



◀ **Михаил МАЛИНОВСКИЙ,**
партнер, LECAP

Анна ГОРЕЛОВА, ▶
юрист, LECAP



Something old, something new, something borrowed

АКТУАЛЬНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ И РЕГУЛИРОВАНИЕ РОССИЙСКОГО ДОЛГОВОГО РЫНКА

Входящем году в облигационном мире произошло немало ярких и запоминающихся событий, связанных с законодательными нововведениями и обновлением подзаконных нормативных актов, а также с нетипичными для облигационного рынка выпусками облигаций. В настоящей статье мы рассмотрим самые главные изменения 2016 года и попытаемся разобраться в том, чего нам ожидать от года грядущего.

ОДНОДНЕВНОСТЬ ИЛИ БЕССРОЧНОСТЬ?

С каждым годом появляется все больше различных облигационных конструкций и подвидов облигаций. Это вызвано тем, что эмитенты находятся в перманентном поиске всевозможных способов финансирования своей деятельности и отдельных проектов. Уходящий год не стал исключением и преподнес нам две совершенно

новые для российского облигационного рынка конструкции: однодневные облигации и бессрочные облигации.

Так, в конце сентября Московская Биржа присвоила идентификационный номер программе однодневных биржевых облигаций объемом 5 трлн руб. банка ВТБ (ПАО). Предполагается, что размещение в рамках программы будет осуществляться на ежедневной основе, а сам продукт будет интересен банкам для целей краткосрочного инвестирования не востребовавшихся остатков рублевых средств. Максимальный срок погашения биржевых облигаций, размещаемых в рамках программы, составляет всего 30 дней с даты начала размещения. На российском рынке долговых ценных бумаг облигации со столь коротким сроком погашения будут размещаться

26 мая 2016 года Банк России опубликовал информационное письмо № ИН-06-52/38 «О некоторых вопросах, связанных с порядком определения представителя владельцев облигаций», в котором дается разъяснение о том, что уполномоченным органом управления эмитента, к компетенции которого относится вопрос об определении представителя владельцев облигаций, является единоличный исполнительный орган эмитента, если данный вопрос не отнесен уставом эмитента к компетенции иного органа управления. Подобные разъяснения крайне важны для правоприменительной практики, особенно в условиях возросшего спроса на ПВО.

впервые. Стоит отметить и то, что данный инструмент может позволить иностранным инвесторам вкладывать средства в бумаги санкционных банков без нарушения ограничений, установленных Еврокомиссией.

В июне был зарегистрирован первый на российском фондовом рынке выпуск бессрочных облигаций АО «Россельхозбанк». Регистрацией данного выпуска Банк России косвенно обозначил свою позицию в противоречивом толковании законодательства, связанном с формулировками статьи 816 ГК РФ и статьи 25.1 Федерального закона от 02.12.1990 № 395-1 «О банках и банковской деятельности», которыми устанавливался неоднозначный подход к возможности выпуска облигаций без установленного срока погашения. Теперь же, по крайней мере при регистрации субординированных облигаций, Банк России признал, что срок погашения сам по себе не является конститутивным признаком облигации. Данный подход в отношении облигаций находится в соответствии с международной практикой и потребностями рынка. Это даст возможность российским банкам привлекать основной капитал на локальном рынке без необходимости использования иностранного права.

КОММЕРЧЕСКИЕ ОБЛИГАЦИИ ТЕПЕРЬ И В РОССИИ

Давно известные в зарубежных правовых порядках коммерческие бумаги в 2014 году нашли свое отражение и в российском законодательстве в качестве нового вида облигаций — коммерческих облигаций. Коммерческие облигации крайне похожи по своей природе на биржевые, но при этом обладают некоторыми отличиями: регистрация производится центральным депозитарием, а размещение может производиться только путем закрытой подписки.

В 2016 году были размещены первые выпуски коммерческих облигаций. Сначала бумаги разместила финансовая компания Фэридип Инвестментс РУ, а затем были размещены еще два выпуска коммерческих облигаций Торгового дома СТМ и Калужского завода путевых машин и гидроприводов.

Мы полагаем, что в ближайшие несколько лет коммерческие облигации станут более популярны среди эмитентов, в первую очередь среди небольших компаний, совершающих «клубные размещения».

КАСКАДНАЯ СИСТЕМА

С 1 июля 2016 года вступили в силу изменения в ФЗ «О рынке ценных бумаг». Изменения в первую очередь касаются

В течение года Банк России неоднократно озвучивал позицию о том, чтобы разработать несколько разных форм проспекта ценных бумаг, которые будут применяться в зависимости от типа и размера компании, выходящей на публичный рынок. Кто знает, может быть в наступающем году мы уже будем использовать новые формы?

Данные изменения, если они произойдут, во многом будут схожи с инициативами Европейской комиссии по изменению Директивы о проспектах, целью которой названа «кастомизация» формы проспекта под размер компании и создание специальных правил для (1) SME компаний, (2) новых эмитентов и (3) эмитентов, хорошо известных рынку.

порядка реализации прав облигационеров на принадлежащие им ценные бумаги, к примеру, досрочное погашение и выкуп облигаций обществом по требованию их владельцев. С момента вступления изменений в силу взаимодействие между владельцами облигаций и эмитентом осуществляется только через обслуживающие таких владельцев депозитарии с использованием электронного документооборота.

Несмотря на подобные ограничения, новая редакция закона оставляет для держателей бумаг права, которые они смогут реализовывать не только через депозитарий, но и самостоятельно. При этом необходимо отметить, что ранее взаимодействие между владельцем облигаций и эмитентом во всех случаях могло осуществляться напрямую, без участия депозитария.

ОГРАНИЧЕНИЯ ДЛЯ ИНВЕСТИРОВАНИЯ СРЕДСТВ НПФ

С 1 июля 2016 года в новой редакции действует «Положение об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений» (утв. Банком России 25.12.2014 № 451-П).

Новая редакция 451-П предусматривает ограничение максимальной совокупной доли облигаций банков (и иных эмитентов, входящих в банковские группы), а также депозитов в инвестиционном портфеле НПФ в размере 40%. Кроме того, вводятся ограничения по приобретению НПФ облигаций, порядок определения размера процента (купона) по которым устанавливается в виде формулы с переменными (за исключением процентных ставок и уровня инфляции), а также облигаций, которым присвоен рейтинг ниже уровня, установленного советом директоров Банка России на уровне 10% от стоимости инвестиционного портфеля. Ограничения также затронули возможность инвестирования в такие инструменты, как ипотечные сертификаты участия.

Банк России не планирует останавливаться на ограничениях, зафиксированных в указанной редакции 451-П, и по этой

■ ■ ■
ДАВНО ИЗВЕСТНЫЕ
В ЗАРУБЕЖНЫХ
ПРАВООПОРЯДКАХ
КОММЕРЧЕСКИЕ
БУМАГИ В 2014
ГОДУ НАШЛИ СВОЕ
ОТРАЖЕНИЕ И
В РОССИЙСКОМ
ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВЕ

В уходящем году Гарвардский университет разместил облигации на общую сумму \$2.5 млрд. Это уже не первый пример размещения зарубежными университетами долговых инструментов на рынке. Интересно, когда нам стоит ожидать выпусков облигаций российскими учебными заведениями?

причине в конце лета им был опубликован проект еще более нового 451-П, согласно которому облигации без кредитного рейтинга (за исключением концессионных облигаций, соответствующих определенным требованиям) не смогут приобретаться за счет пенсионных накоплений, а уже приобретенные облигации смогут входить в состав пенсионных накоплений только до 1 января 2019 года. Также проектом предусматривается уточнение перечня ценных бумаг, которые могут входить в инвестиционный портфель ценных бумаг, имеющих повышенную степень риска. Среди прочего, к ним также планируют относить облигации, не имеющие необходимого кредитного рейтинга, и облигации, выплаты по которым установлены в виде формулы с переменными (за исключением процентных ставок и уровня инфляции). Стоит отметить и то, что проект положения предусматривает постепенное сокращение в инвестиционном портфеле максимальной доли инвестиций в банковский сектор: так, к 1 июля 2018 года планируется уменьшить максимальную долю таких активов в инвестиционном портфеле с 40% до 25%. На момент написания настоящей статьи проект нового 451-П не утвержден.

ТРЕТИЙ БАЗЕЛЬ И СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ

В следующем году высока вероятность введения правил о прозрачной секьюритизации, предусмотренных требованиями Базеля III. Правила о прозрачной секьюритизации будут применимы только к сделкам, соответствующим всем необходимым критериям, связанным с рискованностью активов, структуры и прочим. Предполагается введение обязательной проверки соблюдения критериев на этапе образования базового актива. Оригинатор сделки, в свою очередь, будет обязан раскрывать инвесторам всю информацию о ее соответствии необходимым

критериям. Введение данных правил может позволить банкам создавать более низкие резервы при покупке на свой баланс подобных бумаг и не соблюдать коэффициент 1250%.

РАЗМЕЩЕНИЕ ОФЗ. ФЛ-ИНВЕСТОРЫ

В будущем году существенно вырастет объем заимствований бюджета по сравнению с текущим годом (так, в Федеральном законе от 14.12.2015 № 359-ФЗ «О федеральном бюджете на 2016 год» общий объем государственных внутренних заимствований был установлен на уровне 300 000 000 тыс. руб., а в проекте закона «О федеральном бюджете на 2017 год и на плановый период 2018 и 2019 годов» объем заимствований планируется уже зафиксировать на уровне 1 050 000 000 тыс. руб.) — таким образом, вероятно заполнение ОФЗ существенной части рынка. Учитывая потребности других эмитентов в фондировании, становится крайне актуальным вопрос расширения рынка и спроса со стороны новых групп инвесторов. По этой причине можно ожидать изменений, связанных со снятием барьеров для отдельных групп инвесторов и привлечением, в том числе: (1) иностранных инвесторов, желающих вложиться в российские локальные бумаги через российскую инфраструктуру, и (2) большего количества физических лиц.

Представителями Минфина уже неоднократно озвучивалась информация о том, что в ближайшее время планируется размещение дебютного выпуска облигаций федерального займа для населения. Предполагается, что среди физических лиц указанные облигации будут иметь повышенный спрос, в том числе и по причине того, что статьей 217 Налогового Кодекса Российской Федерации (НК РФ) предусматривается освобождение от налогообложения дохода по таким облигациям.

О необходимости освободить граждан от налога на купонный доход по корпоративным облигациям в конце прошлого года говорили президент России Владимир Путин и премьер-министр Дмитрий Медведев. В Минфине в начале текущего года подготовили проект, направленный на внесение изменений в статью 217 НК РФ: планировалось смягчить налоговую нагрузку таким образом, чтобы доходы по облигациям получали такие же налоговые льготы, какие имеются по инвестициям в банковские депозиты. Но на момент написания настоящей статьи Государственной Думой изменения не приняты — возможно, их стоит ожидать только в следующем году. 

■ ■ ■
В СЛЕДУЮЩЕМ ГОДУ
ВЫСОКА ВЕРОЯТНОСТЬ
ВВЕДЕНИЯ ПРАВИЛ
О ПРОЗРАЧНОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ,
ПРЕДУСМОТРЕННЫХ
ТРЕБОВАНИЕМ
БАЗЕЛЯ III

В Минфине разработали законопроект, вносящий изменения в действующее регулирование НПФ. Предлагается ввести обязанность НПФ организовать управление средствами пенсионных накоплений и пенсионных резервов таким образом, чтобы в первую очередь защищались интересы застрахованных лиц, а не интересы акционеров, как это предусматривается действующим регулированием. Подобные нововведения могут сказаться на ответственности акционеров, так как в случае, если НПФ не будет обеспечивать определенный уровень доходности средств, то убытки (включая упущенную выгоду) предполагается возмещать за счет собственных средств НПФ.