

**Кредитный андеррайтинг как средство распределения финансовых рисков
в рамках финансирования корпоративного сектора банковскими
синдикатами**

Истомина Ю.В., Старший преподаватель кафедры «Финансов, денежного обращения и кредита», ФГАОУ ВО «УрФУ имени первого Президента России Б.Н. Ельцина», Екатеринбург, Россия

Мамедов Ф.А., магистрант кафедры «Финансов, денежного обращения и кредита», ФГАОУ ВО «УрФУ имени первого Президента России Б.Н. Ельцина», Екатеринбург, Россия

Аннотация. В статье рассматриваются и анализируются различные аспекты образования и функционирования финансовых (банковских) синдикатов, раскрываются существенные моменты распределения финансовых рисков между участниками синдикатов, а также описываются характерные отличительные черты финансовых синдикатов в развитых и развивающихся странах. Приводится развернутая характеристика и конкретизация синтетического наполнения термина «банковский (кредитный) андеррайтинг» в ракурсе процесса синдикации. Описываются финансовые риски и обобщаются различные точки зрения на природу этих рисков, возникающих в рамках синдицированного финансирования. Рассматриваются примеры практической реализации синдицированного финансирования. Разбираются текущие тенденции на отечественном рынке синдицированного финансирования.

Ключевые слова: банковский синдикат, кредитный андеррайтинг, синдицированное финансирование, синдицированный кредит.

**Credit underwriting as a means of distributing financial risks in the framework
of financing corporate sector by banking syndicates**

Istomina J.V., Senior lecturer of the academic department of Finance,

monetary circulation and credit, Ural Federal University, Ekaterinburg, Russia

Mamedov F.A., graduate student of the academic department of Finance,

monetary circulation and credit, Ural Federal University, Ekaterinburg, Russia

Annotation. The article examines and analyzes various aspects of the formation and functioning of financial (bank) syndicates, reveals the essential moments of the distribution of financial risks among syndicate members, and also describes the characteristic distinctive features of financial syndicates in developed and developing countries. A detailed description and concretization of the synthetic filling of the term «bank (credit) underwriting» is given in the view of the syndication process. Financial risks are described and various points of view on the nature of these risks arising in the framework of syndicated financing are summarized. Examples of practical implementation of syndicated financing are considered. The current trends in the domestic syndicated financing market are being analyzed.

Keywords: bank syndicate, credit underwriting, syndicated financing, syndicated loan.

Одним из важнейших аспектов научного исследования природы образования и функционирования финансовых синдикатов, является познание их фундаментальных истоков, т.е. базовых предпосылок предопределяющих коренную необходимость консолидации финансовых и интеллектуальных ресурсов, а также иных материальных и нематериальных активов финансовых институтов в рамках контрактного объединения (синдиката) из числа последних. В каждой отдельно взятой национальной финансовой системе присутствуют свои особенности и специфика, обуславливающие необходимость формирования финансовых синдикатов. Вместе с тем, если ориентироваться на некую общность предпосылок, то стоит отметить, что в государствах с развитой экономикой основные причины формируются преимущественно в сфере предложения финансовых ресурсов, в то время как в

развивающихся странах предпосылки большей частью формируются в сфере спроса на финансовые ресурсы.

В частности, в научно-исследовательских работах многих авторов, которые занимаются разработкой проблем реализации синдицированного финансирования в российской финансовой системе, указывается, что коренной причиной появления в ней такого вида финансового объединения как синдикат, является неспособность за счет материальных возможностей единичного института удовлетворить большой инвестиционный спрос на финансовые ресурсы, аккумулируемый отдельными крупными представителями корпоративного сектора или отдельными инвестиционными проектами [6, с. 50]. Конкретно, речь идет о формировании банковских (кредитных) синдикатов, поскольку отечественная финансовая система ближе к bank-based system, нежели к market-based [1, с. 77].

Можно с уверенностью утверждать, что данный вывод практически полностью соотносился с позицией официальных лиц из высшего руководства Центрального банка России. К примеру, в одной из аналитических публикаций, занимавший тогда пост Первого заместителя Председателя Банка России А.В. Улюкаев, раскрыл оценочные объемы спроса на долгосрочные инвестиции в национальной экономике в перспективе ближайших 10-15 лет. Так, по его мнению, к середине следующего десятилетия потребность в долгосрочных деньгах достигнет около 80 трлн. рублей в год [8, с. 18]. Несмотря на то, отечественная финансовая система является bank-based, т.е. той, где большая часть финансирования национальной экономики осуществляется через банковские институты, текущий ежегодный спрос на инвестиционные ресурсы покрывается в рамках долгового банковского финансирования лишь в пределах колебания от 7,6% до 9,4%. В том случае, если объемы международного межбанковского кредитования к тому моменту вырастут в 10 раз, что в свою очередь повысит ресурсные возможности отечественного банковского сектора, тогда объем покрытия инвестиционного спроса за счёт средств российских банков достигнет 25,5%.

Консолидация приведенных данных позволила многим экспертам и исследователям прийти к мнению, — отечественная банковская система абсолютно не способна осуществлять финансирование реального сектора национальной экономики в объемах формирующегося в нем спроса на инвестиции, что подтверждается не только в рамках научных исследований, но и признается высшими должностными лицами главного органа банковского регулирования, т.е. фактически на официальном государственном уровне [7, с. 45]. А, следовательно, по их мнению, гипотеза о предпосылках банковского синдицированного финансирования (кредитования) подтверждается, хотя бы на национальном уровне. Более того, с учётом развернувшегося санкционного противодействия со стороны западных государств, в рамках которого российские банки потеряли международное межбанковское кредитование как источник пополнения своих финансовых ресурсов, приходится констатировать, что ситуация низкого соотношения банковского предложения с корпоративным спросом не изменится в среднесрочной перспективе [5, с. 285]. Таким образом, предполагается, что главной причиной образования финансовых (банковских) синдикатов применительно к российской юрисдикции еще долгое время будет выступать необходимость консолидации финансовых ресурсов нескольких банков, для удовлетворения частного спроса корпораций.

В этой части проявляется некоторая парадоксальность, предопределяющая специфику синдицированного финансирования в развивающихся странах, характерная в том числе и для России. Несмотря на то что синдицированное финансирование достаточно понятный по своему содержанию институт, наличие этой специфики позволяет говорить о кардинальных отличиях нас от них.

Прежде всего, что уже было обозначено — это причинность и целеполагание, ведь в развитых странах главной причиной объединения финансовых организаций в синдикат, является стремление (цель) распределить финансовые риски по одному проекту или контракту между несколькими финансирующими организациями.

Существенные различия наблюдаются и в части состава участников синдиката. Если в развитых странах участниками синдиката становятся не только кредитные организации, но и широкая плеяда институциональных инвесторов, представленных в лице пенсионных фондов, ETF и хедж-фондов, страховых компаний и т.д., то на развивающихся рынках синдицированное финансирование — это сугубо кредитование в рамках синдиката заимодавцев, т.е. сегмент банковских (кредитных) услуг [4, с. 88].

Вместе с тем стоит отметить, что характерной отличительной чертой развитых стран, с развитыми финансовыми рынками, является то, что кредитные организации нередко участвуют в синдицированном финансировании за счет средств собственного капитала, при этом на условиях не долговых (кредитных), а долевого (инвестиционных) капиталовложений, что для развивающихся экономик является нетипичным [9, с. 55].

Еще стоит отметить, что для банков, как участников финансового синдиката, особенно для того банка, который выступает в роли организатора синдиката – MLA (Mandated Lead Arranger), открывается больше возможностей нежели для других институциональных инвесторов. Это обусловлено тем, что кредитная организация в результате сделки получает основной доход и перспективу для факультативного дохода. В зависимости от типа финансирования (долгового или долевого), банк рассчитывает на извлечение процентного дохода от долговых обязательств заемщика или на инвестиционный доход от прироста рыночной стоимости капиталовложений и процентных выплат (дивидендов). Факультативный доход образуется из масштабирования финансовых отношений с прикрепленным заемщиком, — кредитная организация может извлечь доход из расчетно-кассового обслуживания заемщика, ведения его зарплатных проектов, либо выступив организатором выпуска облигаций заемщика, исполнения конвертационных операций и иных валютных операций и т.д.

В рамках финансирования корпоративного сектора посредством синдицированных кредитов, термин банковский или кредитный андеррайтинг

приобретает более широкое синтезированное определение. Синтезированное потому что оно одновременно вмещает в себя 3 сущностных аспекта: классическое понимание андеррайтинга на финансовых рынках, как организационных действий уполномоченного лица в коммерческом интересе по привлечению финансирования; понимание андеррайтинга из сущности и целеполагания синдикации, как управляемое снижение финансового риска посредством его распределения между финансовыми институтами; и классическое понимание банковского андеррайтинга, как процесса оценки рисков при заключении кредитного контракта.

Для более определенного восприятия данного положения необходимо достаточно конкретно понимать объемный и сложный процесс синдикации. Вкратце, данный процесс можно описать следующим образом: компания-заемщик вступает в отношения с финансовой организацией (инвестиционный или коммерческий банк), которая принимает на себя функции уполномоченного ведущего организатора (MLA – Mandated Lead Arranger) и в дальнейшем осуществляет процедуры, направленные на размещение кредитного обязательства заемщика, в результате формирования синдиката путем привлечения сторонних институциональных кредиторов. При этом уполномоченный ведущий организатор, в зависимости от типа соглашения с заемщиком, принимает или не принимает на себя риск не размещения кредитного обязательства. В случае принятия на себя данного риска уполномоченный ведущий организатор обязуется изыскать возможность формирования синдиката с полным покрытием объема запрашиваемого заемщиком финансирования, а при неисполнении данной обязанности увеличивает свою долю синдикационного финансирования до полного покрытия.

Таким образом в процессе организации и реализации синдицированного финансирования генерируется разнообразное множество финансовых рисков: риск убытка или потерь вследствие не изыскания полного покрытия; риск финансовых потерь вследствие неверного определения оптимальной по риску

доли участия в синдикате; риск финансовых потерь вследствие непогашения кредитного обязательства.

Однако, стоит отметить что ряд российских и зарубежных исследователей, а также практикующих экспертов, настаивают на том, что риск финансовых потерь вследствие непогашения кредитного обязательства имеет второстепенное значение, потому что является риском, отложенным во времени [11, с. 88]. В то время как риск убытка или потерь вследствие не изыскания полного покрытия является первичным, ведь в этой части рисковое событие наступает в весьма краткосрочной перспективе.

Как показывает практика, поскольку наступление данного рискового события идет в разрез с целевой установкой уполномоченного ведущего организатора по размеру его долевого участия в синдикате, а, следовательно, предполагает повышенный уровень риска, организатор осуществляет вторичное размещение непокрытой части синдицированного финансирования, но уже с дисконтом. Традиционно функциональная активность уполномоченного организатора покрывается комиссионным вознаграждением на условиях постоплаты, а активность предполагающая расходные обязательства, возмещается взносом на условиях авансирования. Таким образом, при вторичном размещении кредитного обязательства организатор пытается сократить отложенный риск ценой потери части комиссионного вознаграждения, направляемой на компенсацию величины дисконта.

Контроль и управление рисками на этапе организации синдиката играет важное значение не только для уполномоченного ведущего организатора, но и для заемщика. В этой части весьма показателен пример синдицированного финансирования под сделки корпоративных реорганизаций. Достаточно большая доля синдицированных кредитов направляется на финансирование сделок по слияниям и поглощениям. Опять же, как показывает мировая практика, достижение согласия и утверждение условий по предстоящей сделке слияния или поглощения может достигать нескольких десятилетий [3, с. 193]. После ее заключения фундаментальной проблемой для реализации сделки

является вопрос о ее финансовом обеспечении. При организации синдицированного финансирования уполномоченный ведущий организатор не просто должен принять на себя обязательство изыскать полное покрытие, но и гарантировать это. В противном случае, высокий риск срыва сделки по слиянию и поглощению и получению вследствие этого реального финансового убытка и потерь в виде неполученной прибыли ложится бременем на заемщика [2, с. 190].

Аккумулируя потенциал всех приведенных рисков и связанных с ними рисков событий, институциональные субъекты предпринимают необходимые действия, направленные на управляемое снижение финансового риска, уже на предварительном этапе организации синдицированного финансирования. И безусловно, достигают они этого снижения опять же посредством распределения между аналогичными финансовыми субъектами.

Обобщая положения, раскрытые в данной статье, прежде всего считаем необходимым отметить что авторы не находят достаточных оснований чтобы, по крайней мере на данном этапе развития национальной финансовой системы, однозначно согласиться с мнением ряда исследователей по поводу причинности и целеполагания формирования банковских синдикатов в России.

В обоснование авторской позиции обратим внимание на то что в течение последнего десятилетия в российском секторе синдицированного финансирования наметилось определенное число позитивных и негативных тенденций.

К числу позитивных тенденций безусловно нужно отнести то что кредитные организации стали в процессе синдикации в большей степени ориентироваться на такой целевой критерий как распределение риска. В этом ракурсе принципиальными аспектами для принятия решений становятся оценочные показатели финансовых рисков и кредитного риска в том числе, структурные характеристики синдицированного финансирования и финансовые ковенанты по кредитному контракту и т.д.

Двойственный характер заключен в тенденции ограничения кредитными организациями потребительского спроса в ракурсе категории кредитной надежности заемщиков. В частности, по инициативе банков синдицированное финансирование постепенно перемещается в сегмент финансовых услуг для корпоративных потребителей, которые имеют высшие кредитные рейтинги. С одной стороны, это косвенно подкрепляет доводы, описанные в предшествующем абзаце, а с другой свидетельствует о существенном сужении рынка синдицированного финансирования.

В целом пока процесс сужения серьезно не коснулся сегментации рынка, поскольку еще имеется в наличии возможность покрытия спроса за счет предложения на финансирование с разной степенью ликвидности, способной удовлетворить запросы экономических субъектов и инвестиционных проектов в различных отраслях национальной экономики. Вместе с тем, нельзя не отметить негативный момент — сфера добычи природных ресурсов и полезных ископаемых по-прежнему является приоритетом интересов банковских синдикатов, что само по себе не удивительно в условиях экспортно-сырьевой экономики [10, с. 220].

Библиографический список

1. Бюджетная политика и качество жизни населения России (региональный уровень: проблемы и решения) / [Айларова Г.И., Гордиенко М.С. и др.; под ред. д.э.н., проф. А. Н. Ващенко, д.э.н., проф. С. П. Сазонова]. – Волгоград: ПринТерра-Дизайн, 2012. – 300 с.

2. Карымов А.Р., Школик О.А. Слияния и поглощения: сущность и взаимосвязь с финансовыми рынками // Международное научное издание Современные фундаментальные и прикладные исследования. – 2016. – № 3 (22). – С.189-192.

3. Карымов А.Р., Школик О.А. Фундаментальные проблемы научного исследования финансово-экономических процессов в сфере слияний и

поглощений // Международное научное издание Современные фундаментальные и прикладные исследования. – 2016. – № 4 (23). – С.192-194.

4. Коллективные инвестиции на мировых финансовых рынках: учеб. пособие / [Е. Г. Князева, Н. Н. Мокеева, Л. И. Юзвович, О.А. Школик]; М-во образования и науки Рос. Федерации, Урал. федер. ун-т. — Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2017. — 156 с.

5. Ломтатидзе О.В., Школик О.А. Методы реализации полномочий государственного аппарата как детерминанта ситуации в финансовом секторе // Международное научное издание Современные фундаментальные и прикладные исследования. – 2016. – Т. 1. – № 2 (21). – С. 283-287.

6. Соркина О.И. Устойчивое развитие банковских синдикатов в России // Банковское дело. – 2011. – №26. – С. 50-56.

7. Тарасов А.А. Андеррайтинг синдицированных кредитов на российском рынке // Обзор исследований бизнеса и экономики. – 2017. – №3. С. 45-51.

8. Улюкаев А. В., Данилова Е. О. Внешний долг банков как источник финансирования инвестиционной стратегии России: риски и механизмы регулирования // Деньги и кредит. – 2009. – №5. С. 14-23.

9. Финансовые рынки и финансово-кредитные институты: учеб. пособие для вузов / О. А. Школик. – М.: Издательство Юрайт, 2017. – 287 с.

10. Школик О.А. Финансовый потенциал нефтегазодобывающих регионов России // Экономические и гуманитарные исследования регионов. – 2011. – №3. – С. 211-220.

11. Shenkman, M., Maxwell, W. (2010). Leveraged Financial Markets: A Comprehensive Guide to Loans, Bonds, and Other High-Yield Instruments. McGraw-Hill Education. 378 p.

References

1. Budgetary policy and quality of life of the population of Russia (regional level: problems and solutions) / [Aylarova GI, Gordienko MS. and etc.; Ed. Doctor of economic sciences, prof. A. N. Vashchenko, Doctor of Economic Sciences, prof. S.P. Sazonov]. – Volgograd: PrintTherra-Design, 2012. – 300 sec.

2. Karymov A.R., Shkolik O.A. Mergers and acquisitions: the essence and relationship with financial markets // International scientific publication Modern fundamental and applied research. – 2016. – No. 3 (22). – P.189-192.

3. Karymov A.R., Shkolik O.A. Fundamental problems of scientific research of financial and economic processes in the field of mergers and acquisitions // International scientific publication Modern fundamental and applied research. – 2016. – No. 4 (23). – P.192-194.

4. Collective investment in the world financial markets: Textbook. allowance / [E G. Knyazeva, N.N. Mokeeva, L.I. Yuzvovich, O.A. Shkolik]; M-in education and science Ros. Federation, the Urals. feder. un-t. - Ekaterinburg: Publishing house Ural. Univ., 2017. – 156 p.

5. Lomtadze O., Shkolik O. Methods of realizing the powers of the state apparatus as a determinant of the situation in the financial sector. International scientific publication Modern fundamental and applied research. – 2016. – T. 1. – No. 2 (21). – P. 283-287.

6. Sorkina O.I. Sustainable Development of Banking Syndicates in Russia // Banking. – 2011. – №26. – P. 50-56.

7. Tarasov A.A. Underwriting of syndicated loans in the Russian market // A review of business and economic studies. – 2017. – № 3. Pp. 45-51.

8. Ulyukaev A.V., Danilova EO External debt of banks as a source of financing of Russia's investment strategy: risks and regulatory mechanisms // Money and credit. – 2009. – №5. Pp. 14-23.

9. Financial Markets and Financial Institutions: Textbook. manual for universities / O.A. Shkolik. – Moscow: Yurayt Publishing House, 2017. – 287 p.

10. Shkolik O.A. Financial potential of oil and gas producing regions of Russia // Economic and humanitarian studies of regions. – 2011. – №3. – P. 211-220.

11. Shenkman, M., Maxwell, W. (2010). Leveraged Financial Markets: A Comprehensive Guide to Loans, Bonds, and Other High-Yield Instruments. McGraw-Hill Education. 378 p.