Рынок перманентной реформы

Анна ТУРИК,
начальник управления организации эмиссии, департамент рынков капитала, ПАО «Совкомбанк»

Законодательство по эмиссии облигаций постоянно претерпевает изменения. Долгое время они внедрялись точечно, поступательно. Однако в последние 5–7 лет мы наблюдаем наиболее активные движения, порой кардинально меняющие устоявшуюся практику. Последняя глобальная реформа законодательства, регулирующего эмиссию облигаций, произошла больше года назад. Ее последствия рынок осмысливает до сих пор. И если одни нововведения пошли во благо растущему организму облигационного рынка, то другие скорее вызвали сложности с перевариванием.

Изменения настолько сильно перекроили существующий механизм, что рынок был вынужден несколько месяцев адаптироваться к ним

РЕФОРМА-2020

На старте рынка в конце 1990-х годов был один-единственный вариант — классические облигации с государственной регистрацией. В 2003 году появляются «ипотечные облигации», в 2006 году — «биржевые облигации», затем происходили нормативные изменения по расширению круга эмитентов, которым биржевые облигации стали доступны.

Кризис 2008–2009 годов обнажил ряд проблем и повлек за собой необходимость очередных изменений, в том числе в части обеспечения выпусков. В 2013 году появился механизм общих собраний владельцев облигаций и институт представителей владельцев облигаций. Позднее заработали «коммерческие облигации», «структурные облигации», инструменты для специализированных обществ, появилось регулирование рейтингов. Однако действительный прорыв в развитии рынка, на мой взгляд, произошел с появлением в 2014 году такого инструмента, как программа облигаций. Он открыл для эмитентов возможности более оперативного привлечения финансирования на долговом рынке. Это удобный инструмент, позволяющий конструировать эмиссию непосредственно перед сделкой, опираясь на текущие обстоятельства, конъюнктуру рынка, потребности эмитента. По сравнению с предыдущей практикой это позволило значительно экономить силы и время эмитентов.

Таким образом, можно говорить, что мы живем в перманентных реформах. Последняя глобальная реформа регулирования облигаций произошла 1 января 2020 года с вступлением в силу масштабных изменений в ФЗ «О рынке ценных бумаг», которой в большей степени посвящен данный материал. Реформа затронула существующие механизмы эмиссий, а также привела к появлению новых инструментов.

Появились позитивные перемены в результате реформы, которые привели к упрощению эмиссий (Таблица 1).

Перечисленные новации обсуждались с рыночным сообществом и были воплощены в новом регулировании

Таблица 1
Нововведения в процедуре эмиссии

Стало	Было
Появилась возможность подписывать все документы, в том числе программу и проспект, уполномоченным лицом по доверенности. При этом законом предусмотрено сохранение ответственности единоличного исполнительного органа. Таким образом, добавилось удобство при сохранении надежности.	Ранее ряд документов, в том числе программу и проспект, разрешено было подписывать только первым лицам. Как известно, первые лица — крайне занятые, часто неуловимые люди. Также это создавало сложности при электронной регистрации документов, если электронная подпись оформлена, например, на финансового директора, а не на первое лицо. Поэтому данное обстоятельство создавало неудобства, эффективность процессов страдала.
Ушла необходимость утверждать решение о выпуске, достаточно подписать его первому лицу или уполномоченному лицу по доверенности.	До реформы порядок регистрации выпуска в рамках программы усложнялся необходимостью утверждения условий выпуска (сейчас документ называется решением о выпуске) приказом первого лица. Таким образом, скорость сделки опять упиралась в технические моменты.
В прошлое ушел сертификат облигаций, что упростило процесс и высвободило время.	Ранее сертификат осуществлял номинальную функцию. Конечно, формально это был важный документ, который хранился в НРД и удостоверял права на облигации. Однако по сути никакого смысла в нем не было, так как его содержание абсолютно дублировало решение о выпуске / условиях выпуска, которые точно так же удостоверяли права на облигации и хранились в НРД. Поэтому сертификат был обычно источником неудобств, так как после регистрации выпуска необходимо было молниеносно его подписывать и везти в НРД, чтобы не задерживать сделку. Кроме того, если в процессе обращения в эмиссионные документы вносились изменения, которые затрагивали содержание сертификата, осуществлялась процедура его замены, за которую приходилось платить отдельные деньги НРД.
Для самых надежных эмитентов, имеющих наивысший рейтинг, появилась возможность размещать бессрочные облигации.	Ранее возможность была только у банков — эмитентов субординированных облигаций.
Появилась возможность размещать инструменты ESG — «зеленые», социальные, инфраструктурные облигации.	
Один из главных запросов рынка, который был реализован в результате реформы, — возможность фиксировать объем займа после регистрации выпуска. То есть теперь при регистрации выпуска точный объем знать не надо. Это большой шаг вперед с точки зрения гибкости проведения сделок.	Раньше по рыночным сделкам в основном приходилось идти таким путем: закрываем книгу, по итогам фиксируем объем займа, как можно скорее бежим регистрировать выпуск и в финале размещаемся на бирже. Регистрацию и оформление облигаций для технического размещения приходилось делать очень быстро, чтобы инвесторам не нужно было долго ждать между книгой и размещением.
Развитие электронного взаимодействия при регистрации и размещении. Это большой шаг в повышении эффективности процессов — значительно экономит ресурсы: время, бумагу, силы курьеров. Особую актуальность это приобрело в разгар пандемии, когда подписать бумаги, а потом довезти документы до места назначения стало настоящим квестом.	Данный механизм заработал несколько лет назад и сначала был реализован на бирже и в НРД. В результате реформы он расширился — стало возможным регистрировать электронно эмиссии также в Банке России.

по его запросу. Стоит отметить, что одной из позитивных тенденций в последние годы является расширение вовлеченности регулятора в общение с рынком. Многие вопросы обсуждаются совместно, в том числе на площадках Мосбиржи, НРД, «Сбондс». Многие проблемы рынка были услышаны и решены на законодательном уровне. Однако не обходится без дискуссий…

ТЕХНИЧЕСКАЯ РЕАЛИЗАЦИЯ

В свое время появление возможности размещаться в рамках программы стало, на мой взгляд, вехой — прорывом на рынке. Внедрение инструмента было удачным, далее по мере наработки практики выявлялись области, которые требовали усовершенствования. Можно сказать, требовалось улучшить в целом хорошо работающий механизм.

Однако реформа вынашивалась довольно долго, вероятно, в расчете на решение большинства проблем единовременно кардинальным образом.

В результате изменения настолько сильно перекроили существующий механизм, что рынок был вынужден несколько месяцев адаптироваться к ним. Документация существенно поменялась, Программы превратились в решения о размещении, документарные неразмещенные выпуски превратились в бездокументарные, появилась масса других вводных. Существенные проблемы выявлялись при накладывании новых норм закона на старые, дореформенные программы[1], которые, к счастью, продолжили свое существование, но сделки в рамках них необходимо было адаптировать под новые требования. Многие проблемы выявлялись только на практике, многие моменты были неоднозначны и могли быть истолкованы по-разному. Например, дискуссию и широту интерпретаций вызывало применение в новой реальности формулировок в старых программах относительно досрочного погашения. Обсуждения и выработка позиций регистрирующих организаций занимали время, что приводило к задерживанию сделок.

Ситуация осложнялась тем, что в первые полгода после запуска реформы под обновленный закон о рынке ценных бумаг не были выпущены новые стандарты эмиссии, а новое положение о раскрытии информации вступит в силу только в октябре 2021 года, то есть почти через 2 года после старта реформы.

В результате весь рынок — эмитенты, инвесторы, организаторы, инфраструктура и даже регистрирующие организации — получил массу поводов для тренировки стрессоустойчивости.

Получилось слишком много вариаций и разветвлений в документах, что при обсуждении стали очень популярны слова «нюансы» и «оговорки». До сих пор выявляются новые серые зоны, вызывающие дискуссии.

Кроме того, внедрение революционных нововведений в законодательство о ценных бумагах совпало с разгаром

Один из главных запросов рынка, который был реализован в результате реформы, — возможность фиксировать объем займа после регистрации выпуска

[1] Программы, регистрационный/идентификационный номер которым был присвоен до 01.01.2020.

пандемии весной 2020 года. Как мы все помним, в то время новые правила и законы принимались чуть ли не каждый день. При этом на их осмысление и применение на практике времени порой не хватало. В связи с этим вспоминается много и забавных, и грустных историй. В начале пандемии мы только и делали, что разгадывали головоломки, как действовать в быстро меняющихся условиях. Например, у одного эмитента период предъявления по оферте приходился на 22 апреля, который заблаговременно был объявлен внеплановым выходным в связи с голосованием по Конституции. Период предъявления облигаций к оферте обычно составляет последние пять рабочих дней купонного периода, и эмитент обстоятельно подошел к вопросу, его тщательно обсудили со всех сторон и решили, что этот день нерабочий. Забавно было это вспоминать на фоне последующих событий, когда внезапно объявили нерабочей неделю, а потом с некоторой долей условности и целый месяц. Пришлось заново все перекраивать и идти своим путем, проходить оферты, несмотря на формально нерабочие дни, чтобы инвесторы не ждали их окончания.

Одной из позитивных тенденций в последние годы является расширение вовлеченности регулятора в общение с рынком

МЕРЫ, ПРОТИВОПОЛОЖНЫЕ ТЕНДЕНЦИЯМ РАЗВИТИЯ РЫНКА

Перечисленные выше позитивные нововведения, безусловно, упростили жизнь эмитентам, однако, к сожалению, по ряду аспектов сработала поговорка «Одна рука дает, другая забирает». Параллельно с их внедрением увеличились сроки регистрации эмиссий на бирже. Например, вместо трех рабочих дней регистрация выпуска на бирже в рамках программы стала занимать семь рабочих дней. Удлинение сроков не отвечает реалиям, которые диктует современный рынок.

Мир меняется, информационные технологии демонстрируют чудеса, время ускоряет ход. Наш рынок неизбежно вовлечен в эти тенденции. Поэтому, на мой взгляд, все большую ценность приобретает эффективность использования времени, затрачиваемого на тот или иной процесс.

Для примера возьмем проспект, который готовится вместе с программой. По сути это документ, рассказывающий инвестору об эмитенте: документы, рассказывающие непосредственно о ценной бумаге, — программа + решение о выпуске + условия размещения. Эмитент выпускает программу, где сконцентрирована необходимая информация об облигациях. Между тем уже много лет в проспекте почему-то дублируется эта информация: кратко во введении, подробно в восьмом разделе. По сути это переписывание того, что уже указано в программе. Если раньше по большому счету это хотя бы достигалось простым копированием из пункта программы зеркально в пункт проспекта, то теперь простым копированием не обходится. Приходится адаптировать текст, но это влияет только на форму, но не на суть. Таким образом, эмитент и организатор тратят время, чтобы это написать, биржа или регулятор тратят время, чтобы это прочитать, проверить и сверить с программой, инвесторы тратят время, чтобы прочитать несколько раз по сути одно и то же. Не говоря уже о переводе бумаги и картриджа на перепечатывание в трех экземплярах дублирующего текста, особенно в свете всеобъемлющего информационного бума «зеленых» проектов. Благо с развитием электронной регистрации проблема неэкологичности проспектов уменьшилась. При необходимости зарегистрировать изменения в программу внесение аналогичных изменений в проспект — также отдельный квест, отнимающий драгоценное время.

Форма проспекта долгое время менялась незначительно. Возможно, на заре развития рынка такое наполнение проспекта помогало инвесторам лучше узнать эмитента. Однако за последние 10 лет интернет, информационные технологии сделали качественный шаг вперед. Поэтому в проспекте до сих пор указывается много информации, которая не играет никакой роли для принятия инвестиционных решений, это либо неактуально, либо есть в открытом доступе. Например, дебиторы пятилетней давности, компетенция органов управления, взятая из устава, или динамика торгов по предыдущим выпускам.

С 1 октября 2021 года внедряется новая форма проспекта, по замыслу регулятора более адаптированная под современные реалии. Это еще предстоит оценить на практике через некоторое время.

СРОК ГОДНОСТИ ПРОСПЕКТА — В ЧЕМ ЦЕННОСТЬ?

В результате реформы мы получили не только упрощение многих процессов. Ряд изменений имеют противоположный эффект, однако их практическая польза не очевидна.

Речь в первую очередь о таком нововведении, как срок годности проспекта к программе. До реформы для самого

удобного и популярного инструмента — биржевых облигаций — срок годности проспекта к программе не был ограничен. Эта практика устоялась и, насколько мне известно, не вызывала проблем у участников рынка. Эмитент мог зарегистрировать программу с проспектом (который распространяется на все выпуски в рамках программы) и далее конструировать — размещать выпуски в нужной конфигурации в удобном формате. Факт регистрации проспекта накладывает на эмитента обязанности по раскрытию информации, в том числе ежеквартальных отчетов[1]. Таким образом, эмитент, рассказав о себе в проспекте за период 3–5 лет, далее представлял актуальную информацию практически по той же форме в ежеквартальных отчетах.

Одно время обсуждался вопрос об упразднении необходимости делать проспект определенными категориями эмитентов. Упрощенно говоря, чтобы активные эмитенты могли регистрировать эмиссии вовсе без проспекта, поскольку они и так раскрывают всю информацию в отчетности и ежеквартальных отчетах.

В результате реализованных нововведений активные эмитенты[2] могут не регистрировать проспект, однако для того, чтобы иметь возможность размещаться в рамках программы, ежегодно должны его составить, утвердить советом директоров / общим собранием и раскрыть. Остальные эмитенты без ежегодной регистрации нового проспекта не смогут размещаться в рамках действующих программ. Пока данная проблема остро себя не проявила, поскольку для старых, дореформенных программ, которые есть у большинства эмитентов, пока еще действует двухлетняя отсрочка необходимости обновлять проспект, которая истекает 1 января 2022 года.

Поэтому рыночному сообществу еще предстоит тест на прочность, когда большинству эмитентов надо будет зарегистрировать новые проспекты, а бирже — переварить массовую регистрацию, учитывая, что ресурсы регистрирующих подразделений небезграничны.

Полезность этой нормы вызывает вопросы, по сути, мы опять получаем дублирование и переписывание того, что уже раскрыто в других источниках.

ДРУГИЕ ВОПРОСЫ

Дублирование присутствует и в других аспектах. Эмитенты вынуждены предоставлять одни и те же документы и похожую информацию в разные инстанции. Долгое время обсуждался вопрос единого окна Московской биржи и НРД, которые входят в одну группу. Однако до сих пор реализовать его в полной мере не удалось. Более того, количество документов для того, чтобы стать эмитентом, только растет. Эмитенты должны подключать массу личных кабинетов — личный кабинет эмитента, личный кабинет участника, веб-кабинет корпоративных действий, веб-кабинет депозитарно-клиринговых услуг, кабинет по раскрытию информации, отдельный кабинет по инсайду. Так сложилось, что для разных кабинетов свои мелкие нюансы и особенности. Чтобы все это подключить, нужна масса разнообразных хитрых доверенностей. Благо коллеги на бирже и в НРД заботливо помогают эмитентам разобраться, чтобы все это оформить. Представляется, что, упростив данные процессы, можно сэкономить массу времени всех участников.

Отдельным вопросом стоит упомянуть проблематику эмитентов, относящихся к стратегическим и близких к ним, которые вынуждены справляться с внешним давлением в результате геополитических турбуленций. Казалось бы, учитывая стратегический статус, им не помешало бы содействие изнутри страны. Однако в результате многократных изменений регуляторных подходов получилась парадоксальная ситуация, когда такие компании оказываются в невыгодном положении и испытывают сложности привлечения финансирования на внутреннем рынке в результате регуляторных и биржевых требований, хотя кредитное качество и интерес инвесторов к ним сохраняется.

Подводя итог, можно сказать, что законодательство, безусловно, совершенствуется, хотя это происходит не всегда в ногу с развитием рынка. Сейчас мы наблюдаем активизацию интереса к российскому рынку иностранных эмитентов — наших ближайших соседей. Набирает обороты сегмент инструментов устойчивого развития. Соответственно, можно ожидать, что количество как стандартных, так и более сложных сделок будет только расти. Поэтому необходимо совместными усилиями продолжать повышение эффективности процессов выхода на долговой рынок, стремиться соответствовать вызовам ускоряющегося мира.

В результате реформы мы получили не только упрощение многих процессов. Ряд изменений имеют противоположный эффект

[1] Сейчас они называются просто «отчеты эмитента», здесь сохраняем привычную терминологию во избежание смешения с другими документами эмитентов, которые также называются «отчеты».

[2] Соответствующие критериям п. 5.8 Стандартов эмиссии № 706-П.