Паритет возможностей

Почему от схемы букбилдинга выигрывают как инвесторы, так и эмитенты?

Константин ЦЕРАЗОВ,
заместитель руководителя управления глобальных рынков, «Тройка Диалог»

Работает в инвестиционной компании «Тройка Диалог» с 2004 года. Прошел путь от сейлз-менеджера до заместителя руководителя управления глобальных рынков.

Начал карьеру в Государственном университете – Высшей школе экономики в 1998 году в качестве аналитика по компаниям и рынкам. С 2001 по 2002 год работал в мидл-офисе BAREP Asset Management (в настоящее время — Societe General Asset Management, Париж). После этого в течение двух с половиной лет (2002–2004 годы) являлся трейдером по конвертируемым облигациям в банке BNP Paribas (Париж).

Окончил факультет международных экономических отношений Финансовой академии при Правительстве РФ и магистратуру Университета им. Рене Декарта (Париж) по специальности «Банки и финансы».

Еще три года назад в России не существовало схемы букбилдинга, принятой на развитых рынках. Все размещения локальных бумаг проходили в формате традиционного аукциона. Подобная практика обычно давала возможность эмитентам получать так называемую «дешевую» ставку на хорошем рынке, однако полностью лишала их возможности участвовать в размещении, контролируя процесс аллокации. Внедрение стандартов букбилдинга впервые позволило организатору наиболее эффективно сбалансировать по сути противоположные интересы двух сторон сделки — заемщика и покупателя долговых ценных бумаг.

До кризиса 2008 года у российских участников долгового рынка не было опыта работы по схеме букбилдинга, хотя эта практика, по сути, стала возможна после народного IPO «Роснефти» в середине 2006 года. Формат аукциона являлся наиболее привычным при размещении корпоративных облигаций, так как аналогичные правила действовали на рынке госбумаг — прародителе всего отечественного долгового рынка. К тому же, рынок был довольно небольшой, и тот объем, который через него проходил, достаточно удобно удавалось осваивать и в формате традиционного аукциона. Однако с ростом количества размещений и одновременно волатильности рынка все чаще возникали ситуации, когда прогнозировать, как в итоге закроется книга, было практически невозможно. Это вызывало недовольство как эмитентов, так и инвесторов. Требовался другой механизм, основанный на западных стандартах работы. Последние далеко не идеальны, но за десятки лет их существования была сформирована актуальная рыночная практика. В итоге «Тройка Диалог» приняла решение выступить с инициативой о переходе к схеме букбилдинга в размещениях локальных бумаг.

ПРАКТИКА РАЗВИТЫХ РЫНКОВ

В настоящее время 99% размещений на внутреннем долговом рынке структурируется с использованием модели букбилдинга. Российская технология не является точной копией западного оригинала. Так, при размещении еврооблигаций книга заявок открывается на достаточно короткий период, который может занимать от нескольких часов до нескольких дней в зависимости от категории заемщика и условий выпуска. К примеру, если речь идет о выпуске «Газпрома», книга может быть закрыта в течение часа, тогда как сбор заявок на покупку евробондов «Мечела» займет от двух до трех дней.

На российском рынке книга, как правило, открывается на срок от одной до двух недель. Во-первых, это связано с требованиями законодательства в отношении раскрытия информации, согласно которым эмитент обязан раскрывать информацию о предстоящем размещении за определенное количество дней. Кроме того, нужно учитывать, что основными покупателями бумаг в локальных размещениях являются российские банки,

где процедура открытия лимитов отличается от той, что принята в западных фондах: банку необходимо подать заявку и утвердить ее. В результате процесс оказывается серьезно растянут во времени.

Еще одно принципиальное отличие российской технологии от западной заключается в том, что финальное размещение в России происходит через биржу, а не через эмитента или брокера. На развитых рынках букбилдинг работает следующим образом: после открытия книги в течение определенного срока осуществляется сбор заявок, которые подтверждаются письмами. Иными словами, эмитент при помощи агента по размещению наблюдает за процессом от начала и до конца и полностью контролирует его.

ПРАВИЛА ИГРЫ

При размещении у организатора всегда есть два клиента: эмитент, который занимает деньги и стремится привлечь максимальный объем по наиболее выгодной цене, и институциональный клиент, выступающий покупателем долговых бумаг. Его задача — приобрести как можно больше бумаг по ставке как можно выше. По сути это прямо противоположные интересы. Схема букбилдинга позволяет организатору сбалансировать эти запросы, соблюсти интересы обеих сторон.

Пожалуй, основное преимущество букбилдинга состоит в том, что эмитент получает возможность участвовать в процессе размещения: он собирает заявки, определяет, по какой ставке закрывается книга. Эмитент наблюдает за тем, как заполняется книга (пусть не в режиме онлайн, но в рамках ежедневного мониторинга отчетов), может вносить коррективы и полностью контролирует движение ставки, а также определяет аллокацию. Последнее особенно важно, так как заемщик изначально видит, как строится книга, и избавлен от возможных неприятных сюрпризов. Он уверен, что в день аукциона форс-мажоров не произойдет и сделка не сорвется. Для сравнения, открывая аукцион, эмитент и организатор никогда не знают заранее, что произойдет с бумагой. Инвесторы выставляют заявки, а у эмитента нет никакой возможности повлиять на этот процесс.

Кроме того, заемщик застрахован от резких движений рынка. В ситуации когда рынок резко падает, теоретически инвесторы должны отзывать заявки из книги. Однако фактически покупатели просто оставляют заявки со ставкой в изначально заявленном диапазоне. Если же рынок растет, это дает возможность понизить ставку, что является явным преимуществом для эмитента.

Формат букбилдинга связан с очевидными выгодами не только для эмитента, но и для клиента, который подает заявку на покупку бумаг. Инвестор понимает, что у него больше шансов купить бумагу, получив аллокацию у брокера. Далеко не всегда это оказываются 100% заявленного объема, но покупателю в любом случае гарантировано участие в выпуске. А в ходе аукциона клиент может запросто не попасть в заем, поставив заявку на секунду позже, чем другой участник.

С юридической точки зрения букбилдинг в России имеет гораздо более сложную структуру, чем на Западе. Там клиенту достаточно просто в определенной форме заявить в Bloomberg о своем намерении принять участие в размещении, что и является официальной заявкой на участие. В России, помимо электронной формы, необходимо представить заявку в бумажном виде, заверенную подписью руководящего лица организации, например генерального директора. Таким образом, процесс в России более бюрократизирован, чем на Западе.

В «Тройке Диалог» существует специальное подразделение — синдикат, который полностью организует процесс первичного размещения начиная со стадии подготовки и рассылки необходимых документов и заканчивая техническим размещением на бирже. Синдикат отчитывается перед эмитентом на телеконференциях, предоставляет заемщику обновленную информацию о состоянии рынка, ходе маркетинга.

Еще один важный для банков-организаторов нюанс, связанный с переходом на букбилдинг, — необходимость существенной перестройки IT-инфраструктуры, на которую готовы пойти далеко не все участники рынка. Каждый из крупных игроков, как правило, использует свои ноу-хау, задача которых сводится к тому, чтобы максимально оперативно и удобно организовать процесс размещения, обеспечив эмитенту доступ в систему либо в режиме онлайн, либо через регулярные обновления.

Внедряя схему букбилдинга в «Тройке Диалог», нам пришлось проводить достаточно серьезную просветительскую работу, подробно объясняя эмитентам и инвесторам преимущества новой технологии. Безусловно, это не касается «продвинутых» клиентов, которые уже сталкивались с механизмом букбилдинга в процессе размещения еврооблигаций. Единственный вопрос, который у них возникал, касался того, как западный формат будет работать в российских реалиях. Однако со временем преимущества букбилдинга стали очевидны и для институциональных клиентов, и для эмитентов. Тот факт, что сегодня подавляющее большинство участников использует данную схему в своей работе, еще раз подтверждает, что рынок развивается в правильном направлении.