

## **ПРОБЛЕМЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА В РОССИИ: ВЗГЛЯД ИНОСТРАННЫХ НАБЛЮДАТЕЛЕЙ**

Рассматривая проблемы и перспективы участия отечественных и иностранных финансовых учреждений в финансировании реального сектора экономики, иностранные наблюдатели отмечают, что после десятилетнего кризиса Россия пятый год демонстрирует высокие темпы экономического роста. В результате за последние четыре года международные рейтинговые агентства шесть раз повышали статус России. В 2003 г. агентство «Moody's» повысило рейтинг России до инвестиционного, однако другие международные агентства расценили этот шаг как преждевременный. Тем не менее улучшение рейтинга уже оказало российской экономике определенную поддержку, облегчив доступ к дешевому кредиту (8, с. 69).

Некоторые аналитики полагают, что в 2004 г. Россия получит более высокий рейтинг, открывающий дорогу широкому притоку иностранных инвестиций. Оптимизм западных аналитиков и компаний подогревается ростом внутреннего потребления в результате увеличения доходов и изменениями в корпоративном управлении. В 2003 г. несколько крупных компаний осуществили многомиллиардные инвестиции в экономику России. Однако рейтинговые агентства указывают, что, несмотря на практически полное отсутствие вероятности нового дефолта, многие проблемы еще не решены и дальнейшее движение будет трудным (3, с. 86). По словам старшего аналитика по России агентства «Fitch» Д.Райли, «мы должны видеть больший прогресс». По его мнению, для получения высокого инвестиционного рейтинга Россия должна иметь макроэкономические показатели выше, чем средняя страна, получающая такой рейтинг (3, с. 87).

Цены на нефть являются исключительно внешним фактором, поэтому в условиях чрезмерной зависимости экономики от сырьевого сектора благоприятные макроэкономические показатели не устраняют подверженности России внешним шокам. По мнению специалистов Всемирного банка, опережающие темпы роста добывающего сектора означают, что зависимость России от экспорта природных ресурсов не снижается, а увеличивается. Задача удвоения ВВП в течение 10 лет может быть достигнута только при условии либо продолжающегося роста цен на нефть, либо существенного повышения совокупной факторной производительности в российской экономике, а для этого необходимо ускорение проведения структурных реформ. Как считает Всемирный банк, ни внутреннее потребление, ни внутренние инвестиции не достигли того уровня, который может обеспечивать устойчивый рост экономики.

### **Банковский сектор**

По мнению зарубежных экспертов, российский банковский сектор в течение последних пяти лет восстанавливается после финансового кризиса 1998 г. и в настоящее время «оседлал экономическую волну». Однако все еще существуют опасения относительно его жизнеспособности и кредитоспособности из-за медленных темпов реформирования.

Признавая определенные достижения, специалисты Всемирного банка и рейтинговых агентств отмечают неудовлетворительные темпы проведения структурных реформ и особенно банковской реформы. По их мнению, проблема заключается в том, что, несмотря на растущий приток нефтедолларов, без должным образом функционирующего банковского сектора невозможно превратить эти средства в источник роста. В результате экономика остается уязвимой перед лицом превратностей мировых товарных рынков (3, с. 87).

Собственно банковский сектор продолжает развиваться, что отражает растущий спрос на финансовые услуги. Однако в сравнении с ведущими международными банками российские банки остаются мелкими игроками. Английский журнал «Banker», проводя их сравнение с другими ведущими банками стран Центральной и Восточной Европы, отмечает, что большинство крупных банков региона контролируются иностранными банковскими группами и их показатели консолидированы в балансах этих групп. Поэтому в списке ведущих

банков региона доминируют российские банки, которые остаются независимыми, что не отражает реальной ситуации в банковской сфере (6, с. 155).

Согласно списку 50 крупнейших банков России, составляемому журналом, Сбербанк обладает 37,6% активов, 18,7% собственного капитала и показывает 33,6% прибыли по отношению к совокупным показателям участников списка. За ним следует Внешторгбанк (8, 15,8 и 15% соответственно). Всего совокупные активы 50 банков, вошедших в список, представляют около 70% активов всех российских банков (8, с. 70).

К положительным явлениям последнего времени в российской банковской сфере специалисты относят ускорение развития розничного банковского бизнеса и некоторый рост находящегося все еще в зачаточном состоянии ипотечного кредита, который способен ослабить концентрацию рисков в секторе корпоративных кредитов. Во многих случаях улучшилось качество управления, которое с приходом нового поколения менеджеров стало более профессиональным. Спекулятивные операции с доходными государственными облигациями и крупными срочными сделками сменились классическим кредитным бизнесом, в котором так нуждается реальный сектор экономики. В условиях неразвитости банковского дела перед учреждениями, взявшими курс на розничные операции, открывается перспектива получения высоких прибылей.

Тем не менее многие проблемы остаются. По мнению специалистов, экономический подъем, поддерживаемый высокими ценами на нефть, создает видимость благополучия в российском банковском секторе. В качестве главных проблем отмечаются так называемое связанное кредитование (в рамках финансово-промышленных групп), чрезмерная концентрация бизнеса на крупнейших клиентах, слабость регулирования, недостаток прозрачности. В основном сохраняются старая структура банковского сектора (с доминированием Сбербанка) и различные виды банковских рисков, господство финансово-промышленных групп, осуществляющих внутригрупповое финансирование, ведущее к концентрации риска. В докладе агентства «Standard and Poor's» подчеркивается, что после кризиса 1998–1999 гг. «российский банковский сектор восстановил свою коммерческую и финансовую основу. Но старые плохие привычки живучи, во многих важных областях сектор не реформируется» (7, с. 85). В качестве одной из проблем указывается на законодательные ограничения в области банковских слияний и приобретений,

области банковских слияний и приобретений, которые тормозят концентрацию и рост банковской сферы, а также в области участия иностранных инвесторов, расширение которого будет способствовать доступу к капиталу, банковским технологиям и ноу-хау.

Представители агентств «Standard and Poor's» и «Fitch» считают, что масштабная структурная реформа еще только предстоит, поэтому перспективы российского рейтинга являются «стабильными», а это означает, что они не будут его повышать в ближайшем будущем. По мнению экспертов этих агентств, после всех избирательных кампаний предстоит второй этап структурной перестройки, который, в отличие от первого, нацеленного на «устранение препятствий для роста», должен заключаться в «реализации целей». В этом случае, особенно если реформа охватит банковский сектор, «перспективы повышения рейтинга будут выглядеть весьма благоприятными» (3, с. 87).

### **Перспективы развития кредитной сферы**

Неразвитость российской банковской системы вызывает потребность компаний в капитале, которая удовлетворяется за счет международных рынков капитала. В 2002 г. объем синдицированных займов вырос до 6 млрд. долл. по сравнению с 700 млн. долл. в 2001 г. В начале 2003 г. российские компании заимствовали около 1 млрд. долл. ежемесячно в форме еврооблигаций, однако при резком ухудшении ситуации на рынке облигаций в середине года роль синдицированных займов существенно повысилась (2, с. 83).

Значительную роль в этом процессе играет американский «Citibank». По мнению С.Фишера, руководителя подразделения банка по операциям в странах СНГ, Россия превращается в один из наиболее привлекательных рынков ссудного капитала. В последнее время в предоставлении синдицированных займов начали принимать участие ведущие российские банки, причем если на международном рынке в качестве клиентов доминируют компании нефтяного и газового сектора, то получателями синдицированных займов российских банков выступают предприятия более мелкого масштаба, не имеющие доступа к международным рынкам капитала. Меняется также структура заимствований в пользу долгосрочных, более дешевых займов.

Специалисты отмечают привлекательность кредитования российских компаний для западных банков. Ей благоприятствует динамика соотношения риска–доходность в результате улучшения системы корпоративного управления и снижения показателя странового риска. «Россия избавилась от имиджа дефолтера и больше не является изгоем на международных рынках капитала» (2, с. 83). Однако отдельным компаниям все еще нужно доказывать свою состоятельность. Преимуществом на международных рынках капитала пользуются ведущие компании, которые раньше других начали осуществлять заимствования и имеют кредитную историю. Примерами наиболее крупных и выгодных синдицированных займов являются кредиты, полученные в 2003 г. фирмами «ЛУКойл» и ЮКОС.

В целом с точки зрения западных кредиторов, «двери всегда открыты для 40 ведущих российских ресурсодобывающих компаний, способных погасить задолженность за счет экспорта нефти, газа, металлов и минерального сырья» (2, с. 84). Однако растущие компании «второго ряда» находятся в более сложном положении. Западные банки начинают обращать внимание и на них, по мере того как они приобретают кредитную историю и снижается риск их кредитования. Но, как указывают наблюдатели, этот процесс протекает медленно, и здесь главную роль должны играть российские коммерческие банки. Поэтому финансирование развития зависит от темпов проведения банковской реформы.

Многие внутренние попытки организации синдицированных займов провалились (например, заем, организованный в 2001 г. Собинбанком для Алроса) либо были незначительными по объему и срокам. В последнее время наблюдался процесс увеличения объемов и сроков предоставления займов при одновременном снижении процентных ставок, хотя для более мелких компаний финансирование по-прежнему обходится значительно дороже, чем для крупных. Примерами могут служить предоставленные в 2003 г. синдицированные займы банками МДМ (с участием активно действующего на российском рынке «Deutsche Bank») и Росбанк (с участием «HSBC Bank») (2, с. 84).

### **Проектное финансирование**

Как потенциал, так и опасности российского рынка проектного финансирования очевидны. Реализации потенциальных воз-

можностей проектного финансирования мешают низкие темпы структурных реформ. Несмотря на наличие большого количества потенциально высокоприбыльных проектов, число совершенных финансовых сделок крайне незначительно. Тем не менее, отмечают авторы, уже созрели условия для бума проектного финансирования в России.

Среди проблем, требующих решения, прежде всего указывается необходимость четкого понимания того, что представляет собой проектное финансирование. В России под проектным финансированием, как правило, понимается просто финансирование любых проектов, тогда как в мировой практике проектное финансирование предполагает снижение степени риска. Инициатор проекта (спонсор) создает самостоятельное юридическое лицо – проектную компанию, берущую на себя ответственность за погашение кредитов и освобождающую от нее спонсора. При этом мера ответственности спонсора, кредитора и проектной компании должна быть четко определена в контракте, что ставит подобные сделки в зависимость от существующей правовой системы. Это сложный и дорогостоящий процесс, который сильно затруднен из-за слабости российской правовой системы. Поэтому западные банкиры, ведущие переговоры о проектном финансировании, нередко пытаются возложить ответственность за долги и на спонсора, что превращает такие сделки в соглашения о структурированном финансировании (1, с. 74).

Спонсора привлекает то обстоятельство, что задолженность по проекту может быть выведена за рамки баланса. При этом спонсоры нередко предоставляют гарантию завершения проекта. В случае успеха проекта спонсор получает долю прибыли, пропорциональную вложенному капиталу, а в случае неудачи – теряет только эту долю капитала в проектной компании. Для банков привлекательны их изоляция от проблем, возникающих у спонсора, а также более высокий процент, обоснованный необеспеченным риском.

Ряд сделок последнего времени свидетельствует, по мнению наблюдателей, об улучшении делового климата и стремлении более тесного включения российской экономики в глобальную экономику, хотя эти сделки все еще ограничиваются сферой нефтяной и газовой промышленности и отражают заинтересованность западных компаний в эксплуатации российских энергоресурсов. Указывается также на положительное влияние укрепления политической стабильности и мер по улучшению корпоративного управления. В 2003 г. характер-

ными примерами стали сделка «British Petroleum» с Тюменской нефтяной компанией (6,1 млрд. долл.) и крупнейший проект Сахалинского энергетического консорциума с участием «Royal Dutch Shell» (10 млрд. долл.) (1, с. 76).

Подчеркивается, что проектное финансирование в России все еще возможно только с участием многосторонних финансовых учреждений. Так, в Сахалинском энергетическом проекте участвуют Европейский банк реконструкции и развития (EBRD), Японский банк международного сотрудничества (JBIC) и американская Корпорация зарубежных частных инвестиций (OPIC). По словам представителя «Royal Dutch Shell» М.Кларка, принимая решение, инвесторы вполне сознавали наличие юридического, политического и других рисков, но считали, что эти риски могут быть управляемыми (4, с. 89).

Единственным на сегодня примером настоящего проектного финансирования в России, по мнению журнала «Banker», является Севертэк – совместное предприятие «ЛУКойла» и финской нефтегазовой компании «Fortum» по разработке месторождений в Ненецком округе и Республике Коми. Важно и то, что проект осуществляется при участии многостороннего агентства – EBRD, а также банка «НуроВерейнсбанк» (HVB). Крупнейшей проблемой проектного финансирования в России является обеспечение в будущем сбыта продукции и получения дохода для выплаты задолженности. Организация проектного финансирования всегда сложна, поскольку означает предоставление необеспеченного кредита спонсорам проекта. Проект «Севертэк» обходит эту проблему, так как является первым в России предприятием с иностранным участием, основанным только на лицензии на разработку и производство, а не на соглашении о разделе продукции. Кроме того, спонсоры предоставляют гарантию завершения строительства и доведения проекта до стадии добычи нефти, что устраняет один из важнейших аспектов риска для кредиторов (5, с. 90).

Специалисты подчеркивают, что инвесторы будут пристально следить за судьбой этих проектов и решением связанных с ними проблем. Основная проблема заключается не в наличии адекватного законодательства, а в его применении и соблюдении. Прежде всего это относится к законодательству о банкротстве и возможным злоупотреблениям с искусственным банкротством (примером служит «British Petroleum», которая потеряла инвестиции в «Сиданко» после ее банкротства в 1999 г.). В результате западные банкиры зачастую «мutili

воду» проектного финансирования, стремясь продлить сроки обязательств спонсоров по займам за пределы стадии строительства (1, с. 77). Определенное волнение вызывает также дело ЮКОСа и опасения, связанные с возможностью пересмотра итогов приватизации, поскольку «в 1990-е годы все нарушали законы... когда было невозможно вообще делать что-либо, не нарушая их» (1, с. 78). Тем не менее отмечается, что, несмотря на риск, доверие инвесторов повышается, что выражалось также и в повышении инвестиционного рейтинга России.

#### **Список литературы**

1. Aris B. Powerful forces of finance // Banker. – L., 2003. – October. – P. 74–78.
2. Loans look up // Ibid. – P. 83–84.
3. Rate of change // Ibid. – P. 86–87.
4. Energy boost // Ibid. – P. 88–89.
5. First off the block // Ibid. – P. 89–90.
6. Impressive expansion keeps Russia in front // Ibid. – July. – P. 155.
7. Caplen B. No guarantees of an easy ride // Ibid. – P. 85–86.
8. Sberbank enjoys the lion's share // Ibid. – December. – P. 69–70.

*И.Г.Минервин*