

# РЕФОРМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА КАПИТАЛА — ТРЕНДЫ 2016 ГОДА



LECAP

МЫ ПОДГОТОВИЛИ ОБЗОР ТРЕНДОВ СЛЕДУЮЩЕГО ГОДА, КОТОРЫЕ, НА НАШ ВЗГЛЯД, БУДУТ ВЛИЯТЬ НА ОПРЕДЕЛЕНИЕ НАПРАВЛЕНИЯ РЕФОРМЫ ОТЕЧЕСТВЕННОГО РЫНКА КАПИТАЛА.

## РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ — КОНЕЦ ЭПОХИ СТАНДАРТИЗАЦИИ

СНЯТИЕ ПРЕФЕРЕНЦИЙ ДЛЯ РАЗМЕЩЕНИЯ БУМАГ С  
ВЫСОКИМ НОМИНАЛОМ

## СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ

КРИТЕРИИ, ХАРАКТЕРИЗУЮЩИЕ ПРОСТУЮ, ПРОЗРАЧНУЮ,  
СОПОСТАВИМУЮ СЕКЬЮРИТИЗАЦИЮ

## ОБ ЭФФЕКТЕ РЕГУЛИРОВАНИЯ РЫНКА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

ВЕРТИКАЛЬНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ИНДУСТРИИ

ГОРИЗОНТАЛЬНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ПРОДУКТОВ И  
ТРЕБОВАНИЙ



Обзор подготовлен  
Михаилом Малиновским,  
партнером LECAP  
[mihael.malinovskiy@lecap.ru](mailto:mihael.malinovskiy@lecap.ru)

Если у Вас возникнут  
вопросы в связи с  
содержанием данного  
обзора — мы будем рады  
ответить на них.

Похоже, 2016 год станет годом реформ и изменений не только в нашей стране, где реформы (1) системы государственных услуг, и (2) регулирования, влияющего на инвестиционный климат и способного помочь перестройке структуры экономики, становятся необходимым условием долгосрочного экономического роста.

30 ноября 2015 года Европейская комиссия опубликовала масштабные изменения правил раскрытия информации и подготовки проспектов, цель которых – полностью изменить существовавший с 2003 года режим раскрытия информации публичными компаниями.<sup>1</sup>

Изменения направлены на достижение двух новых целей для единого европейского рынка капитала – (1) повысить эффективность механизма перетока капитала в рамках Европейского союза (ЕС) и (2) сделать фондовый рынок источником финансирования компаний средней и малой капитализации.

Первая цель достигается через унификацию административных режимов и введение специальных правил разработки паспорта проспекта.

Вторая цель – пересмотр подхода к раскрытию информации – представляет для нас большой интерес: данный вопрос, на наш взгляд, будет также во главе повестки регулирования российского рынка капитала, и заявленные в ЕС цели имеют большое значение для нашего рынка.

В соответствии с предложением Европейской комиссии раскрытие информации будет осуществляться по-разному и будет адаптировано для трех разных групп эмитентов: (1) компаний, уже прошедших листинг, (2) компаний средней и малой капитализации и (3) эмитентов облигаций. Объем и порядок раскрытия для трех групп должен отличаться, для чего требования директивы ЕС о проспекте (2003 года) будут практически полностью пересмотрены.

## СНЯТИЕ ПРЕФЕРЕНЦИЙ ДЛЯ РАЗМЕЩЕНИЯ БУМАГ С ВЫСОКИМ НОМИНАЛОМ

Цель данного изменения может быть охарактеризована следующим тезисом: сделки с компаниями средней и малой капитализации больше не должны быть клубными. Долгое время европейское регулирование (а с недавних пор – и российское) позволяло отказаться от полного раскрытия информации при размещении только облигаций с большим номиналом. Большой номинал, по смыслу данных норм, должен исключать участие в размещении массового инвестора, не способного полноценно оценить финансовый инструмент.

ДЕЛКИ С  
КОМПАНИЯМИ СРЕДНЕЙ  
И МАЛОЙ  
КАПИТАЛИЗАЦИИ  
БОЛЬШЕ НЕ ДОЛЖНЫ  
БЫТЬ КЛУБНЫМИ

Исходя из требований предложенных реформ, Европейский союз, скорее всего, откажется от данного правила. Объяснение такого шага основано на необходимости достижения заявленной цели – снятие издержек малых и средних компаний на доступ к рынку капитала должно происходить не через систему преференций, а через введение адаптивных требований к процессу раскрытия информации о компании, позволяющих отражать только существенную информацию в достаточном объеме.

Фиксация более высокой деноминации облигаций долгое время позволяла эмитентам облигаций выходить из-под обязательства по подготовке проспекта. Это породило значительное количество выпусков, размещение которых не сопровождалось подготовкой полного раскрытия информации. Описанные выше усилия по изменению правил раскрытия должны, по мнению Европейской комиссии, сопровождаться снятием данного исключения, т.е. компании средней капитализации, исходя из замысла, больше не будут стремиться зафиксировать номинал одной ценной бумаги выше 100 000 евро, чтобы избежать затрат на подготовку полного раскрытия информации. Таким образом, все эмитенты уравниваются в возможности использовать облигации с низким номиналом и, тем самым, приобретают доступ к широкой базе инвесторов.

<sup>1</sup> Настоящий анализ построен на официальной информации о планируемых изменениях, раскрытых Европейской комиссией.

Важным документом, определяющим тренд развития рынка секьюритизации, являются опубликованные Базельским комитетом по банковскому надзору (Базельский комитет) и Международной организацией комиссий по ценным бумагам (IOSCO) критерии, характеризующие простую, прозрачную, сопоставимую секьюритизацию.<sup>2</sup>

Цель документа – помочь регуляторам входящих в организации стран выстраивать регулирование таким образом, чтобы рынок развивался в направлении снижения издержек сторон на проведение необходимой инвестиционной проверки структурного финансового продукта.

Иными словами, это те критерии, которые должны позволять регулятору выстраивать сущностное регулирование, адаптированное к конкретному финансовому продукту.

Ниже в приложении приведена таблица таких критериев.<sup>3</sup>

Адаптация данных критериев для российского регулирования должна помочь Центральному банку России снять заградительные критерии, сдерживающие развитие российского рынка секьюритизации.

### КРИТЕРИИ, ОПРЕДЕЛЯЮЩИЕ ПРОСТУЮ, ПРОЗРАЧНУЮ, СОПОСТАВИМУЮ СЕКЬЮРИТИЗАЦИЮ

| КАТЕГОРИЯ                                   | ОПИСАНИЕ КАТЕГОРИИ                                                      | ХАРАКТЕРИСТИКА СДЕЛКИ                  |
|---------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------|
| <b>А. РИСК АКТИВОВ</b>                      | 1. Тип активов                                                          | простота, прозрачность, сопоставимость |
|                                             | 2. История активов                                                      | прозрачность, сопоставимость           |
|                                             | 3. Статус выплат                                                        | простота, прозрачность, сопоставимость |
|                                             | 4. Качественность андеррайтинга                                         | простота, сопоставимость               |
|                                             | 5. Выбор и передача активов                                             | простота, прозрачность, сопоставимость |
|                                             | 6. Первичные показатели и их изменение во времени                       | простота, прозрачность, сопоставимость |
| <b>Б. СТРУКТУРНЫЙ РИСК (РИСК СТРУКТУРЫ)</b> | 7. Потоки выплат по обязательствам                                      | простота                               |
|                                             | 8. Валюта и несоответствие уровней процентных ставок активов и пассивов | простота, сопоставимость               |
|                                             | 9. Очередность платежей и возможность мониторинга                       | простота, прозрачность, сопоставимость |
|                                             | 10. Право голоса и право принудительного взыскания                      | простота, прозрачность, сопоставимость |
|                                             | 11. Раскрытие информации и правовая экспертиза                          | прозрачность, сопоставимость           |
|                                             | 12. Баланс интересов                                                    | простота, сопоставимость               |
| <b>В. ФИДУЦИАРНЫЙ РИСК И РИСК СЕРВИСЕРА</b> | 13. Фидуциарная и договорная ответственность                            | прозрачность, сопоставимость           |
|                                             | 14. Прозрачность для инвесторов                                         | прозрачность, сопоставимость           |

<sup>2</sup> Документ направлен членам совместного Комитета НФА-АРБР по секьюритизации и доступен по ссылке (<http://www.nfa.ru/?page=security>)

<sup>3</sup> В переводе Комитета НФА-АРБР по секьюритизации

<sup>4</sup> В частности, снять риски применения требования о повышенных резервах оригинаторами в сделках по секьюритизации финансовых активов, которые, по сути, стали заградительным барьером для простых структурных инструментов в 2015 году

**Изучение причин реформы директивы ЕС о проспекте и практики стандартизации подходов Базеля 3 и IOSCA в различных юрисдикциях наводит на мысль: возможно ли в принципе стандартизировать регулирование фондового рынка в целом и секьюритизации в частности?**

## ВЕРТИКАЛЬНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ИНДУСТРИИ

Есть рынки сложившиеся, в которых достаточное участие экономических агентов позволит им, исходя из текущего положения вещей, перестроить уже сложившиеся отношения. Большое количество игроков на этом рынке уже обеспечили себя квалифицированным персоналом, технологиями реализации сделок и прибылью, за счет которой можно произвести адаптацию более высоких нормативных требований, предъявленных к их бизнесу регуляторами (которые, в свою очередь, имеют достаточный ресурс для администрирования процесса реформ таким образом, чтобы весь процесс происходил, в конечном счете, с пользой для рынка). На таких рынках уже возникла значительная масса инвесторов, обеспечивающих спрос на структурные продукты и обладающих достаточной квалификацией для понимания их сути.

С другой стороны, есть рынки с большим потенциалом, но находящиеся, по сути, еще в начале своего развития (такие как российский рынок), для которых применение правил регулирования развитых рынков неоправданно увеличивает стоимость вхождения новых игроков на рынок. В таких странах в рамках даже единого регулятора существуют разные мнения на целесообразность развития рынка секьюритизации (к примеру, в России, с одной стороны, представители ЦБ признают развитие рынка секьюритизации в качестве основной цели в процессе создания более эффективного финансового рынка, с другой стороны – для достижения такой цели не

выделяется достаточное количество ресурсов). Для того чтобы оценить результативность реформы регулирования в таких юрисдикциях, важно как минимум на ежеквартальном уровне проводить анализ результативности действия новых правил. В частности, такого анализа уже заслуживает регулирование секьюритизации, допускающее выпуск облигаций с баланса СФО, принятое два года назад. На создание данного регулирования участники процесса потратили значительный ресурс. Важно поставить вопрос и понять, почему до сегодняшнего дня было реализовано всего две сделки по данной модели (обе, при этом, имели скорее клубный характер), в то время как количество зарегистрированных платформ сделок (СФО), по нашим оценкам, составляет не менее десяти.

## ГОРИЗОНТАЛЬНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ПРОДУКТОВ И ТРЕБОВАНИЙ

С другой стороны, стандартизация регулирования уже не приводит к снижению издержек, а имеет противоположный эффект – приводит к излишним регуляторным требованиям. Ярким примером является стандарт раскрытия информации, императивно закрепляющий форму проспекта и не отражающий особенности индустриальной принадлежности и объема бизнеса эмитента. Сущностный подход к регулированию предполагает отход от формального подхода к процессу выпуска ценных бумаг с неизменной целью – снижение издержек участников процесса подготовки финансового инструмента. Данный процесс не относится к сфере нормативного регулирования, но больше зависит от административной реформы регулирующих органов, требующей количественного и качественного роста человеческого капитала, которыми располагают регуляторы.