

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

**Иван МАХАЛИН,**  
советник, юридическая  
фирма LECAP



**Н**а 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 извещать 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

- Макрэкономические 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