



Л. А. АРСЕНОВА
В 2004 году с отличием окончила Финансовую академию при Правительстве Российской Федерации по специальности «Мировая экономика». Училась в Университете Жан Мулен Лион 3 (Лион, Франция), имеет диплом магистра по специальности «Банки и биржевое дело». С 2005 года работает в корпоративном блоке Банка Сосьете Женераль Восток, занимается вопросами структурированного финансирования. Соискатель кафедры «Международные валютно-кредитные и финансовые отношения» Финансового университета.

E-mail: mila_arsenova@mail.ru

В условиях современного мирового финансово-экономического кризиса в 2008 году рынок синдицированного кредитования в России претерпел значительные изменения. Однако в плане развития рынок синдицированных кредитов оказался важнейшим инструментом повышения эффективности и преодоления кризисных явлений для региональных предприятий. Происходит дальнейшее развитие и изменение стоимости данного вида заимствований, однако возврат к докризисным объемам и структурам станет возможен не ранее 2012–2013 годов при условии общей стабилизации ценовых параметров.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА

параметр синдицированных кредитов, программа антикризисных мер для региональных предприятий, региональная компания, рынок синдицированного кредитования, тенденция рынка синдицированного кредитования, цель кредитования

Региональные аспекты развития рынка

синдицированных кредитов в России и **ЦЕНОВЫЕ ТРЕНДЫ** в условиях современного мирового финансово-экономического кризиса

Рынок синдицированного кредитования является одним из крупнейших сегментов долгового финансового рынка наряду с рублевыми и еврооблигациями. До наступления финансово-экономического кризиса быстрые темпы роста экономики в странах, где рынок только развивается, включая Россию, привели к увеличению потребности в значительных объемах финансирования как у крупнейших корпораций и ведущих финансовых институтов, так и у средних по размерам компаний и банков, прежде всего региональных. Благодаря общей привлекательности емкого российского рынка банковских услуг для иностранных инвесторов средние по масштабу отечественные региональные компании получили доступ к финансовым ресурсам в различных сегментах мирового финансового рынка, в том числе на рынке синдицированных кредитов.

Компании воплощали в жизнь все более амбициозные и агрессивные планы по расширению производства в разных регионах, для финансирования возросших объемов деятельности и повышения экономической эффективности нужны были более значительные по объему и сравнительно дешевые ресурсы.

До третьего квартала 2008 года мы наблюдали значительный рост российского рынка синдицированных кредитов (рис. 1) в целом и доли региональных компаний в общем объеме заимствований.

Региональные компании привлекали кредиты прежде всего для финансирования капитальных затрат, удовлетворения потребностей в оборотном капитале и замещения кредитных ресурсов, предоставленных российскими банками, более дешевыми, доступ к которым имеют иностранные банки – традиционные игроки на рынке синдицированных кредитов, для увеличения финансового рычага. Расширение масштабов деятельности компаний способствовало не только повышению прибыльности самих компаний, но и развитию регионов, где увеличивалось число рабочих мест, реализовывались инфраструктурные проекты и повышалась инвестиционная привлекательность.

С началом кризиса ликвидности и постепенным распространением финансово-экономического кризиса многие иностранные инвесторы приостановили свои проекты в России или предпочли иметь дело исключительно с компа-

ниями сырьевого сектора как наименее волатильного во времена общемировой экономической нестабильности. На фоне снижения спроса и отсутствия доступа к недорогим финансовым ресурсам многие компании, работающие в российских регионах, стали испытывать экономические трудности.

В силу того что в процессе исторического развития точками роста в регионах оказывались крупнейшие предприятия, вокруг них формировались целые города. Например, в Тольятти большинство жителей трудятся на дочерних предприятиях группы «АвтоВАЗ». Угольная промышленность, связанная с разработкой месторождений Кузбасса, сосредоточена вокруг Кемерово. Предприятия группы «ГАЗ» обеспечивают занятость значительной части населения Нижнего Новгорода.

После резкого спада внутреннего и внешнего спроса региональные предприятия вынуждены были проводить антикризисные мероприятия,

Рис. 1. Динамика российского рынка синдицированных кредитов для региональных компаний в 2007–2010 гг. (по данным CBonds)

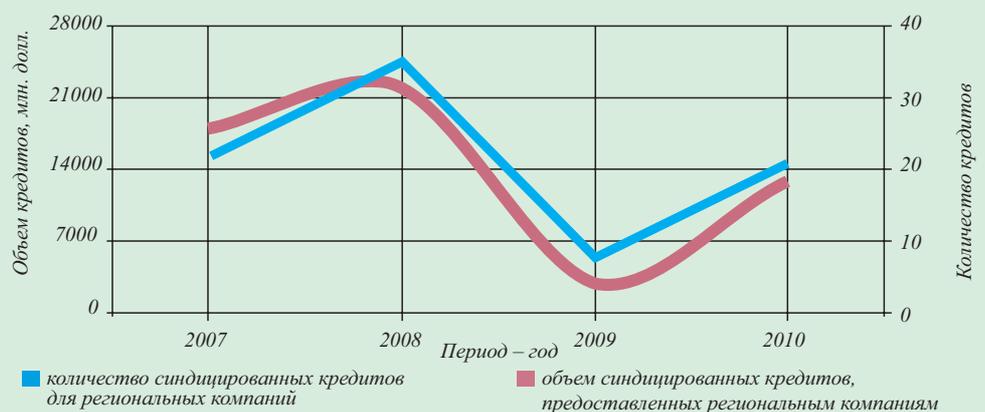
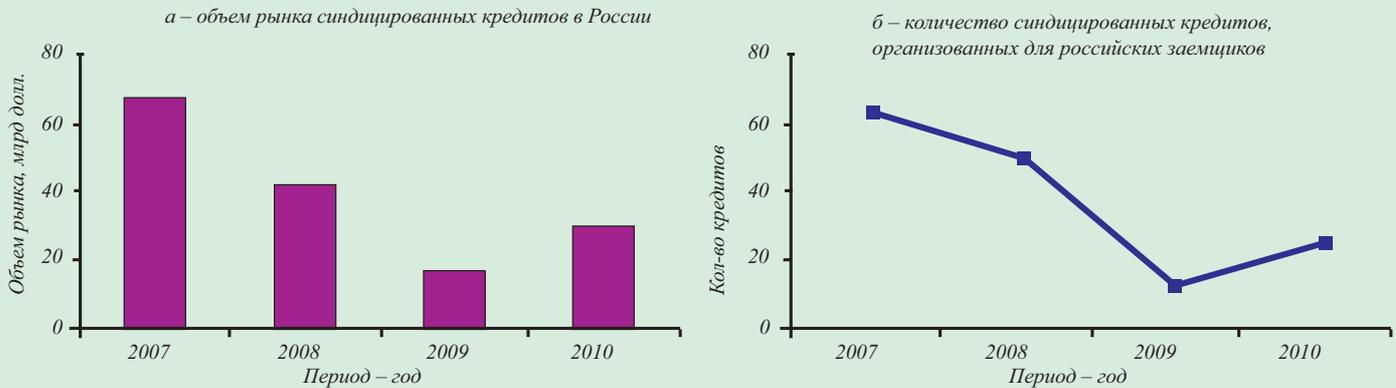


Рис. 2. Рынок синдицированных кредитов в РФ (2005–2010 гг.) по данным Dealogic



в том числе увольнение части персонала, для снижения своих издержек и повышения эффективности. В результате во многих регионах России, где основными работодателями являются крупнейшие добывающие и перерабатывающие компании, сложилась ситуация, близкая к социальной катастрофе.

Для противодействия влиянию мирового финансово-экономического кризиса Правительство России разработало программу мер, предполагающую, среди прочего, поддержку региональных предприятий путем прямого государственного финансирования, и программы предоставления государственных гарантий. Благодаря реализации данной антикризисной программы российский рынок долгового капитала получил дополнительный толчок для развития. В частности, предприятиям группы «ГАЗ» был предоставлен синдицированный кредит, предназначенный прежде всего для рефинансирования текущей задолженности компании и отличающийся наиболее привлекательными условиями с учетом сроков погашения. Особенность данного синдицированного кредита заключается в том, что его предоставили те отечественные банки, которые ранее не вели активной работы в соответствующем сегменте финансового рынка. Также следует отметить, что в предыдущие годы рынок синдицированных кредитов, структурированных в соответствии с нормами российского права, был достаточно узок в связи

годаря реализации данной антикризисной программы российский рынок долгового капитала получил дополнительный толчок для развития. В частности, предприятиям группы «ГАЗ» был предоставлен синдицированный кредит, предназначенный прежде всего для рефинансирования текущей задолженности компании и отличающийся наиболее привлекательными условиями с учетом сроков погашения. Особенность данного синдицированного кредита заключается в том, что его предоставили те отечественные банки, которые ранее не вели активной работы в соответствующем сегменте финансового рынка. Также следует отметить, что в предыдущие годы рынок синдицированных кредитов, структурированных в соответствии с нормами российского права, был достаточно узок в связи

Таблица 1

Ключевые параметры синдицированного кредита, предоставленного компаниям группы «ГАЗ» в рамках реструктуризации задолженности в марте 2010 года

Объем кредита	39,3 млрд руб.
Дата окончания синдикации	Март 2010 года
Срок кредита, мес.	60
Кредиторы	ОАО «Сбербанк России», ОАО «Банк ВТБ», ОАО «Газпромбанк», ЗАО «АКБ «Абсолют Банк», ОАО «Альфа-банк», ЗАО «КБ «Гарантии Банк – Москва», ЗАО «Кредит Европа Банк», ОАО «Банк Петрокоммерц», ОАО «Уралсиб», ЗАО «ЮниКредит Банк», ЗАО «Райффайзенбанк», ООО «Барклайс Банк», ЗАО «Королевский Банк Шотландии», ЗАО «Банк Сосьете Женераль Восток», ООО «Эйч-эс-би-си Банк (PP)», ОАО «Сведбанк», Commerzbank AG, Natixis, Credit Suisse Int., Erste Group Bank AG, Sumitomo Mitsui Banking Corporation Europe Limited, Nomura International plc.
Ведущий организатор	ОАО «Сбербанк России»
Дополнительная информация	Ставка по кредиту: ставка рефинансирования ЦБ РФ + 400 б. п. Отсрочка выплаты основного долга – 2 года Отсрочка выплаты процентов – 6 месяцев Обеспечение: имущество предприятий группы «ГАЗ» (недвижимость, основные средства, товары в обороте), поручительства 22 компаний группы «ГАЗ» и государственная гарантия Российской Федерации

с отсутствием надлежащей юридической документации. В процессе подготовки этого синдицированного кредита был создан пакет юридической документации, который в данный момент используется в качестве образца при реализации синдицированных сделок в соответствии с отечественным законодательством (табл. 1).

В период преодоления кризисных явлений на рынке синдицированного кредитования проявилась тенденция к участию региональных подразделений российских банков в синдицированных кредитах. Благодаря этому российские банки, в частности в регионах, получили доступ к самым современным банковским технологиям, а значит, и шанс повысить свою конкурентоспособность на российском финансовом рынке. Скорее всего, данное направление кредитования получит дальнейшее развитие, так как в ближайшие годы Правительство РФ не планирует менять правила допуска иностранного капитала на российский банковский рынок [2].

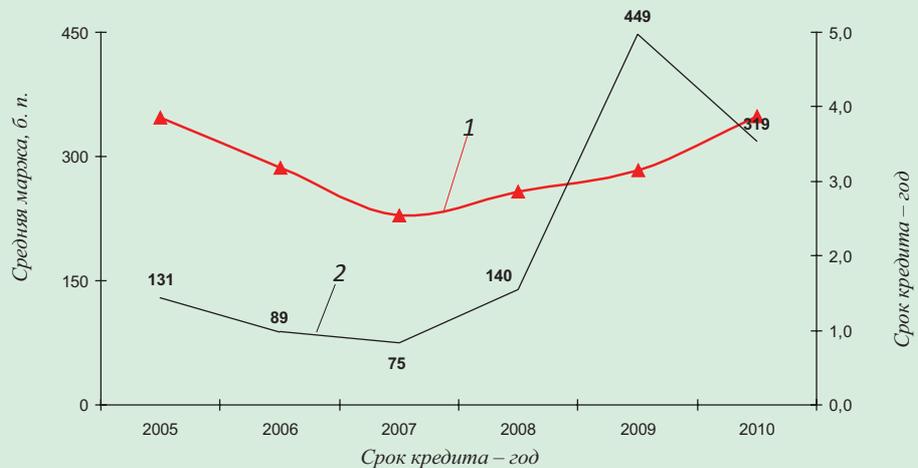
Это дает основания прогнозировать увеличение значимости синдицированных кредитов для финансирования предприятий в регионах. Динамика ценовых параметров синдицированных кредитов для региональных компаний будет коррелировать с изменением стоимостной оценки риска российских компаний в целом со стороны инвесторов.

Кроме того, синдицированное кредитование частично заместило облигационные займы, оно стало наиболее привлекательным источником финансирования для компаний, чьи потребности в финансовых ресурсах постоянно увеличиваются. Так, в 2007–2010 годах объем рынка облигаций составил более 67 млрд долл. США, в том числе 70% приходилось на еврооблигации, а 30% – на облигации, выпущенные на внутреннем рынке. В 2008 году темпы роста российского рынка облигаций существенно снизились. Уменьшение объема выпусков произошло под влиянием дефицита ликвидности и возросшего риска фиксированных процентных ставок.

Особенно наглядно это проявилось в 2007–2008 годах. Например, в 2007 году общий объем синдицированных кредитов превысил 60 млрд долл., а в 2008 году на российском рынке уже

было организовано более 100 сделок на общую сумму, превышающую 40 млрд долл. США (рис. 2). После общего значительного падения активности на мировом финансовом рынке в 2009 году российский рынок синдицированного кредитования продемонстрировал сдержанный рост в 2010 году, и общий объем закрытых

Рис. 3. Ценовой тренд на рынке синдицированного кредитования по данным Dealogic



1 – средний срок кредита – год; 2 – средняя маржа, б. п.

сделок оказался в два с лишним раза меньше, чем в 2008 году.

В докризисный период рост экономики страны в целом и более заметное проявление интереса к российскому рынку со стороны инвесторов дали основания для расширения предложений со стороны кредиторов и соответствующего снижения стоимости различных долговых инструментов, включая синдицированные кредиты. Во второй половине 2007 года кризис ипотечного кредитования, начавшийся в США, стал сказываться на экономике других стран, и российский рынок синдицированного кредитования тоже ощутил влияние негативных тенденций, однако в меньшей степени по сравнению с другими сегментами долгового рынка.

Отметим ключевые характеристики данного сегмента рынка в 2008–2010 годах. За этот период не только дочерние подразделения транснациональных банков, традиционно активные на рынке синдицированного кредитования, но и некоторые российские банки предлагали российским заемщикам свои услуги в этом сегменте долгового рынка [1].

Таблица 2

Изменение среднего уровня маржи в различных секторах экономики (по данным Dealogic)

Отрасль	Средняя взвешенная маржа, б. п.		Изменение маржи, б. п.
	до кризиса	после кризиса	
Металлургия и горнодобыча	97,5	171,0	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

Таблица 3

Параметры синдицированных кредитов для крупнейших российских компаний (по данным Dealogic)

Заемщик	Рейтинг, S&P/M/F	Дата закрытия сделки	Объем, млн долл.	Маржа, б. п.	Срок кредита, лет
Нефтегазовый сектор					
Газпром Нефть	BB+/Ba2/-	14.09.2007	2200	75	3
Газпром Нефть	BBB-/Ba2/-	01.07.2008	1000	162,5	3; 5
Газпром Нефть	BBB-/Baa3/-	07.2010	1500	210	5
ЛУКОЙЛ	BB+/Baa2/BBB-	25.04.2007	250	40	5
ЛУКОЙЛ	BBB-/Baa2/BBB-	12.06.2008	1000	90	3; 5
ЛУКОЙЛ	BBB-/Baa2/BBB-	11.2008	530	325	3
ЛУКОЙЛ	BBB-/Baa2/BBB-	08.2009	1200	400	3
Металлургия и горнодобыча					
Евраз	BB-/Ba3/BB	01.02.2007	1800	110	1
Евраз	BB-/Ba3/BB	21.11.2007	3214	180	5
СУЭК	NR	17.05.2007	650	126	5
СУЭК	NR	15.04.2008	800	165	3; 5
СУЭК	NR	11.2010	700	325	3
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 RetailGroup	BB-/B1/-	18.12.2007	1100	225	3
X5 RetailGroup	BB-/B1/-	09.2010	800	250	3

Одновременно рынок синдицированного кредитования постепенно стал превращаться из рынка заемщика в рынок кредитора. Банки предпочли более избирательную политику, и заемщики вынуждены соглашаться на условия сделки, продиктованные кредиторами. Финансовые институты стали аккуратнее распределять страновые лимиты и, принимая решения о предоставлении финансирования, уделяют более пристальное внимание кредитной истории заемщика. Некоторые финансовые организации приступили к пересмотру распределения кредитных лимитов для компаний, работающих в тех сферах отечественной экономики, которые оказались в большей мере подвержены влиянию кризиса. Следовательно, предложение сократилось, что повлекло за собой рост цены на данный вид услуг [4].

Таким образом, кредиторы не только повысили цены, ориентируясь на заемщиков из первого эшелона, но и стали рассматривать как приоритетные транзакции с наиболее надежной и обеспеченной структурой. Основания для подобного вывода дает анализ среднего срока кредита и средней маржи по организованным

синдицированным кредитам для крупнейших российских корпоративных клиентов и финансовых институтов (рис. 3).

Начиная с четвертого квартала 2007 года стоимость синдицированных кредитов, скорректированная с учетом рыночных условий, резко поползла вверх. Для ведущих финансовых институтов рост маржи в среднем составил 34

базисных пункта, для крупнейших компаний – от 70 до 100 базисных пунктов (табл. 2).

Если в 2005–2007 годах компании нефтегазовой отрасли чаще других привлекали средства на рынке синдицированного кредитования, то в 2008–2010 годах наибольшее количество синдицированных сделок заключили предприятия горнодобывающей и металлургической промышленности.

Для компаний данного сектора изменение средневзвешенной маржи составило 73,5 б. п.

В качестве примера можно привести ОАО «СУЭК», которое в мае 2007 года получило синдицированный кредит на 5 лет со средней маржой 126 б. п. В апреле 2008 года компания закры-

во время кризиса, составил в среднем 75 б. п., и были все основания предполагать, что привлечение финансирования в данный сектор экономики, отличающийся высокой чувствительностью к стоимости заимствований, обойдется существенно дороже.

Однако сохранившийся высокий спрос, особенно со стороны дискаунтеров, и финансовое состояние компаний розничной торговли, которые оказались более устойчивы к кризисным явлениям, обеспечили сохранение маржи по синдицированным кредитам для розничных сетей на прежнем уровне. Например, в январе 2008 года крупнейшая в России розничная сеть X5 RetailGroup взяла синдицированный кредит

Таблица 4
Параметры синдицированных кредитов для крупнейших российских финансовых институтов (по данным Dealogic)

Заемщик	Рейтинг, S&P/M/F	Дата закрытия сделки	Объем, млн долл.	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
Банк Москвы	–/Baa1/BBB–	12.2008	177	150	2,5
Банк Москвы	–/Baa1/BBB–	12.2009	350	320	2
Сбербанк	–/Baa2/BBB+	18.12.2007	750	45	3
Сбербанк	–/Baa1/BBB+	03.10.2008	1200	85	3
ВТБ	BBB/Baa2/BBB	27.04.2006	600	38	3
ВТБ	BBB+/Baa2/BBB+	23.06.2008	1400	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
Внешэкономбанк	BBB/Baa1/BBB	10.2008	470	75	3
Внешэкономбанк	BBB/Baa1/BBB	01.2010	875	275	3
МДМ Банк	B+/Ba2/BB	10.2009	250	400	1

ла синдицированный кредит, состоящий из двух траншей, на срок 3 года и 5 лет со средней маржой 165 б. п. В ноябре 2010 года компания взяла синдицированный кредит на сумму 900 млн долл. США с маржой 325 б. п. За время, прошедшее с момента закрытия первой сделки, финансовые показатели фирмы и ее кредитное качество улучшились. В нефтегазовой отрасли рост маржи составил в среднем от 50 до 90 б. п.

Если сравнивать с докризисными показателями, то рост маржи по синдицированным кредитам, предоставленным российским розничным сетям

на сумму 1,1 млрд долл. с плавающей ставкой и маржой 225 б. п., а в сентябре 2010-го закрыла синдицированный кредит на сумму 0,9 млрд долл. с маржой 250 б. п.

Стоимость организации синдицированного кредита включает в себя комиссионную составляющую (комиссию за организацию), размер которой, как правило, является закрытой информацией. По нашему мнению, в 2008–2010 годах такие комиссии увеличивались быстрее, чем маржа, и данная тенденция, возможно, сохранится в будущем [3]. Конкретные примеры изменив-

шихся условий привлечения синдицированных кредитов в различных сферах экономики приведены в табл. 3.

Сложившаяся тенденция не могла не сказаться 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 маржа по синдицированным кредитам в среднем выросла на 40 б. п. Типичные данные приведены в табл. 4.

Значительное число организованных в 2008–2010 годах синдицированных сделок имело клубный характер. В тех случаях, когда кредит синдицировался, основная часть средств часто поступала от уполномоченных ведущих организаторов до начала общей синдикации, а для продажи на рынке предлагалась лишь небольшая часть суммы кредита.

При этом уполномоченных ведущих организаторов стало существенно больше, чем в докризисный период. Таким образом, снижается риск недобрать заявленную сумму кредита. Если в 2007 году большинство сделок с участием крупнейших заемщиков закрывалось с переподпиской, несмотря на более низкие ставки по кредитам, то в 2008–2010 годах активные участники рынка синдицированного кредитования стали свидетелями закрытия таких сделок, которые закрывались, хотя изначально заявленная сумма так и не была набрана.

Транснациональные банки, принадлежащие к числу наиболее активных участников рынка синдицированного кредитования, приостановили свою деятельность или снизили активность. Некоторые российские финансовые институты, испытывающие острую потребность в ликвидности, приостановили текущие синдицированные сделки, отложив их закрытие до стабилизации ситуации на мировом и российском финансовых рынках. В связи с этим активность заемщиков и кредиторов на первичном рынке синдицированных кредитов практически свелась к нулю.

Для отечественных финансовых организаций стоимость привлечения финансовых ресурсов на межбанковском рынке значительно возросла. Российское правительство приняло меры в целях оздоровления финансового сектора. По оценкам аналитиков, если до начала кризиса около 2/3 заимствований российских компаний были обеспечены национальными банками, а оставшаяся треть – банками с иностранным участием, то в настоящее время государство частично компенсирует отсутствие кредитов со стороны

иностраных инвесторов, самостоятельно предоставляя кредиты крупнейшим российским компаниям при посредничестве банков с государственным участием [5].

В данной ситуации возникает логичный вопрос: что же будет с рынком синдицированного кредитования в 2011 году? По нашему мнению, полноценное открытие классического рынка синдицированных кредитов возможно только в третьем-четвертом кварталах 2011 года. По итогам 2010 года объем рынка оказался меньше, чем в 2008 году, также существенно меньше и активных банков-организаторов.

Однако по сравнению с 2009 годом статистические показатели 2010 года оказались значительно лучше, что позволяет надеяться на сохранение данной положительной тенденции в будущем.

Высока вероятность того, что в 2011 году определение цены будет зависеть в большей степени от кредитного качества заемщика и от структуры сделки и предлагаемого обеспечения и в меньшей степени от стоимости аналогичного вида финансирования для компаний-конкурентов, поскольку, скорее всего, активность на рынке синдикаций будет низкой, сделки окажутся единичными и сложно будет найти соответствующую базу для сопоставления. Что касается формы участия банков, то это будут в основном клубные сделки, круг участников которых будет ограничен ключевыми для заемщика банками.

Важную роль будет играть возможное предоставление дополнительных банковских услуг уполномоченными ведущими организаторами заемщику.

Вместо стандартных Libor или Euribor в качестве базовой ставки выступит средневзвешенная ставка привлечения фондирования банками-организаторами. Что касается валюты кредитов, ожидается увеличение количества сделок, номинированных в рублях. В целом, на данном этапе трудно делать точные прогнозы, так как рынок ждет стабилизации на новом ценовом уровне, становление которого будет зависеть от общей ситуации на мировом и российском финансовых рынках.

Следует отметить, что в настоящее время банки постепенно проявляют интерес к крупным региональным компаниям, прежде всего к тем, которые работают в нефтегазовом секторе или являются инновационными предприятиями. В частности, данная тенденция прослеживается в организации клубных синдицированных кредитов для компаний группы «Энергопром» в июле 2010 года и нефтегазовой компании «Енисей» в конце прошлого года.

На наш взгляд, можно говорить о благоприятных перспективах участия российских банков, особенно их региональных подразделений, в структурированных сделках на рынке долгового финансирования. Это подтверждают успешная реструктуризация задолженности компаний группы «ГАЗ» с помощью синдицированного кредита и повышение активности Сбербанка, который ранее не был заинтересован в развитии синдицированного кредитования как инструмента рынка долгового финансирования.

Необходимо отметить, что на данном этапе преодоления последствий мирового финансово-экономического кризиса синдицированное кредитование может стать очень выгодным источником финансирования для российских предприятий. Прежде всего, это связано с доступностью данного инструмента для компаний, не имеющих возможности воспользоваться другими инструментами финансового рынка (облигациями, IPO и др.). Синдицированные кредиты являются публичным инструментом и положительно влияют на стоимость и имидж компании, при этом его участники со стороны кредиторов определяются с согласия заемщика, который получает возможность улучшить свою договорную позицию и привлечь значительные объемы финансирования на выгодных условиях. Особенно

стоит отметить то, что в России наиболее активными участниками рынка синдицированного кредитования являются дочерние банки крупнейших транснациональных банковских групп, которые располагают достаточно дешевыми ресурсами в иностранной валюте по сравнению с российскими банками.

За последние 2–3 года российские банки стали активнее действовать в данном сегменте рынка долгового финансирования и предлагают рублевое финансирование по более привлекательным ставкам. В результате синдицированное кредитование, являющееся инновационным инструментом для российского финансового рынка, способствует интенсификации конкуренции между российскими и транснациональными банками, что положительно влияет на эффективность использования российскими заемщиками финансового рычага. Однако необходимо отметить, что в России существуют проблемы правового регулирования синдицированного кредитования, из-за чего развитие этого сегмента финансового рынка происходит медленнее. Многолетняя мировая практика синдицированного кредитования доказывает позитивную роль данного инструмента в развитии экономики, особенно в процессе преодоления кризисных явлений.

Список литературы:

1. **Гуманков К.** Кредит напоказ // Финанс. 2005. 21. февр. № 7 (97). Режим доступа: <http://www.finansmag.ru/13060>.
2. О стратегии развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2015 года. Заявление Правительства РФ и ЦБ РФ. Проект. М., 2010.
3. **Ордынская И.** Особенности синдицированных кредитов // Финансовый директор. 2007. № 12. Дек. Режим доступа: <http://www.fd.ru/reader.htm?id=28968#>.
4. **Cetorelli N., Goldberg L.** Global Banks and International Shock Transmission: Evidence from the Crisis // USA National Bureau of Economic Research, Working Paper 15974, May 2010.
5. The day after tomorrow. A PricewaterhouseCoopers perspective on the global financial crisis/PricewaterhouseCoopers. 2009. Режим доступа: http://www.pwc.com/gx/en/financial-services/day-after-tomorrow/index_flash.html