

На правах рукописи

АРОНОВ БОРИС БАХБИЕВИЧ

**Выход российских компаний на международные рынки
капитала посредством привлечения международных
синдицированных займов**

Специальность: 08.00.14 – Мировая экономика

АВТОРЕФЕРАТ

на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Москва – 2008

Работа выполнена на кафедре Управления внешнеэкономической деятельностью Государственного университета управления.

Научный руководитель: **Якушкин Виктор Сергеевич**
Доктор экономических наук, профессор

Официальные оппоненты: **Поляков Валерий Васильевич**
Доктор экономических наук, профессор,
Крючков Роман Валерьевич
Кандидат экономических наук

Ведущая организация: ГУ «Институт макроэкономических исследований» Министерства экономического развития Российской Федерации

Защита состоится 17 ноября 2008 года в 14 часов на заседании диссертационного совета Д 212.049.11 в Государственном университете управления по адресу: 109542, г. Москва, Рязанский проспект, д. 99, Зал заседаний Ученого Совета.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Государственного университета управления.

Автореферат разослан «___» октября 2008 года

Ученый секретарь
Диссертационного совета Д 212.049.11,
Доктор экономических наук, профессор

Якушкин В.С.

Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. Подавляющее большинство исследований экономического развития различных стран мира свидетельствует о том, что одним из ключевых факторов экономического роста является объем инвестиций в основной капитал. Тезис о том, что именно рост инвестиций вызывает ускорение экономического развития, представляется столь очевидным, что не подвергается сомнению. Однако, несмотря на достаточно интенсивный экономический рост, наблюдаемый в Российской Федерации в последние несколько лет, проблема недостаточного объема инвестиций и капитальных вложений остается весьма острой и актуальной для современной российской экономики. Изношенность основных фондов в ряде отраслей экономики достигла недопустимого критического значения, что обусловлено недостатком долгосрочного финансирования и, как следствие, ограниченными инвестиционными возможностями компаний. При этом высокие показатели макроэкономического развития последних лет достигнуты в большей степени за счет роста в топливно-энергетическом секторе и благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры.

Рост большинства российских предприятий в настоящее время является экстенсивным и обеспечивается во многом за счет общего расширения рынка, которое безусловно с течением времени станет ограниченным. Более того в условиях ужесточающейся конкуренции на мировых рынках товаров и услуг и возможного вступления России в ВТО, положительный эффект от имеющихся сегодня у российских компаний конкурентных преимуществ в виде дешевой рабочей силы, низкой стоимости электроэнергии и газа либо будет сведен к минимуму, либо вообще исчезнет. В связи с этим единственной возможностью не проиграть в конкурентной борьбе для субъектов реального сектора российской экономики является осуществление полномасштабных инвестиций в обновление основных фондов и внедрение новых технологий, которые будут

призваны повысить конкурентоспособность выпускаемой продукции и оказываемых услуг.

Для осуществления данных инвестиций российские компании нуждаются в привлечение большого объема финансирования, как в форме нового акционерного капитала, так и в виде средств долговых инвесторов. Наряду с привлечением в экономику прямых инвестиций, рынки долгового капитала во всем мире являются одним из ключевых механизмов, который используют правительства, корпорации и банки для привлечения финансирования на цели капитальных вложений, модернизации производственных мощностей, рефинансирования и реализации стратегий развития. В этой связи залогом стабильного экономического роста страны является наличие доступа ее компаний и предприятий к внутренним и внешним источникам долгосрочного долгового финансирования.

Как показывает опыт развитых стран, долговое финансирование и, в частности банковское кредитование, способствует оживлению экономики и приданию ей конкурентоспособности. Однако сложность ситуации в России в настоящее время заключается в том, что сегодня отечественные банки не в состоянии в полной мере финансировать долгосрочные производственные программы предприятий, а объем операций международных финансовых институтов остается недостаточным для удовлетворения потребностей отечественных компаний в долгосрочном финансировании. К примеру, совокупный объем кредитов, предоставленных российскими банками предприятиям и организациям на начало 2008 года составлял всего 28% годового ВВП¹, что намного отстает от показателей экономически развитых стран: в Германии данный показатель составляет 115,8% ВВП, в Японии – 193% ВВП², в США – 36% ВВП³.

¹ Расчеты автора диссертационной работы на основе данных Госкомстата и Центрального Банка РФ (Бюллетень банковской статистики // ЗАО «АЭИ «Прайм-ТАСС» - 2008. – № 7 (182) Июль, с. 111-112)

² Матовников М. «Синдицированное кредитование: пока еще экзотика» // Банковское дело в Москве. – 2004. – №10 (82)

³ Расчеты автора диссертационной работы на основе официальных данных Федеральной Резервной

В России проблема недостаточного объема кредитных ресурсов усугубляется несоответствием структуры реального и банковского секторов экономики: активы и инвестиционные потребности наиболее крупных российских компаний значительно превышают возможности даже многих международных банковских институтов и, естественно, несравнимы с возможностями российских банков. Во-первых, российские банки ограничены размерами собственных средств. Во-вторых, их активность сдерживается структурой пассивов, в которых преобладают краткосрочные ресурсы. И, наконец, в-третьих, банки ограничены размерами внутренних лимитов, а также регламентирующим нормативом Центрального Банка РФ Нб, который определяет максимальные размеры риска на одного заемщика или группу связанных заемщиков в размере 25% от собственных средств банка¹.

В сложившихся условиях низкой капитализации российской банковской системы и отсутствия достаточного объема финансовых средств фактически единственной альтернативой для отечественных предприятий является выход и привлечение финансирования на международных рынках капитала. Либерализация экономической политики ведущих развитых и развивающихся стран, в том числе в области регулирования международных финансовых потоков, привели к формированию мирового рынка капитала, одним из ключевых сегментов которого является мировой рынок ссудного (долгового) капитала. Сегодня, учитывая высокий уровень развития инфраструктуры, информационных технологий, средств коммуникаций и связи, а также продолжающиеся процессы глобализации и взаимной интеграции международных финансовых рынков, эмитенты, инвесторы и заемщики стали намного более мобильны и гибки в выборе того или иного инструмента привлечения финансирования. Знание и понимание мировых рынков капитала, их инструментов и новых возможностей призвано помочь хозяйствующим субъектам в реализации стоящих перед ними задач.

Системы США (Federal Reserve statistical release H.8 (510) – 2007, April 29, p. 1-2)

¹ Инструкция ЦБ РФ от 16.01.2004 № 110-И (ред. От 18.02.2005) «Об обязательных нормативах банков»

Так, анализируя существующие на мировых финансовых рынках альтернативы привлечения средств долговых инвесторов, необходимо отметить, что выпуск торгуемых долговых обязательств в виде еврооблигаций или же кредитных нот для большинства российских компаний пока является недоступным и самое главное экономически нецелесообразным. Позволяя занимать только крупнейшим российским корпорациям, мировой рынок публичных заимствований, как показал развивающийся в настоящее время мировой финансовый кризис, также является исключительно волатильным и абсолютно не жизнеспособным в кризисных условиях. Альтернативой могут выступать непубличные инструменты международного рынка долгового капитала, наиболее развитым из которых и доступным широкому кругу заемщиков, является синдицированное кредитование, которое составляет около одной трети от всего международного рынка капиталов.

На этом фоне **особенно актуальным представляется** развитие механизма привлечения российскими компаниями финансирования на международных рынках капитала посредством именно синдицированного кредитования, предусматривающего предоставление заемщику кредита группой банков на идентичных согласованных условиях в рамках единой кредитной документации.

Анализ опыта промышленно-развитых стран позволяет с уверенностью утверждать, что именно развитие и совершенствование синдицированного банковского кредитования должно стать одним из ключевых факторов роста инвестиций в основной капитал предприятий, а также преодоления сырьевой направленности российской экономики за счет ее диверсификации и реализации конкурентных преимуществ. О достаточно широком применении механизма синдицированного кредитования в экономически развитых странах свидетельствует тот факт, что до 80% крупных инвестиционных проектов на Западе кредитуются на синдицированной

основе¹. Российскими же компаниями инструмент международного синдицированного кредитования пока используется крайне ограниченно. Услуги корпоративным клиентам по организации кредитования на синдицированной основе предоставляют всего 50-70 российских банков, а привлеченные российскими заемщиками в 2007 году синдицированные кредиты составляют чуть более 17% от общего объема кредитов², предоставленных российскими банками предприятиям и организациям нефинансового сектора.

Использование западного опыта для развития такого инструмента долгового финансирования как синдицированное кредитование помимо положительного эффекта для предприятий реального сектора экономики, также, безусловно, будет способствовать развитию финансового сектора, позволив российским банкам расширить инструментарий их активных операций и оптимизировать управление рисками. Это усилит, с одной, стороны, функциональную роль банков в российской экономике, а с другой создаст условия укрепления их финансовой устойчивости.

Недостаточная развитость и существующие проблемы использования международных синдицированных займов для кредитования российских предприятий обуславливают необходимость научного осмысления важнейших аспектов его теории и практики. Исследование теоретических основ данного финансового инструмента в российской научной литературе до настоящего момента носило достаточно ограниченный характер. В связи с этим **актуальной научной проблемой** является необходимость комплексного анализа специфики международного синдицированного кредитования, определения его места и роли в мировой экономике, выявления основных проблем, препятствующих его использованию российскими заемщиками, и выработки рекомендаций, направленных на содействие выходу российских

¹ Алексейчук М. «Синдицированные кредиты как источник финансирования инвестиционных проектов» // Акция, - 2002. - № 10. <http://www.akzia.ru>

² Расчеты автора на основе официальных данных ЦБ РФ (Бюллетень банковской статистики // ЗАО «АЭИ «Прайм-ТАСС» - 2008. – № 7 (182) Июль, с. 111-112) и данных Информационного агентства «CBonds».

предприятий на международный рынок синдицированных займов. Особенную актуальность представляет анализ и систематизация рисков, присущих международным синдицированным займам, и разработка мер по их минимизации. Проблематика приобретает исключительную важность ввиду острой нехватки капитала и долгосрочного финансирования целым рядом отраслей российской экономики, многие из которых являются стратегически важными для национальной экономической безопасности, как, например, отрасль электроэнергетики и банковский сектор.

Актуальность и необходимость развития международного синдицированного кредитования в РФ подтверждают и тезисы одного из последних выступлений Министра финансов РФ Алексея Кудрина¹, в котором было подчеркнуто, что в России за счет кредитных средств финансируется всего 10% инвестиций, в то время как более 50% инвестиций осуществляется за счет собственных средств предприятий. При этом в развитых странах со стабильными финансовыми рынками, которые в состоянии генерировать длинные деньги, ситуация обратная – большая часть инвестиций осуществляется за счет кредитных средств. Так «даже в таких странах, как Бразилия, доля кредитного рынка в инвестициях – 23%, в Канаде – 23%, в Италии – 50%»².

Степень разработанности проблемы. Необходимо отметить достаточно низкую степень разработанности проблемы развития в РФ синдицированного кредитования. В последнее время появились научные исследования, посвященные проблемам банковского кредитования и инвестирования, в той или иной степени, затрагивающие и синдицированное кредитование. В отечественной экономической литературе общие аспекты синдицированного кредитования рассматриваются Довгялло М., Жемчуговым А., Лаврушиным О., Матовниковым М., Мехряковым В., Пивковым Р.,

¹ Кудрин А.Л. Выступление на конференции газеты «Ведомости» «Рынки капитала: Россия на фоне мирового финансового кризиса». – Москва, 01.10.2008 г.

² Там же.

Сухушиной Г. Однако, проведенный анализ российской экономической литературы по проблемам кредитования показывает, что в настоящее время не существует ни одной монографии или статьи в периодических изданиях, полностью описывающей основные принципы организации, механизмы ценообразования и управления рисками синдицированного кредитования. Зачастую научные публикации представляют собой лишь краткие материалы, описывающие отдельные аспекты синдицированного кредитования и не дающие представления о данном инструменте долгового финансирования в целом. Более того, существующие в настоящее время научные публикации на тему синдицированного кредитования, абсолютно не учитывают международную специфику данного инструмента финансирования. Единственным доступным источником развернутой и подробной информации о механизме синдицированного кредитования и мировом рынке синдикаций являются книги и отчеты на английском языке, выпускаемые различными зарубежными издательствами и международными банками и банковскими ассоциациями, которые однако, не содержат сколько-нибудь значимого анализа данного инструмента и возможностей, открываемых международным рынком синдикаций, для российской экономики и отечественных заемщиков.

Теоретической и методологической основой диссертационного исследования явились отечественных и зарубежных авторов в области теории и практики международного синдицированного кредитования. В частности, для характеристики теоретических основ международного синдицированного кредитования были использованы монографии на английском языке таких авторов как Адриан Бакли (Adrian Buckley), Эндриу Файт (Andrew Fight), Питер Гэбриел (Peter Gabriel) и Тони Родс (Tony Rhodes).

Важное методологическое значение имеют методические рекомендации и аналитические доклады различных международных организаций, банков и банковских ассоциаций, в том числе материалы Международного Валютного Фонда, Всемирного Банка, Банка Международных Расчетов (Bank for

International Settlements) и Ассоциации участников кредитного рынка (Loan Market Association).

Информационной базой исследования явились данные Государственного Комитета РФ по статистике, справочные информационные и аналитические материалы и публикации Банка России, Министерства экономического развития и торговли РФ, квартальные и годовые отчеты Федеральной Резервной Системы США о состоянии национального банковского сектора, обзоры ранга долгового финансирования, подготовленные Ассоциацией участников кредитного рынка (LMA) и Банком Международных Расчетов, а также данные ведущих мировых финансовых информационных агентств, среди которых такие компании как Bloomberg, Reuters, Thomson Financial и Dealogic. Также в исследовании были использованы данные российских рейтинговых и информационных агентств (АКМ, Интерфакс, РосБизнесКонсалтинг) и другие базы данных. Нормативно-правовой базой исследования стали законодательные и подзаконные акты РФ, международные конвенции, договора и соглашения о синдицированном кредитовании, разработанные при содействии Ассоциации участников кредитного рынка (LMA). Также в ходе проведения исследования были широко использованы материалы, полученные в процессе практической работы автора в компании, выступающей в роли финансового консультанта на российском и зарубежном рынках долгового финансирования.

С точки зрения методологии работы инструментами анализа послужили методы системно-структурного и системно-функционального анализа, были широко использованы общенаучные методические приемы сравнительного, логического, причинно-следственного и прогностического анализа, а также методы сопоставления, аналогии и группировки.

Цель и задачи исследования. Целью данного диссертационного исследования является: на основании анализа сущности и роли синдицированного кредитования в мировой экономике обосновать

необходимость выхода российских предприятий на международные рынки капитала посредством привлечения международных синдицированных займов, разработав комплекс мер и рекомендаций, направленных на стимулирование и расширение использования российскими компаниями данного инструмента финансирования.

Для достижения указанной цели в данной диссертационной работе были поставлены и решаются следующие задачи:

- определить сущность и основные принципы международного синдицированного кредитования и уточнить понятийный аппарат, связанный с ним;

- выявить место и роль синдицированного кредита в мировой экономике и международной системе кредитных отношений и факторы его развития;

- провести комплексный анализ структуры и основных тенденций международного рынка синдикаций, определить и охарактеризовать основных игроков на глобальном рынке синдицированных займов;

- на основе анализа международного опыта определить преимущества синдицированного кредитования по сравнению с другими возможными инструментами финансирования крупных инвестиционных проектов;

- определить основные механизмы функционирования вторичного рынка синдицированных займов, выявить ключевые тенденции развития данного сегмента рынка и оценить его роль в повышении ликвидности и стабильности банковской системы страны;

- предложить и обосновать методологические подходы к оценке кредитоспособности участников синдицированного кредитования;

- выявить специфические риски, присущие синдицированному кредитованию и разработать рекомендации по их минимизации.

- проанализировать российский опыт организации синдицированного

кредитования, выявить основные проблемы развития рынка синдикаций и возможности применения зарубежного опыта для их преодоления;

– разработать комплекс мер, необходимых для развития применения синдицированного кредитования в экономике России;

– обосновать предложения по совершенствованию нормативной базы синдицированного кредитования в России;

– на основе зарубежного опыта разработать систему мер, направленных на создание и развитие в России вторичного рынка синдицированного кредитования.

Объектом исследования в рамках данной работы является международное синдицированное кредитование, как элемент международного движения ссудного капитала и один из важнейших инструментов финансирования инвестиционной и операционной деятельности предприятий и организаций из развитых и развивающихся стран.

Предметом настоящего исследования выступают основанные на анализе зарубежного опыта направления совершенствования и развития международного синдицированного кредитования, как одного из наиболее эффективных внешних источников финансовых средств для российских предприятий.

Научная новизна диссертационного исследования заключается в том, что впервые в российской практике был произведен комплексный анализ, раскрыты основные особенности и принципы развития рынка синдицированного кредитования с международной точки зрения, что позволило на этой основе разработать рекомендации, которые будут способствовать преодолению существующих препятствий развития синдицированного кредитования в России и обеспечению доступа к необходимому финансированию широкого круга российских предприятий и организаций.

При выполнении исследования автором были получены следующие существенные **научные результаты, обладающие качествами научной новизны, содержащие приращение научных знаний в исследуемой области:**

– впервые проведен анализ и систематизация существующих в экономической науке различных теоретических подходов к трактовке данного инструмента финансирования. На основе проведенного анализа выработано и сформулировано определение, наиболее полно раскрывающее экономическую сущность синдицированного кредитования в условиях глобализации и взаимной интеграции мировых рынков ссудного капитала;

– на основе выявления специфики и принципов взаимоотношений объектов и субъектов международного движения ссудного капитала сформулированы ключевые особенности синдицированного кредита, как одного из наиболее эффективных инструментов привлечения финансирования на долговом рынке капитала широким кругом заемщиков.

Определен состав и функции ключевых участников классических сделок синдицированного кредитования с учетом международной специфики инструмента: банки-участники или кредиторы, распределяющие между собой общую сумму займа и сопутствующие риски, банк-агент, призванный обслуживать денежные потоки по кредиту и банк-организатор, осуществляющий координацию всего процесса по организации кредита. По результатам анализа доказано, что все расчеты между кредиторами и заемщиком должны осуществляться через банк-агент вне зависимости от юрисдикций, резидентами которых являются участники сделки;

– на основе анализа международного опыта выявлены ключевые преимущества синдицированного кредита перед другими инструментами долгового финансирования, доступными для заемщиков на международных рынках капитала. Доказано, что выход российских компаний на

международный рынок синдицированных займов имеет положительные эффекты не только для реального сектора экономики, но также стимулирует развитие и укрепление финансовой системы страны. Предоставляя широкому кругу заемщиков доступ к необходимым значительным объемам финансирования для осуществления инвестиций и модернизации производственных мощностей по сравнительно более низким процентным ставкам, мировой рынок синдикаций также позволяет российским банкам эффективно диверсифицировать риски и кредитовать крупных заемщиков, риск по которым превышает законодательно допустимый норматив;

– посредством статистического анализа региональной и отраслевой структуры, а также объемов мирового рынка синдикаций за последние 20 лет выявлены основные тенденции и закономерности развития данного сегмента рынка капитала, в том числе в условиях развития глобальных финансовых кризисов. Определены основные рыночные игроки и их роль в процессе международной интеграции финансовых рынков;

– по результатам исследования российского опыта привлечения международных синдицированных займов выявлены основные причины, обусловившие крайне низкий уровень использования данного инструмента финансирования в нашей стране, обоснована необходимость и экономическая целесообразность выхода российских предприятий на международные рынки синдицированных займов;

– на конкретных примерах продемонстрирована сравнительно большая экономическая эффективность привлечения российскими компаниями финансирования посредством организации международных синдицированных займов, а также выявлена поступательная динамика снижения стоимости подобного рода финансирования для российских компаний;

– проведен комплексный анализ международной практики функционирования вторичного рынка синдицированных займов,

сформулированы основные механизмы и принципы взаимодействия его участников, произведена оценка его роли в ликвидности и стабильности банковской системы страны;

– обобщены и систематизированы специфические риски международного синдицированного кредитования, включая процентный и валютный риски, риск рефинансирования, а также такие потенциальные проблемы как неплатежеспособность заемщика, банка-агента, невыполнение обязательств банком-агентом, кредиторами, недостаточность опыта банка-организатора. По результатам анализа предложены способы их хеджирования и минимизации;

– на основе зарубежного опыта определены узловые направления преодоления существующих препятствий развития синдицированного кредитования в России, в том числе предложены рекомендации по формированию и развитию вторичного рынка синдицированных займов, а также по совершенствованию существующей нормативно-правовой базы по синдицированному кредитованию в целом.

Теоретическая значимость исследования заключается в том, что основные выводы и рекомендации, содержащиеся в работе, могут найти применение в научно-исследовательских работах, способствующих дальнейшему изучению проблем синдицированного кредитования, могут быть использованы в программах высшего и дополнительного профессионального образования, а также могут служить методологической базой для разработки законодательных актов и мероприятий, призванных повысить роль синдицированного кредитования в финансировании российской экономики.

Практическая значимость результатов исследования заключается в том, что теоретические и практические выводы, рекомендации, предложения и результаты, сформулированные в работе, могут быть использованы российскими коммерческими и инвестиционными банками для осуществления синдицированного кредитования предприятий, а также

органами законодательной и исполнительной власти, а именно: Государственной Думой РФ, Банком России, Министерством финансов РФ, ФСФР и другими органами власти при разработке конкретных мер по составлению и совершенствованию банковского законодательства в области синдицированного кредитования.

Апробация и реализация результатов диссертационной работы. Основные положения и выводы диссертационного исследования опубликованы в научных статьях, а также изложены на 21-ой Всероссийской научной конференции молодых ученых и студентов «Реформы в России и проблемы управления» (г. Москва, 2006 г.).

Рекомендации и выводы, полученные в результате проведенного исследования, частично нашли отражение в рамках профессиональной деятельности автора в Инвестиционной компании «Ар Си ЭФ», выступающей в роли финансового советника и организатора привлечения международного синдицированного кредитования для компаний российской телекоммуникационной отрасли, в том числе результаты диссертации неоднократно применялись в ходе подготовки и обсуждения с участниками синдикатов кредитной документации по сделкам.

По теме диссертационной работы автором опубликовано 5 статей в российских экономических журналах общим объемом 2 п.л.

Структура и объем диссертационного исследования. Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. Объем работы составляет 139 страниц основного текста, включая 17 таблиц и 18 рисунков.

Краткое содержание и структура работы

Введение

Глава 1. Место и роль синдицированных займов на международных рынках капитала

- 1.1. Сущность и роль синдицированного кредитования в мировой экономике
- 1.2. Структура, ключевые игроки и основные тенденции международного рынка синдикаций
- 1.3. Повышение роли международного синдицированного кредитования в финансировании российских предприятий

Глава 2. Практика и основные особенности процесса организации и структурирования международных синдицированных займов

- 2.1. Структура, ключевые этапы и основные участники классических сделок синдицированного кредитования
- 2.2. Преимущества синдицированных кредитов перед другими формами долгового финансирования
- 2.3. Доступ на международный рынок синдикаций как фактор снижения стоимости финансирования для российских заемщиков
- 2.4. Анализ и управление рисками при организации российскими предприятиями синдицированных кредитов по международному праву

Глава 3. Комплекс мер, направленных на преодоление существующих препятствий развития синдицированного кредитования в России

- 3.1. Систематизация и анализ основных проблем, препятствующих развитию синдицированного кредитования
- 3.2. Совершенствование законодательной и нормативно-правовой базы по синдицированному кредитованию
- 3.3. Зарубежный опыт как ориентир формирования и развития в России вторичного рынка синдицированных займов

Заключение и выводы

Список использованной литературы

Приложения

- Приложение 1. Динамика и страновая структура международного рынка синдикаций в 2004 – 2008 гг.
- Приложение 2. Ключевые сделки на российском рынке синдикаций в 2007 – 1-ом полугодии 2008 гг.
- Приложение 3. Объем кредитов, предоставленных российским заемщикам за 1998 – 2007 гг.

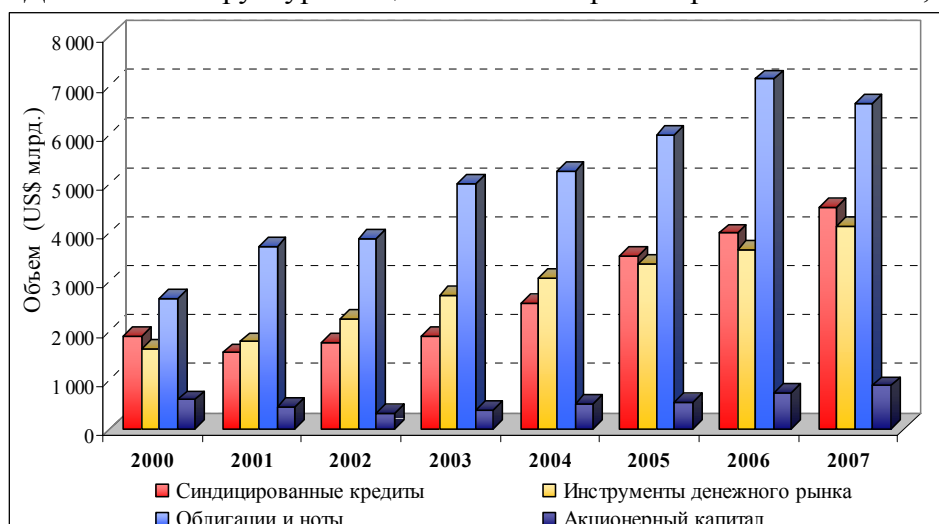
Основное содержание работы

Во **введении** обосновывается актуальность темы диссертационного исследования, раскрывается степень ее научной разработанности, определяются цель, задачи, объект и предмет исследования, формулируется научная новизна и подтверждается теоретическая и практическая значимость полученных результатов.

Первая глава диссертационного исследования посвящена анализу экономической сущности и роли международного синдицированного кредитования в финансировании предприятий и организаций, а также комплексному анализу структуры, игроков и основных тенденций мирового рынка синдикаций в условиях глобализации и взаимной интеграции финансовых рынков. Также в главе анализируется место и роль международного синдицированного кредитования в финансировании российских предприятий.

Механизм международного синдицированного кредитования в экономически развитых странах достаточно широко применяется и зачастую является одним из главных источников долгосрочного долгового финансирования предприятий, о чем свидетельствует тот факт, что до 80% крупных инвестиционных проектов на Западе кредитуется на синдицированной основе. Общий объем выданных синдицированных кредитов составляет около одной трети от всего международного рынка капиталов, включая выпуски облигационных займов, векселей и акций (см. Рис. 1). Данное обстоятельство обусловлено возможностью привлечения заемщиком более значительных объемов средств, чем это может позволить отдельный банк, уменьшения затрат и времени на организацию кредита, диверсификации кредитных рисков кредиторов и т.д.

Рис. 1. Динамика и структура общего объема мирового рынка капиталов, \$ млрд.



Источник: Данные компании Thomson Financial

«Syndicated loans review. Fourth quarter 2007» // Thomson Financial – 2008, March

Данные компании Dealogic

«Dealogic global DCM review - Full year 2005.Final results» // Dealogic – 2006, January

В настоящее время наиболее распространена схема синдицированного кредитования, в которой участвуют следующие стороны:

- банк – организатор (берет на себя весь процесс по привлечению синдицированного кредита);
- кредитный агент (представляет всех участников операции перед заемщиком по проведению платежей, уведомлению о наступлении тех или иных сроков, запросу дополнительной информации и т.п.);
- банки — участники кредитования (предоставляют кредитные ресурсы в соответствии со взятыми на себя обязательствами);
- заемщик (компания, выступающая инициатором проекта и обращающаяся в банк с просьбой организовать синдицированный кредит).

Синдицированное кредитование как особый вид кредитной деятельности базируется на следующих основных принципах:

- многосторонний характер договора – кредит предоставляется несколькими банками одному заемщику. Интересы всех банков в ходе операции представляет банк-организатор (в процессе формирования синдиката) и банк-агент (в ходе обслуживания кредита)
- 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 каждой сумме;

– единство документации – когда все заключаемые в рамках кредита договоры и соглашения являются многосторонними, подписываются всеми кредиторами и заемщиком без возможности заключения сепаратных соглашений;

– единство информации – когда вся информация, относящаяся к синдицированному кредиту, должна быть известна и всем кредиторам, и заемщику;

– юрисдикция – кредит может быть предоставлен как по национальному праву (по праву страны, резидентом которой является заемщик), так и по международному праву.

История развития, региональная структура, а также состав участников глобального рынка синдикаций подтверждают, что рынок синдицированного кредита — это, несомненно, международный рынок, тремя основными центрами которого являются Нью-Йорк, Лондон и Гонконг с такими важными региональными центрами, как Сингапур, Токио, Франкфурт, Париж, Амстердам, Люксембург, Мадрид, Чикаго, Сидней и Торонто. За последние десять лет в мире доля сделок, синдицированных по международному праву, в среднем составляла не менее 67% от общего объема финансирования, предоставленного заемщикам посредством данного долгового инструмента. В случае синдицированных займов, предоставленных для заемщиков из России, этот показатель и вовсе не опускался ниже 95% за всю историю развития данного инструмента в нашей стране.

Важной особенностью международного рынка синдицированного кредитования является высокая концентрация объема выданных займов среди относительно небольшой группы крупнейших банков – организаторов синдикаций. Так по итогам анализа первого полугодия 2008 года согласно данным компании Thomson Financial на долю 10 крупнейших банков-организаторов синдицированных займов пришлось порядка 54% всего мирового рынка.

Анализ практики привлечения отечественными компаниями международных синдицированных займов свидетельствует, что в современной экономике России данный инструмент играет пока незначительную роль в качестве источника инвестиций реального сектора экономики. В работе устанавливаются причины недостаточного развития в России международного синдицированного кредитования, среди которых основными являются:

- высокие организационные издержки российских банков – участников синдиката,
- отсутствие у компаний кредитной истории на международных рынках капитала,
- недостаточный уровень прозрачности и качества корпоративного управления российскими предприятиями,
- отсутствие у большинства российских компаний истории подготовки аудированной финансовой отчетности по международным стандартам,
- длительные сроки организации (сложность поиска равнозначных по возможностям кредиторов),
- непроработанность правового обеспечения сделок подобного рода,
- отсутствие необходимых квалифицированных управленческих кадров,
- недостаточная степень интеграции России в систему международного движения капитала в целом, и в частности, в систему движения ссудного капитала.

Во второй главе автором детально изучается зарубежная практика и основные особенности процесса организации и структурирования международных синдицированных займов, обосновываются преимущества данного инструмента долгового финансирования, а также анализируются возможные риски и пути их минимизации.

Проведенный в исследовании анализ международного опыта позволил выявить ключевые преимущества синдицированного кредита перед другими инструментами долгового финансирования, доступными для заемщиков на международных рынках капитала. Доказано, что выход российских компаний на международный рынок синдицированных займов имеет положительные эффекты не только для реального сектора экономики, но также стимулирует развитие и укрепление финансовой системы страны. Предоставляя широкому кругу заемщиков доступ к необходимым значительным объемам финансирования для осуществления инвестиций и модернизации производственных мощностей по сравнительно более низким процентным ставкам, мировой рынок синдикаций также позволяет российским банкам эффективно диверсифицировать риски и кредитовать крупных заемщиков, риск по которым превышает законодательно допустимый норматив.

Систематизация зарубежного опыта позволила прийти к выводу, что международные синдицированные кредиты выполняют роль инструмента привлечения предприятиями значительных ресурсов и способны воздействовать на капитализацию экономики в целях увеличения экономического роста и конкурентоспособности продукции.

Стоимость привлечения синдицированных займов всегда являлась и остается одним из ключевых параметров, на основе которых российские компании принимают решение о привлечении финансирования именно в форме данного инструмента. Именно благодаря сравнительно меньшей стоимости международных кредитов, привлеченных на синдицированной

основе, выход российских компаний на международные рынки капитала является целесообразным и экономически обоснованным.

Вопросу возникновению различных рисков при международном синдицированном кредитовании в исследовании уделено особое внимание. В связи с тем, что синдицированный кредит обладает несколько иной структурой организации, отличающейся, прежде всего, участием нескольких кредиторов, объединенных в синдикат банком-организатором, а также ведением расчетов по кредиту через банк-агент, оценка кредитоспособности его участников имеет свои особенности. В ходе исследования выделено и проанализировано несколько специфических групп рисков, возможных при осуществлении синдикации, в том числе:

- валютный и процентный риски как для заемщика, так и для участников синдиката;
- риск неплатежеспособности заемщика;
- риск неплатежеспособности банка-агента;
- риск невыполнения обязательств банком-агентом;
- риск недостаточности опыта банка-организатора;
- риск невыполнения обязательств кредиторами.

В **третьей главе** осуществляется систематизация и анализ основных проблем, препятствующих развитию в России международного синдицированного кредитования, а также на основе проведенного анализа разрабатывается комплекс мер и рекомендаций, направленных на преодоление существующих препятствий развития синдицированного кредитования в России.

В результате исследования условий эффективной организации синдицированного кредитования в России установлены отдельные аспекты несовершенства существующей нормативно-правовой базы, регулирующей отношения субъектов кредитования, что позволило сформулировать

рекомендации по совершенствованию правового обеспечения синдицированного кредитования.

Доказана необходимость регламентации процедуры синдицированного кредитования на уровне нормативных документов Банка России, включая разработку раздела, содержащего определения участников синдикации, их функции, юридическую ответственность кредиторов и заемщика друг перед другом, а также возможные риски участников и механизмы их минимизации.

Обоснована необходимость унификации внутренней правовой документации, используемой коммерческими банками при синдикации. Выработаны методологические подходы к заключению единого многостороннего кредитного договора между синдикатом банков и заемщиком, в котором более полно и четко должны быть отражены права, обязанности и действия участников синдицированного кредитования.

В целях минимизации возможных потерь, связанных с недостаточностью опыта участников синдиката, обоснована необходимость расширения количества участников синдикации. Предложено применять зарубежную практику по обеспечению синдицированных кредитов, то есть предусмотреть в кредитном договоре на этапе организации синдицированного кредита оговорку о «перекрестной неплатежеспособности».

Проведен комплексный анализ международной практики функционирования вторичного рынка синдицированных займов, сформулированы основные механизмы и принципы взаимодействия его участников. Доказано, что наличие у банков и институциональных инвесторов возможности переуступить свои доли в синдицированных кредитах на вторичном рынке позволяет существенно повысить ликвидность и стабильность банковской системы страны с одной стороны, и с другой стороны – обеспечивает финансовым институтам возможность

значительно более гибко управлять своими рисками, и как следствие дает им возможность предоставлять финансирование на более выгодных условиях.

На основе зарубежного опыта определены узловые направления формирования и развития вторичного рынка синдицированных займов, предоставленных российским предприятиям и организациям.

В **заключении** приводятся основные выводы, полученные диссертантом в ходе исследования, а также формулируются ключевые предложения и рекомендации по применению основных результатов исследования.

Список опубликованных работ по теме диссертации:

1. Аронов Б.Б. Международный рынок синдицированных займов в условиях глобального финансового кризиса: проблемы и перспективы // Международная экономика. № 11 – М.: 2008. /издание включено в список ВАК/ (объем – 0,55 п.л.)
2. Аронов Б.Б. Зарубежный опыт как ориентир формирования и развития в России вторичного рынка синдицированных займов // Вестник университета. Серия «Национальная и мировая экономика». № 2 (8) – М.ГУУ: 2008. /издание включено в список ВАК/ (объем – 0,35 п.л.)
3. Аронов Б.Б. Мировой рынок синдицированных кредитов: история становления, текущее состояние и основные тенденции 2006 года // Вестник университета. Серия «Национальная и мировая экономика». № 2 (6) – М.ГУУ: 2007. /издание включено в список ВАК/ (объем – 0,4 п.л.)
4. Аронов Б.Б. Перспективы развития международного синдицированного кредитования в России // Реформы в России и проблемы управления – 2006: Материалы 21-й Всероссийской научной конференции молодых ученых и студентов. Вып. 3 / ГУУ. – М.: 2006. (объем – 0,15 п.л.)
5. Аронов Б.Б., Соколов М.А. Выход российских компаний на международные рынки акционерного капитала // Корпоративный менеджмент – М.: 2006. (объем – 0,5 п.л.)