусловлен волатильностью рынков, когда для одних инструментов рынок открыт, а для других закрыт. Однако в конечном итоге при выборе способа заимствования все сводится к ряду решений, принимаемых компанией и основанных на ее финансовых целях и понимании имеющихся вариантов.

Несмотря на такое количество исходных переменных, синдицированные кредиты являются наиболее распространенным выбором заемщиков, если размер займа превышает возможности двустороннего кредита. В 2007 г. по всему миру было привлечено синдицированных кредитов на сумму более $5 трлн, что почти вдвое превышает объем еврооблигаций, выпущенных за тот же период времени (см. Рис. 1). Та же тенденция наблюдается и в России, где в 2007 году объем синдицированных кредитов достиг рекордного уровня в $90 млрд — больше, чем на любом другом развивающемся рынке, и почти в три больше, чем в Китае. Успех синдицированных кредитов в России и других странах связан с многочисленными преимуществами данного инструмента для заемщиков, которые мы и рассмотрим далее.

Рис. 1. Объем привлечения долговых инструментов в мире



ЗАЧЕМ ВЫХОДИТЬ НА РЫНОК СИНДИЦИРОВАННЫХ КРЕДИТОВ?

Часто основным мотивом для компаний в их стремлении выйти на рынок синдицированных кредитов является стратегический момент, связанный с интересами не только казначейства, но и топ-менеджмента: привлечение синдицированного кредита рассматривается как способ сформировать группу международных финансовых организаций, которые будут готовы в дальнейшем стать долгосрочными партнерами компании. В отличие от рынка облигаций, где инвесторы склонны к более меркантильному подходу, для банков – инвесторов рынка синдицированных кредитов основным мотивом участия в кредите является создание партнерских отношений, которые позволят сотрудничать с компанией на протяжении длительного периода времени и предлагать ей различные банковские продукты. Компания, в свою очередь, получает возможность расширить доступ к финансовым продуктам и услугам в целом, а также усиливает этим конкуренцию среди сотрудничающих с ней поставщиков данных продуктов. Создавая партнерские отношения с рядом банков, компания также обеспечивает себе возможность получить дополнительное финансирование в будущем как в форме прямого кредита от данных банков, так и прибегая к их посредническим услугам для выхода на другие финансовые рынки.

Так как рынок синдицированных кредитов основан на построении долгосрочного партнерства, инвесторы участвуют в синдикации кредитов не потому, что их привлекает возможная прибыль по данным сделкам (зачастую это не так!), а скорее из-за будущих возможностей для бизнеса, которые создаются в результате развития данных отношений. Подобный коммерческий подход предполагает, что банки чувствуют себя морально обязанными участвовать в синдицированном кредите, чтобы поддержать компанию, даже если прибыль от сделки не соответствует их ожиданиям. Поэтому прайсинг по синдицированным кредитам иногда характеризуется как включающий «субсидию партнерства», то есть дисконт, который предлагают банки в надежде создания более прибыльного бизнеса в будущем. Такое поведение можно сравнить с тактикой супермаркетов, выставляющих определенный товар по невыгодной цене в надежде привлечь в магазин покупателей, которые непременно купят помимо него что-то еще, и супермаркет в результате получит прибыль. Банки, занимающиеся организацией синдицированных кредитов, прекрасно знают о данном феномене, и это мотивирует их выступать андеррайтерами по кредитам с гораздо более низкой процентной ставкой, чем при размещении еврооблигаций. Для заемщика это также часто оказывается

дешевле, чем привлечение двустороннего кредита. Данное преимущество синдицированных кредитов объясняет их популярность среди заемщиков, а также то, почему большинство компаний предпочитают сначала выйти на рынок синдицированных кредитов и только потом начинать диверсифицировать активы, обращаясь к другим финансовым инструментам.

Иногда компания все же может привлечь двусторонний кредит дешевле, чем синдицированный, так как в этом случае отсутствует плата за организацию рыночной сделки. Однако в большинстве случаев синдицированный кредит оказывается более выгодным по стоимости вариантом привлечения средств, чем двусторонние кредиты. Это связано с тем, что заемщики часто используют синдицированные кредиты как средство привлечения внимания общественности: по окончании синдикации выходит пресс-релиз, сообщающий о том, что компания сумела успешно привлечь финансирование на выгодных для нее условиях. Именно поэтому заемщики проявляют большую настойчивость, стремясь договориться о привлечении синдицированного кредита на выгодных для них условиях, чем при обсуждении двусторонних кредитов, которые по определению являются непубличными сделками. Банки также зачастую склонны предложить привлекательный прайсинг по синдицированному кредиту из-за конкуренции за престижное право организовать сделку. В результате оказывается, что многие компании платят более высокий процент по двусторонним, чем по синдицированным кредитам.

Еще одним важным преимуществом синдицированных кредитов по сравнению с другими инструментами является их гибкость. В частности, заемщики очень ценят то, что синдицированные кредиты в любой момент могут быть погашены досрочно без штрафных санкций, в противоположность, к примеру, еврооблигациям (где заемщик должен выплачивать фиксированный процент на протяжении всего срока обращения бумаг). Данная особенность синдицированных кредитов представляет особый интерес для заемщиков в нестабильный период, если в будущем ожидается улучшение конъюнктуры рынка. Вместо того чтобы выплачивать высокий процент до установленного срока погашения кредита, можно рефинансировать его под более низкую процентную ставку, когда ситуация на рынке улучшится, штрафы за досрочное погашение кредита при этом отсутствуют. В 2003–2006 годах, когда маржа на российском рынке синдицированных кредитов снижалась очень быстро, некоторые среднесрочные кредиты по несколько раз рефинансировались, или в условия кредита вносились изменения, так как заемщики стремились извлечь выгоду из улучшающейся рыночной конъюнктуры и несколько раз понижали процентную ставку по кредиту.

Гибкость синдицированных кредитов также проявляется в том, что условия кредита могут быть скорректированы с течением времени в соответствии с потребностями заемщика. Вне зависимости от типа долгового инструмента, с помощью которого компания решает привлечь финансирование, в финансовой документации будут прописаны некоторые обязательства и ограничения, которых она должна придерживаться. Таким образом, заемщик будет стремиться договориться о привлечении финансирования на таких условиях, которые позволят компании вести дела в обычном режиме на протяжении всего срока существования долгового обязательства. В то же время, бизнес со временем развивается, а значит, существует вероятность того, что через несколько месяцев или лет заемщик не сможет или не захочет придерживаться ограничений, прописанных в документации по займу (например, это может касаться обязательства придерживаться определенных финансовых показателей, иметь определенные активы и т.п.). В этом случае заемщику необходимо убедить кредиторов внести поправки в условия предоставления финансирования. Как правило, для публичных долговых инструментов (например, еврооблигаций) этот процесс является сложным и дорогостоящим в связи с большим числом держателей бумаг, среди которых есть и частные инвесторы, о которых компании может быть ничего не известно. В случае синдицированного кредита заемщик имеет дело с ограниченным кругом инвесторов, в основном состоящим из банков — партнеров компании. Эти инвесторы обычно готовы найти

приемлемое для всех сторон решение, если заемщик не может более функционировать в соответствии с ограничениями, прописанными в документации по кредиту. Данная гибкость, позволяющая вносить поправки в некоторые пункты документации с течением времени, также является важным преимуществом синдицированных кредитов в сравнении с двусторонними кредитами, так как она предполагает возможность договориться сразу со значительным числом инвесторов об изменении условий кредита, так как кредиторы, как правило, принимают решение при наличии 2/3 голосов в его поддержку.

ЗА И ПРОТИВ — СИНДИЦИРОВАННЫЙ ИЛИ КЛУБНЫЙ КРЕДИТ?

Существует мнение, что некоторые преимущества синдицированных кредитов применимы и к так называемым клубным сделкам. В клубном кредите также участвуют несколько банков, причем группа банков формируется заемщиком напрямую, организатор кредита не назначается, а значит, и синдикации как таковой не происходит. Клубные кредиты могут быть эффективны при привлечении финансирования опытными заемщиками, которые уже имеют серьезные партнерские отношения с широким кругом банков. В ряде случаев для таких компаний проще обратиться к знакомым банкирам, а не выходить на кредитный рынок, этот вариант также может оказаться более быстрым, если компания поддерживает тесные отношения с банками-партнерами.

Однако, несмотря на относительную привлекательность клубных сделок (в первую очередь связанную с простотой привлечения средств), синдицированные кредиты все же имеют ряд преимуществ по сравнению с клубными. Несмотря на общепринятую точку зрения, клубные кредиты не всегда предполагают более привлекательную для заемщика стоимость привлечения средств. Верно, что банки, участвующие в клубном кредите, предоставляют собственный капитал, а следовательно, не несут рисков андеррайтинга (риск невозможности привлечь другие банки к дальнейшей синдикации кредита), а значит, заемщику не придется платить им за данный риск или за услуги по организации рыночной сделки. Тем не менее, подсчитывая ожидаемую прибыль от клубной сделки, большинство банков все же будут ориентироваться на уровень прайсинга по синдицированным кредитам, несмотря на более низкий уровень рисков и меньший объем предоставляемых ими услуг, и в лучшем случае банковская комиссия будет лишь незначительно ниже, чем по синдицированному кредиту. Однако в ряде случаев процент по клубному кредиту в итоге оказывается выше, чем по синдицированному займу. Это связано с тем, что участие в клубной сделке обычно рассматривается как одолжение заемщику, а организация синдицированного кредита обеспечивает банкам не только дополнительные комиссии, но и определенный престиж: между банками существует жесткая конкуренция в стремлении оказаться в верхних строчках рейтингов организаторов синдицированных кредитов. Другими словами, организация синдицированных кредитов является сферой, где банки конкурируют между собой, клубные же сделки не рассматриваются банками как предмет конкуренции. При привлечении синдицированного кредита эта конкуренция часто обеспечивает заемщику более низкую процентную ставку.

Другое важное преимущество синдицированных кредитов состоит в том, что они рассматриваются как инструмент, с помощью которого компания может расширить круг банков-партнеров и диверсифицировать базу инвесторов, в то время как в случае клубного кредита компания прибегает к услугам уже имеющейся группы инвесторов. Ресурсы этой группы по определению ограничены, так как банки устанавливают кредитный лимит для каждого заемщика, и всякий раз, когда компания обращается к ним за кредитом, снижается возможность использовать этот ресурс в будущем. По этой причине клубные кредиты предпочтительны при неблагоприятной конъюнктуре рынка синдицированных кредитов, или если требуемый объем финансирования слишком мал, чтобы оправдать синдикацию. В остальных случаях синдицированный кредит позволит заемщику диверсифицировать базу инвесторов, что расширит его доступ к рынку капитала, а значит, и даст возможность привлечения дополнительных средств в будущем.

СИНДИЦИРОВАННЫЕ КРЕДИТЫ: ЕСТЬ ЛИ НЕДОСТАТКИ?

У синдицированных кредитов нет фундаментальных недостатков, однако в финансовом мире не существует идеальных инструментов на все случаи жизни, а значит, нельзя утверждать, что синдицированные кредиты всегда подойдут любой компании с точки зрения требований, предъявляемых к привлечению финансирования. Поэтому вопрос скорее заключается в сравнении синдицированных кредитов с другими инструментами по ряду критериев, которые важны для заемщиков. Обратимся к списку основных критериев, по которым другие финансовые инструменты в ряде случаев могут быть более привлекательными для заемщиков, чем синдицированные кредиты.

- Срок заимствования: банковские кредиты (синдицированные, двусторонние или клубные) обычно являются краткосрочными или среднесрочными, но не долгосрочными. В России частные банки обычно могут привлечь кредит на срок до года, банки с государственным участием — на срок до трех лет, а корпоративные заемщики — на срок до пяти лет. В этом кредитный рынок коренным образом отличается от рынка еврооблигаций, где возможно привлечение средств на 10 лет и более в силу требований, предъявляемых инвесторами к еврооблигациям. Также банки-кредиторы часто настаивают на том, чтобы кредит (особенно привлеченный на срок от трех лет и более) выплачивался по амортизационной схеме, в то время как еврооблигации погашаются в полном объеме по окончании срока обращения. Это говорит о том, что еврооблигации могут оказаться более пригодными при финансировании долгосрочных инвестиций компании.
- Финансовые ковенанты: банки обычно предоставляют финансирование под более низкий процент, чем другие инвесторы, однако в обмен на это они контролируют собственные кредитные риски, требуя, чтобы заемщик принял ряд ограничений, в частности, в отношении пропорций, связанных с долговой нагрузкой компании, денежными потоками, акциями и т.д. Данные финансовые ковенанты строже, чем ковенанты, которые институциональные инвесторы предъявляют заемщикам на рынке еврооблигаций или рублевых облигаций, так как инвесторы здесь, как правило, доверяют рейтинговым агентствам в вопросе оценки и мониторинга кредитного качества заемщика. Важно отметить, что финансовые ковенанты характерны для любого типа кредита вне зависимости от того, синдицирован он или нет, так как они являются требованиями практически всех кредитных комитетов банков.
- Технические аспекты: так как синдицированные кредиты предполагают участие нескольких кредиторов, процедура выплаты средств по кредиту должна быть простой и упорядоченной. К примеру, от заемщика требуется предоставление заявки на получение средств по меньшей мере за три дня до их выдачи, после чего необходимо проведение специальных процедур. Когда компания привлекает прямой двусторонний кредит, в нем участвует только один банк, что предполагает в этом смысле большую гибкость сделки. Двусторонние кредиты могут быть предоставлены с овердрафтом, также компания может отправить запрос на предоставление финансирования за несколько часов до получения денег. В синдицированных кредитах эти преимущества отсутствуют. Следовательно, заемщик, стремящийся к большей гибкости в операциях фондирования, должен иметь в своем распоряжении по меньшей мере один или два двусторонних кредита, даже если большая часть его потребностей в финансировании удовлетворяется с помощью синдицированных кредитов.
- Четкие условия: на рынке облигаций прайсинг меняется каждую секунду, так как обычно волатильность очень высока, следовательно, заемщики уполномочивают банки организовать эмиссию, не зная точно, сколько будет стоить данное финансирование. На рынке синдицированных кредитов прайсинг меняется гораздо медленнее, а значит, банки могут оговорить этот параметр с заемщиком до подписания мандата на организацию кредита. Может создаться впечатление, что прайсинг является фиксированным и гарантирован банками. Однако это не так: синдицированные кредиты, как и еврооблигации, представляют собой рыночные сделки, где задачей организатора является найти инвесторов и проследить, чтобы сделка соответствовала их требованиям к инвестициям. На кредитном рынке сложно

отследить стоимость заимствований, так как не существует котировок, отображающихся на экранах компьютеров в банках, кроме того, синдикация обычно длится несколько недель, и ожидания рынка могут измениться в процессе привлечения кредита. В результате в практике привлечения синдицированных кредитов существует право организаторов изменять условия кредита при недостаточном уровне подписки, что позволяет им увеличивать прайсинг по кредиту, если это необходимо для успешного проведения сделки. То есть уровень прайсинга, согласованный на стадии подписания мандата, является скорее индикативным (и, как правило, соответствующим действительности), чем фиксированным параметром, в этом он схож с прайсингом по еврооблигациям. Единственный инструмент, который может обеспечить полную уверенность в стоимости заимствования — это двусторонний кредит, так как его привлечение проходит не на открытом рынке. Однако суммы, которые можно привлечь через двусторонний кредит, значительно ограничены, и его стоимость необязательно окажется более привлекательной.

- Требования по отчетности: так как синдицированный кредит — это своего рода знакомство заемщика с новыми инвесторами, то предполагается, что инвесторам будет предоставлен определенный объем информации. Этот уровень раскрытия информации может иногда превышать обычную для заемщика практику при привлечении двустороннего кредита: в частности, обычно требуется отчетность по МСФО на английском языке, необходимо также раскрытие списка акционеров заемщика. Однако требования к отчетности в целом не так многочисленны, как при рыночном размещении ценных бумаг. Важно отметить, что синдицированные кредиты являются частными контрактами, а следовательно, информация сообщается только конкретным инвесторам на условиях строгой конфиденциальности, о чем подписывается соответствующее соглашение.

В заключение хотелось бы подчеркнуть, что синдицированный кредит — очень многогранный инструмент, обычно предоставляющий наибольшие преимущества для заемщиков по сравнению с другими финансовыми инструментами. Синдицированные кредиты лежат в основе стратегии привлечения финансирования компаний, так как дают заемщику возможность получить очень ценный актив: долгосрочные отношения с банками. К счастью, рынок синдицированных кредитов в целом остается открытым даже в сложные для рынков периоды, такие как начавшийся летом 2007 года кредитный кризис, потрясший всю мировую финансовую систему. А значит, можно ожидать, что синдицированные кредиты останутся долговым инструментом, которому российские заемщики будут отдавать предпочтение на протяжении последующих месяцев и даже лет.