

Иван МАХАЛИН,
юрист, независимый эксперт

Бессрочные облигации: взгляд в «вечность»

В июле 2016 года на локальном рынке впервые был размещен выпуск бессрочных облигаций банка по российскому праву[1]. Законопроект о совершенствовании эмиссии, который по состоянию на 9 октября 2017 года рассматривался в Правительстве России, даст возможность размещать бессрочные облигации эмитентам нефинансового сектора. В теории «вечные» облигации могут стать привлекательным инструментом для российских заемщиков. Однако к законопроекту остаются вопросы, особенно в части защиты прав инвесторов. При этом более перспективным кандидатом на роль бессрочного инструмента мезонинного капитала являются привилегированные акции.

БЕССРОЧНЫЕ ОБЛИГАЦИИ КАК МЕЗОНИННЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

Бессрочные облигации, как и другие мезонинные инструменты, например привилегированные акции, могут признаваться собственными средствами их эмитента. Так, согласно МСФО, к equity будут относиться бессрочные облигации, которые предусматривают право, а не обязанность эмитента уплачивать купон либо обязанность платить купон только в случае объявления дивидендов по акциям[2]. При присвоении кредитного рейтинга мезонинный капитал может учитываться в составе собственных средств частично как equity, частично как долг[3].

ЗАРУБЕЖНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ

В развитых правопорядках возможность размещения бессрочного долга обычно не ставится под вопрос, учитывая принцип свободы договора[4].

В ЕС бессрочные облигации, согласно позиции ESMA, рассматриваются как сложные инструменты, поскольку предусматривают структуру, которая затрудняет клиенту понимание риска. Предлагая такие инструменты непро-

[1] Облигации АО «Россельхозбанк» серии 06Т1 (размещены 15 июля 2016 года).

[2] Juan Ramirez. Accounting for Derivatives. Advanced Hedging under IFRS 9. Wiley: 2015. P. 567–568.

[3] См., например, методологию Moody's «Hybrid Equity Credit».

[4] См., например, Wolfgang Schön. Eigenkapital und Fremdkapital. Springer-Verlag Berlin Heidelberg: 2013. P. 59.

МНЕНИЕ



Дмитрий РУМЯНЦЕВ,
директор, LCP Investor Services:

– Ставки на российском рынке облигаций продолжают падать на фоне тренда по снижению инфляции и ключевой ставки и игры в длинную дюрацию. Первый эшелон предлагает доходность уже ниже 8%.

Успешное размещение первого бессрочного бонда в истории российского рынка, а также впечатляющая динамика вторичного рынка (рост цены до 126% на фоне падения доходности с 14.60% при размещении до менее 10% годовых в настоящий момент, сужение спреда к кривой ОФЗ с 647 б.п. до 242 б.п.) подтверждают высокий аппетит со стороны рынка к такого рода инструментам, в том числе, потенциально, в корпоративном сегменте.

В РАЗВИТЫХ ПРАВОПОРЯДКАХ ВОЗМОЖНОСТЬ РАЗМЕЩЕНИЯ БЕССРОЧНОГО ДОЛГА ОБЫЧНО НЕ СТАВИТСЯ ПОД ВОПРОС, УЧИТЫВАЯ ПРИНЦИП СВОБОДЫ ДОГОВОРА

фессиональному инвестору, инвестиционная фирма должна оценить его способность понимать сущность и риски инструмента и предупредить, если инструмент ему не подходит.

КОРПОРАТИВНЫЕ БЕССРОЧНЫЕ ОБЛИГАЦИИ В РОССИИ

По законопроекту бессрочные облигации может выпускать только опытный эмитент: его срочные облигации должны находиться в обращении в течение не менее пяти лет и по ним не должно быть дефолта. Это положение, по-видимому, призвано не допустить появления на рыке бессрочных бондов с низким кредитным качеством.

При этом для защиты инвесторов желательно последовать подходу ЕС и предусмотреть, например, что неквалифицированный инвестор может приобретать бессрочные облигации, только если он прошел инвестиционное профилирование либо тестирование на понимание рисков, связанных с инструментом. Ввести такие меры защиты целесообразно через реализацию концепции Банка России о совершенствовании системы защиты инвесторов на финансовом рынке.

Бессрочные облигации корпоратов, согласно готовящимся изменениям в законодательство, станут единственным инструментом, долг по которому будет субординированным по отношению к остальным обязательствам эмитента — нефинансовой компании.

Действующее законодательство допускает субординацию требований только по межкредиторскому соглашению, однако его эффект в банкротстве пока не ясен. Законодательство прямо допускает включать условие о субординации по отношению ко всем иным требованиям кредиторов только в договор займа или условия срочных облигаций, где должником является банк. В иных случаях такое условие с большой вероятностью будет признано российскими судами недействительным.

В этой связи встает вопрос, насколько в настоящий момент оправдано введение такого специфического инструмента, как бессрочные субординированные облигации.

Более естественным было бы развитие в России рынка уже известных законодательству и практике инструментов — привилегированных акций.

Сейчас привилегированные акции всегда дают право голоса их владельцам, если по ним не выплачен дивиденд. Это может угрожать контролю над компанией со стороны владельцев обыкновенных акций. Кроме того, привилегированные акции не могут составлять более 25% от уставного капитала акционерного общества.

Если устранить эти препятствия, привилегированные акции вполне могли бы играть роль бессрочного мезонинного инструмента для российских компаний.

ВСТАЕТ ВОПРОС, НАСКОЛЬКО В НАСТОЯЩИЙ МОМЕНТ ОПРАВДАНО ВВЕДЕНИЕ ТАКОГО СПЕЦИФИЧЕСКОГО ИНСТРУМЕНТА, КАК БЕССРОЧНЫЕ СУБОРДИНИРОВАННЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Таблица 1
Выпуски бессрочных облигаций на российском рынке

Бумага	Валюта	Статус эмиссии	Текущая ставка купона	Объем эмиссии	Номинал	ISIN	Дата окончания размещения	Дата оферты (call)	Рейтинг эмитента (АКРА / Эксперт РА)
Россельхозбанк, 06Т1	RUB	В обращении	14.5	5 000 000 000	1 000	RU000A0JWMZ1	15.07.2016	03.07.2026	AA(RU)/–
Россельхозбанк, 07Т1	RUB	В обращении	14.5	5 000 000 000	1 000	RU000A0JWN22	18.07.2016	06.07.2026	AA(RU)/–
Россельхозбанк, 08Т1	RUB	В обращении	14.25	5 000 000 000	1 000	RU000A0JWV63	05.10.2016	23.09.2026	AA(RU)/–
СМП Банк, 02	RUB	В обращении	12.25	2 000 000 000	1 000	RU000A0JXJM3	14.03.2017	12.12.2026	–/ruA–
СМП Банк, 03	RUB	В обращении	12.25	3 000 000 000	1 000	RU000A0JXJP6	13.03.2017	11.12.2026	–/ruA–

Источник: Cbonds