Андрей КРЫЛОВ,
председатель, Региональный комитет ICMA
по России и другим странам СНГ

Особенности первичного размещения облигаций на российском рынке в сравнении с еврорынками

В данной статье будет представлен ряд ключевых результатов исследования ICMA и СРО НФА, проведенного при значительной поддержке и вовлеченности ведущих банков-организаторов и инфраструктурных организаций российского первичного рынка капитала, а также перспективы дальнейшего развития первичного рынка капитала с точки зрения формирования российских общерыночных правил и рекомендаций.

Началом современной истории классического рынка еврооблигаций (еврорынков) считается первая эмиссия еврооблигаций, проведенная итальянской государственной компанией по строительству дорог Autostrade в 1963 году. В свою очередь, российский рынок заемного капитала, современная история которого начинается в 1990-е годы, продолжает эволюционировать с учетом национальных характеристик и особенностей и с учетом лучшей практики международного облигационного рынка.

В начале 2016 года Международная ассоциация рынков капитала (ICMA) и Саморегулируемая организация «Национальная финансовая ассоциация» (СРО НФА), руководствуясь пожеланиями российских и европейских участников рынка, приняли решение о расширении сотрудничества в сфере исследования первичных рынков заемного капитала в России в целях повышения их привлекательности и прозрачности для международных и российских эмитентов и инвесторов.

При этом значительное влияние на подготовку и структуру исследования оказали Руководство ICMA по первичному рынку (ICMA Primary Market Handbook)[1],

[1] Руководство ICMA по первичному рынку — всеобъемлющий документ, посвященный эмиссиям широкого спектра международных ценных бумаг. Постоянно обновляется с учетом происходящих на рынке изменений.

а также совместный доклад ICMA и Национальной ассоциации институциональных инвесторов на финансовом рынке Китая (NAFMII) «Практики и процедуры на китайском и международном первичных рынках заемного капитала»[1] и Руководство ASEAN+3 по рынку облигаций, подготовленное Азиатским банком развития (Asian Development Bank)[2].

Для целей подготовки совместного исследования при поддержке Банка России была создана рабочая группа ICMA-СРО НФА, в состав которой вошли представители ведущих банков-организаторов и эмитентов на российском и международном рынках заемного капитала, а также российских инфраструктурных организаций.

По итогам деятельности рабочей группы в июне 2019 года был опубликован доклад СРО НФА и ICMA «Сравнительный обзор практических подходов и процедур на российском и международном первичных рынках заемного капитала»[3] (далее — Доклад).

В Докладе основное внимание уделяется процессам и практическим подходам, применяемым на российском и международном первичных рынках заемного капитала, то есть там, где происходит первичное предложение облигаций инвесторам до начала их свободного обращения между инвесторами и дилерами на вторичном рынке.

В периметр исследования вошли все основные аспекты и механизмы жизненного цикла выпусков в сегменте корпоративных облигаций на международных и российском рынках облигаций: организационная структура ведущих организаторов выпуска, назначение ведущих организаторов на российском рынке, классификация концепций выпуска долговых обязательств, обзор документации выпуска долговых обязательств и процедуры их регистрации, сбор заявок на приобретение выпуска, установление цены, проведение расчетов и другие положения выпуска облигаций на первичном рынке. Представляется возможным выделить ряд некоторых различий и схожих практик российского первичного рынка заемного капитала и еврорынков, которые были отражены в Докладе.

АНДЕРРАЙТИНГ: СХОДСТВА И РАЗЛИЧИЯ

По структуре участников российский первичный облигационный рынок и еврорынки во многом идентичны. В состав участников входят регулирующие органы (центральные банки и уполномоченные регуляторы финансового рынка), заемщики (публичные организации, финансовые и нефинансовые организации), андеррайтеры (синдикат), инвесторы (финансовые и нефинансовые организации, пенсионные фонды, страховые компании, публичные организации и частные инвесторы), а также инфраструктурные организации (организаторы торгов, клиринговые и депозитарные организации, поставщики технологических торговых платформ, юридические фирмы, рейтинговые агентства и средства массовой информации).

В отличие от еврорынков, в российской практике не все банки-организаторы имеют отдел синдиката (синдикат), сотрудники которого отвечают помимо формирования книги заявок за координацию выпусков ценных бумаг, организацию связанных со сделкой маркетинговых мероприятий, а также координацию других подразделений банка, задействованных в подготовке первичного размещения облигаций.

В российской практике у банков-организаторов, в которых отсутствует синдикат, часть его функций выполняет подразделение по организации выпусков заемного капитала (оригинаторы), сотрудники которого, в частности, формируют книгу заявок и осуществляют координацию внутрибанковских подразделений.

С регуляторной точки зрения в процедуре взаимодействия с эмитентами со стороны андеррайтера первичного выпуска облигаций также имеется ряд особен-

В НАСТОЯЩЕЕ ВРЕМЯ ВЕДЕТСЯ РАБОТА ПО ПОДГОТОВКЕ СБОРНИКА (КОДЕКСА) ЛУЧШИХ ПРАКТИК РОССИЙСКОГО ПЕРВИЧНОГО ОБЛИГАЦИОННОГО РЫНКА

[1] ICMA-NAFMII Report "Practices and procedures in the Chinese and international primary debt capital markets", September 2015 // https://www.icmagroup.org/assets/documents/About-ICMA/APAC/ICMA%20NAFMII%20WG%20-%20Practices%20and%20procedures%20in%20the%20Chinese%20and%20international%20debt%20capital%20markets%20September%202015.pdf.

[2] The ASEAN+3 Bond Market Guide 2018, October 2018 // https://www.adb.org/sites/default/files/publication/457836/asean3-bond-market-guide-viet-nam.pdf.

[3] Сравнительный обзор практических подходов и процедур на российском и международном первичных рынках заемного капитала — an ICMA-NFA report, июнь 2019 // https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Primary-Markets/A-comparative-review-of-practices-and-procedures-in-the-Russian-and-international-primary-debt-capital-markets-an-ICMA-NFA-report-050619.pdf.

ностей. В России процедура назначения организатора выпуска облигаций (андеррайтера) не является предметом регулирования Банка России или федерального законодательства, в то время как в Европейском союзе андеррайтинг и услуги по размещению ценных бумаг являются регулируемыми видами деятельности в соответствии с Директивой 2014/65/EU Европейского парламента и Совета ЕС от 15 мая 2014 года «О рынках финансовых инструментов с поправками к Директиве 2002/92/ЕС и Директиве 2011/61/EU» (MiFID II).

В отличие от российского облигационного рынка, присутствие на котором розничных инвесторов в общей структуре покупателей первичных облигационных выпусков становится с каждым годом все ощутимее, еврорынки являются преимущественно институциональными по своей природе. Присутствие инвесторов — физических лиц на еврорынках в основном ограничивается владельцами крупного частного капитала, принимающими участие в размещении ценных бумаг через банки и доверительных управляющих. На еврорынках розничные инвесторы наиболее активны в Германии и Италии.

Как и в практике еврорынков, на российском рынке наиболее распространен «мягкий» андеррайтинг по принципу best efforts.

Процедуры формирования книги заявок на еврорынках хорошо отработаны и обычно не предусматривают создания отдельного закрытого чата синдиката по сделке, как это распространено в российской практике. Обычно нет необходимости обмениваться заявками (верифицировать статус заявки), поскольку большинство андеррайтеров на еврорынках используют системы управления заявками различных поставщиков коммерческих решений, объединенных между собой. Гибкость эмитента в изменении условий сделки в ходе формирования книги заявок также имеет много общего с российской практикой.

Книги заявок формируются на основании диапазона доходности по признанной ориентировочной ставке, периодичность купонных выплат является вопросом коммерческого выбора эмитента. В широком понимании аналог российского требования о подаче предварительного уведомления или последующего отчета о выпуске облигаций в уполномоченный регулирующий орган на еврорынках отсутствует. В то же время в Италии установлены обязательства по подаче отчета о размещении ценных бумаг для статистических целей, а MiFID II содержит требования о предоставлении отчета регуляторам о сделках на общих основаниях.

Что касается аллокации инвесторов, андеррайтеры, формирующие книгу заявок (в российской практике это банки-организаторы, а в случае их отсутствия — представители отдела по рынкам заемного капитала банков-организаторов), составляют рекомендации для эмитентов о распределении (проект распределения) инвесторов в соответствии с их приоритетами по сделке. Например, Руководством ICMA по первичному рынку предусмотрено, что ведущий организатор до представления эмитенту проекта распределения должен узнать в кратчайшие сроки о любых приоритетах или конкретных интересах эмитента в отношении распределения инвесторов. После получения информации от эмитента проект распределения, одобренный ведущим (ведущими) организаторам(и), направляется эмитенту для утверждения или корректировки.

РЕГУЛИРОВАНИЕ: КЛЮЧЕВЫЕ ОТЛИЧИЯ

Несмотря на то что практика российского первичного рынка облигаций в значительной степени соответствует практике еврорынков, процедуры и регулирование на российском рынке имеют ряд ключевых отличий, которые также нашли детальное отражение в Докладе:

- новые выпуски облигаций в основном размещаются на бирже, а не на внебиржевом рынке;
- ограниченное использование принципа «китайской стены» в рамках различных внутренних структурных подразделений банка-организатора;
- сложность и длительность государственной регистрации выпусков облигаций;
- установлен перечень обязательных параметров, которые должны быть выполнены до начала поиска потенциальных инвесторов на российском рынке;
- обязательное предоставление сведений о результатах выпуска облигаций в Банк России.

Необходимо также отметить, что вопросы, затронутые в Докладе, являются достаточно актуальными и для текущей российской и международной повестки дня. Так, в декабре 2018 года Международная ассоциация комиссий по ценным бумагам (IOSCO) опубликовала консультационный доклад «Конфликт интересов и связанные с этим поведенческие риски в процессе привлечения заемного капитала»[1] (далее — Консультационный доклад). Консультационный доклад был подготовлен на основе проведенного IOSCO опроса членов Комитета по регулированию рыночных посредников (Комитет 3)[2] на предмет наличия конфликтов интересов и связанных с ним поведенческих рисков в процессе привлечения долгового капитала. В 17 из 20 полученных ответов были отмечены потенциальные или действующие конфликты интересов, в основном связанные со следующими практиками при организации привлечения заемного капитала:

- ценообразование долговых ценных бумаг;
- качество информации, которая доступна инвестору;
- аллокация долговых ценных бумаг.

По итогам проведенного исследования международных практик организации привлечения заемного капитала (в основном корпоративных облигаций) IOSCO в Консультационном докладе выделила и рекомендовала для рассмотрения и учета регулирующим органам восемь мер, направленных на устранение и предотвращение одного или нескольких рисков, выявленных в Консультационном докладе, которые не являются обя-

[1] IOSCO Consultation Report “Conflicts of interest and associated conduct risks during the debt capital raising process” // https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD646.pdf.

[2] Committee on Regulation of Market Intermediaries (Committee 3) // https://www.iosco.org/about/?subsection=display_committee&cmtid=14.

зательными для применения со стороны регулирующих органов — членов IOSCO и носят рекомендательный характер.

В то же время многие из представленных в Консультационном докладе мер могут быть урегулированы участниками рынка на основе общерыночных рекомендаций и лучших практик, как это отражено в Руководстве ICMA по первичному рынку. В частности, речь идет о Рекомендации 3: «Регуляторы должны рассмотреть вопрос о том, чтобы требовать от компаний урегулирования конфликта интересов, который может возникнуть в связи с установлением цен на долговые ценные бумаги при их предложении, информируя клиента об основных решениях или действиях, которые могут повлиять на итоговую цену размещения, а также предоставления эмитенту возможности выразить свои пожелания и предпочтения относительно установления цены выпуска в процессе установления цены».

СБОРНИК ЛУЧШИХ ПРАКТИК

В продолжение проведенной работы и опубликованного Доклада в настоящее время ведется работа по подготовке Сборника (кодекса) лучших практик российского первичного облигационного рынка, проект которого будет представлен и широко обсужден в рамках Российского совета по первичному рынку капитала и Регионального комитета ICMA по России и СНГ. Он будет носить не обязывающий, но рекомендательный характер для российских организаторов облигационных выпусков корпоративных облигаций и направлен на дальнейшее содействие формированию эффективного и прозрачного российского первичного облигационного рынка с учетом последних регуляторных и нормативных требований, в частности обновленных проектов Положений Банка России «О стандартах эмиссии ценных бумаг» и «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» по мере их регистрации в Минюсте России и официального опубликования, которое в соответствии с планом подготовки нормативных актов Банка России ожидается в первом квартале 2020 года.