



## Корпоративные облигации: как организовать эмиссионный синдикат?

Степан Амосов  
Банк ЗЕНИТ

За последние два года облигационные займы стали одним из наиболее эффективных и удобных инструментов привлечения долгового финансирования для российских компаний и банков. Существенную роль в подготовке и размещении займа играет организатор — инвестиционный банк, назначаемый эмитентом для подготовки и проведения сделки. Одной из ключевых функций организатора является формирование эмиссионного синдиката. В этой статье речь пойдет об основных принципах организации синдиката и функциях его участников.

В качестве показательного примера будет рассмотрена сделка по размещению второго облигационного займа ОАО «Нижнекамскнефтехим».

### КТО ПОКУПАЕТ ОБЛИГАЦИИ?

На сегодняшний день основная часть инвесторов на рынке корпоративных облигаций — это крупные и средние банки (рис. 1).

Доля банков на рынке составляет около 65%. Инвестиционные и финансовые компании занимают еще примерно 15% рынка, а все остальное делят между собой физические лица и редкие институциональные инвесторы — пенсионные и паевые фонды, а также страховые компании.

Основной объем первичных размещений и вторичной торговли приходится на ММВБ, где традиционно торгуют преимущественно банки.

Такой состав потенциальных инвесторов однозначно предопределяет специфику эмиссионного синдиката: как правило, во главе синдиката находится крупный банк, который привлекает к участию опять же преимущественно крупные банки.

Как правило, организатор выпуска назначается эмитентом на условиях гарантированного размещения всего объема выпуска (*firm commitment*). Иногда назначение организатора происходит на условиях «приложения максимальных усилий» (*best efforts agreement*).



Рис. 1. Распределение инвесторов на рынке корпоративных облигаций, %

Источник: Аналитический отчет Банка ЗЕНИТ.

Шансы на успешную организацию размещения у большинства инвестиционных компаний сравнительно невелики, что объясняется двумя причинами.

*Во-первых*, инвестиционные компании, как правило, недокапитализированы и не могут позволить себе принять обязательства по выкупу при размещении сколько-нибудь значительного объема.

*Во-вторых*, поскольку, как уже упоминалось выше, рынок корпоративных облигаций — это рынок, по сути, межбанковский, присутствие на нем посредников между банками в лице инвестиционных компаний экономически не оправдано.

Тем не менее имеет смысл привлекать крупные инвестиционные компании к участию в синдикатах на уровне совместного организатора или менеджера. Особую ценность здесь приобретает широкая клиентская база инвестиционных компаний. Этот аспект будет подробно обсужден ниже.

### ЦЕЛЬ СИНДИКАТА — ФОРМИРОВАНИЕ КАЧЕСТВЕННОЙ ИНВЕСТИЦИОННОЙ БАЗЫ

Главная задача, которая стоит перед организатором, — создание качественной базы инвесторов. Если эмитент принимает решение идти на публичный рынок, то, скорее всего, он намерен работать с широким кругом инвесторов. Поэтому важно не просто обеспечить размещение выпуска в полном объеме, а разместить его среди максимального количества приобретателей. Ведь если большая часть выпуска уйдет в «одни руки», то такой заем будет мало отличаться от двустороннего кредитования. В итоге эмитент так и не сможет выстроить отношения с публичным рынком, оставшись «один на один» с основным кредитором.

Как правило, таким двусторонним отношениям сопутствует несколько «неудобных» условий, таких как перевод в банк-кредитор части оборотов эмитента, предоставление ликвидного залога и прочие требования. Кроме того, широкая диверсификация покупателей облигаций по типам и географии обеспечивает ликвидность выпуска при вторичном обращении. Это, в свою очередь, дает эмитенту возможность снизить стоимость будущих заимствований, поскольку покупатели будут требовать существенно меньшую премию за риск ликвидности.

Другой немаловажный момент связан с широким использованием механизма оферт к досрочному выкупу облигаций. Если выпуск размещен среди узкого круга покупателей, то велик риск того, что крупные держатели предъявят к оферте существенную часть выпуска. Та же самая проблема возникает, если среди приобретателей присутствуют одни лишь банки: если в период оферты краткосрочная рублевая ликвидность банков будет низкой, то, скорее всего, к оферте будет предъявлен весь выпуск.

Опыт показывает, что на решение основной массы держателей предъявить облигации к оферте оказывают влияние такие факторы, как ставки однодневных депозитов на межбанковском рынке. Отчасти это свидетельствует об отсутствии в большинстве банков эффективной стратегии управления ликвидностью, тем не менее реальность такова, что деньги на межбанковском рынке нужны либо сразу всем (и тогда ставки взлетают), либо никому. Поэтому очень важно разместить облигации не только среди банков, но и среди институциональных инвесторов — пенсионных и инвестиционных фондов, страховых компаний и иных категорий.

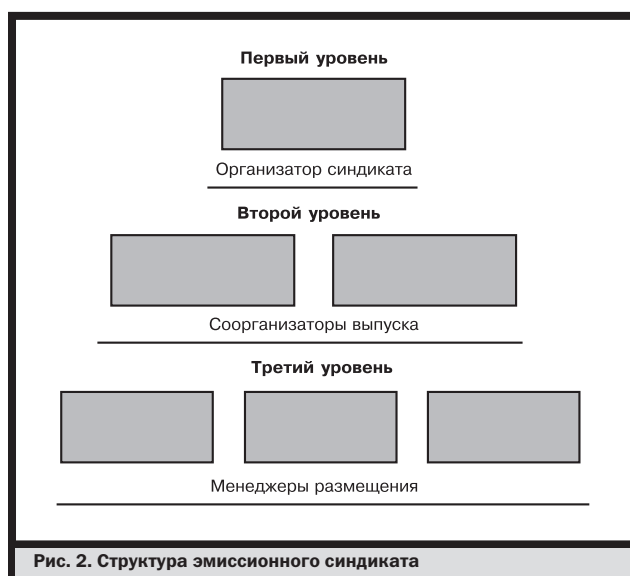
### ОТНОШЕНИЯ МЕЖДУ УЧАСТНИКАМИ СИНДИКАТА

Иерархия внутри синдиката, как правило, многоуровневая (рис. 2). В особенности это характерно для больших выпусков. Находящийся во главе синдиката организатор делегирует участникам часть полученной от эмитента комиссии.

В обмен участники синдиката принимают на себя обязательство о гарантированной подписке на некоторую часть выпуска, получая в зависимости от объема принятых на себя обязательств статус совместного организатора, ведущего менеджера или андеррайтера<sup>1</sup>.

Все участники синдиката действуют на взаимно согласованных условиях — они принимают на себя одинаковые риски и указывают в заявках на приобретение облигаций при первичном размещении одну и ту же цену.

Как правило, комиссия участника синдиката находится в прямой зависимости от объема, на который подписывается участник (вознаграждение за гарантированный выкуп). Иногда комиссия выплачивается в зависимости от объема фактически выкупленных уча-



<sup>1</sup> Уже устоявшаяся в России терминология отнюдь не соответствует принятой в США и Западной Европе. На международных рынках инвестиционные банки, обеспечивающие организацию выпуска, получают один из трех статусов: *bookrunner*, *lead manager* или *arranger*.

стником облигаций (вознаграждение по итогам размещения). В некоторых случаях используется комбинированный вариант, когда вознаграждение участника синдиката разбивается на две упомянутые составляющие.

### ОСНОВНЫЕ ПРИНЦИПЫ ФОРМИРОВАНИЯ СИНДИКАТА

Вообще говоря, право окончательного выбора участников синдиката должно быть сохранено за эмитентом. Но именно организатор выпуска, имея большой опыт подготовки размещений, предоставляет эмитенту свои рекомендации по составу синдиката, проведя предварительные переговоры с его потенциальными участниками.

Способность финансового института распределить выпуск среди той или иной категории инвесторов является определяющей при формировании синдиката. Например, если выпуск ориентирован прежде всего на банки, то потенциальный участник синдиката должен обладать налаженными отношениями с банковским сообществом. Напротив, если выпуск предназначен для покупки физическими лицами, то к участию в синдикате должны быть привлечены финансовые институты, активно работающие на рынке розничных услуг. Итак, главное правило, которого нужно придерживаться, — приглашать в синдикат не тех, кто больше купит, а тех, кто больше сумеет распродать на рынке. Разумеется, важную роль здесь играют деловая репутация потенциального участника синдиката и его опыт участия в предыдущих размещениях.

Впрочем, большинство участников эмиссионных синдикатов при первичных размещениях выкупает выпуск на себя и лишь небольшая часть займа уходит клиентам. Отчасти это связано с тем, что до момента регистрации отчета об итогах размещения вторичная торговля облигациями невозможна и не все клиенты готовы брать на себя этот риск. Но с началом вторичного обращения участники синдиката с большим или меньшим успехом распродают выкупленные при первичном размещении облигации. Если крупный выпуск был размещен на рыночных условиях, а кредитоспособность заемщика не вызывает сомнений, то вторичная торговля облигациями идет весьма активно. ■

### Иллюстрирующий пример: сделка по размещению второго выпуска облигаций ОАО «Нижнекамскнефтехим»

В конце мая 2002 г. Банк ЗЕНИТ организовал размещение второго выпуска облигаций ОАО «Нижнекамскнефтехим» номинальным объемом 1,5 млрд руб.

В эмиссионный синдикат были приглашены 6 банков — ИК «Тройка Диалог», МДМ-Банк и «Райффайзенбанк Австрия» в качестве соорганизаторов, а также Международный Московский Банк, Московский банк реконструкции и развития и РОСБАНК в качестве менеджеров размещения.

Каждый из участников синдиката обеспечивал размещение облигаций среди определенной категории инвесторов.

В ходе размещения инвесторами было подано более 150 заявок на общую сумму более 2 млрд руб. В итоге было заключено 68 сделок, а выпуск был размещен с доходностью, на 0,5% ниже установленной в результате премаркетинга.

Сделка по второму выпуску облигаций ОАО «Нижнекамскнефтехим» замечательна тем, что это, пожалуй, первое действительно рыночное размещение корпоративных облигаций на российском рынке: впервые компания-заемщик провела настоящее роад-шоу, встретившись с инвесторами в четырех городах России; впервые спрос при размещении превысил предложение более чем на треть; впервые более половины выпуска разошлось по рынку, а не по книгам синдиката.

С этой сделкой российский рынок корпоративных займов перешел в следующую фазу своей эволюции — от схемных выпусков и синдикаций к полноценным рыночным заимствованиям.