

Практика организации выпуска корпоративных облигаций: синдикат андеррайтеров

Павел Гурин

Начальник Отдела инвестиционно-банковских операций Райффайзенбанка

Никита Патрахин

Эксперт Отдела инвестиционно-банковских операций Райффайзенбанка

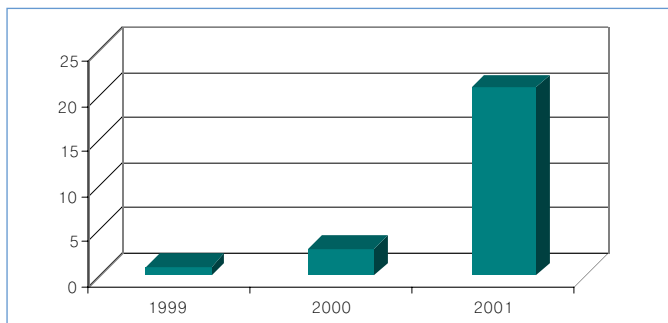
Бурный рост российского рынка корпоративных облигаций в 2001 г. во многом обязан появлению такого понятия, как синдикат андеррайтеров. Первое успешное размещение облигационного займа синдикатом, прошедшее в июле 2001 г. (размещение облигаций АК «Сибур»), предопределило дальнейшее развитие рынка. Практически все последующие выпуски размещались синдикатами андеррайтеров.

Причины роста рынка

В 2001 г. рынок корпоративных облигаций стал играть заметную роль на российском финансовом рынке. В результате его развития, эмитенты получили реальную альтернативу банковским кредитам, а банки — дополнительную возможность для размещения активов. В течение прошедшего года появилась критическая масса инвесторов в корпоративные долговые бумаги, что и привело к столь значительному росту активности в этом секторе финансового рынка.

Объем рынка корпоративных облигаций за 2001 г. вырос в 10 раз (рис. 1). Российские предприятия привлекли на этом рынке более 20 млрд. руб., а в списке обращающихся на рынке бумаг появились представители почти всех отраслей промышленности — нефтедобывающей (ТНК, Славнефть, Татнефть, РИТЭК), нефтехимической (Сибур, Нижнекамскнефтехим), связи (МГТС, Центртелеком), металлургической (ММК, НТМК), машиностроительной (Уралмаш-Ижора), пищевой (Вимм-Билль-Данн), транспортной (Аэрофлот) и других (табл. 1). Массовый выход корпораций на рынок мы объясняем прежде всего тем, что условия финансирования с помощью выпуска облигаций в 2001 г. стали сопоставимы с условиями банковского кредитования, а по некоторым параметрам даже превосходят его.

Рис. 1 Объем размещения корпоративных (небанковских) облигаций, млрд. руб.



Источник: Райффайзенбанк.

Таблица 1 Крупнейшие облигационные выпуски в 2001 г.

	Эмитент	Количество выпусков за год	Объем, млн. руб.
1	Алроса	5	2 700
2	Аэрофлот	1	600
3	Вимм-Билль-Данн	1	500
4	МГТС	1	1 000
5	ММК	7	1 260
6	Нижнекамскнефтехим	1	300
7	НТМК	1	350
8	РИТЭК	2	1 000
9	СИБУР	1	2 000
10	Славнефть	1	1 000
11	Татнефть	1	200
12	ТНК	2	6 000
13	Уралмаш-Ижора (ОМЗ)	3	1 060
14	РТК-Лизинг	2	1 500
15	ЦентрТелеком	1	600
	Итого	30	20 070

Источник: Райффайзенбанк.

Одним из таких параметров является размер выпуска. В прошедшем году у компаний появилась возможность привлекать займы, превосходящие по объему кредитные возможности практически любого банка (за исключением Сбербанка, Внешторгбанка и Внешэкономбанка). Такой объем привлечения средств смогли обеспечить именно синдикаты андеррайтеров. Банки, научившись объединяться в синдикаты андеррайтеров, смогли гарантировать эмитентам размещение крупных выпусков в полном объеме на заранее согласованных условиях (табл. 2). В выигрыше остались все.

Таблица 2 Крупнейшие выпуски, размещенные посредством синдиката андеррайтеров

Эмитент	Объем, млн. руб.	Состав синдиката
Аэрофлот	600	Росбанк , Доверительный и Инвестиционный банк
МГТС	1 000	ДИБ , МБРР
РИТЭК	700	Банк ЗЕНИТ , МДМ-Банк, Банк МФК
СИБУР	2 000	Райффайзенбанк , Альфа-Банк, МДМ-Банк, Банк ЗЕНИТ
ТНК-4	3 000	ИНГ Банк Евразия, Внешторгбанк, Альфа-Банк
ТНК-5	3 000	ИНГ Банк Евразия, Внешторгбанк, Альфа-Банк, CSFB, Райффайзенбанк
Уралмаш-Ижора (ОМЗ)	2 x 390	Внешэкономбанк , Альфа-Банк, Гута-Банк, Русские Фонды
ЦентрТелеком	600	Райффайзенбанк , МДМ-Банк, Тройка Диалог

Источник: Райффайзенбанк. Полужирным отмечены организаторы синдикатов.

С одной стороны, синдикаты андеррайтеров дали возможность эмитентам увидеть весь потенциал российского рынка корпоративных облигаций. Эмитенты обнаружили, что выпуск облигаций уже не только PR-акция, но и реальный способ финансирования производственной и инвестиционной деятельности. С другой стороны, в существовании крупных займов заинтересованы и инвесторы, так как ликвидность облигаций во многом определяется «правильным» размером займа: потенциальная ликвидность займа в размере 200 млн. значительно меньше ликвидности займа размером 1 млрд.

Для эмитента преимущества выпуска облигаций с синдикатом не исчерпываются только гарантированным быстрым размещением займа. Успех облигационного выпуска, размещаемого с помощью синдиката, определяется числом каналов продаж бумаг. Синдикат андеррайтеров обеспечивает распространение информации об эмитенте и его облигациях среди максимально широкого круга инвесторов, существенно увеличивая, таким образом, число потенциальных и реальных покупателей. А чем шире круг инвесторов, тем выше ликвидность и соответственно выше привлекательность займа для инвесторов, что, в конечном счете, приводит к снижению стоимости заимствований для эмитента. Работа синдиката по поддержанию и развитию вторичного рынка облигаций также выгодна эмитентам и инвесторам, поскольку способствует повышению привлекательности займа для последних и снижению затрат эмитентов по обслуживанию выпуска.

Таким образом, размещение займов синдикатами андеррайтеров на российском рынке корпоративных облигаций стало значительным событием, способствующим выходу на этот рынок все большего числа эмитентов облигаций и создающим предпосылки для дальнейшей активизации работы инвесторов. Более того, впервые в российской банковской истории банкам, являющимся конкурентами на рынке банковских услуг, стало выгодно открыто сотрудничать друг с другом.

Способы формирования синдикатов

Несмотря на короткий период существования в России понятия «синдикат андеррайтеров», уже можно выделить характерные особенности, определяющие разные типы синдикатов.

Одним из основных параметров, по которому можно разделить все синдикаты, является способ их формирования. *Вариант первый:* эмитент выбирает организатора своего облигационного займа, а организатор, в свою очередь, занимается формированием синдиката. *Способ второй:* эмитент самостоятельно определяет состав синдиката андеррайтеров и распределяет функции среди его участников.

Можно отметить, что самостоятельное формирование эмитентом синдиката, хотя и дает ему ощущение полного контроля над процессом, в результате приводит к отсутствию лица, ответственного перед эмитентом и рынком за размещение и обращение облигаций (рис. 2). Эмитент, не будучи профессиональным участником рынка облигаций, берет на себя всю ответственность за организацию облигационного займа, включая разработку стратегии размещения, подготовку договорной базы, координацию работы членов синдиката, контроль исполнения членами синдиката их обязательств. К сожалению, большинство эмитентов не располагают специалистами, способными квалифицированно выполнить указанную работу.

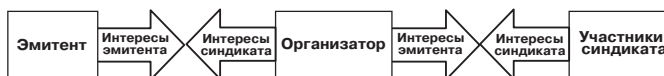
Более того, возрастают временные и трудовые затраты эмитента на выпуск облигаций, так как ему придется вести переговоры со всеми участниками синдиката, причем интересы синдиката по большинству параметров — структура выпуска, доходность облигаций, купонный и офертный периоды — могут не совпадать с интересами эмитента.

Рис. 2 Эмитент самостоятельно определяет состав синдиката андеррайтеров

Более эффективно и предпочтительнее с точки зрения и эмитента, и профессиональных участников рынка, назначение эмитентом только организатора выпуска (рис. 3). Выбрав организатора, эмитент определяет институт, который берет на себя полную ответственность не только за успех размещения облигаций, включая формирование синдиката андеррайтеров, но и за создание ликвидного вторичного рынка, за работу с инвесторами и т.д. Будучи профессиональным участником рынка, организатор способен оценить возможности всех потенциальных участников синдиката и собрать синдикат в наиболее оптимальном для размещения выпуска составе (качество и количество продаж на первичном размещении, выставление двусторонних котировок на вторичном рынке, возможность организации бридж-финансирования и т.д.). При этом окончательное решение о составе синдиката принимается эмитентом на основании рекомендаций организатора.

Организатор становится посредником между эмитентом и рынком. С одной стороны, банк-организатор как участник синдиката профессионально представляет ин-

тересы своего клиента-эмитента перед другими членами синдиката андеррайтеров. С другой стороны, организатор несет ответственность за «качество» облигаций и перед инвесторами и поэтому отстаивает интересы инвесторов перед эмитентом. В результате получается сбалансированная структура, позволяющая эмитенту получить выпуск, в наибольшей степени соответствующий его потребностям и рыночным условиям, а инвесторам — уверенность в качестве выпуска и в дальнейшем соблюдении их интересов.

Рис. 3 Организатор выпуска — посредник между эмитентом и рынком

Резюме

Сейчас уже невозможно представить существование рынка корпоративных облигаций без синдикатов андеррайтеров. В ближайшее время синдикаты по-прежнему будут играть основополагающую роль в развитии финансового рынка. Причем, несмотря на связанные с этим сложности, эмитенты не смогут сразу отказаться от соблазна самостоятельно определять роли банков в синдикате, и в ближайшие год-два будут существовать обе описанные структуры синдикатов.¹

БАНК ЗЕНИТ

ЗАКОН ПЕРСПЕКТИВЫ

КОМПЛЕКСНОЕ ИНВЕСТИЦИОННОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ

Акции, валютные и рублевые облигации, векселя, деривативы

БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ

- Ведущие биржи России - ММВБ, МФБ, СПВБ, РТС
- Комиссия в месяц не более 20.000 руб.
- Интернет-трейдинг
- Маржин-трейдинг

ОПЕРАЦИИ ПО ПРИВЛЕЧЕНИЮ ФИНАНСИРОВАНИЯ

- Выпуск облигационных займов для клиентов
- Организация синдицированных кредитов
- Организация вексельных программ

КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

- Организация слияний, поглощений и реструктуризации
- Стратегии увеличения инвестиционной привлекательности
- Консолидация пакетов акций

ДОВЕРИТЕЛЬНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

АНАЛИТИЧЕСКАЯ ПОДДЕРЖКА

Тел.: (095) 933-07-30/31/32
E-mail: sales@zenit.ru

www.zenit.ru
Ген. лицензия: № 3255 ЦБ РФ