



## Корпоративные облигации: как представить выпуск инвесторам?

Опыт подготовки размещения займа  
ОАО «Салаватнефтеоргсинтез»

Степан Амосов  
«Банк ЗЕНИТ»  
Вячеслав Горбунов  
ОАО «Салаватнефтеоргсинтез»

С момента появления в России рынка корпоративных облигаций в 1999 г. этим эффективным инструментом привлечения финансирования успели воспользоваться более 100 отечественных предприятий. Вслед за первопроходцами из числа естественных монополий (РАО «Газпром», РАО «ЕЭС России», АК «АЛРОСА») и крупных сырьевых экспортеров (ТНК, Магнитогорский металлургический комбинат) к выпуску облигаций стали прибегать сравнительно небольшие и менее известные компании, большинство из которых ранее никак не были представлены на отечественном фондовом рынке (наиболее яркий пример — Московская обувная фабрика «Парижская коммуна», чей 200-миллионный заем стал одной из «фишек» «второго эшелона»).

Выход компании на публичный рынок является довольно важным событием в ее кредитной истории. Поэтому необходимо сделать все возможное для того, чтобы у делового сообщества с самого начала сложилось благоприятное впечатление о новом эмитенте.

### ПУТЬ НА РЫНОК: ПЕРВЫЕ ШАГИ

Для подавляющего большинства заемщиков, появляющихся сегодня на рынке, при выпуске облигаций важен не только финансовый, но и имиджевый аспект. Более того, в 2000—2002 гг. для многих эмитентов именно вопросы формирования корпоративного имиджа и публичной кредитной истории были определяющими при принятии решения о выпуске облигаций. Ведь, выходя на публичный рынок, компания показывает свою готовность стать более открытой для широкого круга инвесторов, более узнавае-

мой среди финансовых институтов и приобрести положительную кредитную историю. Кроме того, сам факт использования таких инструментов, как облигации, демонстрирует прогрессивность финансового менеджмента компании, его желание и умение использовать как можно более полный набор доступных форм и методов привлечения финансирования.

В отличие от двустороннего кредита, являющегося предметом взаимоотношений компании и кредитуемого ее банка, публичный долг, обращающийся на открытом рынке, представляет интерес для всего ин-

вестиционного сообщества. Поэтому, становясь эмитентом облигаций, компания сразу же попадает в фокус внимания аналитиков инвестиционных банков, рейтинговых и информационных агентств.

Как же представить нового эмитента инвесторам? Как следует строить отношения с инвестиционным сообществом? Эти вопросы особенно важны для компаний, ранее не прибегавших к использованию публичного финансирования. Мы проиллюстрируем основные методы и «правила поведения» при выходе на рынок на примере ОАО «Салаватнефтеоргсинтез». В феврале 2003 г. компания успешно разместила свой первый облигационный заем.

В рамках реализации общей корпоративной стратегии развития компанией было принято решение о выпуске облигационного займа в объеме 300 млн руб. Объем первого займа, являющегося для компании, по сути, «пробным шаром», оказался сравнительно небольшим. Это объясняется как пилотным характером облигационного проекта, так и вполне определенной потребностью компании в финансировании извне, существовавшей на момент принятия решения о размещении. Показатели производственной деятельности и финансовой отчетности позволяют компании осуществлять заимствования в существенно большем размере. Для иллюстрации этого достаточно сказать, что заем в

**ОАО «Салаватнефтеоргсинтез» — крупная нефтехимическая компания, расположенная в г. Салавате, Республика Башкортостан. Основная продукция предприятия — бензины, дизельное топливо, мазут, спирты, пластики и продукты этиленового ряда. Выручка ОАО «Салаватнефтеоргсинтез» в 2002 г. составила 16,2 млрд руб., прибыль от продаж — 2,5 млрд руб. Последние три года рентабельность компании находится на уровне 16—18%. Заемная политика предприятия отличается подчеркнутой консервативностью.**

300 млн руб. полностью покрывается недельной выручкой предприятия.

При определении организатора займа компания рассматривала предложения нескольких финансовых институтов. В итоге организатором и платежным агентом займа был назначен «Банк ЗЕНИТ».

Следует отметить, что выбор банка-организатора — финансового партнера компании при выпуске займа — имеет большое значение. Здесь важны авторитет банка среди финансовых институтов, его опыт работы по организации публичного финансирования, позиции на рынке инвестиционно-банковских услуг, широкая клиентская база и сильное аналитическое подразделение. Все эти преимущества позволяют подготовить и провести размещение на максимально качественном уровне.

При подготовке размещения займа ОАО «Салаватнефтеоргсинтез» был проведен полный комплекс мероприятий по представлению компании инвестиционному сообществу. В частности, было проведено роад-шоу в четырех городах России и подготовлен информационный меморандум. На всех этапах выпуск сопровождался официальными сообщениями и пресс-релизами. Также «Банком ЗЕНИТ» был выпущен аналитический обзор с оценкой финансового состояния компании. Кроме того, были организованы Интернет-конференция и консультации для физических лиц. Далее мы подробно рассмотрим перечисленные выше мероприятия.

## ИНВЕСТИЦИОННЫЙ МЕМОРАНДУМ

В практике первичных размещений на отечественном рынке уже сложилась хорошая традиция подготовки инвестиционного меморандума. Этот документ является аналогом используемого в зарубежной практике *offering circular*, сопровождающего выпуск еврооблигационных займов, и представляет собой нечто среднее между аналитическим обзором и проспектом эмиссии. Как правило, информационный меморандум содержит информацию о производственной деятельности эмитента, его финансовом состоянии, планах будущей деятельности, а также сведения о размещаемом выпуске. В меморандуме ОАО «Салаватнефтеоргсинтез», помимо этого, были приведены сведения о конкурентной среде, в которой работает компания, а также информация об имеющихся кредитных соглашениях с отечественными и зарубежными банками.

Отчасти меморандум дублирует содержание проспекта эмиссии, но во многих случаях содержит и достаточный объем дополнительной информации, интересной для инвесторов. Особенно полезным информационный меморандум может стать в случае, если эмитентом выступает некая «техническая» компания (SPV), а поручителем или оферентом по долгу является основная компания, на которой сконцентрированы производственные активы и денежные потоки. Подобное структурирование сделки становится все более распространенным на отечественном рынке; в частности,

«технические» эмитенты использовались в эмиссиях облигаций ООО «АльфаФинанс» под гарантии Альфа-банка, ОАО «Система Финанс Инвестментс» под гарантии АФК «Система» и во многих последующих сделках. Поскольку, кроме бухгалтерской отчетности, проспект эмиссии не предполагает раскрытия какой-либо информации о поручителе, а оферентом по облигациям вообще может выступить любое лицо без какого-либо дополнительного раскрытия информации о себе, то именно информационный меморандум может стать тем документом, из которого инвестор подробно узнает о реальных целях заимствования и поручителях. В отличие от проспекта эмиссии, информационный меморандум не является официальным документом и его содержание не регулируется какими-либо законами или нормативными актами.

## РОАД-ШОУ

Большинство проходящих размещений корпоративных займов сопровождаются презентационными мероприятиями. Их масштабность зависит от объема займа, степени известности эмитента на рынке, ориентации заемщика на те или иные категории инвесторов и ряда других факторов. Многие эмитенты ограничиваются одной презентацией в Москве, что в принципе оправданно, так как большинство приобретателей корпоративных облигаций — это крупные банки, чьи головные офисы находятся в столице. Однако региональные финансовые институты также представляют собой довольно значительный класс инвесторов, который стоит привлечь во внимание.

Многие крупные займы сопровождаются роад-шоу — серией презентаций в нескольких городах. Практика проведения таких встреч с инвесторами и аналитиками пришла к нам из Европы и США. Впервые роад-шоу при первичном размещении рублевых облигаций было проведено для второго выпуска Нижнекамскнефтехима. С тех пор размещение большинства крупных

займов сопровождается такого рода поездками по стране. Примерами здесь могут служить роад-шоу Выксунского металлургического завода, Российской инновационной топливно-энергетической компании и Газпрома. Не стал исключением и заем ОАО «Салаватнефтеоргсинтез» — его размещение сопровождалось полномасштабным роад-шоу, в ходе которого руководители предприятия и банка-организатора представляли инвесторам размещаемый выпуск и инвестиционную программу компании на ближайшие годы. В рамках роад-шоу были проведены презентационные мероприятия в четырех финансово-промышленных центрах России — Санкт-Петербурге, Казани, Москве и Уфе. В качестве одного из результатов проведенного роад-шоу можно отметить высокий интерес к займу со стороны финансовых институтов Татарстана и Башкортостана.

Как показывает опыт, встречи с финансовым менеджментом компании очень важны для инвесторов. Сама возможность непосредственного контакта и получения информации из первых рук уже оказывает значительное влияние при принятии инвестиционных решений. Инвестор видит, кому именно он дает свои деньги. Он может задать любой интересующий его вопрос о деятельности компании, начиная от ее взаимоотношений с поставщиками и потребителями и заканчивая дивидендной политикой. На презентациях ОАО «Салаватнефтеоргсинтез» среди наиболее часто задаваемых были вопросы об использовании привлеченных средств, а также о дальнейших планах компании по присутствию на долговом рынке. Кроме того, инвесторов интересовали такие аспекты производственной деятельности, как обеспеченность сырьем для дальнейшей переработки и маркетинговая стратегия.

### ОФИЦИАЛЬНЫЕ СООБЩЕНИЯ И НОВОСТНОЙ ФОН

Подготовка размещения займов сопровождается публикациями в

средствах массовой информации, которые делятся на официальные сообщения и на прочие материалы о компании. В соответствии с действующим законодательством эмитенты обязаны публиковать официальные сообщения о существенных фактах, к каковым относятся сведения о размещении облигаций, об утверждении решения о выпуске, а также о других фактах и событиях, перечисленных в эмиссионных документах.

Помимо официальных сообщений, информацию о готовящемся размещении можно донести до потенциальных инвесторов через пресс-релизы и пресс-конференции. Как правило, подготовку пресс-релизов и проведение пресс-конференций обеспечивают пресс-службы эмитента и банка-организатора. К работе могут быть привлечены и подразделения компании-заемщика, отвечающие за *investor relations*. В совокупности это позволяет поддерживать постоянный новостной фон вокруг предстоящего размещения и таким образом усилить интерес к займу.

На все презентационные мероприятия ОАО «Салаватнефтеоргсинтез», помимо потенциальных инвесторов, были приглашены сотрудники информационных агентств и деловых изданий. Каждая презентация сопровождалась выпуском пресс-релиза с рассылкой текста по всем средствам массовой информации, освещающим финансовые рынки и нефтехимическую отрасль. Тематами пресс-релизов были как различные этапы подготовки займа (утверждение и регистрация эмиссионных документов, назначение даты размещения, итоги размещения), так и производственная деятельность компании (прогноз финансовых показателей по итогам завершившегося года, инвестиционная программа компании). Также на специализированном сайте *cbonds.ru* состоялась Интернет-конференция, посвященная готовящемуся займу, участники которой задали около 30 вопросов. Подробнее с материалами Интернет-конференции можно ознакомиться

по адресу <http://www.cbonds.ru/conference>.

### ОБЛИГАЦИИ ДЛЯ ЧАСТНЫХ ИНВЕСТОРОВ

Несмотря на то что облигации пока не стали распространенным инструментом частных инвестиций, эмитенты все же не упускают из виду соответствующую категорию инвесторов. Более того, отдельные выпуски облигаций структурируются специально для приобретения частными инвесторами. Так, в 2002 г. компания «Татнефть» разместила облигационный заем на 100 млн руб. с фиксированным купоном и номиналом 100 руб. на одну облигацию. Приобретателями займа стали свыше 3 тыс. физических лиц, среди которых преимущественно работники компании и жители Татарстана.

Размещение облигационного займа или его части среди сотрудников предприятия имеет ряд положительных моментов. Опыт размещения займов ОАО «Татнефть» и ОАО «Нижнекамскнефтехим» среди персонала этих предприятий показал, что работники воспринимают облигации как выгодную альтернативу банковским депозитам и активно вкладывают средства в обязательства своих компаний.

Такое поведение работников предприятия является положительным сигналом и для рыночных инвесторов — ведь кто, как не сотрудники, лучше всего осведомлены об истинном положении дел в компании? Кроме того, компания вряд ли будет объявлять дефолт по облигациям, владельцы которых — ее трудовой коллектив.

Помимо указанных обстоятельств, размещение займа среди трудового коллектива интересно и с точки зрения отработки технологий работы с частными инвесторами; ведь далеко не каждому банку легко справиться с задачей выплаты купонного дохода нескольким тысячам владельцев.

Опыт работы с физическими лицами был активно использован при размещении облигаций ОАО «Салаватнефтеоргсинтез». В ходе подго-

товки размещения в г. Салавате действовал информационно-консультационный центр для сотрудников предприятия, желающих приобрести облигации при первичном размещении. В центр обращались представители различных подразделений компании и даже вышедшие на пенсию сотрудники — все они получили исчерпывающие ответы на свои вопросы. Материалы о займе периодически публиковались в корпоративной многотиражной газете.

### ИТОГИ РАЗМЕЩЕНИЯ

Как показали итоги размещения облигаций ОАО «Салаватнефтеоргсинтез», роад-шоу и сопутствующие ему мероприятия оказались чрезвычайно полезными с точки зрения формирования диверсифицированной базы инвесторов. В ходе конкурса по размещению интерес к выпуску проявили более 100 инвесто-

ров, в том числе крупнейшие банки Башкортостана и Татарстана. «Критическую массу» инвесторов составили именно региональные банки, хотя немало заявок поступило и от московских участников.

Всего на конкурс по определению ставки первого купона инвесторами было выставлено 123 заявки на общую сумму в 866 млн руб. по номиналу со значениями в диапазоне от 5,90 до 17,48% годовых. По итогам конкурса эмитентом было принято решение об установлении ставки первого купона в размере 12,7% годовых. В ходе размещения было удовлетворено 29 заявок, одна из них — частично.

Эффективная доходность к погашению составила 14,65% годовых, что на момент размещения стало абсолютным рекордом стоимости рублевых заимствований для российской компании. Никогда прежде корпоративный заемщик не полу-

чал на открытом рынке столь дешевые деньги. Конечно, определяющим фактором для установления минимальной ставки была благоприятная конъюнктура долгового рынка — размещение облигаций ОАО «Салаватнефтеоргсинтез» проходило на фоне новостей о долгожданном снижении Банком России ставки рефинансирования и о сделке между ТНК и ВР, ставших главными драйверами «ралли» на долговом рынке. Однако роль предшествовавших размещению презентационных мероприятий также не стоит недооценивать, ведь их основной целью было представление инвестиционному сообществу нового эмитента довольно высокого кредитного качества, и, похоже, рынок оценил его по достоинству. Блестящие итоги размещения первого займа позволяют компании надеяться на выгодные условия последующих заимствований. ■

The screenshot shows the website of ЗАО "РЕЛЛАЙН" (ZAO "RELAY"). The header includes the company name and logo, along with contact information: 109004 Москва, Тетеринский пер., 4/8, стр. 1; тел.: (095) 284-5063; факс: (095) 281-3282; adm@reline.ru; www.reline.ru. A navigation bar contains links: Главная, Услуги, Абонентам, Заявка, Внешние каналы, Проекты партнеров, and Контакты. The main content area is divided into two columns. The left column lists services: Доступ к биржам (Подключение удаленных рабочих мест системы электронных торгов, MMB5, SPFB), Доступ в интернет (постоянный доступ, ADSL доступ, сеансовый доступ по модему), Размещение информационных ресурсов (Размещение серверов (colocation), Виртуальные сервера (hosting)), and Пакетная телефония (городские номера совместно с доступом в интернет). The right column features a form titled "Для получения коммерческого предложения заполните форму" (To receive a commercial offer, fill out the form). The form fields are: Название компании (ЗАО "Трейд"), Точный адрес помещения (Новолесная улица, д. 1, корп. 4), Телефон привязки (916-5191), Представитель заказчика (ФИО) (Петров Игорь Николаевич), Телефон и факс для связи (916-5143), E-mail для связи (adm@trade.ru), and Скорость канала доступа в Интернет (512x). There are checkboxes for "Другие сервисы" (Access to MMB5 and SPFB) and a text box for "Для сообщения" (Additional phone numbers). A "Отослать" (Send) button is at the bottom. The footer contains a copyright notice and a navigation bar with links: Главная, Услуги, Абонентам, Заявка, Внешние каналы, Интернет карты, Проекты партнеров, Архив, Контакты, and О сайте.