Максим РОМАНЬКОВ,
начальник управления допуска ценных бумаг, Московская биржа

Биржевые облигации: тенденция к упрощению

Российский рынок корпоративных облигаций отличается от иностранных рынков тем, что он сосредоточен на бирже и имеет отлаженную централизованную структуру, обеспечивающую как рынок первичных размещений, так и вторичный рынок. При этом, несмотря на несопоставимость размеров облигационных рынков в целом, биржевой сегмент российского облигационного рынка является одним из самых значительных в мире.

Несмотря на определенные успехи в развитии, российский рынок корпоративных облигаций обладает меньшими возможностями, чем зарубежные облигационные рынки. На сегодняшний день для корпоративных заемщиков существует два способа публичных заимствований: регистрация облигаций в Банке России и эмиссия биржевых облигаций. И если эмиссия облигаций, регистрируемых Банком России, является стандартным инструментом, то эмиссия биржевых облигаций представляет собой наиболее интересный с точки зрения возможностей инструмент. Согласно статистике за 2014 и 2015 годы, доля биржевых облигаций в общем объеме размещения корпоративных облигаций составляет 65% и 80% соответственно.

Биржевые облигации появились в российском праве после вступления в силу изменений, внесенных ФЗ от 27.07.2006 № 138-ФЗ «О внесении изменений в ФЗ «О рынке ценных бумаг» и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации». К середине 2007 года были зарегистрированы необходимые нормативно-правовые акты ФСФР России, и в августе 2007 года появился первый выпуск биржевых облигаций.

Предполагалось, что биржевые облигации станут инструментом привлечения краткосрочного финансирования. Именно поэтому срок обращения биржевых облигаций был ограничен одним годом, а процедура эмиссии биржевых облигаций была существенно проще, чем эмиссия облигаций с государственной регистрацией выпуска. При этом эмитентами биржевых облигаций могли выступать только акционерные общества, акции которых были включены в котировальные списки фондовой биржи. Размещение могло проводиться только на фондовой бирже. Однако облигация (даже биржевая) как инструмент для привлечения краткосрочного финансирования не слишком удобна,

и в итоге она оказалась невостребованной. Тем не менее, такие бумаги обладали очевидными плюсами — упрощенная эмиссионная документация, сокращенный срок эмиссии, отсутствие необходимости в государственной регистрации отчета об итогах выпуска, а также отсутствие ограничений на эмиссию (за исключением полной оплаты уставного капитала).

Несмотря на отсутствие спроса на краткосрочные облигации, возможности, которые получал эмитент при эмиссии биржевых облигаций, оказались востребованы рынком, и законодатель внес соответствующие изменения в законодательство, которые вступили в силу 11 января 2009 года. В частности, был расширен круг потенциальных эмитентов биржевых облигаций. Биржевые облигации смогли выпускать российские хозяйственные общества (включая банки), госкорпорации и международные финансовые организации, акции или облигации которых были допущены к торгам на бирже. Таким образом, биржевые облигации стали альтернативой облигациям, эмиссия которых сопровождается государственной регистрацией выпуска, что, в свою очередь, определило направление развития инструмента в сторону дальнейшего упрощения.

2 января 2012 года вступил в силу так называемый Закон об упрощении эмиссии (ФЗ от 29.12.2012 № 282-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации»), который внес кардинальные изменения в эмиссионный процесс всех ценных бумаг. В частности, что касается биржевых облигаций, законодатель снял практически все ограничения по биржевым облигациям за исключением залогового обеспечения. Все это в совокупности с уже имевшимися на тот момент возможностями сделало биржевые облигации основным видом корпоративных облигаций.

В настоящий момент биржевые облигации обладают следующими особенностями:

- Круг потенциальных эмитентов не ограничен. Эмитентом биржевых облигаций может быть даже международная финансовая организация.
- Сроки размещения и обращения не ограничены. Фактически размещение может идти в течение всего срока обращения.
- Обращение биржевых облигаций может начинаться до полного завершения размещения. Фактически обращение может начинаться в дату начала размещения.
- К размещенному выпуску биржевых облигаций можно реализовать дополнительный выпуск.

ПРЕИМУЩЕСТВА ДЛЯ УЧАСТНИКОВ РЫНКА

1. Биржевые облигации могут выходить на вторичное обращение в дату начала размещения. Эта возможность связана с тем, что по биржевым облигациям нет государственной регистрации отчета об итогах выпуска, а обращение может начинаться после полной оплаты. Таким образом, каждая размещенная облигация может выходить на вторичный рынок после оплаты. Инфраструктура Московской биржи позволяет проводить размещение с осуществлением клиринга в ходе торгов (с использованием кода расчетов Z0[1]), что, в свою очередь, дает возможность покупателю облигации совершить сделку на вторичном рынке сразу после того, как прошла сделка по размещению. Если размещение биржевых облигаций проводится несколько дней, реализованные облигации начинают обращаться на вторичном рынке вне зависимости от того, завершилось размещение или нет.

2. Отсутствие ограничений по сроку размещения дает возможность эмитенту установить срок размещения биржевых облигаций, равный сроку обращения. Фактически это дает возможность размещать биржевые облигации так же, как размещаются ОФЗ. Эмитент получает возможность выходить на рынок с определенным объемом в любой момент времени между датами размещения и погашения. Фактически это эмиссия нового объема без дополнительных инфраструктурных и временных издержек.

3. Возможность размещения дополнительного выпуска. Ранее такая возможность была только у эмитентов государственных и муниципальных облигаций. Сейчас такая возможность появилась и у эмитентов биржевых облигаций. Дополнительный выпуск размещается

РОССИЙСКИЙ РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ОБЛАДАЕТ МЕНЬШИМИ ВОЗМОЖНОСТЯМИ, ЧЕМ ЗАРУБЕЖНЫЕ ОБЛИГАЦИОННЫЕ РЫНКИ

[1] Код расчетов Z0 – код расчетов, используемый при заключении сделки с ценными бумагами на условиях нецентрализованного клиринга, обязательства по которым подлежат исполнению в Клиринговой организации в ходе торгов, и определяющий, что при подаче заявки проводится процедура контроля обеспечения. Датой исполнения сделки с ценными бумагами является дата заключения сделки.

дополнительно к ранее размещенному выпуску биржевых облигаций. Он отличается от основного выпуска только датой размещения и может отличаться ценой размещения (100% от номинала, дисконт или премия). По сути, дополнительный выпуск является частью основного выпуска и обращается на вторичном рынке под единым ISIN-кодом. Размещение дополнительного выпуска особенно интересно для эмитентов, выпуски которых уже включены в Ломбардный лист Банка России, так как размещаются они, будучи уже включенными в Ломбардный лист, а возможность начинать обращение в дату начала размещения в данном случае приобретает еще большую привлекательность. Дополнительный плюс — допэмиссия не сопровождается составлением отдельного проспекта биржевых облигаций.

1 июля 2014 года вступил силу ФЗ от 21.07.2014 № 218-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации». Указанный закон дал возможность эмитенту облигаций использовать новый инструмент — Программу облигаций. В рамках программы облигаций могут размещаться как облигации с государственной регистрацией в Банке России, так и биржевые облигации. На момент написания данной статьи в рамках программы облигаций размещались только биржевые облигации. В настоящий момент на Московской бирже зарегистрировано 28 программ биржевых облигаций общим номинальным объемом, превышающим 2.5 трлн руб.

ДОЛЯ БИРЖЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ В ОБЩЕМ ОБЪЕМЕ РАЗМЕЩЕНИЯ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ СОСТАВЛЯЕТ 65% И 80% СООТВЕТСТВЕННО

ПРЕИМУЩЕСТВА ПРОГРАММЫ ДЛЯ ЭМИТЕНТА

Программа биржевых облигаций может содержать общую информацию о предполагаемых к размещению выпусках, в том числе максимальный номинальный объем программы (возможно указание нескольких валют или эквивалента), максимальный срок погашения, общие условия размещаемых выпусков (условия размещения и погашения, права владельцев и т. д.). Срок действия программы не ограничен. Иными словами, эмитент принимает решение о намерении размещать облигации на определенных условиях в течение определенного срока времени. При этом отсутствие ограничений на срок действия такого решения делает такое намерение фактически бессрочным.

После утверждения программы и до утверждения выпуска биржевых облигаций эмитент может проводить необходимые действия для определения конкретных параметров сделки (премаркетинг, сбор книги и т. д.). Эмитент получает возможность размещать именно тот объем, на который существует спрос. При этом утверждение условий отдельного выпуска происходит не на совете директоров, а решением единоличного исполнительного органа, что существенно упрощает и ускоряет данный процесс.

Также необходимо отметить, что программа биржевых облигаций обладает всеми возможностями и особенностями, присущими биржевым облигациям, что в совокупности делает ее одним из самых удобных инструментов на облигационном рынке.

В заключение хотелось бы немного сказать о том, куда может двигаться процесс упрощения и каких новаций стоит ожидать в обозримом будущем.

1. Ипотечная секьюритизация. В настоящий момент обсуждается возможность выпуска биржевых облигаций, обеспеченных ипотекой. Если такого рода изменения будут приняты и на рынке появятся биржевые облигации, обеспеченные ипотекой, то в дальнейшем вполне возможно появление биржевых облигаций, обеспеченных прочими активами.

2. Дальнейшее упрощение эмиссии облигаций, в частности эмиссии биржевых облигаций. Речь может идти о глобальных изменениях процесса эмиссии, которые затрагивают практически все стороны такого процесса. Изменения могут касаться:

ОТСУТСТВИЕ ОГРАНИЧЕНИЙ ПО СРОКУ РАЗМЕЩЕНИЯ ДАЕТ ВОЗМОЖНОСТЬ УСТАНОВИТЬ СРОК РАЗМЕЩЕНИЯ БИРЖЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ, РАВНЫЙ СРОКУ ОБРАЩЕНИЯ

- Эмиссионной документации. Документы необходимо упрощать, а также сокращать в объеме и количестве.
- Системы принятия корпоративных решений. Необходимо упростить подход, касающийся принятия решения об утверждении выпусков облигаций.
- Системы листинга биржевых облигаций. Бирже целесообразно осуществлять листинг всей программы биржевых облигаций сразу, что дает «автоматическое» включение размещаемого выпуска в тот или иной уровень биржевого списка на этапе определения параметров выпуска.
- Возможного срока выхода эмитента на размещение. Дальнейшее упрощение процедуры эмиссии позволит эмитенту выходить на размещение в течение одного-двух дней с момента утверждения параметров выпуска.

Московская биржа является одним из основных участников инфраструктуры рынка облигаций, а биржевые облигации, регистрируемые Московской биржей, являются основным инструментом, используемым заемщиками для привлечения публичного долга. Все последние новации законодательства, направленные на упрощение эмиссии облигаций, становятся доступны в первую очередь для биржевых облигаций. Такой подход делает возможным появление первых краткосрочных облигаций (сроком до года) именно на базе биржевых облигаций, как это и предполагалось ранее.

КОММЕНТАРИЙ

Последние изменения правил листинга Московской биржи

Московская биржа продолжает поддерживать курс на усиление требований для включения ипотечных сертификатов участия в первый уровень списка ценных бумаг, допущенных к торгам, а также устанавливает дополнительные случаи, когда эмитент обязан определить представителя владельцев облигаций.

Олег УШАКОВ,
старший юрист,
адвокатское бюро
«Егоров, Пугинский,
Афанасьев и партнеры»

19 октября 2015 года вступила в силу новая редакция Правил листинга (далее — Правила), утвержденная советом директоров ЗАО «ФБ ММВБ» 27 августа 2015 года (Протокол № 13).

КЛЮЧЕВЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ

I. Правила предусматривают усиление требований к листингу ипотечных сертификатов участия (ИСУ)

В начале 2015 года Московская биржа приняла комплекс мер, направленных на ужесточение порядка листинга ИСУ.

Новая редакция Правил продолжает тенденцию к усилению требований в отношении ИСУ. Это выражается прежде всего в установлении запрета на включение в первый уровень тех ИСУ, в состав ипотечного покрытия которых входит недвижимое имущество, являющееся земельными участками, за исключением комплексов недвижимости. Под комплексом недвижимости в Правилах понимается объединение различных объектов движимого и недвижимого имущества единым хозяйственным назначением при наличии в составе имущественного комплекса недвижимости земельного участка (прав на земельный участок), на котором расположен объект или объекты недвижимости: здания, сооружения, помещения и прочие составляющие зданий и сооружений, входящих в комплекс недвижимости.

Кроме того, Правила сокращают перечень российских рейтинговых агентств, рейтинги которых применяются для включения ИСУ в первый уровень, до одного. Единственным вариантом остается ЗАО «РА «Эксперт РА». Для целей листинга ИСУ требуется рейтинг на уровне не ниже B++.

Необходимо иметь в виду, что вышеуказанные требования будут применяться при включении ИСУ в первый уровень, а также при выдаче дополнительных ИСУ к ранее включенным в первый уровень.

Вместе с тем, как указывается в Правилах, для поддержания в первом уровне ИСУ, включенных в список в период с даты выступления в силу прежней редакции Правил (15.04.2015) до даты вступления в силу новой редакции Правил (19.10.2015), будут применяться следующие значения рейтингов:

1. Национальные рейтинговые агентства (рейтинг долгосрочной кредитоспособности):

- B++ по классификации ЗАО «Рейтинговое агентство «AK&M»;
- BBB+ по классификации ООО «Национальное Рейтинговое Агентство»;
- B++ по классификации ЗАО «Эксперт РА»;
- BB– по классификации ЗАО «Рус–Рейтинг»;
- Baa3.ru по классификации Moody's Interfax Rating Agency.

2. Международные рейтинговые агентства (рейтинг долгосрочной кредитоспособности по национальной шкале):

- BBB–(rus) по классификации Fitch Ratings;
- ruBBB– по классификации Standard and Poor's International Services, Inc.

3.Международные рейтинговые агентства (рейтинг долгосрочной кредитоспособности по обязательствам в иностранной валюте по международной шкале):

- B– по классификации Fitch Ratings CIS Ltd.;
- B3 по классификации Moody's Investors Service;
- B– по классификации Standard and Poor's International Services, Inc.

II. Правила закрепляют обязательность по определению представителя владельцев облигаций для облигаций без обеспечения (в том числе биржевых облигаций)

Согласно ранее действовавшей редакции п. 2 ст. 29.1 Федерального закона «О рынке ценных бумаг», на эмитента облигаций возлагалась обязанность с 1 июля 2016 года определить представителя владельцев облигаций (далее также — ПВО), в частности в случае допуска таких облигаций к организованным торгам.

Между тем, данные положения были изменены Федеральным законом от 29.06.2015 № 210–ФЗ, в соответствии с которым с 1 июля 2016 года эмитент будет обязан определить ПВО в случае допуска к организованным торгам облигаций с обеспечением (за исключением облигаций, обеспеченных государственной или муниципальной гарантией, а также облигаций, предназначенных для квалифицированных инвесторов).

В то же время, новая редакция Правил предусматривает, что с 1 июля 2016 года определение эмитентом представителя владельцев облигаций является необходимым условием листинга облигаций.

Для облигаций с обеспечением исключения установлены законом и указаны выше. Для облигаций без обеспечения данное правило не распространяется на следующие категории эмитентов:

- эмитенты – кредитные организации;
- эмитенты, акции которых включены в первый уровень, и эмитенты, находящиеся под прямым или косвенным контролем таких обществ;
- эмитенты и/или облигации, имеющие кредитный рейтинг от международных рейтинговых агентств не ниже требуемого уровня;
- эмитенты – государственные корпорации или государственные компании;
- эмитенты, находящиеся под прямым или косвенным контролем указанных эмитентов и другие.

Таким образом, биржа устанавливает дополнительную обязанность эмитентов по определению ПВО в отношении облигаций без обеспечения.

Также Правила закрепляют порядок внесения изменений в решение о выпуске биржевых облигаций в части сведений о представителе владельцев биржевых облигаций. Согласно ст. 12.1 Правил, такие изменения вносятся посредством направления на биржу уведомления и утверждаются биржей на основании соответствующего заявления от эмитента или представителя владельцев биржевых облигаций.