Первичный и вторичный рынки синдицированных кредитов в условиях кризиса

Стефан ГРОСС,

директор департамента долговых рынков инвестиционно-банковского управления, Standard Bank

Стефан Гросс начал карьеру в банковской сфере в 1990 г. в отделе кредитования корпоративных клиентов Deutsche Bank. В 1998 г. перешел в отдел международного синдицированного кредитования DZ BANK (Лондон), где отвечал за организацию, структурирование и синдикацию кредитов для заемщиков как из Западной Европы, так и из Центральной и Восточной Европы. В 2006 г. Стефан перешел в департамент долговых рынков, где он занимался организацией, структурированием и синдикацией кредитов для заемщиков из СНГ и региона CEEMEA (Центральная и Восточная Европа, Ближний Восток и Африка). В апреле 2008 года Стефан возглавил данный отдел.

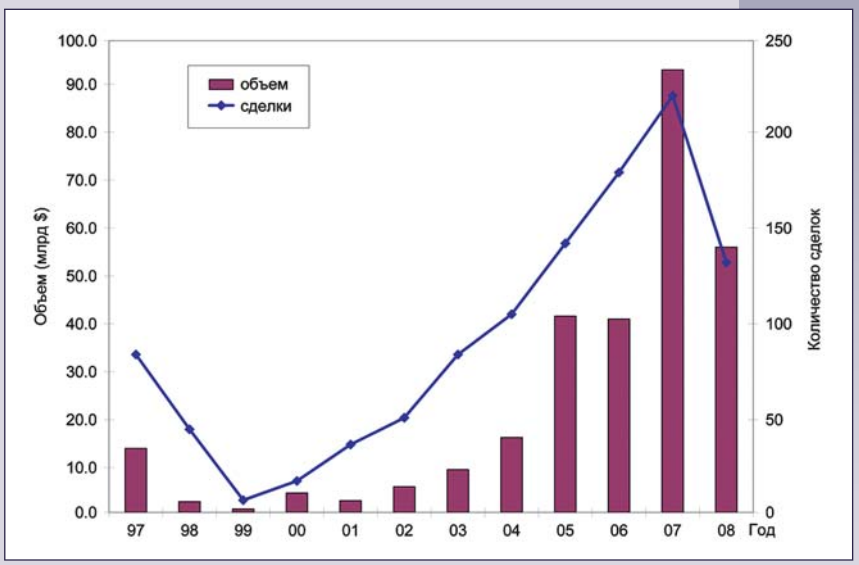
Стефан имеет степень бакалавра Дортмундского университета (Германия) и степень MBA Школы бизнеса Амстердамского университета по специальности «Международный бизнес».

Со времени финансового кризиса 1998 года объем российского кредитного рынка в целом и рынка синдицированных кредитов в частности постоянно возрастал. Это свидетельствует о поразительном росте российской экономики, который преимущественно поддерживался значительным уровнем мирового спроса на природные ресурсы и высокими ценами на сырье. Более стабильная политическая ситуация и суверенный рейтинг инвестиционного уровня, присвоенный России международными рейтинговыми агентствами, существенно улучшили настроения инвесторов. На этом фоне кредиторы увеличили страновой лимит для России, и стали возможны более длительные сроки кредитов.

В 1999 году, сразу после последнего российского финансового кризиса, было подписано всего восемь синдицированных кредитов на общую сумму в $0.7 млрд (1999 г.). К 2004 году бизнес вернулся на докризисный уровень, и было привлечено уже 105 синдицированных кредитов на $16.3 млрд. В последующие три года наблюдался взрывной рост, который достиг рекордных уровней в 2007 году, когда было привлечено 219 синдицированных кредитов на сумму $93 млрд. Такой рост объемов кредитования и притока прямых иностранных инвестиций не наблюдался ранее ни в одной стране. В то же время на российском рынке облигаций прослеживается аналогичная тенденция: количество сделок удвоилось, а общий объем снизился.

За эти годы более 500 кредиторов со всех континентов ввели лимиты для России и создали портфели синдицированных кредитов, привлеченных российскими корпоративными заемщиками и финансовыми институтами. Уполномоченные ведущие организаторы выступали в роли андеррайтеров крупных долей участия и оставляли их у себя до конца синдикации, принимая во внимание относительную простоту проведения сделок с данными долями на первичном и вторичном рынке.

Рис. 1. Объем привлечения долговых инструментов в мире



КРИЗИС

С началом кредитного кризиса в августе 2007 года международные рынки начали закрываться, особенно рынки IPO и облигаций. Когда эти источники ликвидности иссякли, кредитный рынок оказался кредитором последней инстанции. Россия с ее богатыми природными ресурсами и финансовым буфером размером в $600 млрд сравнительно хорошо справилась с началом кризиса. Несмотря на усугубление кредитного кризиса в 2008 году, объем сделок оставался выше, чем во время кредитного бума в 2005–2006 гг., но на треть ниже рекордных показателей 2007 года. Пока объем оставался довольно значительным, начался пересмотр цен, и стоимость финансирования, особенно для представителей финансового сектора, повысилась — в некоторых случаях более чем вдвое. Тем не менее, финансирование осталось доступным, и у кредиторов, которые не ушли с российского рынка, улучшились внутренние модели доходности.

Понедельник 15 сентября 2008 года резко изменил банковский мир. С крахом Lehman Brothers начался период беспрецедентной финансовой нестабильности. Российский рынок пострадал особенно сильно, фондовые рынки были закрыты на несколько дней. Опытные представители инвестбанков вдруг вспомнили дефолт 1998 года и резко снизили объем кредитования.

Активное вмешательство российского правительства в местные денежные рынки было, без всякого сомнения, необходимо, чтобы предотвратить еще более глубокий кризис. Однако заемщикам, столкнувшимся с закрытием кредитных линий на внутреннем и внешнем рынке, с трудом удается расплачиваться по кредитам. Ситуацию усугубили требования в отношении маржи для организаций, которые использовали акции в качестве гарантий по РЕПО. Пока значительных потерь не наблюдается (не считая продажи Связь-Банка ВЭБу и 50% «Ренессанс Капитала»), но в ближайшие недели и месяцы напряженность будет возрастать. Когда цены на нефть и сырье росли, деньги текли в Россию рекой, сделав ее целью операции кэрри-трейд. Теперь, когда цены падают, этому приходит конец. Все еще значительные финансовые резервы будут таять, а дальнейшие крупные вливания ликвидности, скорее всего, негативно скажутся на инфляции, вынуждая Россию укреплять рубль.

Кредитный кризис по-разному повлияет на различные сектора экономики. Финансовый сектор по-прежнему будет в эпицентре шторма, пока не произойдет четкая консолидация и не образуются крупные, надежные и прозрачные институты. Далее следуют сектора, на которые экономический спад оказывает наиболее сильное влияние, а именно розничная торговля, строительство и т.д. С другой стороны, такие стратегически важные сектора, как инфраструктура, энергетика, коммуникации, смогут легче пережить бурю, тем более если речь идет о компаниях с разной степенью участия государства.

ДОБРО ПОЖАЛОВАТЬ В КЛУБ

На фоне текущей макроэкономической ситуации прогноз по рынку синдицированных кредитов неопределенный. Для заемщиков, рассчитывающих привлечь финансирование на этом рынке, оно окажется дорогостоящим, особенно по сравнению с недавним уровнем цен. С уходом спекулятивных инвесторов, снижением или полной заморозкой лимитов кредитования для России со стороны основных игроков (по крайней мере на время) объем кредитов неизбежно будет снижаться в текущем, а также в 2009 году. Число активных уполномоченных ведущих организаторов и кредиторов уменьшится, банки либо вообще не будут принимать на себя риски андеррайтинга, либо будут делать это очень неохотно, а также на какое-то время отменят лимиты.

Участники синдицированного кредита распределяются согласно следующей иерархии: во главе синдиката находится группа банков-организаторов, далее следуют банки-участники более низких уровней. С резким оттоком кредиторов оставшаяся группа банков сомкнет ряды и образует клубы, таким образом устраняя риски выхода на рынок. Возрастет число клубных кредитов, основанных на партнерских отношениях между банками-кредиторами и заемщиками. Ближайшее будущее покажет, насколько прочными окажутся некоторые из этих партнерств. Прайсинг будет скорректирован в сторону дальнейшего повышения, в то время как ликвидность останется в дефиците. В ходе первой фазы кредитного кризиса рост цен был по большей части скрыт комиссиями, тогда как более значимые маржи внешне лишь слегка возросли. Эта динамика изменится, и комиссии станут несколько менее значимыми, а маржи вырастут еще больше. Кредиторы будут диктовать условия.

Недавним примером клубных сделок служат кредит на 350 млн евро для «Реновы», кредит на $900 млн для «Северстали» и кредит на $600 млн для ТНК-ВР. Пока заемщики могут получать финансирование от банков-партнеров через клубные сделки без синдикации, у банков, скорее всего, будет возможность уменьшить свои доли участия в кредитах путем их скоординированной распродажи на вторичном рынке.

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Если первичный рынок синдицированных кредитов хорошо известен, и за базами данных по сделкам инвесторы пристально следят, торговлю на вторичном рынке отслеживать гораздо сложнее. С началом недавних финансовых потрясений торговля российскими активами на вторичном рынке была почти сразу же прекращена в полном объеме. Первичные сделки еще заключаются, в основном из соображений партнерства, в то время как на вторичном рынке партнерские отношения — второстепенный фактор. Пока неизвестно, как подобное положение дел повлияет на ликвидность вторичного рынка, но есть основания полагать, что она существенно сократится. Однако сейчас этот рынок может предложить привлекательные высокодоходные сделки инвесторам, у которых осталась возможность инвестировать в Россию.

АГЕНТСКИЕ ДЕЛА

При экономическом спаде и нестабильности на рынке число дефолтов по кредитам будет неизбежно расти. Это усилит давление на банки-агенты, которые управляют займами для синдиката и отслеживают не только потоки платежей, но и любые отказы, поправки и дефолты. Заемщикам необходимо обеспечить по возможности полное отсутствие отсрочек платежей и дефолтов по своим синдицированным кредитам. В условиях когда так сложно получить положительное решение кредиторов, синдикаты могут столкнуться с отрицательными решениями, если заемщики не уделяют достаточного внимания своевременному

погашению текущих займов. Отклоненный кредитором запрос заемщика на отсрочку платежа может привести к дефолту. Кредит, по которому допущен дефолт, может оказаться достаточно серьезной проблемой для финансов компании, если кредиторы потребуют его погашения в связи с невыполнением заемщиком определенных обязательств. Более того, он представляет смертельную опасность для всех прочих долговых обязательств заемщика в силу существования кросс-дефолтных положений в кредитных и облигационных соглашениях, так как в этом случае все пакеты финансирования развалятся как карточный домик. Очевидно, что функции кредитных агентов приобретут особое значение; не менее важной является роль платежных агентов, отслеживающих своевременность осуществления платежей и получения средств.

НЕТ ХУДА БЕЗ ДОБРА

Кризисы также порождают новые возможности — как для кредиторов, так и для заемщиков. На фоне дефицита доверия кредиторы с долгосрочной стратегией могут начать осваивать российский рынок, устанавливая ценные отношения, и таким образом увеличить долю рынка в связи с повышенной доходностью своего российского портфеля. Требования, предъявляемые к структуре займов и документации, станут жестче, что будет способствовать восстановлению равновесия в модели риск-доходность.

Российские заемщики должны использовать эти чрезвычайно сложные времена, чтобы укрепить свой капитал, определить основные виды деятельности и целевые рынки и везде, где это возможно, углубить партнерские отношения с банками. В связи с временной иллюзорностью долговых рынков банки-кредиторы остаются важнейшим источником обеспечения необходимого финансирования для бизнеса клиентов. Сейчас нужно использовать синдицированные или клубные кредиты не только для создания возможных отношений, на которые зачастую возлагается чересчур много надежд, но и развивать такие отношения за пределами стадии кредитования. Такие отношения важны для кредиторов с точки зрения предлагаемых ими разнообразных продуктов, а заемщикам стоит относиться к ним как к взаимовыгодным в плане обеспечения собственных финансовых нужд. В конечном итоге это может оказаться беспроигрышным решением для всех.

Кредитные департаменты будут строго рассматривать бизнес заемщиков, каждую отдельную сделку, гарантируя, что только в высшей степени надежный бизнес получит кредит. Это задаст высокие требования к прозрачности клиентов, их надежности и мерам безопасности. Сделки с минимальным набором ковенант уйдут в прошлое, новые синдицированные кредиты будут направлены на финансирование вливаний в оборотный капитал, а доля крупных долгосрочных кредитов на приобретение активов сократится. Такая осторожность, пусть жесткая в краткосрочной перспективе, поможет заложить основы более здоровых кредитных портфелей кредиторов, избежать избыточности и в конечном итоге восстановить доверие кредиторов к российскому кредитному рынку в среднесрочной перспективе.

Вкратце общий прогноз на 2009 год можно охарактеризовать как уход в качество на всех развивающихся рынках и в России в частности. Новые синдицированные кредиты будут организовываться либо на клубной основе, когда банки-партнеры придут на помощь своим целевым клиентам, предоставляя финансирование на основе предварительной договоренности и исключая таким образом рыночный риск, либо путем традиционной синдикации в тех случаях, когда рыночная ликвидность остается доступной. Некоторые заемщики, особенно если они нуждаются в более крупных суммах, чем те, которые можно привлечь на клубной основе, и имеют достаточно устойчивый бизнес, продолжат находить источники ликвидности на рынке синдицированных кредитов. Однако нехватка кредиторов и недостаток ликвидности усилят давление на прайсинг. Для российского кредитного рынка основополагающим является состояние сектора финансовых институтов, который нуждается в консолидации. К другим основным факторам относятся такие макроэкономические показатели, как инфляция и цены на сырьевые товары, а также внешняя и внутренняя политика. Все это будет важным для состояния, объема и успешности рынка синдицированных кредитов в России в 2009 году и в дальнейшем.