Корчминский Александр Владимирович. Синдицированные кредиты и еврооблигации как формы привлечения внешнего долгового финансирования российскими банками : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Корчминский Александр Владимирович; [Место защиты: С.-Петерб. гос. ун-т]. - Санкт-Петербург, 2007. - 220 с. : ил. РГБ ОД,

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА I. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ДОЛГОСРОЧНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНОСТРАННОГО КАПИТАЛА БАНКАМИ 11

1.1. Долгосрочные евробумаги как способ привлечения заемного капитала 11

1.2. Сущность и методы сивдицирования как способа организации банковского

кредита , 44

ГЛАВА II. РАЗВИТИЕ РОССИЙСКИМИ БАНКАМИ ИСТОЧНИКОВ ВНЕШНЕГО

ФИНАНСИРОВАНИЯ 69

2.1. Первичное освоение российскими банками международных источников финансирования 69

2.2. Кризис и коллапс рынка внешних заимствований в России 81

2.3. Возрождение и развитие российского рынка внешних заимствований 94

ГЛАВА III. ОСОБЕННОСТИ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА ВНЕШНИХ

ЗАИМСТВОВАНИЙ РОССИЙСКИХ БАНКОВ 123

3.1. Анализ основных черт синдицированного кредитования в России 123

3.2. Перспективы развития рынка синдицированных кредитов в России 145

3.3. Сравнительный анализ синдицированных кредитов и займов по евробумагам для

российских банков 156

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 176

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ 196

Приложение 1. Выпуск еврооблигаций через дочернюю финансовую компанию 203

Приложение 2. Выдержка из Инструкции ЦБ РФ №110-И от 16 января 2004г. «Об

обязательных нормативах банков» 204

Приложение 3. Основные разделы договора о синдицированном кредитовании 207

Приложение 4. Еврооблигации корпоративных эмитентов 209

Приложение 5. Данные о размещенных кредитных нотах в России (Credit Link Notes)...211 Приложение 6. Организация синдицированных кредитов Банком Зенит и оценка их

стоимости 212

Приложение 8. Рейтинги банков 216

Приложение 9. Представление рискованности различных типов облигаций и

привлекательности российских еврооблигаций 2IS

Приложение 10. Состояние рынка российских евробумаг (26.09.2005) 219

Приложение 11. Структура облигационного рынка в 2003г 220

**Введение к работе**

Актуальность исследования.

В последние годы некоторые российские банки, в основном входящие в первую двадцатку по размеру капитала и чистых активов, все в большей степени прибегают к заимствованиям на внешних рынках. Увеличиваются объемы заимствований, их сроки, улучшаются условия займов, расширяется круг используемых инструментов. Однако, большинство российских банков не имеют еще доступа к внешним займам. Длинные межбанковские валютные кредиты в России до сих пор не получили распространения. Также слабо развит рынок внутренних синдицированных кредитов. Внутренние ставки процента все еще превышают ставки на евровалютных рынках. Незначительное число российских банков имеют также возможность эмитировать и размещать на международных рынках свои еврооблигации, евроноты и другие евробумаги. Российские банки существенно отстают от западных по объемам размещенных евробумаг и привлеченных синдицированных кредитов. Несмотря на постепенное расширение инструментов внешних займов, российские банки используют пока далеко не все возможные современные инструменты, выработанные мировой практикой. Это относится, в особенности, к долговым бумагам. Так, практически не используются дисконтные бумаги, продлеваемые, слабо -индексируемые. Хотя некоторые российские компании привлекали внешние займы путем выпуска конвертируемых еврооблигаций, российские банки этот инструмент еще не использовали. Таким образом, для российской банковской системы в целом актуальной остается проблема поиска относительно дешевых источников валютных займов.

Внешние заимствования позволяют не только привлечь финансовые ресурсы, но и повысить имидж банка на международных рынках. Они важны и для повышения уровня капитализации российской банковской системы, что в настоящее время является одной из ее самых актуальных проблем.

Российское государство в начале 2000-х годов успешно решает проблему внешних долгов, в том числе по суверенным еврооблигациям, выпущенным до кризиса 1998г. Необходимость в новых внешних займах у международных финансовых организаций, крупных западных инвесторов в условиях резкого увеличения валютных поступлений в государственную казну, резервы Центрального банка снизилась.

Возникла определенная перестройка структуры внешних займов: с государственных - на корпоративные, включая банковские. Процесс обусловлен отмеченными выше проблемами и противоречиями. Таким образом, исследование этих проблем и путей их решения носит актуальный характер.

Степень разработанности проблемы.

В экономической литературе, как западной, так и отечественной, уделяется большое внимание исследованию проблем внешних заимствований через выпуск долговых бумаг и привлечение синдицированных кредитов. Достаточно полно исследованы актуальные вопросы, различные аспекты и инструментарий внешних заимствований, их механизм и эффективность для кредиторов и заемщиков, динамика мирового рынка.

Среди *западных*специалистов в сфере международных банковских финансов можно отметить работы таких авторов, как Robert С. Kuberek, Norman G. Perfley, Steven С. Blanc, Colin A. Carter, Coden J., Dunnigan D., Fabozzi F., Gallant P., Grabbe 0., Tony Rhodes и др.

Из российских авторов наибольший вклад в исследование проблем внешних займов российских банков и компаний внесли Д.Михайлов, Б. Рубцов, А. Краснов, О. Буклемишев, С. Егоров, А. Ивантер, Л. Красавина, С. Моисеев, В. Громковский, А. Рыбников, Е. Логовинский, А. Бояренков, О. Дяченко, Ю. Веретенников, Н.Орлова, К. Кутырин и др.

Ряд российских банков, таких как Альфа-Банк, Внешторгбанк, Росбанк, Международный Московский Банк, Зенит и некоторых других, проводят систематические исследования рынков еврооблигаций и синдицированных кредитов. Мониторинг этих рынков проводят также и некоторые международные банки, в особенности Банк Международных расчетов, финансовые, рейтинговые компании, в первую очередь Moody's Investors Services, Standard&Poor's Inc. и информационно-дилинговые системы, в частности Reuters.

Вместе с тем, ряд проблем требует более глубокой проработки. Прежде всего, это относится к исследованию факторов, которые могут обеспечить динамичное развитие внешних заимствований российских банков, сравнительной эффективности разных форм внешних займов, взаимосвязи между внешними и внутренними рынками синдицированных кредитов, определению особенностей займов российских банков.

Цель и задачи исследования.

Целью диссертационного исследования является выявление факторов и условий развития форм и механизмов внешнего долгового заимствования российских банков на основе анализа состояния и динамики рынков синдицированных займов, средне- и долгосрочных евробумаг.

Для достижения данной цели решаются следующие задачи:

1. Выявление основных типов евробумаг, эмитируемых российскими банками, и форм синдицированных кредитов.
2. Изучение механизма синдицирования кредитов и размещения еврооблигационных займов через банковские синдикаты.
3. Анализ тенденций развития внешних заимствований российских банков в исторической ретроспективе.
4. Выявление факторов, способствующих и препятствующих развитию форм внешнего заимствования российских банков.
5. Сравнительный анализ внутренних и внешних синдицированных кредитов **банков.**
6. Определение подходов к сравнению займов российских банков путем эмиссии и размещения евробумаг и привлечения синдицированных

кредитов.

**Объект и предмет исследования.**

Объектом исследования является рынок средне- и долгосрочных внешних заимствований российских банков в двух основных формах -синдицированных кредитов и евробумаг.

Предмет исследования - механизм и формы долгового внешнего **заимствования**российских банков.

**Теоретическая и методологическая основа исследования.**

Теоретической и методологической основой диссертационного исследования послужили работы отечественных и зарубежных экономистов по теории и практике внешних займов. В работе широко используются материалы сайтов Интернета, аналитические исследования рынка внешних . заимствований, проведенные банками, финансовыми, рейтинговыми компаниями.

При написании работы автором использовались законодательные и нормативные акты Российской Федерации, Постановления Правительства РФ, нормативные материалы Центрального Банка,

Обоснование теоретических положений и аргументация предложений и рекомендаций осуществлялись на основе реализации общенаучных методов диалектического, системно-функционального, структурного, объектно-субъектного анализа.

7 Научная новизна диссертационного исследования заключается в

разработке модели внешнего долгового финансирования путем привлечения синдицированных кредитов и выпуска еврооблигаций российскими банками.

Наиболее важные результаты, полученные лично автором в ходе научного исследования, содержащие научную новизну и выносимые на защиту, заключаются в следующем:

1. Раскрыты преимущества и недостатки форм синдицированных кредитов. *При синдицированном кредите без определения долевых условий*банки-участники путем открытия депозитов в банке-организаторе имеют возможность обойти ограничения центрального банка на предоставление займов отдельным заемщикам, что, однако, увеличивает для них риски кредитования. *Индивидуально инициированный синдицированный кредит*позволяет первоначальному кредитору «очистить баланс» для предоставления новых кредитов путем уступки части своих требований по договору с заемщиком другим кредиторам, но требует наличия развитого вторичного рынка синдицированных кредитов. *Совместно инициированный кредит*дает возможность объединить доли участия в отдельно заключенных с заемщиком кредитных соглашениях, однако увеличивает транзакционные издержки на согласование условий договоров (С. 122 - 124; 147 - 149).

2. Доказано, что *еврооблигационные*займы и синдицированные кредиты являются *взаимодополняющими способами долгового финансирования,*что обуславливается наличием у них индивидуальных преимуществ. Еврооблигации обеспечивают привлечение средств на более длительные сроки, менее жесткое воздействие кредиторов на заемщика, а синдицированные кредиты - большую гибкость в изменении условий, возможность использования для финансирования сделок слияний и поглощений (С.156- 158; 163 - 165).

3. На основе разработанных критериев осуществлена периодизация  
этапов *развития рынка внешних заимствований банков:*

докризисный период (середина 1995 г. - 17 августа 1998г.);

послекризисный (17 августа 1998г. - конец 2001г.);

возрождения (конец 2001г. - начало 2003 г.);

современный (с начала 2003г.).

*Основным признаком периодизации***является оценка**иностранными инвесторами, банками инвестиционной привлекательности российского рынка, кредитоспособности российских хозяйствующих субъектов международными рейтинговыми агентствами, экономической ситуации в стране (С.68 - 70; 74 - 75; 80 - 82; 93 - 94).

1. *Выявлены факторы, препятствующие развитию внешних займов российских банков,*к которым отнесены: несовершенство законодательства, отсутствие вторичного рынка синдицированных кредитов, саморегулируемых организаций, взаимное недоверие банков, наличие кредитного рейтинга западных агентств у ограниченного числа российских банков, общее недоверие иностранных инвесторов и кредиторов к российской банковской системе (С. 103 - 104; 134 - 136; 145-151).
2. *Определены факторы, способствующие развитию рынка внешних заимствований банков в России,*к которым отнесены: постепенное повышение инвестиционной привлекательности России; *успешное*погашение суверенных долгов Россией; тренд к снижению плавающих ставок процента на мировых рынках; снижение спрэда доходности между российскими банковскими займами и казначейскими обязательствами США; необходимость повышения уровня капитализации банковской системы; рост потребности банков в крупных валютных займах (С.93 - 94; 118 - 119; 151 -152; 166-167).

6. *Выявлены условия для развития внешних займов российских банков:*- внедрение в практику перекрестных синдикаций;

- развитие корреспондентских отношений между банками;

- повышение надежности займов путем их секьюритизации денежными  
потоками по выпущенным кредитным картам, ипотечным кредитам,  
автокредитам и др. банковским продуктам;

страхование займов у ведущих мировых страховых компаний;

использование последовательной серии займов (С.102 - 103; 108; 115-116; 150-151).

7. Доказана *возможность совместного развития внутренних и внешних рынков синдицированных кредитов*(С. 130 - 133). Показано, что российские банки не только являются заемщиками на рынке внешних заимствований, но и принимают активное участие в совместных синдикатах с западными банками как соорганизаторы и сокредиторы.

Практическая значимость работы.

Практическое значение проведенного исследования состоит в том, что выводы и рекомендации, содержащиеся в диссертации, могут быть использованы для развития нормативно-правовой базы в области регулирования внешних займов российских банков, совершенствования процедур и технологий при осуществлении синдикаций. Результаты исследования могут также найти применение при совершенствовании преподавания таких учебных дисциплин, как «Банковское дело» и «Международные валютно-кредитные отношения».

Апробация работы.

Основные положения и выводы диссертации обсуждались на

заседаниях кафедры теории кредита и финансового менеджмента Санкт-Петербургского Государственного Университета, нашли отражение в 6 публикациях автора общим объемом 1,46 п.л.

**10 Струюура и объем работы.**

Диссертационная **работа состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка использованной**литературы. **Работа**содержит 202 **страницы основного текста, иллюстрированных 10 рисунками, 15**

таблицами, а также 11 приложений.

## Долгосрочные евробумаги как способ привлечения заемного капитала

В отношении определения сущности синдицирования не существует больших расхождений. Чаще всего, под синдицированием имеется ввиду способ организации кредитов, при котором два или более банков заключают соглашение об объединении части своих ресурсов для предоставления кредита одному заемщику20.

Иногда в качестве синонима используют понятие «консорциальный кредит» , а банки, предоставляющие такой кредит, называют либо синдикатом, либо консорциумом. Так, в Большом экономическом словаре синдицированный кредит определен как кредит, предоставляемый банковским консорциумом за счет объединения ресурсов банков-участников .

Но следует при этом иметь в виду, что название консорциум может ввести в заблуждение. Дело в том, что в международной практике встречаются так называемые консорциальные банки, которые являются собственностью нескольких банков и являются постоянно действующими институтами 23 . В качестве примера можно привести лондонский консорциальный банк ORION, капитал которого поделен между 6 крупными западными банками. Одной из их основных задач таких банков является предоставление крупных кредитов заемщикам.

Безусловно, здесь есть сходство с синдицированными кредитами, которые также предоставляются группой банков. Но есть и одно принципиальное отличие: синдикаты банков - договорные объединения, которые создаются на временной основе, и действуют в период организации кредита и его обслуживания. После погашения кредита синдикаты прекращают свое существование, хотя это вовсе не исключает, что те же банки могут снова образовать синдикат для предоставления общего кредита какому-нибудь другому заемщику или прежнему.

Поскольку консорциальный банк - зарегистрированное юридическое лицо, кредитная организация, то на него распространяются общие правила по регулированию кредитов, в частности их предельной величины на одного заемщика или группу взаимосвязанных заемщиков. Как будет показано далее, в случае договорных синдицированных кредитов ограничения на максимальный размер кредита можно обходить.

Таким образом, во избежании недоразумений, по нашему мнению, лучше говорить отдельно о синдицированных и консорциальных кредитах.

Еще в одном источнике выделено два варианта синдицированного кредита :

1. Ссуда предоставляется заемщику группой кредиторов.

2. Один кредитор предоставляет кредиты сразу нескольким заемщикам.

В то же время подчеркивается, что в российской практике встречается только первый вариант, т.е. в соответствии с общепринятым подходом.

В экономической литературе мы встретили и несколько иное определение синдицированного кредита. О. Дяченко утверждает, что под синдицированными и аналогичными им ссудами подразумеваются ссуды, выданные банком заемщику, при условии заключения банком кредитного договора (договора займа) с третьим лицом. В таком договоре должно быть определено, что указанное третье лицо обязуется предоставить банку денежные средства25.

## Первичное освоение российскими банками международных источников финансирования

Процесс освоения российскими банками, компаниями и регионами международного рынка капитала можно с некоторой условностью разделить на следующие периоды: Сложно выбрать один единственный критерий. для разделения . периодов, но все же, по нашему мнению, развитие и периодизация заимствований российских организаций на международных рынках капитала, в определяющей степени зависит от развития экономической ситуации в стране, и, как следствие, оценки иностранными инвесторами, банками инвестиционной привлекательности российского рынка, кредитоспособности российских хозяйствующих субъектов международными рейтинговыми агентствами.

Мы дадим характеристику всех этапов, но наибольшее внимание сосредоточим на современном этапе.

Синхронность с экономическим развитием страны просматривается достаточно четко. На первом этапе, даже несмотря на достаточно высокий уровень инвестиционного риска страны с точки зрения иностранных специалистов, наблюдалась некоторая эйфория в отношении необходимости вложений капитала в российские долговые бумаги, а также предоставления синдицированных кредитов. С позиций современного дня понятно, что бум рынка ГКО-ОФЗ, доступ иностранных инвесторов на российские фондовые рынки породил их стремление воспользоваться высокой доходностью вложений в российские бумаги, в том числе и в еврооблигации. При этом, естественно, что высокая доходность привлекала, прежде всего, спекулятивных инвесторов.

Обвал фондового и валютного рынка в августе 1998г., объявленный дефолт по многим российским долговым обязательствам привели, с одной стороны, к различным вариантам реструктуризации долгов, а, с другой, фактически заморозили выпуск новых долговых обязательств. Во второй период новые займы российскими заемщиками, в том числе банками, практически отсутствовали.

По мере улучшения экономической ситуации в стране, роста валютных резервов от продажи нефти и газа в 2001 - 2003 гг. международные рейтинговые агентства повышали инвестиционный рейтинг России и рейтинги российских компаний и банков. Это означало, что последние снова получили возможность возобновить и постепенно наращивать объемы заимствований за рубежом. Данный период можно назвать условно «периодом оттаивания», возрождения доверия к российским заемщикам.

Наконец, с начала 2003г. экономический рост в стране стал достаточно устойчивым, платежный баланс положительным, крайне благоприятные цены на нефть и газ привели к резкому росту валютных поступлении. Еще больше выросли инвестиционные рейтинги российских заемщиков. Все это, как будет показано ниже, заметно активизировало рынок внешних заимствований России. Но все же, не будем забывать, экономическая и политическая ситуация в этот период оценивалась и оценивается неоднозначно. Западные инвесторы сохраняют настороженное отношение к российскому рынку. Объективными факторами, которые вызывают такую настороженность, является сохраняющийся относительно высокий по западным меркам уровень инфляции (около 10% и чуть более), отсутствие структурных изменений в экономике (положительный тренд обеспечивается, как уже сказано, благоприятными условиями на некоторых сырьевых рынках). К тому же, и концентрация власти только у определенных структур, принудительное разрушение самой сильной некогда российской компании ЮКОС, огосударствление в ряде ключевых секторов экономики (в частности, в банковской системе, нефтегазовом секторе - через покупку Газпромом частной компании Сибнефть и ликвидацию того же ЮКОСа) не способствуют повышению имиджа России.

## Анализ основных черт синдицированного кредитования в России

Договорно-правовые отношения между участниками консорциального кредитования оформляются в России :

- соглашением между кредиторами (кредитными учреждениями) о предоставлении кредита на консорциальной основе и выдаче в определенных размерах каждым участником кредита денежных средств заемщику на реализацию одобренного участниками (кредитными учреждениями) инвестиционного проекта;

- кредитными договорами, заключенными между заемщиком и каждым

участником консорциума.

Организация консорциального кредитования осуществляется: на территории России и стран СНГ - Управлением инвестиционного кредитования на территории России и стран СНГ Кредитного Департамента, за пределами России и стран СНГ - Управлением зарубежных проектов.

В главе 1 рассматривались подходы к определению синдицированного кредита. Здесь приводится точка зрения на синдицированные кредиты Банком России. Надо признать, что в последней редакции Инструкции об обязательных нормативах банков достаточно подробно рассмотрены различные варианты синдицированного кредитования (выдержка из Инструкции приведена в прил. 2). В Инструкции №110-И выделены три основных варианта синдицированного кредитования:

1. Совместный синдицированный кредит.

2. Индивидуально инициированный синдицированный кредит.

3. Синдицированный кредит без определения долевых условий.

Основная особенность совместного синдицированного кредита заключается в том, что в его рамках каждый из кредиторов заключает отдельный договор с заемщиком, но условия их по срокам и ставкам идентичны. Соответственно, требования на заемщика по возврату полученных денежных сумм (основного долга и процентов) носят индивидуальный характер и принадлежат каждому конкретному кредитору в размере и на условиях, предусмотренных заключенными договорами. На наш взгляд, это может создать проблему взаимоотношений между кредиторами по урегулирования задолженности с заемщиком. Как уже подчеркивалось в главе 1, при синдицированном кредитовании все кредиторы имеют равные права, а заемщик несет равную ответственность перед всеми кредиторами. Но при наличии отдельных договоров заемщик может де-факто отдавать приоритет в погашении обязательств тем или иным кредиторам. Кроме того, наличие множества договоров увеличивает транзакционные издержки. Видимо, эта форма возникает тогда, когда заемщик договаривается параллельно и независимо с несколькими кредиторами, а затем, на определенном этапе, стороны приходят к соглашению унифицировать условия договоров.

Завершается это тем, что заключается отдельный общий договор между банком-агентом и всеми кредиторами, в котором приведены общие условия синдицированного кредита.

Индивидуально инициированный синдицированный кредит возникает в результате уступки первоначальным кредитором своих требований по

125 первоначально заключенному кредитному договору другим кредиторам. Вероятно, упоминание об этой форме синдицированного кредита связано с тем, что он достаточно распространен в развитых странах. В то же время России эта форма пока, по имеющимся у нас данным, не получила распространения.

В синдицированном кредите без определения долевых условий банк-организатор синдиката не уступает свои доли по кредиту, а привлекает средства от других банков-кредиторов. Формально заемщик имеет дело, как и при обычном кредите, с одним кредитором, но на деле - с множеством кредиторов. В этом случае заемщик решает свои проблемы именно с организатором синдиката, а тот, в свою очередь, с другими банками-кредиторами. Здесь банк-организатор несет основной риск, поскольку при невозврате ему суммы долга или невыплате процентов ему придется далее самостоятельно урегулировать долги с другими банками. При двух других формах заемщик несет коллективную ответственность перед всеми кредиторами. При третьей форме банк-организатор выполняет фактически функцию финансового посредника между кредиторами и заемщиком. Он аккумулирует средства от других кредиторов.

Эта форма является наиболее распространенной в России. И именно при ней доля банка-организатора в самом кредите оказывается не самой большой.