

Государственный университет – Высшая школа экономики. Институт профессиональной переподготовки специалистов.



© Mikhail Cherkasov

Синдицированные кредиты

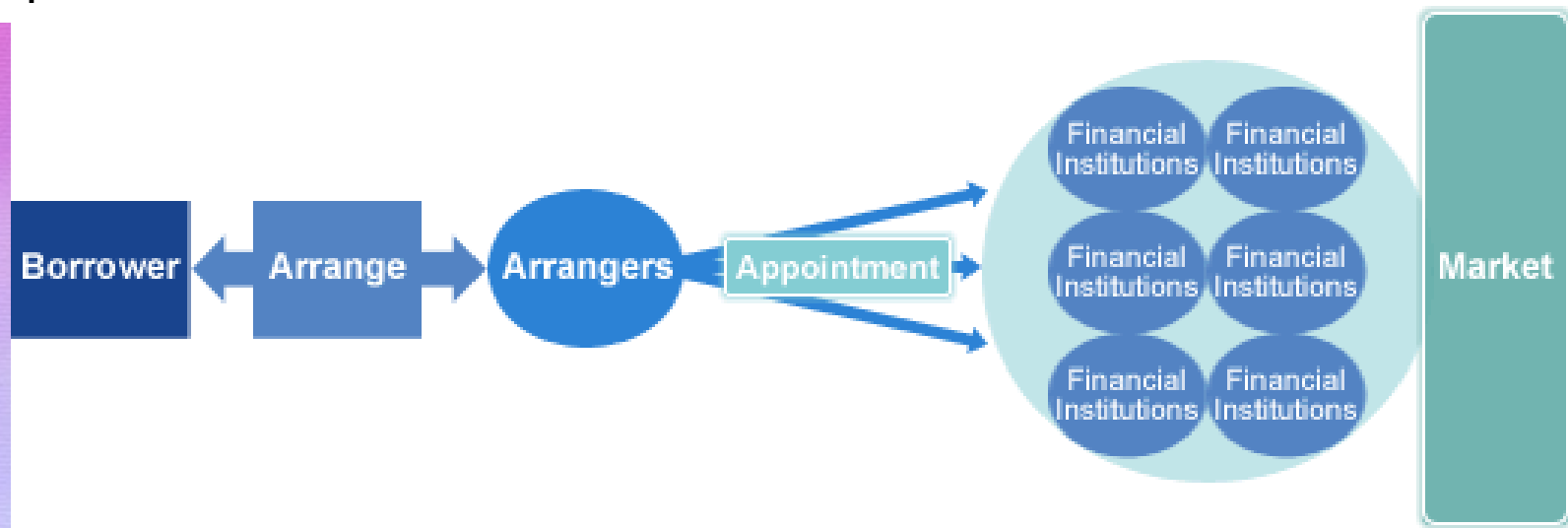
Лекция по курсу «Практика привлечения финансирования на международных рынках»

Москва, 2016

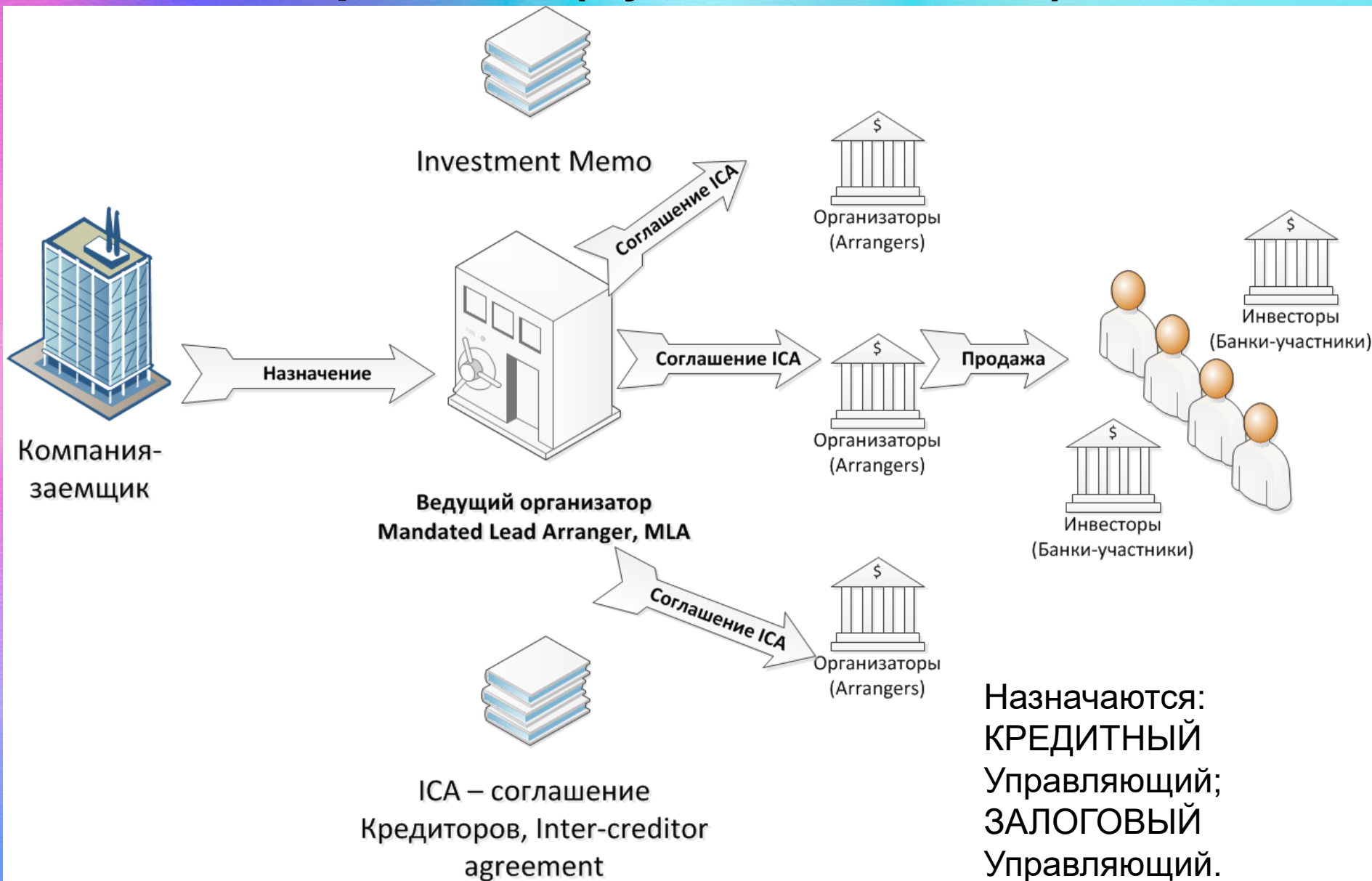
Форма синдицированного кредита

I Несколько кредиторов находятся в кооперации с заемщиком в течение длительного периода. Для универсализации подходов к финансированию и снижения рисков кредиторов, последние образуют синдикат и заключают между собой и заемщиком **Клубную сделку (Club Deal)**. При этом условия для каждого кредитора могут быть различными

II Один или несколько кредиторов, находящихся в кооперации с заемщиком предоставляют ему большой кредит и после этого распределяют риски среди третьих лиц (кредитных учреждений, фондов, и т.п.) – **Syndicated Facility**. Условия для всех кредиторов – универсальны.



Общее представление о синдицированных кредитах (Syndicated Loans)



Назначаются:
КРЕДИТНЫЙ
Управляющий;
ЗАЛоговый
Управляющий.

Описание сделки (Investment Memo, Bank Book)



Описание сделки. Одно из главных условий – кому предлагается купить участие в сделке: или только банки, или «квалифицированные инвесторы». Физические лица, «неквалифицированные инвесторы» имеют право участвовать только через специальные фонды Prime funds (фонды прямых инвестиций).



Term sheet (основные условия кредита).



Математическая модель с 3 сценариями развития.



Обзор сегмента (Industry report) – как правило, большие банки делают обзоры и прогнозы развития всех значимых сегментов.



Соглашение кредиторов (Inter-creditor agreement), в котором расписываются отношения кредиторов по разделу активов заемщика в случае дефолта, а также процедуры голосования на собраниях кредиторов (какие решения принимаются квалифицированным большинством голосов). А также **распределение** многочисленных **комиссий**.



Кросс-гарантии всех связанных лиц заемщика в отношении кредита.

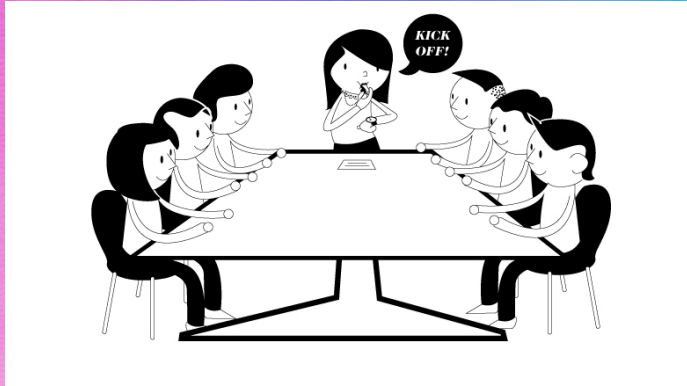


Ковенанты (ограничения) финансовых показателей заемщика.

В случае нарушения заемщиком ковенантов или иных условий сделки он обязан в течение определенного срока получить **вейвер (Waiver)** - письмо об отказе от права досрочного требования) от каждого из членов синдиката. Если все вейверы не получены, кредит может быть поставлен к взысканию.

Процесс оформления кредита

Kick-off meeting («учредительная конференция»), в которой участвуют:



заемщик;
MLA (Mandated Leading Arranger);
прочие банки-организаторы;
аудитор заемщика;
юридические консультанты каждого;
прочие консультанты.

Маркетинговый процесс, включающий:


Pilot fishing (мониторинг потенциальных участников вместе с заемщиком);


Site visit (осмотр заинтересованными сторонами активов заемщика);


Предварительные продажи (начальное формирование книги заявок).




Виды синдицированных кредитов

 **Револьверный** кредит. Чаще всего возобновляемый кредит на сезонное пополнение оборотного капитала, иногда и на другие цели.

 **Term loan** (срочный кредит) и **Amortizing term loan** (кредит, погашаемый несколькими траншами). Предоставляется либо для реструктуризации и замещения существующих кредитов, либо для пополнения оборотного капитала и финансирования регулярных капитальных затрат. **A-term loan** – тот, в котором участвуют только банки. **B/C/D-term loans** – те, в которых участвует большее количество инвесторов (по убыванию их профессиональной квалификации). У некоторых срочных кредитов есть опцион заемщика на возобновление кредита на тех же условиях при полном исполнении всех обязательств. Это – **evergreen** option (опцион вечнозеленый).

 **L/C (letter of credit)** – банки-участники синдиката дают совместную гарантию за заемщика, что в случае неисполнения им обязательств, они выплатят полную сумму.

 **Acquisition or equipment line** (кредит на приобретение активов или оборудования) – синтез проектного финансирования и синдикации, чаще всего применяется при сделках LBO (Leveraged Buy-Out), профинансированного выкупа/поглощения.

Типы синдицированных кредитов по механизму закрытия сделок

● **Best-effort syndication** (синдикация со всеми возможными усилиями) – все организаторы подписываются на кредит полностью вне зависимости от изменения рыночных условий.

● **Underwritten** (недоподписка) – в этом случае организаторы обязуются даже в случае невыгодных условий докупить нераспроданную часть кредита с целью дальнейшей (вторичной) продажи.

● **Club deal** (клубная сделка) – в этом случае кредит заранее подписывается всеми участниками клуба, но условия для каждого участника Синдиката могут быть различными.

Особый случай – **DIP (Debt-in-possession) financing** (финансирование уже имеющегося долга). Когда синдикат создается уже существующими кредиторами в случае банкротства компании-заемщика, либо неких форс-мажорных обстоятельств.



Обеспечение интересов кредиторов

Общий принцип – синдицированный кредит предоставляется на сумму не более (Advance rates) **50%** стоимости продукции, находящейся в процессе производства, + **65%** стоимости готовой продукции заемщика + **80%** неквалифицированной текущей дебиторской задолженности.

Залоги: Общее правило – кредиторам хотелось бы иметь **100%** возможных залогов заемщика.

- 1 Asset-based lending** (привязка к материальным залогам);
- 2 Second—lien financing** (вторичный залог), очень моден с российскими банками, но по праву считается высокорисковым;
- 3 Mezzanine/Subordinated financing** («мезонинное» или субординированное финансирование). Выделение определенного актива или группы активов в качестве обеспечения субординированного долга. Субординированный долг выше по надежности, чем простой долг, но ниже всех квалифицированных видов долга: требования работников, государства, облигаций и т.п.
- 4 Hybrid instruments** (гибридные инструменты) – сочетание материальных залогов и залогов корпоративных прав (акции, доли владения и т.п.)

Обеспечение интересов кредиторов


Хеджирование:


1. **Валютные своп-контракты** – для покрытия валютных рисков;
2. **Процентные своп-контракты** – для покрытия процентных рисков;
3. **CDS** (credit default swaps) – для покрытия риска дефолта заемщика;
4. **LCDS** (loan credit default swaps) – для покрытия общего риска дефолта эмитента по синдицированному кредиту. Существует специальный европейский индекс LevX (аналог в США LCDX), отражающий величину риска дефолта.


Ковенанты:


Позитивные (affirmative) – что заемщик обязан сделать;

Негативные (negative) – что не должен делать.


 Ковенанты **покрытия** (coverage covenants): поступлениями/ликвидными средствами/прибылью должна быть покрыта определенная часть долга, расходов и т.п.

 Ковенанты **долга** (leverage covenants): максимальная сумма долга по отношению к cash flow/прибыли.

 **Текущего покрытия** (current-ratio): соотношение текущих активов и пассивов.

 Стоимость материальных **чистых активов** (tangible-net worth): чистые активы минус все нематериальные (в т.ч. гудвил).

 **Максимальные затраты** на приобретение основных средств (max capex).

 **Достаточность капитала** (equity cure) - $Debt/(Equity+Added\ Equity)$ и т.п.

Обеспечение интересов кредиторов

Обязательное **досрочное погашение** (Mandatory prepayment):

➤ **Excess Cash Flow** (превышение поступлений) – сверхвыручка (после формирования рабочего капитала, всех регулярных выплат и содержания основных средств) погашается в размере 50% - 75%.

➤ **Продажа активов** – 100% выручки от продажи неиспользуемых активов.

➤ **Выпуск нового долга** (debt issuance) - 100% поступлений от размещения нового долга.

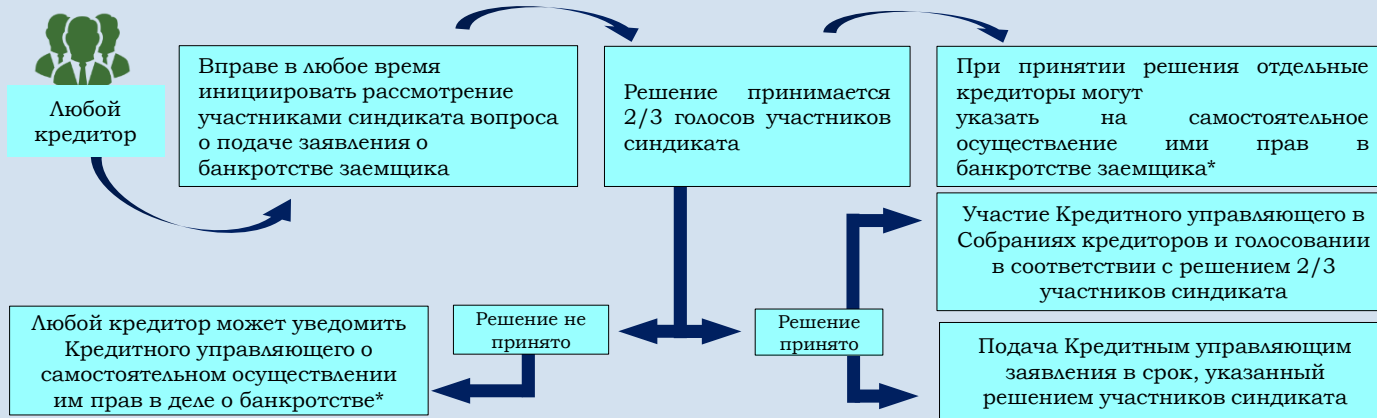
➤ **Увеличение акционерного капитала** (equity issuance) – 50% - 100% от суммы, полученной в результате IPO, Private placement и т.п.



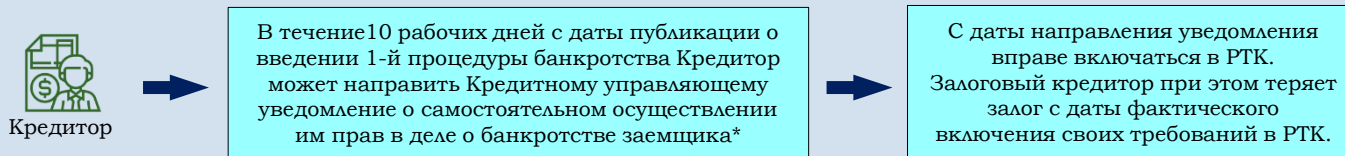
Банкротство должника по договору синдицированного кредита

ПРЕДЛАГАЕМОЕ ЗАКОНОМ РЕГУЛИРОВАНИЕ:

Инициирование синдикатом дела о банкротстве заемщика



Самостоятельное участие кредитора при введении процедуры



* Кроме права на инициирование дела о банкротстве должника, а также права на прямое получение денежных средств в деле о банкротстве («самостоятельный кредитор» получает средства от реализации имущества должника через кредитного управляющего). Возможность кредитора действовать самостоятельно в деле о банкротстве должника должна быть предусмотрена договором синдицированного кредита.

SWOT-анализ

синдицированного финансирования для заемщика

Сильные стороны

- Доступность инструмента – средняя
- Большой объем финансирования
- Многообразие возможных залогов
- Относительная свобода в использовании средств

Слабые стороны

- Высокие комиссии организаторов
- Сложная юридическая конструкция кредита
- Сложные ковенанты
- Необычайно сложный процесс получения вейверов для любых изменений структуры компании и условий ее бизнеса

Возможности

- Инструмент для реструктуризации многочисленных мелких кредитов банков
- Решение проблемы обеспеченности оборотным капиталом

Угрозы

При неисполнении ковенантов угроза дефолта с проблемами в будущей кредитной истории

SWOT-анализ

синдицированного финансирования для инвестора

Сильные стороны

- Свобода в выборе залогов, снижающая риск дефолта
- Высокие комиссии и процентные ставки
- Простота в соотношении собственных активов и пассивов по срокам и доходности

Слабые стороны

- Необходимость очень сложной юридической подготовки
- В случае неполного формирования книги заявок необходимость покрытия недостающей части финансирования собственными источниками и увеличение риска

Возможности

Получение достаточно высокого дохода при невысоком уровне риска

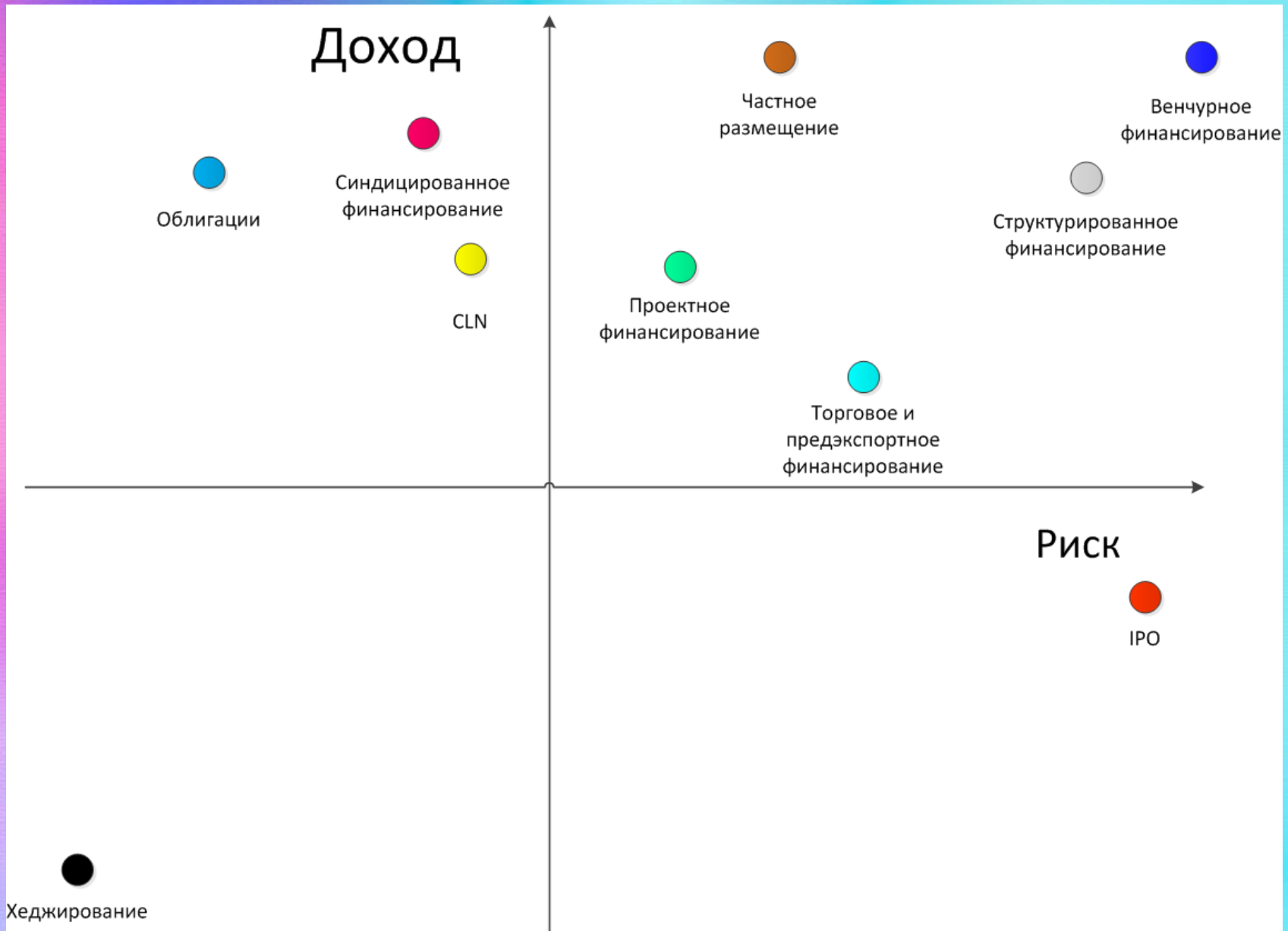
Угрозы

В случае дефолта заемщика - высокий уровень моральной и материальной ответственности перед членами синдиката.

Синдицированное финансирование в системе прочих инструментов для заемщика



Синдицированное финансирование в системе прочих инструментов для инвестора



Доступ к синдицированному финансированию

https://www.lcdcomps.com/d/pdf/European_Loan_Primer.pdf

Европейские правила

<https://www.lcdcomps.com/d/pdf/LoanMarketGuide.pdf>

Американские правила

Специализированные ассоциации:

<http://www.lsta.org/>

<http://www.lma.eu.com/>

