

«Самые существенные преобразования происходят не в текстах законов, а в их восприятии правоприменителями»

Партнер LECAP Михаил Малиновский и директор Legal Capital Investor Services Дмитрий Румянцев рассказали Cbonds о главных законодательных инициативах 2018 года на финансовом рынке, о том, как апрельские санкции изменили запросы клиентов, какие регуляторные изменения нужны для дальнейшего развития облигационного рынка в России, в том числе для появления «зеленого» финансирования, и каких регуляторных изменений ждет рынок в 2019 году.

— Какие ключевые изменения в законодательстве и нормативно-правовых актах вы бы отметили за 2018 год? Как они поменяли рынок?

ММ: Мы давно считаем, что российское законодательство находится в очень хорошей форме: самые существенные преобразования происходят сейчас не в текстах законов, а в их восприятии правоприменителями. И тут каждый год происходят значительные положительные изменения: каждый месяц та или иная концепция находит отражение в новых сделках, появляется новое поколение судей, способных анализировать сложные конструкции современного оборота. Более открытыми и вовлеченными становятся регуляторы, особенно это касается Банка России, квалификация которого растет вместе с рынком.

Из законов, знаковых для рынка ценных бумаг, сразу вспоминается закон о структурных облигациях — интересно, что рынок этих инструментов существует у нас уже давно, но представлен либо в виде иностранных *tailor-made* (*разработанных под определенного инвестора*. — Ред.) нот, либо большим количеством облигаций с защитой капитала. Теперь мы получили возможность расширения инструментария структурного финансирования в российском поле через выпуск облигаций без защиты капитала. Возможность более свободного использования номинала может существенно повысить доходность инструмента и открыто разделить риски. Очень рассчитываем на выработку продавцами таких инструментов высоких стандартов раскрытия информации о присущих инструменту рисках.

Важным является и закон об инвестиционных советниках, меняющий логику дистрибуции ценных бумаг. Рынок также ждет принятия закона об упрощении эмиссии — массивный блок поправок, меняющих целый ряд ценнобумажных продуктовых линеек.

Но я бы сказал, что во всех сферах реформа административных процедур сейчас гораздо более желанна, чем выход очередного нормативного акта.

— Прошлый год был очень удачным для российского рынка капитала — мы видели максимальное за пять лет количество IPO, много важных сделок на евробондовом рынке. Но в апреле по нам ударили новые санкции. Как после этого изменились запросы ваших клиентов?

ДР: Во-первых, текущий год сложный для рынков капитала для всех стран с развивающейся экономикой. Так, рост процентных ставок в США и опасения в отношении глобального симметричного экономического роста вкупе с обострением локальных проблем в отношении таких стран, как Аргентина и Турция, привели к ситуации, когда развивающиеся рынки в части как акционерного капитала, так и долга оказались самым слабым звеном, что, конечно, не позволило эффективно привлекать средства эмитентам с развивающихся рынков.

Во-вторых, санкционная тематика оказала существенное влияние на перспективы и возможности российских эмитентов, которые, с одной стороны, по своим финансовым метрикам на фоне растущей цены на нефть превосходили компании с других развивающихся рынков, с другой стороны, находились в ситуации неопределенности ввиду санкционной тематики.

ММ: Соответственно, сразу четыре сделки с предложением акций за рубежом были поставлены на паузу, хотя находились уже в очень продвинутой стадии. Сейчас мы обновляем документацию в надежде на появление окна разместиться в феврале — марте.

В-третьих, в последние месяцы к нам пришло сразу несколько иностранных ETF и других продавцов нероссийских ценных бумаг, желающих включить Россию в поле своей дистрибуции. Здесь много подводных камней, в которых сразу

несколько иностранных компаний пытаются разобраться. Это говорит о том, что иностранцы видят большой инвестиционный потенциал у российского населения и стараются им воспользоваться. Это нормально, ведь норма сбережения в России выше среднемировой, а конкуренция среди проводников финансовых услуг на российском рынке в последние годы снижается.

Кстати, часто запросы включают в себя возможность маркетинга ценных бумаг в Казахстане и Украине. Несмотря ни на какие события, рынки этих трех стран рассматриваются иностранцами как органически близкие. Последние два года у нас стабильно возникают проекты с участием украинских коллег, чему мы очень рады. Динамика законодательных изменений в этой стране колоссальная: к



РЕГУЛИРОВАНИЕ ОБЛИГАЦИОННОГО РЫНКА УЖЕ ДАВНО НАХОДИТСЯ В ПРЕКРАСНОЙ ФОРМЕ

примеру, многие старые нормы валютного закона будут изменены в феврале следующего года, в прошлое уйдут архаичные лицензии на исполнение валютных обязательств резидентами.

— Сильно ли изменилась документация сделок из-за санкций?

ММ: Документация, конечно, меняется; в первую очередь санкции затрагивают особые условия деривативных контрактов с российскими компаниями и риск-секции проспектов, особенно когда российский проспект готовится параллельно с международным, что предполагает созвучность раскрываемой в них информации.

— Какие ключевые тренды структурирования и реализации сделок на рынке M&A в 2018 году вы можете отметить?

ММ: Во-первых, он есть. Многие индустрии потеряли динамику органического роста несколько лет назад, и M&A — естественный способ компаний перейти на новый уровень. Основная особенность — расширение практики использования российской документации. Если три года назад ее в основном использовали государственные компании, то сегодня она стала стандартом и для частного бизнеса.

— Оцените развитие бондового рынка в России. Каких регуляторных изменений не хватает?

ММ: Регулирование облигационного рынка уже давно находится в прекрасной форме. Есть точечные вещи, связанные с залоговым обеспечением, которые нужно поправить в стандартах, не трогая законы. Уверен, что это будет сделано в ближайшее время.

В целом я бы сказал, что рынок находится под давлением постоянно расширяющегося предложения ОФЗ, — это основная причина, по которой мы не видим имен новых эмитентов.

Кроме того, за последние один-два года поменялся рынок кредитных рейтингов. Если раньше все участники ориентировались на международную тройку, то сегодня ни у кого нет сомнения в качестве рейтинга, к примеру, Аналитического кредитного рейтингового агентства (АКРА).

— Вы входите в рабочую группу, которая занимается разработкой критериев структурных облигаций для неквалифицированных инвесторов. Какие критерии, по вашему мнению, нужно учесть?

ММ: Да, эта группа работает очень активно. На сегодняшний день основным критерием, позволяющим продать структурные облигации неквалифицированным инвесторам, рассматривают гарантию минимальной защиты капитала. Обсуждаются цифры 90-95% как порог минимальной защиты: то есть инвестор сможет потерять не более 5-10% номинала. На мой взгляд, необходимо учитывать вероятность потерь, а не фиксированные значения. Если в бумаге списание будет происходить с вероятностью, близкой к 100%, такие бумаги не должны предлагаться «неквалам», даже если они гарантируют возврат 90% номинала.

Вообще структурные продукты еще раз подчеркивают, что регулирование должно быть существенным, а не формально позитивистским. Легкими регулярными решениями в современном обороте не обойтись, и контролирующим органам придется глубоко разбираться в природе предлагаемых населению инструментов.

Во всем мире защита инвесторов в таких инструментах предполагает особый стандарт при их продаже, чтобы избежать misselling, — здесь открывается поле для работы российских саморегулируемых организаций на финансовом рынке.

Дмитрий РУМЯНЦЕВ,
директор Legal Capital
Investor Services

— **Какие пробелы в регулировании не дают развиваться «зеленым» финансам в России и есть ли у этого рынка перспективы?**

ММ: Перспектива есть — это в первую очередь «зеленая» энергетика, которая у нас вполне развита. Кроме того, у нас растет индустрия обращения с отходами. Для развития рынка не хватает двух элементов. Первый — верифицирующий орган с готовой моделью подтверждения, что долг является «зеленым». Такие стандарты, к примеру, есть у международных организаций ICMA, IFC, но российский рынок для них не приоритет. Второй — класс инвесторов, декларации которых включали бы лимиты на экологические проекты, которые не всегда готовы выдержать рыночную ставку. Локальные инвесторы не формируют базу инвесторов в «зеленые» облигации, обычно «зеленые» инвесторы — это большие международные фонды, способные аллоцировать небольшую часть больших средств в проекты с позитивным эффектом для планеты в целом. С ними необходимо вести работу, правительство в первую очередь должно быть заинтересовано в их появлении на российском рынке и инвестировать в процесс их образования.

— **Нужно ли в российском законодательстве закреплять понятие инфраструктурных облигаций? И следует ли разграничить понятия инфраструктурных и концессионных облигаций?**

ДР: Как нам видится, основная проблема находится не в плоскости законодательства, регулирования или разграничения понятий, а в отсутствии широкого спроса со стороны институциональных инвесторов на долгосрочные выпуски облигаций, привязанные к реализации определенного проекта, и тут не важно, реализуется ли данный проект в рамках государственно-частного партнерства или в рамках проектного финансирования инфраструктуры.

В отношении концессионных облигаций текущее законодательство позволяет структурировать сделки, предоставляющие владельцам облигаций обеспечение, аналогичное иным старшим кредиторам: через залог прав по банковским счетам, контроль использования средств на залоговых счетах, залог прав по концессионному соглашению, участие через институт ПВО (*представители владельцев облигаций*. — Ред.) в прямом соглашении, залог прав требований по генеральному подряду и другие.

При этом, несмотря на имеющие-



ся возможности в структурировании и неплохой складывающийся опыт по выпускам облигаций таких компаний, как «Магистрала двух столиц» и «Транспортная концессионная компания», концессионные выпуски облигаций не получили широкого распространения вследствие нескольких причин. Во-первых, сложность структуры сделки, что нетрадиционно для рублевого рынка, который привык к необеспеченным простым сделкам. Во-вторых, долгий срок окупаемости проектов, что приводит к достаточно длинной дюрации по выпускам, в третьих — отсутствие обширного и проверенного опыта реализации проектов в сфере ГЧП и отсутствие уверенности в неизменности условий, закрепленных в концессионном соглашении. Влияет также и избыточная нагрузка на банковский капитал ввиду длинного срока обращения облигаций и необходимости обслуживания процентов на инвестиционной стадии проекта.

В итоге, как нам кажется, рынку нужно пройти длинный образовательный процесс: убедиться в работоспособности, эффективности как юридической конструкции, так и всего механизма реализации проектов в сфере ГЧП в случае концессионных облигаций. Конечно, для реализации длительного эволюционного процесса нужна поддержка и саморегулируемых организаций, в том числе в части разработки стандарта качества документации, и регулятора — в части нагрузки на капитал банков и включения в ломбардный список/список прямого РЕПО, и инициаторов сделок — в части предоставления дополнительного обеспечения, которое добавит участникам рынка уверенности в инструменте.

— Какие важные законодательные изменения произойдут в 2019 году на рынке капитала?

ММ: Как я говорил выше, закон об упрощении эмиссии. Во-первых, поменяется логика раскрытия информации и эмиссии ценных бумаг: пока закон очерчивает контуры новой конструкции, детали будут раскрываться в абсолютно новых стандартах эмиссии и положении о раскрытии информации. Во-вторых, существенно либерализуется практика выпуска обеспеченных облигаций: теперь в отношении любых выпусков с залоговым обеспечением может быть зарегистрирована программа. В-третьих — долгожданные новые инструменты, такие



как бессрочные корпоративные облигации (пока, правда, с определенными ограничениями по субъектному составу). Принятие этого закона во втором чтении мы ожидаем в ноябре 2018 года, полноценное вступление в силу — в 2019 году. По объему вносимых изменений это три-четыре полноценных «обычных» закона.

Другое изменение — вслед за появлением инвестиционных советников будет произведена реформа института квалифицированных инвесторов. Мы ожидаем его гармонизацию с европейским регулированием: появление трех типов инвесторов, отнесение к тому или иному типу на основании экзамена и риск профилирования. ©

Михаил МАЛИНОВСКИЙ,
партнер LECAP

Беседовала Мари МЕСРОПЯН