Российская практика бук-билдинга

Виктор ГУДКОВ,
вице-президент,
долговые рынки капитала,
ЗАО ИК «Тройка Диалог»

Виктор Гудков работает в «Тройке Диалог» с мая 2006 года, отвечает за структурирование выпусков облигаций и их документационное сопровождение. Занимался разработкой и практическим внедрением технологии бук-билдинга в размещения рублевых облигаций, организуемые «Тройкой Диалог».

До прихода в «Тройку Диалог» г-н Гудков работал в управлении финансовых рынков Международного Московского Банка. В 2003–2005 гг. г-н Гудков работал в ОАО «Федеральная фондовая корпорация», где участвовал в подготовке множества размещений акций и облигаций на российском рынке, в том числе в IPO «Лебедянского» и «Северстали-Авто», в выпусках облигаций ОАО «ЛУКОЙЛ», ОАО «АВТОВАЗ», ОАО «Стройтрансгаз», ОАО «ФСК ЕЭС», ОАО «РЖД» и др.

Виктор Гудков получил диплом по специальности «Финансы и Кредит» Финансовой Академии при Правительстве РФ в 2000 году.

Идея использования бук-билдинга при размещении рублевых облигаций появилась в «Тройке Диалог» летом 2007 года. На тот момент доля участия иностранных инвесторов в некоторых размещениях рублевых облигаций доходила до 70–80%. Стандартный способ размещения облигаций российскими эмитентами с использованием конкурса по определению ставки купона часто вызывал вопросы со стороны нерезидентов. Основная проблема была связана с тем, что данный способ размещения облигаций лишал эмитента возможности влиять на аллокацию размещаемого выпуска. В случае если иностранный инвестор, направивший заявку на конкурс по определению ставки купона, по его результатам не покупал бумаг, он нес финансовые и трудовые затраты. Финансовые затраты возникали из-за необходимости привлечения рублевых денежных средств для выставления заявки в торговой системе фондовой биржи на конкурс по определению ставки купона. Трудовые затраты возникали из-за того, что участие в размещении российского эмитента требует прохождения достаточно сложной процедуры внутреннего одобрения такого участия. Данные затраты оказывались напрасными в случае, когда автоматизированная процедура конкурса по купону не позволяла инвестору купить бумагу по итогам размещения. После нескольких таких случаев ряд крупных западных инвесторов поставил под вопрос возможность своего участия в размещениях российских эмитентов.

Кроме вышеназванной существует еще одна потенциальная проблема, связанная с конфликтом интересов брокера и его клиентов. Многие инвесторы, прежде всего нерезиденты, участвуют в размещениях облигаций не напрямую, а через какого-либо брокера. Возможна ситуация, когда брокер, зная о большом спросе на бумагу

со стороны своих клиентов, наряду с клиентскими заявками подаст на конкурс по определению ставки купона свою собственную заявку. Собственная заявка брокера может содержать ставку купона на несколько сотых долей процента более низкую, чем заявки клиентов, или всего лишь быть подана в торговую систему биржи ранее по времени. В результате брокер получит возможность приобрести бумагу при размещении за счет собственных средств и потом продать клиентам, имеющим открытые кредитные лимиты и заинтересованным в покупке облигаций, зарабатывая на разнице цен покупки и продажи.

Когда мы начали рассматривать различные способы реализации технологии бук-билдинга в России, мы исходили из следующих предпосылок.

1. Размещение должно проходить на биржевом рынке, так как платежная и расчетная инфраструктура российских бирж хорошо знакома российским и зарубежным инвесторам и пользуется их признанием.

2. Порядок действий инвесторов при приобретении облигаций на бирже в день размещения должен быть идентичен порядку их действий при размещении облигаций с проведением конкурса по определению ставки купона, что облегчит восприятие инвесторами механизма бук-билдинга.

3. Эмитент должен иметь гибкость при выборе способа размещения. Непосредственно перед началом маркетинга, исходя из своих потребностей, состояния рынка и круга потенциальных инвесторов, он должен иметь возможность выбора между стандартным механизмом размещения с проведением конкурса по ставке купона и размещением с использованием технологии бук-билдинга.

По результатам анализа действующего законодательства мы пришли к выводу, что механизм, удовлетворяющий вышеперечисленным критериям, может быть реализован в российском правовом поле.

Разработанная нами технологии бук-билдинга реализуется следующим образом. В эмиссионные документы выпуска облигаций включено право эмитента непосредственно перед размещением ценных бумаг выбрать способ размещения (конкурс по купону или бук-билдинг). Информация о выбранном способе размещения раскрывается эмитентом до начала размещения облигаций.

В случае если эмитент принимает решение о размещении облигаций с использованием технологии бук-билдинга, до начала размещения облигаций эмитент с андеррайтером выпуска начнут формирование книги заявок на приобретение облигаций. Формирование книги заявок осуществляется андеррайтером, который, действуя в интересах эмитента, начинает сбор заявок от потенциальных держателей на приобретение облигаций. Сформированная книга заявок позволяет эмитенту и андеррайтеру до даты начала размещения облигаций определить ставку купона и аллокацию инвесторов.

Ключевым моментом при сборе заявок на приобретение облигаций является необходимость создания юридических прав и обязанностей для эмитента и инвесторов, в противном случае у эмитента не будет уверенности, что в день размещения на бирже аллоцированные им инвесторы выставят в торговую систему свои заявки. Аналогично и инвесторы должны иметь уверенность, что заявки, выставленные ими на бирже, будут удовлетворены в размере их аллокации. Данная проблема решается следующим образом. Книга заявок на приобретение облигаций представляет собой заключенные эмитентом и инвесторами предварительные договоры купли-продажи облигаций, в соответствии с которыми инвестор и эмитент обязуются заключить в дату начала размещения облигаций на бирже основные договоры купли-продажи облигаций.

Формирование книги заявок является новой процедурой российского облигационного рынка, проходящей на этапе маркетинга бумаги до начала размещения облигаций на бирже. Она включает в себя несколько этапов.

1. Начало формирования книги заявок

На этом этапе начинается рассылка потенциальным инвесторам информации о планирующемся размещении и начале формирования книги заявок. С юридической точки зрения, данная рассылка является приглашением для инвесторов делать оферты на заключение

предварительных договоров купли-продажи облигаций и включает в себя форму такой оферты. Адресная рассылка инвесторам данной информации сопровождается раскрытием информации о начале сбора оферт от потенциальных инвесторов на заключение предварительных договоров купли-продажи облигаций в лентах новостей и на сайте эмитента. При этом эмитент сообщает потенциальным инвесторам дату и время, до которого андеррайтер, являющийся агентом эмитента, осуществляет прием оферт на заключение предварительных договоров (дата и время закрытия книги заявок). Оферты на заключение предварительных договоров купли-продажи становятся безотзывными в момент закрытия книги.

2. Формирование книги заявок

Инвесторы, желающие заключить предварительные договоры купли-продажи облигаций, направляют в адрес андеррайтера, являющегося агентом эмитента, оферты на заключение предварительных договоров. В данных офертах они указывают максимальную денежную сумму, на которую они готовы приобрести облигации, и минимальную ставку купона, при установлении которой эмитентом они будут готовы купить облигации на указанную ими максимальную сумму. В направляемые оферты потенциальные инвесторы включают положение о своем согласии с тем, что их оферты могут быть отклонены, акцептованы полностью или в части.

В случае если эмитент и андеррайтер останутся не удовлетворены количеством собранных оферт на заключение предварительных договоров купли-продажи облигаций, эмитент может принять решение об изменении даты закрытия книги заявок или об отмене размещения. В этом случае соответствующая информация будет доведена до сведения участников рынка путем адресной рассылки, раскрытия в лентах новостей и на сайте эмитента.

3. Закрытие книги заявок и объявление аллокации

В соответствии с практикой «Тройки Диалог», книга заявок закрывается не позднее конца второго рабочего дня до даты начала размещения облигаций на бирже. На основании собранных оферт эмитент определяет ставку купона по облигациям и аллокацию инвесторов. После публичного раскрытия информации о размере установленной эмитентом ставки купона андеррайтер рассылает потенциальным инвесторам акцепты их оферт на заключение предварительных договоров купли-продажи облигаций. Акцепты содержат информацию о размере аллокации инвесторов. Акцепты рассылаются вечером в день закрытия книги заявок, чтобы отвести инвесторам один день для перечисления на биржу денежных средств для участия в размещении облигаций в соответствии с размером их аллокации.

При определении аллокации инвесторов эмитент и андеррайтер принимают во внимание следующие соображения.

1. Наличие стратегических отношений с тем или иным инвестором.
2. Создание оптимального соотношения между долгосрочными и спекулятивными инвесторами. В большинстве выпусков облигаций должна быть определенная доля долгосрочных инвесторов, которые приобретают облигации до погашения, и определенная доля спекулятивных инвесторов, которые обеспечивают ликвидность выпуска.
3. Диверсификация инвесторов, позволяющая уменьшить зависимость эмитента от одного инвестора.

Заключение эмитентом предварительных договоров купли-продажи облигаций не означает, что инвесторы, не включенные в книгу заявок, не имеют возможности приобрести облигации на бирже в день размещения путем выставления адресной заявки на покупку облигаций в адрес андеррайтера выпуска. Возможна ситуация, при которой книга заявок будет сформирована не на весь объем выпуска, и адресные заявки инвесторов, с которыми не заключены предварительные договоры, направленные в день размещения на бирже в адрес андеррайтера выпуска, будут удовлетворены.

Накануне дня начала размещения облигаций на бирже андеррайтер согласовывает с биржей регламент размещения облигаций выпуска, который доводится до сведения всех участников торговли. В данном регламенте выделяются следующие периоды.

1. Период сбора адресных заявок от участников торговли на приобретение облигаций с заранее определенной эмитентом ставкой купона, направленных в адрес андеррайтера размещения

Порядок действий инвесторов в день начала размещения аналогичен порядку, использующемуся при размещении облигаций на конкурсе по определению ставки купона. Единственным отличием является то, что заявки на приобретение облигаций подаются инвесторами с заранее определенной эмитентом ставкой купона. В данных заявках инвесторы указывают количество облигаций, которое они готовы приобрести. В соответствии с эмиссионными документами выпуска облигаций, данные заявки являются офертами инвесторов на заключение договора купли-продажи облигаций на бирже. При этом, направляя свои заявки, инвесторы соглашаются с тем, что они могут быть отклонены андеррайтером, акцептованы полностью или в части. В размещениях, проводимых «Тройкой Диалог», как правило, мы устанавливаем данный период с 10.30 до 13.00 по московскому времени. После завершения периода сбора заявок на приобретение облигаций по фиксированной эмитентом ставке купона биржа составляет реестр собранных заявок, который передается андеррайтеру. В данный реестр входят заявки инвесторов, с которыми эмитент заключил предварительные договоры купли-продажи облигаций, и заявки инвесторов, с которыми предварительные договоры не заключались. Среди заявок инвесторов, с которыми не заключены предварительные договоры купли-продажи облигаций, эмитент определяет заявки, которые он отклоняет, акцептует полностью или в части.

2. Период удовлетворения заявок на бирже

В проводимых нами размещениях период удовлетворения заявок на бирже проходит с 14.00 до 17.00 по московскому времени. На протяжении данного периода андеррайтер в торговой системе биржи удовлетворяет или отклоняет заявки в соответствии с принятым ранее решением эмитента.

3. Период доразмещения

В течение данного периода времени в случае неполного размещения облигаций выпуска по итогам предыдущего периода потенциальные инвесторы имеют возможность подавать в торговую систему биржи адресные заявки, адресованные андеррайтеру, на покупку неразмещенных облигаций. Эмитент может принять решение об отклонении, частичном или полном акцепте данных заявок. В размещениях, проводимых «Тройкой Диалог», данный период проходит с 17.10 до 18.00 по московскому времени.

4. Размещение облигаций в дни, следующие за днем начала размещения

В случае если все облигации выпуска не были размещены в течение первого дня размещения, размещение продолжается до размещения всех облигаций выпуска либо до истечения срока, установленного эмиссионными документами.

На протяжении этого периода времени инвесторы подают в адрес андеррайтера размещения адресные заявки на покупку облигаций. Эмитент имеет возможность выбрать из этих заявок те, которые он отклоняет, удовлетворяет полностью или в части. Данные заявки могут быть поданы в торговую систему биржи в течение всего дня.

Размещения, проведенные нами с использованием технологии бук-билдинга, показали, что данная схема размещения является достаточно удобной и понятной как для эмитентов, так и для инвесторов. Мы полагаем, что размещения с использованием процесса формирования книги заявок будет востребованы на российском долговом рынке. Безусловно, должен пройти определенный период времени, в течение которого участники рынка привыкнут к данному механизму и выработают определенные стандарты в его использовании. Дополнительным стимулом для данного процесса является вступление в силу в августе этого года изменений в Стандарты эмиссии ценных бумаг, прямо указывающих на возможность заключения предварительных договоров купли-продажи облигаций до начала их размещения. Данные изменения также содержат положение о том, что эмитент имеет возможность по своему усмотрению выбирать заявки, которые подлежат удовлетворению в ходе размещения. Таким образом, в нормативных актах регулирующего органа нашли отражение ключевые положения процесса размещения облигаций с использованием технологии бук-билдинга.