

Ю.А. ПИНЯГИН

СИНДИЦИРОВАННОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ КАК ИНСТРУМЕНТ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕСУРСОВ

В настоящее время на мировом финансовом рынке используется множество разнообразных долговых инструментов, позволяющих привлечь значительные суммы финансовых ресурсов на различных условиях. В текущем постреcessionном состоянии мировой экономики именно синдицированный кредит приобретает особую актуальность ввиду относительно низкого уровня риска отдельного кредитора. Синдицированный кредит, сочетая особенности публичного и частного финансирования, позволяет привлечь суммы, сопоставимые с выпусками облигаций, однако при значительно меньших издержках и временных затратах.

В мировой теории финансов заемные ресурсы в зависимости от срока привлечения принято делить на три основных типа:

1) краткосрочные (до 1 года) — банковские кредиты на пополнение оборотного капитала, вексельные программы;

2) среднесрочные (1–5 лет) — инвестиционные банковские кредиты, синдицированные кредиты, бридж-кредиты под будущее IPO (Initial Public Offering — первичное размещение акций), вексельные займы, облигационные займы, CLN (Credit Linked Notes — структурированные долговые расписки);

3) долгосрочные ресурсы (свыше 5 лет) — инвестиционные банковские кредиты, синдицированные кредиты, ЕСА-финансирование (Export Credit Agency — агентство кредитования экспорта), евробонды [1].

Инструменты внешнего финансирования можно классифицировать по их структуре, что отражено на рис. 1.



Рис. 1. Категории инструментов внешнего финансирования

Юрий Анатольевич ПИНЯГИН, магистр экономических наук, экономист Департамента международных и фондовых операций ЗАО «Альфа-Банк».

Если рассматривать привлечение внешних инвестиционных средств параллельно с развитием банка или крупного предприятия, то можно заметить, что в начале своей деятельности средства привлекаются в основном за счет двухсторонних кредитов. Позже, когда средств отдельных финансовых институтов оказывается недостаточно для полноценного развития бизнеса наряду с реализацией крупных инвестиционных проектов, компании прибегают к использованию синдицированного финансирования или выпуску еврооблигаций. Как показывает практика, зачастую организовать привлечение синдицированного кредита оказывается проще и дешевле, чем производить эмиссию евробондов.

Наиболее сложным и крупномасштабным способом привлечения внешних ресурсов является выход банка или крупной компании на зарубежный рынок капитала посредством IPO. Осуществление IPO планировалось некоторыми белорусскими банками, однако их реализации помешал мировой финансово-экономический кризис.

Исходя из сказанного, можно сделать вывод, что синдицированное кредитование занимает место между инвестиционным банковским кредитом и IPO, являясь наиболее универсальным звеном в системе долговых инструментов. Однако, как и любая из альтернатив, он имеет свои преимущества и недостатки, речь о которых пойдет ниже.

Синдицированный кредит, по сути, схож с инвестиционным банковским кредитом, в котором контрагентом (инвестором) компании-заемщика выступают несколько банков, организованных в пул во главе с организатором займа. Синдицированный кредит может применяться в следующих случаях: открытый доступный кредитный лимит заемщика в основном обслуживающем банке недостаточен для финансирования инвестиционного проекта заемщика; процентная ставка, предложенная банком по инвестиционному кредиту, выше ожидаемой заемщиком; если управление риск-менеджмента обслуживающего банка оценивает инвестиционный проект как слишком рискованный для инвестиционной политики банка и рекомендует распределить риск между несколькими банками.

Объем использования синдицированного кредита на мировом финансовом рынке в сравнении с другими инструментами привлечения международного заемного финансирования иллюстрирует рис. 2. Заметно, что синдицированный кредит ввиду своих универсальных характеристик наряду с облигациями является основным средством привлечения средне- и долгосрочного заемного капитала на мировом финансовом рынке.

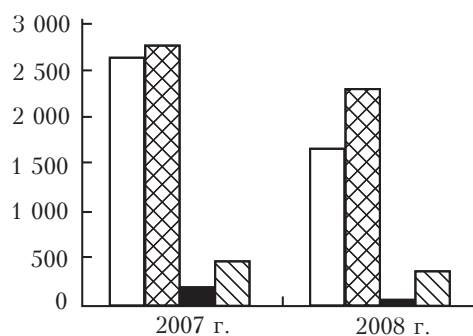


Рис. 2. Объемы использования инструментов финансирования, млрд дол. США: □ — синдицированные кредиты; ▩ — облигации; ■ — денежный рынок; ▨ — акции [2, 299 — 329]

Практика показала, что привлечь синдицированные кредиты объемом, превосходящим 10 млн дол. США, пока может достаточно узкий круг крупных промышленных компаний, ориентированных на экспорт продукции либо имеющих стабильный внутренний рынок. Банками при принятии решения об участии в синдицированном кредите учитываются такие характеристики заемщика, как стабильное финансовое состояние, информационная прозрачность, положительная кредитная репутация и др.

Синдицированное кредитование в странах СНГ, как и на Западе, базируется на следующих основных принципах:

- совместная ответственность — когда пул кредиторов выступает по отношению к заемщику как единая сторона. Кредиторы несут совместную ответственность перед заемщиком, а он — перед всеми ними одновременно;
- равноправие кредиторов — когда ни один из банков не имеет преимуществ по взысканию долга, а все средства, поступающие для погашения кредита или от реализации обеспечения, делятся между ними пропорционально предоставленной каждым сумме;
- единство документации — когда все заключаемые в рамках кредита договоры и соглашения являются многосторонними, подписываются всеми кредиторами и заемщиком без возможности заключения отдельных соглашений;
- единство информации — когда вся информация, относящаяся к синдицированному кредиту, должна быть известна и всем кредиторам, и заемщику. Обмен информацией осуществляется через банк-агент, который обеспечивает ею всех участников сделки [3].

Эффективность синдицированного кредитования может быть рассмотрена как с позиции заемщика, так и банков-участников. Заемщик при синдицированном кредитовании имеет следующие преимущества:

- возможность получения кредита в большем размере, чем это может позволить средний по размеру активов банк;
- показывает высокую квалификацию своего предприятия и укрепляет его репутацию на локальном и международном рынках капитала;
- может существенно расширить базу кредиторов;
- сочетает публичное финансирование с индивидуальным банковским подходом;
- экономит на издержках по сравнению с привлечением кредитов от разных банков [4, 26–102].

Поскольку синдицированный кредит позволяет заемщику одновременно открыть лимиты на проведение активных операций во многих банках, то можно использовать это для покрытия кассовых разрывов в двустороннем порядке — нередко после выдачи синдицированного кредита остается много свободных лимитов как в банках — участниках синдиката, так и в тех банках, которые не успели войти в сделку. Более того, синдицированный кредит по желанию всех сторон может быть пролонгирован или рефинансирован силами прежних или новых участников. Заемщик получает широкие возможности по управлению своим кредитным портфелем на протяжении всего срока синдицированного кредита, а также по его истечении.

Банки-участники, в свою очередь, могут:

- диверсифицировать риски кредитного портфеля за счет компаний, с которыми ранее не было прямых отношений, диверсифицировать кредитные риски за счет предоставления относительно небольшой суммы;
- развивать впоследствии операции с заемщиком на двусторонней основе и расширять клиентскую базу;
- пользоваться уже подготовленной информационной базой и документами, снижать риски невозврата кредита, так как заемщик рискует отношениями не только с одним кредитором, но и со всем рынком.

Преимущества синдицированного кредита:

- отсутствие ограничений по сумме займа в отличие от обычного кредита и облигационного займа, особенностей налогообложения, обязательного аудита, относительно невысокие требования по раскрытию информации;
- организация синдицированного кредитования не требует создания SPV (Special purpose vehicle — компании специального назначения), как при выпуске кредитных нот. Не требуется листинг на бирже, поскольку это кредит, а не ценные бумаги, как кредитные ноты или еврооблигации;
- процентная ставка по синдицированному кредиту обычно ниже, чем по аналогичным инструментам.

Синдицированные кредиты в значительном объеме торгуются на вторичных рынках США и стран Западной Европы. Развитый вторичный рынок стимулирует ликвидность первичного сегмента. Обычной практикой на мировом рынке является рефинансирование среднесрочного синдицированного кредита эмиссией облигаций на тот же либо более короткий срок (рис. 3).

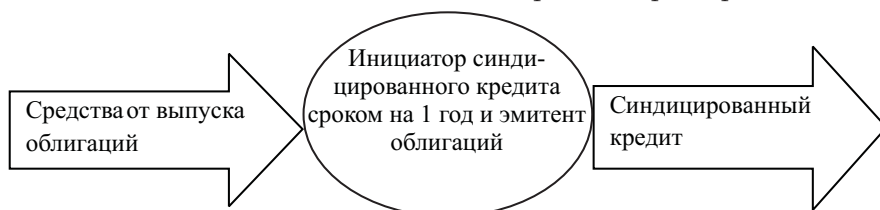


Рис. 3. Схема организации рефинансирования синдицированного кредита

Стандартизация документации для торговли долговыми инструментами в значительной степени способствовала повышению уровня ликвидности их рынков в мировом масштабе. Показателем ликвидности займа на вторичном рынке является степень распространенности и общепринятость оговорок о переуступке требований по кредиту. В период с 1993 по 2003 г. рынок США имел самую большую в мире долю синдицированных кредитов, переданных одним кредитором другому, которая составила 25 % общего количества синдицированных кредитов. В Европе этот показатель за тот же период был равен 10 % [5, 98–117].

Структуру вторичного рынка синдицированных кредитов можно изучить на примере наиболее развитого американского вторичного рынка. Вторичный рынок США состоит из трех сегментов:

- 1) инструменты, торгуемые по номинальной/около номинальной стоимости;
- 2) леввериджевые (высокодоходные) инструменты;
- 3) инструменты со стоимостью ниже номинальной.

Как показывает практика, большая часть ликвидности рынка приходится на третий сегмент.

Участников вторичного рынка можно разделить на три категории: маркет-мэйкеры; активные трейдеры; случайные продавцы или инвесторы [6].

К маркет-мэйкерам относятся в основном крупные коммерческие и инвестиционные банки. Учреждения, активно вовлеченные в организацию первичного займа, имеют преимущество в торговле на вторичном рынке не в последнюю очередь благодаря своему опыту в составлении кредитной документации.

Активными трейдерами также являются преимущественно инвестиционные и коммерческие банки, торговцы долгами бедствующих компаний и так называемые фонды-стервятники (взаимные инвестиционные фонды, которые вкладывают деньги в не пользующуюся спросом недвижимость в надежде на повышение спроса после реконструкции). Нефинансовые учреждения и прочие институциональные инвесторы, такие как страховые компании, торгуют на вторичном рынке синдицированной задолженности в меньшем объеме.

Случайные участники могут как продавать задолженность для урегулирования своего баланса, так и выступать в роли инвесторов. Урегулирование баланса происходит путем изъятия задолженности со счетов в целях соответствия законодательным нормативам, хеджирования от рисков или управления ликвидностью.

Динамика развития вторичного рынка синдицированных кредитов США и стран Западной Европы за 2002–2008 гг. отображена на рис. 4.

Подводя итог по вторичному рынку, можно отметить, что особенно успешны в продаже синдицированной кредитной задолженности банки США, передавшие в 2005 г. около четверти своих проблемных активов небанковским инвесторам. Покупая такую задолженность на вторичном рынке, инвесторы получают возможность войти на новые рынки, которые при первичной продаже для них недоступны. Притом стоит заметить, что хотя объем вторичного рынка постоянно рос до

кризисного периода, продемонстрировав свое максимальное значение в 2006 г., он все еще остается довольно небольшим по сравнению с общим объемом рынка.

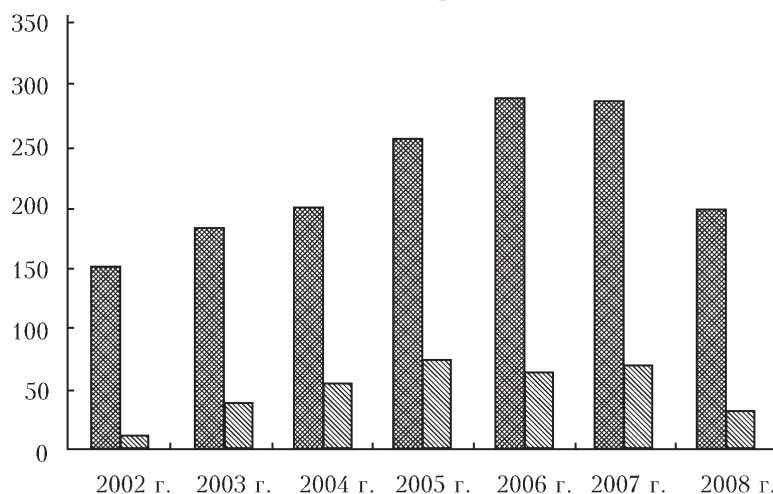


Рис. 4. Динамика развития вторичного рынка синдицированных кредитов, млрд дол. США: ■ — США; □ — Европа [7]

В заключение необходимо отметить, что для успешного привлечения синдицированного кредита по приемлемой стоимости заемщику необходимо соответствовать некоторым критериям, в частности, иметь имя на международном рынке капитала, кредитный рейтинг не ниже группы «В» и высокую капитализацию по сравнению со своими конкурентами в отдельно взятой стране или регионе. Также кредиторы обычно отдают предпочтение заемщикам, уже имеющим опыт в привлечении синдицированных кредитов или иных видов среднесрочного международного финансирования.

В значительном объеме международное финансирование в Республике Беларусь может привлекаться двумя основными категориями заемщиков: системообразующими государственными банками и дочерними банками международных банковских групп. По размеру активов эти банки являются крупными, обладают достаточной рыночной капитализацией и могут укреплять свои позиции в банковском секторе Республики Беларусь с помощью действенной поддержки со стороны государства или своих материнских компаний. Последнее является абсолютно нормальной практикой функционирования транснациональных банков. Такие банки при привлечении синдицированных кредитов опираются на мировой имидж своих материнских банков, которые нередко выступают для них в роли организаторов синдикации.

Литература и электронные публикации в Интернете

1. *Steffen, S.* Syndicated loans, lending relationships and the business cycle / S. Steffen, M. Wahrenburg. — 2008. — Goethe University Frankfurt, Working paper.
2. *Thomas, H.* The integration of bank syndicated loan and junk bond markets / H. Thomas, Z. Wang // *Journal of Banking and Finance* — 2004. — □ 28.
3. *Жемчугов, А.* Синдицированное кредитование как инструмент мобилизации кредитных ресурсов / А. Жемчугов // *Рынок ценных бумаг [Электронный ресурс]*. — 2007. — □ 20. — Режим доступа: http://www.sostav.ru/articles/2001/02/21/rcb_5/. — Дата доступа: 04.02. 2010.
4. *Dennis, S.* Syndicated loans / S. Dennis, D. Mullineaux // *Journal of Financial Intermediation*. — 2009 — □ 21.
5. *Coleman, A.D.F.* Do bank characteristics influence loan contract terms / A.D.F. Coleman, N. Esho, I.G. Sharpe // *Journal of Financial Services Research*. — 2006. — □ 30.
6. *Doing business 2009* // The International Bank for Reconstruction and The World Bank [Electronic resource]. — 2009. — Mode of access: [http://doingbusiness.org/Downloads/DB_2009_English\(1\).pdf](http://doingbusiness.org/Downloads/DB_2009_English(1).pdf). — Date of access: 04.02. 2010.
7. *Transforming the Syndicated Loan Market* // The Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) [Electronic resource]. — 2008. — Mode of access: http://www.dtcc.com/downloads/leadership/whitepapers/Transforming_Syndicated_Loan_Market.pdf. — Date of access: 04.02. 2010.

□□□□□□□□□□ □□□□□□□□□□ □□□□□□□□□□ □□□□□□□□□□. □□□□□□□□□□.
 □□□□□□□□□□ □□□□□□□□□□□□□□ □□□□□□□□□□□□ □□□□□□□□□□. □□□□□□□□□□.