Эдуард Джабаров,
глава синдиката на российском долговом рынке «Ренессанс Капитал»

ПОРА ПЕРЕХОДИТЬ от андеррайтинга к синдикации

НЫНЕШНЯЯ ПРАКТИКА ПРОВЕДЕНИЯ ГОЛЛАНДСКИХ АУКЦИОНОВ ПРИ ПЕРВИЧНОМ РАЗМЕЩЕНИИ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ ПОЛНОСТЬЮ СЕБЯ ИЗЖИЛА. ДАЛЬНЕЙШЕЕ РАЗВИТИЕ РОССИЙСКОГО ДОЛГОВОГО РЫНКА ТРЕБУЕТ СКОРЕЙШЕГО ПЕРЕХОДА К ПРОЦЕДУРЕ БУК-БИЛДИНГА.

Российский долговой рынок, еще недавно делавший первые шаги после глубочайшего кризиса конца девяностых, в течение последних пяти лет демонстрировал удивительную динамику развития как в количественном, так и в качественном выражении. Совокупный объем рынка корпоративных и банковских долговых обязательств превысил уровень в 1 трлн руб., а картина рынка приобрела четко сегментированный по отраслевой принадлежности вид. Активная политика заимствования на рынках долгового капитала компаний потребительского, финансового, строительного и банковского секторов предопределила дальнейшую эшелонизацию рынка и сопутствующее формирование целого ряда отдельных классов долговых инструментов. Важнейшим, но не единственным важным событием на рынке долгового капитала стал процесс интеграции рублевого долгового рынка в процессы, происходящие на глобальных финансовых рынках и усиления корреляции между торговой конъюнктурой на внутреннем долговом рынке и общими настроениями долговых инвесторов на мировых рынках. Рост числа иностранных игроков на внутреннем долговом рынке за счет прихода институциональных, а не спекулятивных игроков в значительной степени повлиял на характер ценообразования российских долговых инструментов, особенно в сегменте низкодоходных облигаций эмитентов первого корпоративного эшелона. Более того, росло присутствие иностранных инвесторов в эшелонах более низкого кредитного качества (с рейтингом BB ± одна ступень). Однако по-прежнему иностранные игроки в большей степени представлены на вторичном рынке, где их экономические интересы представляют российские агенты и уполномоченные брокерские компании. Сложившаяся инфраструктура рынка и административно-правовая платформа по-прежнему ограничивают потенциальное участие иностранных инвесторов в процессе первичного размещения рублевых облигационных займов. Помимо сугубо инфраструктурных причин, ограничивающих прямое участие нерезидентов в первичных аукционах на ММВБ, для подавляющего большинства западных игроков нынешняя практика голландского аукциона, применяемая на ММВБ, представляется чуждой и непривычной.

При прочих равных, участие в первичном размещении для иностранного игрока — это в первую очередь уникальная возможность приобрести значительную долю ценных бумаг от совокупного объема выпуска, что на вторичном рынке сделать достаточно затруднительно. Однако учитывая стихийность и зачастую непредсказуемость результатов аукционов, когда ценообразование на 100% зависит от степени агрессивности или пассивности участников аукциона, инвестор рискует приобрести долговые инструменты по доходности заведомо ниже его ожиданий и субъективной оценки справедливого уровня.

Всем профессиональным участникам рынка знакома ситуация, когда за минуту до окончания аукциона заявка одного или нескольких игроков решала исход размещения, и не всегда в пользу интересов заемщика и других потенциальных инвесторов. Также не секрет, что в угоду определенным конъюнктурным интересам (пусть и рыночным) участники аукциона зачастую выставляют заведомо неадекватные ценовые заявки и тем самым создают ложную картину ценообразования у эмитента и у других участников размещения.

Мы считаем, что текущая практика голландских аукционов при первичном размещении рублевых облигационных займов в определенной степени устарела — «размещение вслепую» негативно влияет как на первичное ценообразование, количественно-качественную структуру и географию инвесторов, так и на ликвидность долговых инструментов уже на вторичных торгах.

ПОРОЧНАЯ ПРАКТИКА

По сути, сам термин «синдикация» имеет различную смысловую нагрузку в российской и западной практике организации первичного размещения облигационных займов. В отечественной практике финальный этап размещения облигационного выпуска выглядит следующим образом. Ведущий организатор (или несколько организаторов) выпуска (Lead-Manager(s)) создает синдикат, число участников которого и объем принятых ими обязательств зависят от различного рода факторов, начиная от кредитного качества самого эмитента и заканчивая рыночной конъюнктурой в период размещения ценных бумаг.

Для всех участников синдиката фиксируется единая процентная ставка андеррайтинга и индивидуальный объем ценных бумаг (в зависимости от их статуса в синдикате), покупку которого они гарантируют на первичном аукционе. В свою очередь, ведущий организатор гарантирует участникам синдиката выплату строго установленного размера комиссии, которая в свою очередь выплачивается из суммы комиссии, полученной организатором выпуска от эмитента. Проще говоря, организатор выпуска диверсифицирует свои риски, и, делясь своей комиссией с участниками синдиката, создает себе подушку безопасности на случай непредвиденных форс-мажорных обстоятельств на рынке. Однако в то же время всегда сохраняется вероятность того, что вследствие агрессивных заявок инвесторов на аукционе процентная ставка по размещаемым облигациям сложится значительно ниже ставки андеррайтинга синдиката, и… выплаченная комиссия, по сути, будет выплачена за «декларацию о намерениях». А учитывая тенденцию к снижению уровня комиссий организаторов рублевых облигационных займов в течение последних двух лет, нередкими стали случаи, когда экономика сделки вообще оказывалась отрицательной. Практика «твердого обязательства» (Firm commitment), с одной стороны, гарантирует эмитенту строго зафиксированную и предсказуемую стоимость заимствования, с другой стороны, явно снижает его шансы на более низкую стоимость заимствования.

Итак, синдикат создан, наступил день первичного размещения облигаций эмитента. Добросовестные участники синдиката выставляют свои заявки по строго зафиксированной процентной ставке, спрос на долговые инструменты возрастает по мере окончания регламентированного времени для подачи заявок. И… за пять минут до окончания аукциона на экране организатора появляются две заявки, своим объемом превышающие совокупный объем размещения ценных бумаг, по ставке значительно ниже сложившегося среднего показателя заявок. Никто из сторон, вовлеченных в процесс первичного размещения облигаций, уже не может повлиять на исход аукциона — ни эмитент, ни организатор выпуска. В результате бумага размещена двум крупным участникам рынка по совершенно нерыночной цене, и, по всей видимости, она надолго осядет в портфелях данных игроков, заведомо став неликвидным для вторичного рынка инструментом.

ЧТО ВЗАМЕН

Мы считаем, что российский долговой рынок в его текущем виде готов к переходу от практики андеррайтинга и голландского аукциона к общепринятой на мировых долговых рынках практике бук-билдинга (Book Building). Формирование книги заявок инвесторов открывает совершенно новые возможности для всех участников процесса первичного предложения. Не претендуя на объективизм в данной статье, мы, тем не менее, хотели бы указать, по меньшей мере, на очевидные преимущества практики бук-билдинга по сравнению с текущей практикой голландского аукциона.

Во-первых, в рамках текущего действующего законодательства и соответствующих нормативов ФСФР потенциальный заемщик обязан зарегистрировать в соответствующих органах решение о выпуске облигаций и проспект эмиссии, где должны быть определены как минимум три ключевых параметра облигационного займа — объем выпуска, цена первичного размещения и срок обращения займа. Существует определенный временной лаг между датой регистрации условий облигационного займа и датой его первичного размещения — не менее двух недель с даты раскрытия информации о регистрации указанных выше документов. Зачастую период между регистрацией и размещением выпуска может занимать и несколько месяцев, а учитывая непредсказуемость рыночных настроений и аппетитов инвесторов к тем или иным классам долговых инструментов, зафиксированные ранее параметры выпуска могут попросту не соответствовать текущим рыночным условиям и потребностям потенциальных инвесторов. В данном случае эмитент уже не может изменить условия облигационного займа, дабы они соответствовали текущему рыночному спросу.

Мнение

Павел Соколов,
руководитель управления долговых инструментов, ИК «Тройка Диалог»

Иностранным инвесторам, которые активно покупают бумаги российских эмитентов, действительно никогда не нравилось, что они тратят свои усилия на кредитный анализ эмитента, выделяют определенные лимиты на покупку облигаций в рамках первичного размещения, а в итоге оказываются ни с чем, поскольку в самый последний момент аукциона приходит заявка на несколько базисных пунктов ниже остальных заявок от неизвестного крупного инвестора, и тот забирает почти всю аллокацию.

Главное преимущество бук-билдинга заключается в том, что эмитент имеет возможность сбалансировать инвесторскую базу за счет аллокации бумаги разным категориям инвесторов с различными временными горизонтами, а также учесть интересы долгосрочных инвесторов, что позитивно сказывается на формировании публичной кредитной истории, так что идея об отказе от практики голландских аукционов в пользу бук-билдинга, который давно стал общемировым стандартом работы, очень правильная.

И скажу больше: эта идея уже имеет практическое воплощение, при этом никаких особенных изменений в законодательство — при условии, что речь не идет о государственных облигациях — вносить для этого не требуется. Мы уже обсудили вопрос о переходе к бук-билдингу при первичных размещениях с ФСФР и с биржей и зарегистрировали несколько выпусков, первичное размещение которых возможно как в режиме аукциона, так и с использованием технологии бук-билдинга.

Конкретным примером может служить проспект эмиссии облигаций компании «Европлан», просто из-за ухудшившейся конъюнктуры рынка это размещение было отложено, а потому участники российского облигационного рынка пока не увидели размещений с использованием всех преимуществ бук-билдинга.

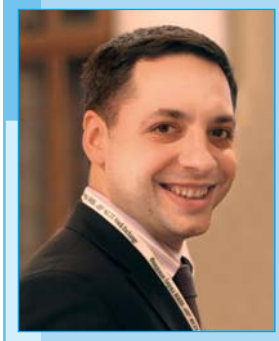
К примеру, в ходе маркетинговой кампании перед размещением облигационного займа организатор выпуска понимает, что рыночный спрос на выпуск составляет лишь 70% от совокупного объема займа. Таким образом, возникает дилемма — идти на свой страх и риск на первичный аукцион, надеясь на рыночный спрос, или же быть готовым к тому, что оставшиеся 30% выпуска организатор выкупает на себя. Безусловно, есть еще один вариант решения проблемы в данной ситуации, и не самый предпочтительный — разместить лишь 70% от объема займа. Но для российских участников рынка не секрет, что неразмещенный в полном объеме выпуск несет в себе высокие репутационные риски и для эмитента, и для самого инвестиционного банка. Это существенный удар по реноме эмитента и профессиональным качествам организатора выпуска в глазах инвестиционного сообщества.

Парадокс в том, что и в случае успешного восприятия инвестиционной средой облигационного выпуска эмитента и высокого интереса рыночных игроков к бумагам заемщика эмитент также ограничен в маневрах. Каким бы агрессивным не был спрос на первичном аукционе (пусть даже и превышающим в несколько раз объем предложения), эмитент не может увеличить объем привлекаемых средств. В российской практике эмитент не может занять больше, чем это определено в условиях эмиссии выпуска облигаций, тогда как формирование книги заявок легко позволяет разрешить все эти сложности.

Во-вторых, согласно действующей практике голландского аукциона, ни эмитент, ни организатор выпуска не могут повлиять на конечную аллокацию (распределение ценных бумаг среди пула инвесторов) облигаций в процессе первичного размещения. География спроса, тип инвестора и присущая данному типу стратегия управления портфелем являются предопределяющими факторами ликвидности выпуска на вторичных торгах. Например, если большая часть выпуска будет выкуплена управляющими компаниями или пенсионными фондами, то вероятность поддержки котировок данных облигаций объективно выше, нежели если выпуск в большей степени выкуплен спекулятивно настроенными игроками.

География инвесторов также влияет на картину вторичного рынка данной бумаги — например, в случае сосредоточения большей части выпуска в портфелях европейских участников рынка локальный кризис ликвидности на европейском рынке будет определять понижательный характер ценообразования данных облигаций. И наоборот: при равномерном распределении выпуска по ключевым географическим направлениям зависимость котировок облигаций от локальных изменений рыночной конъюнктуры резко снижается. Именно процесс бук-билдинга позволяет эмитенту и организатору оптимально распределить размещаемый объем выпуска по географическому принципу, тогда как аукционная система по известными причинам этой возможности не предлагает.

В-третьих, бук-билдинг предполагает абсолютно прозрачный процесс диалога между заемщиком и инвестиционной средой. Заключается этот диалог в том, что интересы потенциальных инвесторов могут быть максимально учтены при ценообразовании и аллокации долговых инструментов на этапе первичного размещения. Например, у ряда инвесторов одним из условий покупки ценных бумаг является требование минимального гаран-



Мнение

Вадим Мартыненко,
начальник отдела продаж финансовых инструментов с фиксированной доходностью, Дойче Банк

Переход рынка от практики голландских аукционов к практике бук-билдинга, конечно, будет крайне интересен для иностранных инвесторов, которые рано или поздно, безусловно, вновь начнут наращивать свое присутствие в России. Но не менее необходим такой переход и для российских инвестиционных банков, ведь подготовка к участию в первичном размещении — это трудоемкий процесс, который занимает неделю, а то и две, а в итоге часто оказывается, что один или два участника целиком выкупают объем размещаемых бумаг, и вся эта работа была делана зря.

В этом смысле бук-билдинг — гораздо более честная система, которая позволяет учесть интересы всех участников первичного аукциона. Кроме того, данный подход позволяет проводить такую аллокацию бумаг при размещении, которая обеспечит оптимальный баланс между интересами инвесторов и эмитентов и создаст ликвидный вторичный рынок. Поэтому мы целиком и полностью поддерживаем идею перехода на бук-билдинг. Тем более что технически он уже вполне осуществим. Правда, параллельно, на наш взгляд, необходимо все-таки снять несколько ограничений, которые давно мешают нашему рынку. И самое главное — изменить процедуру регистрации облигационных займов, которая иногда растягивается на месяц, с тем чтобы вторичное размещение облигаций могло начинаться уже в день первичного размещения, как это происходит, например, на рынке евробондов. В противном случае и по голландской схеме, и по схеме бук-билдинга мы по-прежнему будем фактически продавать опционы, ничего не получая за взятые на себя рыночные риски, которые в нынешнем году наглядно продемонстрировали свою реальность.

тированного объема долговых инструментов, который не должен быть менее или более 10% от совокупного объема выпуска. Кроме того, ряд инвесторов действует по принципу «все или ничего» — иными словами, условием их инвестирования в ценные бумаги эмитента является получение 100% аллокации от заявленного объема к покупке. Согласование подобных вопросов между эмитентом, организатором выпуска и конечным инвестором и является одной из прерогатив синдиката.

В-четвертых, в соответствии с текущим законодательством, эмитент обязан объявить дату аукциона как минимум за пять дней до начала размещения ценных бумаг. Таким образом, в течение как минимум пяти дней и заемщик, и организатор выпуска (равно как и члены созданного синдиката) являются, по сути, заложниками рынка — в течение этого срока может произойти как глобальное улучшение рыночной конъюнктуры, так и ее ухудшение. Перенос даты аукциона всегда чреват вышеупомянутыми репутационными рисками, поэтому нередко эмитент вынужден выходить на рынок в период ухудшения торговой конъюнктуры, предоставляя ин-весторам премию. В этой ситуации жестко регламентированная дата первичного аукциона не позволяет гибко реагировать на стремительно меняющиеся рыночные условия.

ЗАКОНОДАТЕЛЬНЫЕ СЛОЖНОСТИ

Среди видимых минусов введения практики формирования книги заявок, или бук-билдинга, безусловно, возникает вопрос существенного изменения действующего законодательства и нормативных актов регулирования рынка ценных бумаг. Но можно ли назвать это минусом?

Это скорее дальнейший шаг по либерализации российского фондового рынка и приведению его к общемировым стандартам. Создание института бук-билдинга и отказ от голландской модели аукционов на российском рынке рублевых облигаций приведет к более эффективному взаимодействию всех участников рынка.

Эмитент получит возможность гибко и своевременно реагировать на меняющуюся конъюнктуру рынка, внося поправки и изменения в параметры планируемого займа, исходя из инвестиционных ожиданий. Организатор выпуска сможет непосредственно, а не в качестве наблюдателя влиять на более эффективное ценообразование и распределение ценных бумаг среди пула потенциальных инвесторов. Наконец, для инвестора участие в первичном размещении станет абсолютно предсказуемым и прозрачным процессом, а не своего рода «русской рулеткой» с неизвестным числом патронов в барабане.