***Елена Козлова,***
*менеджер отдела синдицированных банковских кредитов департамента корпоративного финансирования, Банк Сосьете Женераль Восток*

# Вопрос ЦЕНЫ

**РЫНОК СИНДИЦИРОВАННОГО КРЕДИТОВАНИЯ ДОЛЬШЕ, ЧЕМ ДРУГИЕ СЕГМЕНТЫ ДОЛГОВОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА, СУМЕЛ ПРОТИВОСТОЯТЬ КРИЗИСНЫМ ЯВЛЕНИЯМ. ОДНАКО ОЧЕРЕДЬ ДОШЛА И ДО НЕГО.**

**УЖЕ ОЧЕВИДНО, ЧТО НИ В КОНЦЕ НЫНЕШНЕГО, НИ В НАЧАЛЕ СЛЕДУЮЩЕГО ГОДА МЫ НЕ УВИДИМ НА РЫНКЕ БОЛЬШОГО ЧИСЛА КРУПНЫХ СДЕЛОК. ОТКРЫТИЕ РЫНКА СИНДИЦИРОВАННЫХ КРЕДИТОВ ВОЗМОЖНО ТОЛЬКО ВО ВТОРОМ-ТРЕТЬЕМ КВАРТАЛАХ БУДУЩЕГО ГОДА, ПРИЧЕМ ЧИСЛО АКТИВНЫХ БАНКОВ-ОРГАНИЗАТОРОВ СЕРЬЕЗНО УМЕНЬШИТСЯ, ОБЪЕМ РЫНКА ПО ИТОГАМ 2009 ГОДА ОКАЖЕТСЯ МЕНЬШЕ, ЧЕМ В 2008 ГОДУ, А ЦЕНА ЗАИМСТВОВАНИЙ ПРОДОЛЖИТ РАСТИ.**

Объем рынка облигаций в 2007 году составил более $56 млрд, из них 70% приходилось на еврооблигации, а 30% — на облигации, выпущенные на внутреннем рынке. В 2008 году российский рынок облигаций существенно замедлил темпы роста, за десять месяцев были осуществлены выпуски на сумму, несколько превышающую $38 млрд. Снижение объема выпусков было вызвано влиянием дефицита ликвидности и возросшим риском фиксированных процентных ставок. Таким образом, синдицированное кредитование частично заместило облигационные займы, став наиболее привлекательным источником финансирования для компаний с растущими потребностями в финансовых ресурсах.

В 2007 году общий объем синдицированных кредитов превысил $85 млрд, а за десять месяцев 2008 года на российском рынке уже было организовано 96 сделок на общую сумму почти $55 млрд (см. Рис. 1).

Отметим ключевые, на наш взгляд, характеристики данного сегмента рынка в 2008 году.

Последние несколько лет не только дочерние подразделения транснациональных банков, традиционно активные на рынке синдицированного кредитования, но и некоторые российские банки развивали свои отношения с российскими заемщиками в этом сегменте долгового рынка.

Рост экономики страны в целом наряду с увеличивающимся интересом инвесторов к российскому рынку привели к значительному росту предложения со стороны кредиторов и соответствующему снижению стоимости различных долговых инструментов, включая синдицированные кредиты.

Во второй половине 2007 года, когда кризис ипотечного кредитования, начавшийся в США, стал сказываться на экономике других стран, российский рынок синдицированного кредитования также ощутил влияние негативных тенденций, однако в несколько меньшей степени по сравнению с другими сегментами долгового рынка.

*Рис. 1. Рынок синдицированных кредитов в РФ, 2005–2008 годы, $ млрд*

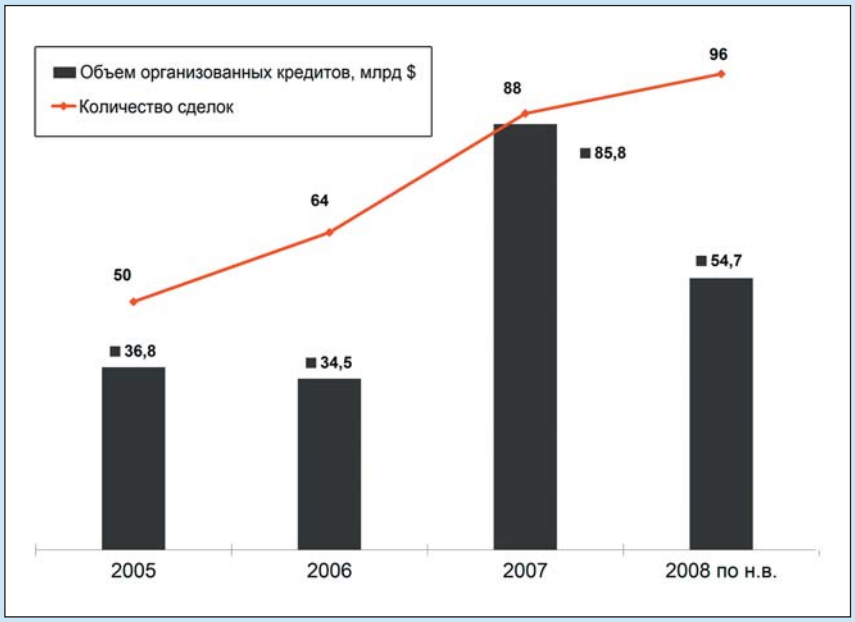


*Рис. 2. Ценовой тренд на рынке синдицированного кредитования*

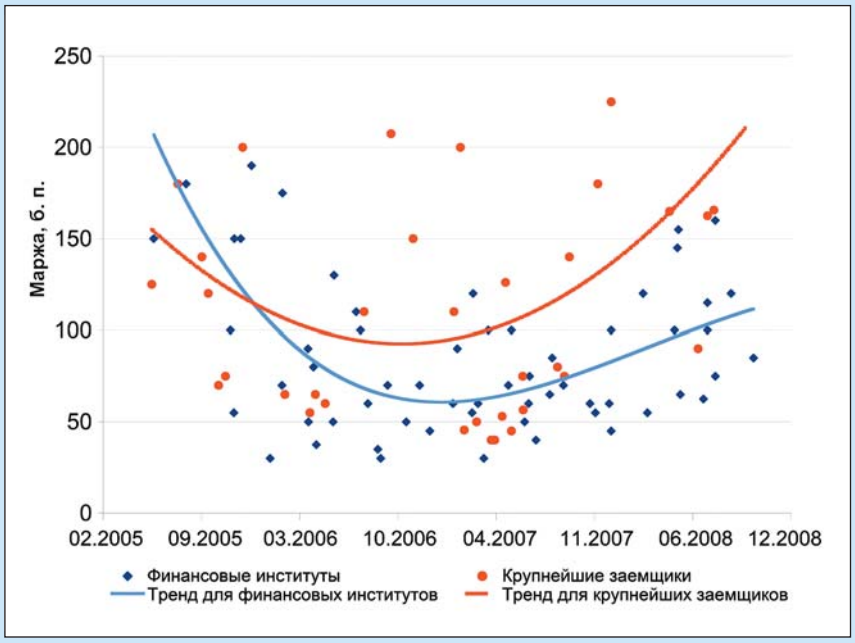


**Таблица 1. Изменение среднего уровня маржи в различных секторах экономики**

| Отрасль | Средняя взвешенная маржа, «докризисный» уровень, б.п. | Средняя взвешенная маржа, «кризисный» уровень, б.п. | Изменение маржи, б.п. |
|---|---|---|---|
| Металлургия и добыча | 97.5 | 171 | 73.5 |
| Нефть и газ | 71.4 | 126.3 | 54.9 |
| Розничная торговля | 163.0 | 237.6 | 74.6 |
| Государственные банки | 38.0 | 65.0 | 27.0 |
| Частные банки | 71.9 | 112.9 | 41.0 |
| Выборка в целом | 97.8 | 142.6 | 44.8 |

*Источник: Dealogic*

Рынок синдицированного кредитования постепенно начал превращаться из рынка заемщика в рынок кредитора. Банки стали более избирательны, и заемщики вынуждены принимать структуру сделки, продиктованную кредиторами. Финансовые институты стали аккуратнее распределять страновые лимиты и делать больший акцент на историю отношений с заемщиком. Некоторые финансовые организации начали пересматривать распределение кредитных лимитов для компаний отдельных, наиболее чувствительных, сфер российской экономики. Как следствие, предложение несколько сократилось, что повлекло рост цены на данный вид услуг.

Таким образом, кредиторы стали не только повышать цены, сконцентрировавшись на заемщиках первого эшелона, но и отдавать приоритет транзакциям с наиболее надежной структурой. Данные выводы основаны на анализе выборки процентных ставок по организованным синдицированным кредитам для крупнейших российских корпоративных клиентов и финансовых институтов, представленных на Рис. 2.

Начиная с четвертого квартала 2007 года динамика стоимости синдицированных кредитов, скорректированная рыночными условиями, сделала скачок вверх. Для ведущих российских финансовых институтов рост маржи в среднем составил 34 б.п., для крупнейших российских компаний — от 70 до 100 б.п. (см. Таблицу 1).

В отличие от итогов 2005–2007 годов, когда на рынке синдицированного кредитования чаще других привлекали средства компании нефтегазовой промышленности, в 2008 году наибольшее количество синдицированных сделок было заключено с компаниями в отрасли горнодобывающей и металлургической промышленности. Изменение средневзвешенной маржи для компаний данного сектора составило 73.5 б.п. В качестве примера можно привести ОАО «СУЭК», которое в мае 2007 года привлекло синдицированный кредит на 5 лет со средней маржой 126 б.п. А в апреле 2008 года компания закрыла синдицированный кредит, состоящий из двух траншей на срок 3 и 5 лет, со средней маржой 165 б.п. При этом финансовые показатели компании и ее кредитное качество улучшились за время, прошедшее с момента закрытия первой сделки. В нефтегазовой отрасли рост маржи составил в среднем от 50 до 90 б.п.

**Таблица 2. Параметры синдицированных кредитов для крупнейших российских компаний**

| Заемщик | Рейтинг, S&P/M/F | Дата закрытия сделки | Объем, $ млн | Маржа, б.п. | Срок кредита, лет |
|---|---|---|---|---|---|
| Нефтегазовый сектор | | | | | |
| Газпром Нефть | BB+/Ba2/- | 14.09.2007 | 2 200 | 75 | 3 |
| Газпром Нефть | BBB-/Ba2/- | 01.07.2008 | 1 000 | 162.5 | 3; 5 |
| ЛУКОЙЛ | BB+/Baa2/BBB- | 25.04.2007 | 250 | 40 | 5 |
| ЛУКОЙЛ | BBB-/Baa2/BBB- | 12.06.2008 | 1 000 | 90 | 3; 5 |
| Металлургия и добыча | | | | | |
| Евраз | BB-/Ba3/BB | 01.02.2007 | 1 800 | 110 | 1 |
| Евраз | BB-/Ba3/BB | 21.11.2007 | 3 214 | 180 | 5 |
| СУЭК | NR | 17.05.2007 | 650 | 126 | 5 |
| СУЭК | NR | 15.04.2008 | 800 | 165 | 3; 5 |
| Розничная торговля | | | | | |
| Лента | NR | 24.09.2007 | 282 | 140 | 3 |
| Дикси | NR | 16.09.2008 | 150 | 330 | 2 |
| Перекресток | NR | 28.12.2005 | 175 | 200 | 2 |
| X5 Retail Group | BB-/B1/- | 18.12.2007 | 1 100 | 225 | 3 |

*Источник: Dealogic*

**Таблица 3. Параметры синдицированных кредитов для крупнейших российских финансовых институтов**

| Заемщик | Рейтинг, S&P/M/F | Дата закрытия сделки | Объем, $ млн | Маржа, б.п. | Срок кредита, лет |
|---|---|---|---|---|---|
| Банк Москвы | -/Baa2/BBB | 16.11.2007 | 600 | 55 | 2.5 |
| Банк Москвы | -/Baa2/BBB | 07.05.2008 | 220 | 65 | 1.5 |
| Сбербанк | -/Baa2/BBB+ | 18.12.2007 | 750 | 45 | 3 |
| Сбербанк | -/Baa1/BBB+ | 03.10.2008 | 1 200 | 85 | 3 |
| ВТБ | BBB/Baa2/BBB | 27.04.2006 | 600 | 38 | 3 |
| ВТБ | BBB+/Baa2/BBB+ | 23.06.2008 | 1 400 | 63 | 1.5; 3 |
| Альфа банк | BB/Ba1/BB- | 05.11.2007 | 307 | 60 | 1 |
| Альфа банк | BB/Ba1/BB | 01.07.2008 | 315 | 115 | 1;1.5 |
| Банк Зенит | -/Ba3/B | 29.05.2007 | 170 | 100 | 1 |
| Банк Зенит | -/Ba3/B | 01.05.2008 | 218 | 145 | 1 |
| Банк Зенит | -/Ba3/B | 24.10.2008 | 140 | 160 | 1 |
| Промсвязьбанк | B+/Ba3/B+ | 03.07.2007 | 400 | 60 | 1 |
| Промсвязьбанк | BB-/Ba2/B+ | 18.08.2008 | 280 | 120 | 1 |

*Источник: Dealogic*

Рост маржи по синдицированным кредитам, организованным для российских розничных сетей, пока составляет 75 б.п. по сравнению с докризисной ситуацией, однако есть основания предполагать, что привлечение финансирования в этот сектор экономики, в один из наиболее чувствительных к стоимости заимствований, может существенно подорожать. По мнению аналитиков, крупнейшие розничные сети ожидает уровень маржи в 350-400 б.п. при первоклассном кредитном качестве заемщика.

Как известно, стоимость организации синдицированного кредита также включает комиссионную составляющую (комиссию за организацию), размер которой, как правило, является закрытой информацией. По нашему мнению, темп роста комиссий за организацию синдицированного кредита в 2008 году превысил темп роста маржи, и данная тенденция, предположительно, сохранится в будущем году.

Отдельные примеры изменившихся условий привлечения синдицированных кредитов в различных сферах экономики приведены в Таблице 2.

Текущая рыночная тенденция не могла не сказаться и на стоимости привлечения синдицированных кредитов для самих финансовых институтов. Для публичных сделок ведущих банков с государственным участием увеличение маржи составило в среднем 27 б.п., для частных банков цена синдицированного кредита в среднем выросла на 40 б.п. Некоторые примеры приведены в Таблице 3.

Значительное число организованных в 2008 году синдицированных сделок имели клубный характер. В тех случаях когда кредит синдицировался, основная часть средств часто поступала от уполномоченных ведущих организаторов до начала общей синдикации, а на рынок предлагалась лишь небольшая часть суммы кредита. При этом количество уполномоченных ведущих организаторов значительно возросло по сравнению с докризисным периодом, таким образом снижая риск возможного недобора заявленной суммы кредита. Если большинство сделок в 2007 году для крупнейших заемщиков закрывалось с переподпиской, несмотря на более низкие ставки по кредитам, то в 2008 году активные участники рынка синдицированного кредитования констатируют все больше случаев, когда сделки закрываются, так и не набрав изначально заявленную сумму.

В октябре-ноябре 2008 года мировой финансовый рынок претерпел значительные изменения в связи с беспрецедентным за последние десятилетия нарушением функционирования мировой финансовой системы. Транснациональные банки, являющиеся одними из наиболее активных участников рынка синдицированного кредитования, приостановили или сократили свою деятельность в Российской Федерации. Некоторые российские финансовые институты, испытывающие острую потребность в ликвидности, также приостановили текущие синдицированные сделки, отложив их возможное закрытие до стабилизации ситуации на мировом и российском финансовых рынках. В связи с этим активность на первичном рынке синдицированных кредитов практически свелась к нулю.

Стоимость привлечения финансовых ресурсов на межбанковском рынке для российских финансовых организаций значительно возросла. Российское правительство оперативно приняло меры по оздоровлению финансового сектора. Если до начала кризиса, по оценкам аналитиков, около 2/3 заимствований российских компаний обеспечивались национальными банками, а приблизительно 1/3 — банками с иностранным участием, то в настоящее время государство, предоставляя кредиты крупнейшим российским компаниям через посредничество банков с государственным участием, частично замещает кредиты иностранных инвесторов.

Логичный вопрос, возникающий в данной ситуации, — что же будет с рынком синдицированного кредитования в 2009 году. По нашему мнению, открытие рынка синдицированных кредитов возможно только во втором-третьем кварталах будущего года. И маловероятно, что до конца 2008 года мы увидим большое количество организованных крупных синдицированных сделок. Объем рынка по итогам 2009 года, скорее всего, окажется меньше, чем в 2008 году, также будет существенно меньше и активных банков-организаторов.

Высока вероятность, что в 2009 году определение цены будет зависеть в большей степени от кредитного качества заемщика, а также от самой сделки, ее структуры и предлагаемого обеспечения, и в меньшей степени от так называемых «бенчмарков», поскольку активность на рынке синдикаций будет, предположительно, низкой, и сложно будет найти соответствующую базу для сопоставления. С точки зрения формы участия банков, это будут в основном клубные сделки, круг участников которых будет ограничен ключевыми банками заемщика.

Важную роль для уполномоченных ведущих организаторов будет играть возможный дополнительный бизнес с заемщиком. Роль базовой ставки вместо стандартных Libor или Euribor может играть средневзвешенная ставка привлечения фондирования банками-организаторами. С точки зрения валюты кредитов, мы ожидаем увеличение количества сделок, номинированных в евро.

Мы предполагаем, что в связи с торможением экономического роста и продолжающимся «сжатием» финансового рынка в целом и рынка синдицированного кредитования в частности одной из приоритетных задач для российских компаний станет повышение эффективности деятельности.

Рынок очевидно ждет консолидации на новом ценовом уровне, установление которого будет зависеть от общей ситуации на мировом и российском финансовых рынках. Цена финансирования в рамках сделок по синдицированному кредитованию станет, пожалуй, самым главным вопросом следующего года, ответ на который определит развитие рынка на несколько лет вперед.