

Роль МБР в синдицированном кредитовании (Обзор доклада «Стоимость заимствований и роль многосторонних банков развития: случай трансграничного синдицированного банковского кредитования»)^{1, 2}

А.В. Шелепов

Шелепов Андрей Владимирович, к.э.н., с.н.с Центра исследований международных институтов Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ (РАНХиГС); Российская Федерация, 119034, Москва, Пречистенская наб., д. 11; E-mail: shelepoav@ranepa.ru

Обзор посвящен рабочему документу МВФ 2018 г. «Стоимость заимствований и роль многосторонних банков развития: случай трансграничного синдицированного банковского кредитования». Подчеркивается, что трансграничное банковское кредитование становится все более важным источником внешнего финансирования в развивающихся странах и в результате может сыграть ключевую роль в развитии инфраструктуры. В исследовании рассматривается влияние участия многосторонних банков развития (МБР) в кредитных синдикатах на условиях кредитных сделок, причем особое внимание уделяется ценовым параметрам. Результаты исследования показывают, что участие МБР связано с более высокими издержками для заемщиков (стоимостью кредита) и более длительными сроками погашения, что свидетельствует о большей готовности МБР финансировать проекты с высокой степенью риска, которые могут оказаться непривлекательными для частных инвесторов. Кроме того, участие МБР связано с более низкими спредами для более рискованных заемщиков в сравнении с аналогичными кредитами со стороны частных банков. Авторы показывают, что МБР могут способствовать мобилизации частных инвестиций в развивающихся странах, в том числе в области инфраструктуры, путем снижения рисков.

Ключевые слова: многосторонние банки развития (МБР); ценообразование кредитов; синдицированное кредитование; финансирование инфраструктуры

Для цитирования: Шелепов А.В. (2020) Роль МБР в синдицированном кредитовании (Обзор доклада «Стоимость заимствований и роль многосторонних банков развития: случай трансграничного синдицированного банковского кредитования») // Вестник международных организаций. Т. 15. № 1. С. 190–195 (на русском языке). DOI: 10.17323/1996-7845-2020-01-09.

По данным аналитических и научных материалов, трансграничное банковское кредитование становится все более важным источником внешнего финансирования для развивающихся стран, в значительной степени по той причине, что может сыграть ключевую роль в финансировании инфраструктуры. Известно, что долгосрочное финансирование в развивающихся странах ограничивается высоким воспринимаемым уровнем риска и, как следствие, высокой стоимостью заимствований. Многосторонние банки развития (МБР) играют существенную роль в снижении уровня восприни-

¹ Статья поступила в редакцию в декабре 2019 г.

² Gurara D., Presbitero A., Sarmiento M. (2018) Borrowing Costs and The Role of Multilateral Development Banks: Evidence from Cross-Border Syndicated Bank Lending: IMF Working Paper. Vol. 18. No. 263. P. 1–44.

маемого риска. Во-первых, МБР могут снижать риск инвестиций, сигнализируя о прибыльности проектов, выделяя свои собственные деньги на проекты и синдицированное кредитование, а также используя статус предпочтительного кредитора. Во-вторых, снижение риска может произойти в результате распространения МБР информации, без которой частные кредиторы неохотно вкладывают средства в проекты, считающиеся слишком рискованными. Несмотря на то что наибольшая доля кредитования развивающихся стран предоставляется частным сектором, международные финансовые институты – и особенно МБР – играют ключевую роль в финансировании развития, особенно в свете Повестки дня в области устойчивого развития на период до 2030 г. и потребностей в финансировании инвестиций в инфраструктуру.

Рабочий документ МВФ «Стоимость заимствований и роль многосторонних банков развития: случай трансграничного синдицированного банковского кредитования» посвящен роли многосторонних банков развития (МБР) в сделках с синдицированными кредитами, включая их ценообразование. Авторы (Д. Гуара, А.Ф. Пресбитеро и М. Сармиенто) отмечают, что на синдицированные кредиты в среднем приходится около трети общего объема международного кредитования в период с 1995 по 2012 г., а размер этого рынка сопоставим с рынком облигаций. При этом, несмотря на появление новой эмпирической литературы по ценообразованию синдицированных кредитов, она в основном ограничивается рассмотрением стран с развитой и формирующейся рыночной экономикой, и, по данным авторов, до сих пор не было изучено влияние участия МБР на ценообразование таких кредитов. Проведенное исследование восполняет этот пробел, показывая как структура синдиката, и в частности наличие МБР в пуле кредиторов, влияет на условия кредитования.

Для анализа использованы данные на уровне сделок по выборке из примерно 17 тыс. синдицированных кредитов, предоставленных заемщикам из 107 развивающихся стран и стран с формирующими рынками в период с 1994 по 2015 г. Помимо характеристик кредита (цена, сумма, срок погашения, тип и т.д.), данные включают информацию о названии и местонахождении кредитора, количество банков в синдикате и типе банков (частный банк или МБР), а также название заемщика, отрасли, местонахождении и кредитном риске. В выборке преобладают крупные развивающиеся рынки (Китай, Бразилия, Индия, Мексика, Индонезия и Турция), примерно треть ее составляют заемщики из стран с низким и средним уровнем дохода. При этом МБР активно участвуют в синдицированном кредитовании в разных отраслях – с высокой концентрацией в сельском хозяйстве и меньшим присутствием в обрабатывающей промышленности и добыче природных ресурсов. Кроме того, МБР чаще присутствуют в синдикатах при кредитовании стран с низким и средним уровнем дохода, чем в случае заемщиков из стран с формирующими рынками. На Европейский банк реконструкции и развития и Международную финансовую корпорацию совместно приходится 56% выборки, другими ключевыми игроками на исследуемом авторами рынке являются Европейский инвестиционный банк, Международный банк реконструкции и развития, Африканский банк развития, Межамериканский банк развития и Азиатский банк развития.

Для исследования авторами предложена модель, которая учитывает специфические характеристики сделок, кредиторов и заемщиков. Зависимой переменной выступает одна из мер цены кредита, логарифмированный объем или срок погашения. Ключевая объясняющая переменная характеризует наличие МБР в синдикате. Кроме того, набор объясняющих переменных включает: кредитный риск заемщика; количество траншей в рамках кредита; валюту, в которой номинирован кредит; фиктивные переменные принадлежности заемщика к государственному или частному сектору, а также

наличия поручителя. Модель включает фиксированные эффекты отрасли, страны и года. В самой точной спецификации в нее включаются объединенные фиксированные эффекты страны-года и отрасли-года. Наконец, анализ предполагает измерение концентрации синдиката на основе индекса Херфиндаля – Хиршмана, рассчитываемого исходя из долей банков в кредите.

Исследование подтверждает ряд представленных ранее в научной литературе данных относительно влияния МБР на параметры кредитов. Так, если в качестве зависимой переменной использовать совокупный спред, независимо от спецификации модели, коэффициент при фиктивной переменной участия МБР всегда положительный и статистически значимый. При наиболее точной спецификации с фиксированными эффектами для страны-года и отрасли-года полученные результаты означают, что стоимость кредитов с участием МБР выше на 45 б.п., или 13%, чем средний совокупный спред по всей выборке. Воспринимая спред как отражение риска заемщика, авторы предполагают, что МБР самостоятельно выбирают для кредитования проекты с более высоким риском и, следовательно, с более высокими кредитными спредами, которые иначе не могли бы финансироваться частным сектором.

Другие выводы авторов по данной спецификации также в целом соответствуют положениям, представленным в литературе. Так, меньшие по объему кредиты и кредиты с более длительным сроком погашения имеют более высокую стоимость. Большее количество траншей также связано с более высокими ценами, что согласуется с негативным влиянием сложности кредита на его стоимость. Кредитный риск заемщика оказывает существенное влияние на стоимость кредита. Кредиты в евро и других валютах имеют дисконт по сравнению с кредитами в долларах США. Интересен результат, что срочные кредиты относительно дороже, чем кредитные линии. Кроме того, заемщики из числа компаний государственного сектора платят за кредиты меньше, чем частные компании, что свидетельствует о важности (неявных) суверенных гарантий для стоимости кредитов. Наконец, синдицированные кредиты с более высокой концентрацией кредиторов имеют более низкую стоимость, то есть более высокая концентрация долей банков в синдикате может сигнализировать о более низком риске дефолта заемщика.

Отдельная часть исследования посвящена влиянию участия МБР в кредитном синдикате на снижение риска. Зачастую МБР участвуют в синдицированном кредитовании, когда рынок не может предоставить финансирование из-за предполагаемого или реального высокого риска заемщика. Авторы показывают, что существует положительная корреляция между риском заемщика и участием МБР в синдикате. Для этого рассматриваются регрессионные модели, в которых одним из регрессоров является фиктивная переменная участия МБР, другими – фиктивная переменная риска, связанного с заемщиком, а также показатель суверенной кредитоспособности, указывающий на заемщиков, которые находятся в «рискованных» для инвесторов странах. Результаты показывают, что участие МБР в синдикате связано с уменьшением премии, связанной с относительно высоким кредитным риском заемщиков, примерно на треть. При этом результат остается значимым даже при отдельном рассмотрении спреда и комиссионных платежей. Также авторы приходят к выводу, что присутствие МБР в синдикате связано со значительно более низкими, примерно на 41 б.п., издержками заимствований для компаний со штаб-квартирой в более рискованных странах, даже с учетом влияния других характеристик сделок, включая кредитоспособность заемщика.

Отдельный аспект анализа – влияние присутствия МБР в синдикате на стоимость заимствований для реализации инфраструктурных проектов. С одной стороны, можно ожидать более низкой стоимости кредитов, поскольку МБР используют более совершенные инструменты надзора и другие меры, прямо или косвенно минимизирующие

риски. С другой стороны, существует гипотеза, согласно которой МБР самостоятельно выбирают для финансирования долгосрочные проекты с высокими рисками, которые могут не соответствовать профилю риска инвесторов из частного сектора. Проведенный регрессионный анализ показывает, что стоимость инфраструктурных кредитов с участием МБР оказывается примерно на 66 б.п. выше, чем аналогичных кредитов, полностью финансируемых коммерческими банками. Другими словами, подтверждается вторая из представленных авторами гипотез.

Кроме того, авторы предполагают, что участие МБР по-разному влияет на стоимость кредитов для заемщиков из частного и государственного секторов. Результаты анализа свидетельствуют, что присутствие МБР в синдикате почти вдвое сокращает совокупный спред для заемщиков из государственного сектора по сравнению с заемщиками из частного сектора.

Помимо стоимости, исследование затрагивает вопросы влияния присутствия МБР в синдикате на другие параметры кредитов, в частности, объем и сроки погашения. Согласно представленным результатам, присутствие МБР связано с более низкой суммой кредита по сравнению с кредитами синдикатов, образованных только частными банками. Объем сделок с участием МБР в среднем на 70 млн долл. США меньше, чем тех, в которые вовлечены только коммерческие банки, или почти на 40% меньше, чем средняя сумма сделки, которая составляет около 180 млн долл. США. Этот результат порождает скепсис относительно деятельности МБР по непосредственной мобилизации ресурсов частного сектора, особенно в свете больших финансовых потребностей для достижения Целей устойчивого развития до 2030 г. Авторы также подтверждают, что более долгосрочные и сложные кредиты имеют большую сумму (объем срочных кредитов, как правило, меньше, чем кредитных линий, примерно на 35 млн долл. США). Суммы сделок с более высокой степенью концентрации кредиторов также относительно меньше, то есть диверсификация рисков, по мере того как все больше кредиторов входит в синдикат, способствует росту объема операций на рынке синдикированных кредитов.

Сроки погашения для кредитов с участием МБР более длительны по сравнению с выдаваемыми кредитными синдикатами, состоящими исключительно из частных банков. Разница колеблется в пределах от 25 до 27 месяцев. Этот результат согласуется с более ранними данными исследований, свидетельствующих о том, что МБР обладают большей способностью кредитовать на длительные сроки, чем частный сектор. Важно также отметить, что высокий индекс концентрации синдиката связан со значительно более длительными сроками погашения кредитов. Этот результат в сочетании с предыдущими выводами авторов относительно стоимости кредитов указывает на то, что синдикаты с высокой степенью концентрации банков предоставляют кредиты на более выгодных условиях.

В заключительной части анализа авторы исследуют предложенную модель на наличие неявной гетерогенности и робастность. Результаты оценки среднего эффекта воздействия (average treatment effect, ATE) участия МБР в синдикате на параметры кредитования подтверждают представленные выше выводы об их влиянии на стоимость, сроки погашения и объем кредитов, а также снижение рисков. Необходимость теста на робастность обусловлена тем, что выборка характеризуется концентрацией сделок в нескольких странах, таких как Китай, Индия и Мексика, и одновременно в ней присутствуют 74 страны, на которые приходится относительно небольшое количество кредитов. Анализ моделей с исключением из выборки наблюдений для заемщиков со штаб-квартирами в указанных странах не влияет на основные выводы о роли МБР в формировании стоимости кредитов.

Таким образом, ключевой вывод анализа заключается в установлении связи между участием МБР в синдикате и более высокой стоимостью кредитов, что свидетельствует о большей готовности МБР финансировать проекты с высокой степенью риска, которые оказываются непривлекательными для частного сектора. Кроме того, МБР играют важную роль в снижении риска, значительно сокращая спреды, особенно для заемщиков с высоким собственным риском или находящихся в странах с высоким уровнем риска. Участие МБР в синдикатах связано с более длительными сроками погашения кредитов, что подтверждает способность МБР предоставлять более долгосрочные кредиты в сравнении с частным сектором, и меньшими суммами сделок, что заставляет с осторожностью говорить о масштабе потенциальной роли МБР в прямой мобилизации частных инвестиций в инфраструктуру. Однако в целом смягчение рисков выступает каналом, через который МБР, благодаря обладанию более качественной информацией, возможностям мониторинга и статусу привилегированного кредитора, могут способствовать привлечению частных инвестиций в развивающиеся страны и государства с формирующимиися рынками.

The MDBs' Role in Syndicated Loan Deals

(Review of the IMF Working Paper “Borrowing Costs and the Role of Multilateral Development Banks: Evidence From Cross-Border Syndicated Bank Lending”)^{1, 2}

A. Sheleпов

Andrey Sheleпов, Candidate of Economic Sciences, Senior Researcher, Centre for International Institutions Research, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration; 11 Prechistenskaya naberezhnaya, 119034, Moscow, Russian Federation; E-mail: sheleпов-ав@ranepa.ru

Abstract

The review covers the 2018 IMF working paper “Borrowing Costs and The Role of Multilateral Development Banks: Evidence from Cross-Border Syndicated Bank Lending.” It is acknowledged that cross-border bank lending is becoming an increasingly important source of external financing for developing countries and therefore can play a key role in infrastructure development. The working paper examines the impact of participation by multilateral development banks (MDBs) in loan syndicates on the terms of loan deals, with a particular emphasis on loan pricing. The results of the study show that MDB participation is associated with higher borrowing costs and longer maturities, indicating a greater willingness on the part of MDBs to finance projects with higher risks which may otherwise be unattractive to private investors. In addition, MDB participation is associated with lower spreads for riskier borrowers compared to similar loans from private banks. The authors show that MDBs can help mobilize private investment in developing countries, including in infrastructure, through risk mitigation.

Key words: multilateral development banks (MDBs); loan pricing; syndicated lending; infrastructure financing

For citation: Sheleпов А. (2020) MDBs’ Role in Syndicated Loan Deals (Review of the IMF Working Paper “Borrowing Costs and the Role of Multilateral Development Banks: Evidence From Cross-Border Syndicated Bank Lending”). *International Organisations Research Journal*, vol. 15, no 1, pp. 190–195 (in Russian). DOI: 10.17323/1996-7845-2020-01-09.

¹ The editorial board received the article in December 2019.

² Gurara D., Presbitero A., Sarmiento M. (2018) Borrowing Costs and The Role of Multilateral Development Banks: Evidence from Cross-Border Syndicated Bank Lending. IMF Working Paper, vol. 18, no 263, pp. 1–44.