

Грозовой перевал: изменения в регулировании бондового рынка и прогнозы на 2023 год

Михаил МАЛИНОВСКИЙ,
партнер,
Юридическая
фирма LECAP



Иван МАХАЛИН,
советник,
Юридическая
фирма LECAP

Дмитрий РУМЯНЦЕВ,
директор,
представитель
владелец
облигаций LCPIS



На фоне шокирующих и трагических событий 2022 года произошли тектонические сдвиги на российском рынке облигаций, в том числе в сфере его регулирования.

Основными драйверами изменений стали:

- беспрецедентные западные санкции, блокировки валютных резервов ЦБ, счетов НРД и других российских активов «недружественными» странами;
- высочайший градус подозрительности у зарубежных компаний даже из условно «дружественных» стран по отношению к российским активам, включая несанкционные;
- российские контрсанкции, призванные заморозить активы резидентов «недружественных» стран в России.

Все это во многом затмило для российского рынка масштабные изменения, произошедшие на мировых финансовых площадках в связи с витком инфляции и повышением ставок в резервных валютах и спровоцировавшие распродажи на западных бондовых рынках.

Более того, российские финансовые институты и регуляторы в целом достойно выдержали беспрецедентное

внешнее давление. С учетом комбинации внешних и внутренних факторов российские рублевые облигаций оказались одним из лучших классов долговых активов в 2022 году.

В этой статье мы коротко напомним об изменениях в регулировании и оформлении сделок, которые произошли в 2022 году, а также расскажем о нашем видении перспектив на 2023 год.

БЛОКИРОВКА СЧЕТОВ НРД 2022 год

В результате блокировки российской инфраструктуры, в частности счетов НРД в «Евроклире» и «Клирстриме», между российской и зарубежной депозитарными системами возник мощный барьер.

Иностранные бумаги, в том числе евробонды российских заемщиков, попавшие на заблокированные счета российских депозитариев, могут теперь двигаться только внутри РФ, их стало невозможно вывести за рубеж.

Российские бумаги, которые были на счетах в иностранных депозитариях, стало невозможно вернуть в Россию. Платежи и бюллетени по таким российским и иностранным бумагам не пропускаются «Евроклиром» и «Клирстримом».

Хотя в практике LECAP были отдельные случаи успешного получения санкционных лицензий на разблокировку активов в «Евроклире», вплоть до декабря 2022 года такие лицензии предоставлялись крайне редко.

В конце декабря было объявлено о выдаче органами Бельгии и Люксембурга генеральных лицензий на разблокировку активов несанкционных лиц на счетах НРД в «Евроклире» и «Клирстриме». Однако на практике условия разблокировки оказались слишком суровыми, и ими не смогли воспользоваться большинство участников рынка.

К моменту введения санкций НРД через свои счета в «Евроклире» и «Клирстриме» был основным каналом

связи российской инфраструктуры с иностранными рынками. По итогам года сохраняется возможность совершения сделок через расчетный банк СПБ Биржи «Бест Эфортс Банк» и ряд других несанкционных депозитариев, имеющих счета в «Евроклире».

2023 год

Возможность «генеральной» разблокировки счетов НРД в 2023 году будет зависеть, в первую очередь, от геополитики.

В то же время мы выражаем осторожную надежду на разблокировку по крайней мере части активов несанкционных лиц. Это может быть достигнуто за счет частных, генеральных лицензий или судебных решений. Впрочем, ведение в ЕС судебных дел для российских компаний сейчас весьма затруднено в связи с запретом на оказание им юридических услуг, введенным 8-м пакетом санкций ЕС.

Мы предвидим в 2023 году выстраивание новых связей между российскими депозитариями и депозитариями «дружественных» стран и сопровождаем несколько подобных проектов.

КОНТРСАНКЦИОННАЯ БЛОКИРОВКА АКТИВОВ «НЕДРУЖЕСТВЕННЫХ НЕРЕЗИДЕНТОВ» В РФ

2022 год

Россия ответила на санкции блокировкой финансовых активов всех нерезидентов из «недружественных» стран и подконтрольных им компаний. Такие активы подлежат зачислению на счета типа «С» и, по общему правилу, не могут быть списаны с них без согласования Правительственной комиссии по контролю за осуществлением иностранных инвестиций.

Без разрешения Правительственной комиссии недружественным нерезидентам и подконтрольным им лицам стало нельзя также продавать ценные бумаги, выдавать займы и кредиты, платить проценты и тело долга, в том числе по облигациям, иначе, как на счета типа «С».

Если первые месяцы после начала спецоперации были отмечены усилением контрсанкционных мер, то во второй половине 2022 года контрсанкционное регулирование было несколько либерализовано. Так, были освобождены со счетов типа «С» поначалу попавшие туда активы резидентов «дружественных» стран, такие лица получили возможность совершать сделки на российской бирже.

2023 год

После введения контрсанкций многие обозреватели обсуждали идею

«великого зачета», в результате которого активы недружественных нерезидентов в России будут разблокированы в обмен на разблокировку российских активов за рубежом. Пока геополитические условия не дают больших надежд на такое развитие событий.

Более вероятно дальнейшая либерализация контрсанкционного режима. В частности, можно было бы ожидать, что критерии для одобрения определенных сделок с нерезидентами, которые сложились в практике Правительственной комиссии, будут закреплены в нормативном акте. Это позволит не дожидаться согласования комиссии под каждую сделку. Логичным выглядела бы также разблокировка небольших портфелей граждан недружественных стран.

«ВЫСТРАИВАНИЕ МОСТОВ» ДЛЯ ПЛАТЕЖЕЙ ПО ЕВРООБЛИГАЦИЯМ

2022 год

В связи с санкционными и контрсанкционными блокировками оказалось, что платежи от российских заемщиков во многих случаях не могут дойти до владельцев их евробондов.

У многих заемщиков, как попавших, так и не попавших под санкции, платежи по еврооблигациям начали блокировать иностранные платежные агенты и платежная инфраструктура. Даже если платежи проходили, то российские владельцы евробондов, учтенных в НРД, не могли получить их из-за блокировки счетов НРД в «Евроклире».

Указ Президента РФ от 05.03.2022 №95 предусмотрел возможность прямых платежей в пользу владельцев евробондов в российских депозитариях, минуя зарубежные банки. Согласно указу обязательства по евробондам с точки зрения российского права в этом случае считаются исполненными. Однако с точки зрения английского права, которому подчинены евробонды, исполнение согласно указу без внесения изменений в документацию по бондам обычно означает дефолт по евробондам. Внесение же изменений в документацию даже для несанкционных эмитентов поначалу оказалось невозможным. Это было связано с отказом от сотрудничества со стороны управляющих компаний эмитентов, трасти и юридических консультантов по организации собраний владельцев евробондов.

В результате некоторые российские заемщики были вынуждены заплатить по евробондам на заблокированные

счета в «Евроклире». Эти деньги в большинстве случаев так и не дошли до бондхолдеров.

В то же время в целом российские заемщики продемонстрировали стойкость и приверженность высоким стандартам отношений с инвесторами, продолжая искать пути довести деньги до инвесторов в евробонды, несмотря на все препоны. Как минимум один эмитент даже платил дважды: один раз через платежного агента по евробонду, второй раз — российским бондхолдерам через российские депозитарии.

Механизмы для платежей по евробондам сложились к концу года. LECAP и LCPIS, аккредитованный ЦБ РФ представитель владельцев облигаций, были одними из пионеров в организации голосования по еврооблигациям в новых условиях. LCPIS первым из российских компаний начал оказывать услуги трасти (выпуски еврооблигаций ММК 2024, Евраз 2023 и 2024, МТС 2023) и информационного и табуляционного агента (выпуски Северсталь 2022 и 2024, Евраз 2023 и 2024, МТС 2023) по евробондам.

К концу года наладился также механизм выпусков локальных облигаций, которые обменивались на евробонды («замещающие облигации»). Процесс здесь возглавил «Газпром», в отношении замещающих облигаций которого LCPIS также выступил в роли представителя владельцев облигаций.

2023 год

Мы ожидаем, что в 2023 году продолжатся процессы по изменению механизма платежей по евробондам и выпуску замещающих облигаций. Некоторые эмитенты могут даже повторить упражнение по выпуску замещающих облигаций, чтобы покрыть тех владельцев, которые не успели обменять свои евробонды.

Кроме того, на очереди также ряд эмитентов, которые не подпадают под положения Указа № 95, в том числе поскольку выпускали евробонды не через SPV, а через свои зарубежные операционные или холдинговые компании.

ОБЛИГАЦИОННЫЕ ЗАЙМЫ В ПОЛЬЗУ ГРУПП КОМПАНИЙ И ИНОСТРАННЫХ ЗАЕМЩИКОВ

2022 год

Оферты на выкуп облигаций, которые выставляют аффилированные компании на случай дефолта эмитента, долгие годы были стандартным

обеспечительным инструментом на российском рынке. Оферты часто использовались вместо поручительства, чтобы избежать дополнительных требований по раскрытию информации и чистым активам поручителей, в особенности, если речь шла об иностранном лице.

В 2022 году оферты от компаний из недружественных юрисдикций стало крайне сложно исполнить. Для совершения сделок по офертам с «недружественными» компаниями требуется согласие Правительственной комиссии, а «просуживание» задолженности по оферте за рубежом стало почти невозможным из-за нежелания иностранных юристов работать с Россией.

2023 год

Ввиду контрсанкционного регулирования мы предвидим появление конструкций, альтернативных офертам от холдинговых компаний, зарегистрированных в недружественных юрисдикциях. В частности, одним из вариантов может быть модель «российских LPN», которые выпускаются российским SPV для предоставления займа российской операционной компании. Требования по займу поступают в залог по облигациям SPV, а сам заем, в свою очередь, обеспечивается поручительствами от иностранной холдинговой компании группы или иных компаний группы. Такая конструкция позволяет предоставить инвесторам более безопасный механизм защиты их прав, расширить список потенциальных поручителей (obligors) по сделке, на которых не распространяются российские требования по чистым активам поручителя, транслировать рейтинг группы на выпуск облигаций, упростить механизм раскрытия информации для заемщика. Мы полагаем, что у такого инструмента есть хорошие шансы полностью заменить механизм оферт на российском рынке.

СТРУКТУРНЫЕ ОБЛИГАЦИИ И СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ — ИМПОРТОЗАМЕЩЕНИЕ

В 2022 году структурные продукты от зарубежных банков стали недоступны российским инвесторам. В то же время, например, в сегменте HNWI во второй половине 2022 года возродился спрос на такие продукты.

В 2023 году мы прогнозируем появление на российском рынке структурных продуктов на новые виды рисков (например, insurance-linked), а также активизацию рынка секьюритизации. Российское регулирование все еще не слишком удобно для структурных продуктов, поэтому для выведения продуктов на рынок потребуется креативная работа юристов. Несколько инновационных сделок на данных рынках сейчас у нас в работе.

ESG

В 2022 году в России появились свои стандарты выпуска облигаций устойчивого развития, облигаций, связанных с показателями устойчивого развития, облигаций климатического перехода, аналогичные международным стандартам для такого рода инструментов. Появились также уникальные для России стандарты переходных облигаций. Однако участники рынка не дождались введения бюджетного субсидирования ставки по зеленым облигациям, о чем много говорили в 2021 году. По понятным причинам активность на рынке ESG-облигаций также была меньше, чем в 2021 году.

Тем не менее мы видим, что ряд заемщиков не утратили интерес к ESG-тематике, и в 2023 году мы увидим выпуски новых инструментов в форматах устойчивого развития. Примером ESG-ориентированного размещения может служить, например, дебютный выпуск обеспеченных облигаций ППК «Российский экологический оператор», размещенный в январе с юридическим сопровождением LECAP. Хотя выпуск не получил «зеленый» или «адаптационный» лейбл, он размещался для финансирования проекта по утилизации отходов и, кроме того, имеет субсидию Минфина по купону.

ВОЗНИКНОВЕНИЕ РЫНКА КОНВЕРТИРУЕМЫХ В АКЦИИ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

В начале 2022 года мы были вовлечены в шесть проектов по первичному размещению акций российских компаний. Закрывание традиционных внешних рынков и возникшие сложности в поиске стоимости компаний привели к остановке таких проектов, но не откату от планов контролирурующих акционеров по приобретению публичного статуса своих компаний. Мы ожидаем, что в условиях ограничения инвестиционных идей различные формы конвертируемых облигаций могут быть компромиссом между потенциальными инвесторами и текущими акционерами. Мы видим две конкретные отрасли, в которых эти инструменты востребованы компаниями. Основной вопрос — в готовности рынка.

НОВЫЕ ОФШОРЫ ДЛЯ РОССИЙСКОГО РЫНКА

С начала года мы были вовлечены в два проекта по редомициляции европейских холдингов российских компаний в дружественные юрисдикции. Мы видим складывающуюся инфраструктуру (юридические фирмы; брокеры) для российского бизнеса на территории ОАЭ. 

В 2023 году мы прогнозируем появление на российском рынке структурных продуктов на новые виды рисков, а также активизацию рынка секьюритизации