

Задача для Левши: импортозамещение и новые продукты на российском долговом рынке

Иван МАХАЛИН,
советник, юридическая
фирма LECAP



На фоне непрекращающегося геополитического шторма российские игроки все еще во многом заняты реструктуризацией долговых активов для защиты от санкций. В этой статье мы хотели бы напомнить о появившихся возможностях для выпуска новых продуктов на российском бондовом рынке, которые LECAP советует не упускать.

Российские игроки, особенно связанные с государством, часто ожидают готовых законодательных решений для юридической «обвязки» новых финансовых продуктов

Пространства для «засева» новыми финансовыми продуктами открываются перед участниками долгового рынка по таким причинам, как:

- поиск инвесторами, утратившими выходы на «недружественные» рынки, новых ниш для вложений в России;
- потеря доступа к иностранным финансовым продуктам, таким как перестрахование, структурные ноты по иностранному праву и т. д., и потребность рынка в импортозамещении;
- переезд в Россию из офшоров головных компаний российских холдингов, особенно в сфере ИТ, и необходимость переноса в отечественное правовое поле схем их финансирования, таких как конвертируемые облигации;
- понимание Банком России своей роли как регулятора в сфере финансовых инструментов в новых условиях и готовность к нескольким более гибким решениям.

Российские игроки, особенно связанные с государством, часто ожидают готовых законодательных решений для юридической «обвязки» новых финансовых продуктов. Так, отдельные законы принимались в разное время для регулирования ипотечной и затем — неипотечной секьюритизации, субординированных облигаций банков, бессрочных и структурных бондов. Но в текущих условиях ожидать быстрого принятия такого рода законопроектов не приходится. У законодателей много более срочных задач в сфере геополитики и «контрсанкционки».

Поэтому новые финансовые продукты во многих случаях нужно будет внедрять на основе существующего правового арсенала. Стоит сказать, что этот арсенал за 2010-е годы был заполнен «снарядами», потенциал которых еще не полностью распробован рыночным сообществом. К ним относятся, например, конструкции

специализированных обществ (СФО и СОПФ), представителя владельцев облигаций, безотзывной доверенности, номинальных и эскроу счетов, межкредиторские соглашения и т. д.

Новые инструменты вызревают также и в практике бондового рынка, прежде всего в непубличных размещениях. Так, последние 2–3 года LECAP сопровождал успешные выпуски облигаций с возможностью выплаты неденежными средствами и предусматривающие новые формы взаимодействия между бондхолдерами и эмитентами.

Чтобы оптимально внедрить эти конструкции, бизнесу потребуются умелые руки юристов. Такие юристы, как Левша из рассказа Лескова, способны отечественными инструментами «подковывать» иностранные финансовые механизмы, а иной раз — и «выковывать» их российские аналоги. LECAP со своей стороны готов поделиться своим уникальным опытом по запуску новых продуктов на российском рынке. Мы также всегда рады предложить услуги LCPIS — лидирующего представителя владельцев облигаций на российском рынке, а теперь еще и собственной управляющей компании специализированных обществ.

НОВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

Конвертируемые и субординированные облигации нефинансовых компаний

«Конверты» и «суборды» — инструменты так называемого мезонинного финансирования, занимают промежуточное положение между старшим долгом и акционерным капиталом компании. На развитых рынках мезонинные бонды играют важную роль в финансировании компаний. Совсем недавно в инвестсообществе с интересом обсуждалась, например, судьба «конвертов» холдинговых компаний Яндекс и «Озона».

На российском рынке «суборды», в том числе с возможностью конвертации в акции, выпускают банки. Заемщикам с высоким кредитным рейтингом доступны также бессрочные облигации.

Выпуск «конвертов» нефинансовыми компаниями на российском рынке уже больше десятилетия периодически обсуждается участниками, хотя без больших результатов. Исторически выпуску «конвертов» препятствовали регуляторные ограничения: до 2019 года у владельцев конвертируемых бондов по российскому праву не было юридической возможности заставить эмитента выдать

им акции при наступлении события конвертации. С 2019 года такая возможность появилась по так называемому закону об упрощении эмиссии. Предложенная законом модель все же оказалась не слишком удобной: эмитентам требуется периодически перерегистрировать выпуск акций под возможную конвертацию. Возможны также альтернативные модели выпуска конвертируемых бондов с баланса специализированного общества, независимого от эмитента, что может позволить обойти неудобства конструкции закона.

Препятствием для выпуска субордов нефинансовыми компаниями в России выступают положения закона о банкротстве, которые не гарантируют право «старших» кредиторов нефинансовых компаний получить возмещение перед субординированными кредиторами. Структурирование субординированных бондов, однако, также возможно с использованием специализированного общества. Специализированное общество могло бы, в частности, служить буфером, предотвращающим некорректное поведение субординированных кредиторов в банкротстве.

Новые виды структурных облигаций

Действующее российское регулирование ограничивает перечень активов и иных обстоятельств, от которых могут зависеть выплаты по деривативным контрактам и списание долга по структурным бондам (базисные активы). К допустимым базисным активам относятся только:

- цены финансовых инструментов, товаров, валюты и значения их индексов;
- значения инфляции и процентных ставок;
- дефолты по обязательствам третьих лиц;
- данные государственной статистики и показатели окружающей среды.

Такое регулирование не позволяет реализовывать ряд сделок, которые хорошо знакомы на зарубежных долговых рынках и потребность в которых уже ощущается в России.

Так, например, отечественные страховые компании потеряли возможность перестраховываться за рубежом. Они испытывают потребность в новых инструментах передачи страхового риска. К ним могли бы относиться структурные облигации с привязкой к страховому риску (insurance-linked bonds, ILS). Среди них на зарубежном рынке наиболее распространены так называемые

На развитых рынках мезонинные бонды играют важную роль в финансировании компаний

**Конструкция
неденежных
выплат
по облигациям
важна
для реализации
целого ряда
сделок, новых
для российского
рынка**

катастрофические бонды (catastrophe bonds или cat bonds), с привязкой к риску стихийных бедствий и иных катастроф. Триггером для списания долга по такого рода бондам могут быть параметры самого бедствия, убытки для страховой отрасли и убытки для страховой компании — заемщика. Самый распространенный на зарубежном рынке вид триггеров — это как раз убытки для страховой компании — заемщика. Но именно такой вид триггера не допускается по российскому регулированию.

Другими возможными видами допустимых базисных активов могли бы стать, например:

- цены альтернативных активов, таких как имущественные права, углеродные сертификаты и цифровые токены,
- показатели финансовой и нефинансовой отчетности,
- выплаты дивидендов и отказ от выплаты процентов по субордам.

Банк России анонсировал расширение перечня базисных активов в Основных направлениях развития финансового рынка на 2023–2025 годы. Однако, по нашим данным, начало этой работы планируется не раньше, чем в 2024 году.

Тем не менее мы полагаем, что до внесения изменений в регуляторику есть возможность для выпуска по крайней мере некоторых структурных облигаций с новыми видами базисных активов. Специализированное общество в данной конструкции также может сыграть роль буфера и обеспечит защиту интересов как заемщика, так и инвесторов в структурные бумаги.

НОВЫЕ РЕШЕНИЯ НА ОБЛИГАЦИОННОМ РЫНКЕ

Неденежные выплаты по облигациям

Для участников рынка евробондов хорошо знакомы конструкции неденежных выплат или физической поставки (physical settlement) по облигациям. В евробондах такого рода конструкции позволяют SPV — эмитенту еврооблигаций в случае дефолта заемщика передать требование к нему бондхолдерам. В результате SPV и его управляющая компания избегают ответственности за заемщика (принцип no recourse), а инвесторы — получают прямое требование к заемщику и могут участвовать в судебных процессах против него. Концептуально возможны и другие виды физической поставки, например передача бондхолдерам акций или иных ценных бумаг.

Еще с 90-х годов российское законодательство принципиально позволяло гасить облигации не только деньгами, но и имуществом. Тем не менее отдельные формулировки закона о физической поставке всегда вызывали сомнения у участников рынка и регулятора. Для структурных облигаций опасения были сняты на законодательном уровне, что позволило осуществить ряд выпусков с возможностью погашения неденежными средствами.


В этом году команде LECAP также удалось впервые обеспечить регистрацию Банком России нескольких выпусков неструктурных облигаций с возможностью физической поставки. Вопросы толкования закона о физической поставке удалось снять за счет точного вординга.

Конструкция неденежных выплат по облигациям важна для реализации целого ряда сделок, новых для российского рынка. В частности, с использованием этой конструкции можно выпускать российские аналоги еврооблигаций — LPN, а также конвертируемые бонды.

Новые формы взаимодействия эмитента с бондхолдерами

С момента их введения в 2013 году институты общего собрания и представителя владельцев облигаций в российском законодательстве многократно доказали свою эффективность. Они позволяют быстро и достаточно прозрачно проводить бондовые реструктуризации и в ряде аспектов превосходят зарубежные аналоги. Однако практика выявила и некоторые недостатки процедуры общего собрания.

Так, при небольшом количестве владельцев, которые готовы проголосовать единогласно, иногда 20-дневный срок для проведения собрания выглядит завышенным. В этой связи в ряде последних закрытых выпусков условия предусматривают взаимодействие владельцев с эмитентом на основе так называемого согласованного указания. При этой процедуре владельцы могут единогласно извлекать эмитенту свою волю (например, прощать нарушение ковенант) без соблюдения процедуры и сроков общего собрания.

В целом мы предполагаем, что новые форматы взаимодействия с владельцами облигаций будут развиваться. Например, наряду с заочным голосованием на общих собраниях востребованы могут быть видеоконференции и чаты. Новые формы коммуникации особенно важны для взаимодействия с инвесторами — физическими лицами. 

ДААННЫЕ СВONDS РЕКОМЕНДОВАНЫ К ИСПОЛЬЗОВАНИЮ СОВЕТОМ ДИРЕКТОРОВ БАНКА РОССИИ (РЕШЕНИЕ ОТ 29 АПРЕЛЯ 2022 г.)

- **Полное покрытие** мировых рынков облигаций и акций
- Свыше **50 000 индексов** (макрэкономические показатели, индексы Росстата, ставки центральных банков, кривые доходности, консенсус-прогнозы, индексы долгового, фондового, денежного, валютного, срочного и товарного рынков)
- **Деривативы биржевые и внебиржевые**
- **Отчетность** по всем публичным компаниям мира
- **Биржевые и внебиржевые котировки** от поставщиков со всего мира
- **Календарь событий:** дефолты, рейтинговые изменения, размещения, оферты, аукционы госбумаг, денежный рынок, дивидендный календарь
- **Список институциональных держателей** акций и облигаций
- **Структура собственности** компаний
- **Research Hub** — лента аналитических материалов от ведущих банков, брокеров, управляющих компаний и рейтинговых агентств
- **Ценовой центр Cbonds Valuation**

База данных Cbonds

50 000
индексов

80 000
акций

700 000 +
облигаций

400 +
источников
котировок

14 500 +
фондов

NEW

- Деривативы биржевые и внебиржевые
- Валютные пары
- Консенсус-прогнозы: макроэкономика, валюты, процентные ставки, товары

ПИФ и ETF

- Параметры
- Котировки
- Структура активов
- Дивиденды

Акции

- Параметры
- Сплиты
- Котировки
- Листинг
- Дивиденды

Какие данные доступны

Индексы

- Макроэкономические показатели
- Кривые доходности и спреды
- Товары
- Срочный рынок
- Валютный рынок
- Денежный рынок
- Индексы участников рынка и бирж
- Рынок акций и ПИФ

Облигации

- Параметры
- График купонных платежей
- Оферты
- Котировки
- Рейтинги
- Дефолты
- Аукционы
- Ковенанты
- Эмиссионные документы
- Показатели ликвидности
- Карты рынка

- Отчетность эмитентов МСФО (около 29 000 компаний)
- Рейтинги
- РСБУ
- Более 2000 синдицированных и двусторонних кредитов РФ и СНГ

Получить доступ

**Андрей
КАРТАВЦЕВ**

руководитель группы по работе с клиентами
a.kartavtsev@cbonds.info
+7 (900) 645-70-21