«Заместить за 60 секунд»

Ирина ОСИЮК,
начальник Управления эмиссионных ценных бумаг Департамента корпоративных отношений, Банк России

Замещающие (или, как некоторые говорят, «обменные») облигации появились на российском финансовом рынке в сентябре 2022 года. Первый выпуск замещающих облигаций, сделанный для замещения евробондов ПАО «Газпром», был зарегистрирован Банком России 8 сентября 2022 года. Эмитентом выступило ООО «Газпром Капитал», сам «Газпром» — поручителем.

За истекшие полгода эмитентов замещающих облигаций стало шесть: добавились ПАО «Лукойл», ПАО «Магнитогорский металлургический комбинат», ПАО «Совкомфлот», АО «ХК Металлинвест» и АО «Борец Финанс». Совокупно они сделали уже 27 выпусков, 25 из которых размещены (информация на 03.02.2023)[1].

Регулирование для замещающих облигаций было разработано внутри комплекса так называемых антисанкционных мер. Мотивация для появления такого регулирования простая и понятная: есть крупные российские компании, которые в свое время привлекли деньги через еврооблигации, есть их намерение обслуживать этот долг, есть платежи, регулярно направляемые в адрес владельцев еврооблигаций… И нет только одного: нет технической возможности владельцев евробондов, права владения которых учитываются в российской инфраструктуре (так называемая «русская часть»), получать регулярно направляемые им денежные выплаты.

Проблема неполучения платежей из-за блокировки иностранной учетной системы (в наши дни слова «Euroclear» и «Clearstream» выучили даже школьники!) — это проблема, не решаемая средствами российского регулятора. В самом деле, ни законом, ни нормативным актом иностранный депозитарий что-то делать не обяжешь. А тем временем иностранные держатели исправно получают причитающиеся им платежи. Поэтому, конечно, в первую очередь соответствующие законы были направлены на решение проблемы именно российских держателей евробондов.

Итак, 14 июля 2022 года были приняты два закона (292-ФЗ и 319-ФЗ), в которых помимо других антисанкционных мер были введены нормы, позволяющие в упрощенном порядке компании, имеющей обязательства, связанные с евробондами, сделать выпуск российского инструмента, позволяющего напрямую платить российским держателям евробондов. Поскольку это кризисное

Все необходимые положения сразу закладывали в закон, не планируя вносить правки в Стандарты эмиссии или другие нормативные акты

[1] Здесь сразу стоит оговориться: некие биржевые облигации ООО «ПИК-Корпорация» появились даже несколько раньше 8 сентября, и компания представляла их в качестве замещающих. Однако в смысле специального регулирования они таковыми не являются.

регулирование, то при его создании сразу исходили из того, будет необходимо его оперативное применение. А это означает, что все необходимые положения сразу закладывали в закон, не планируя вносить правки в Стандарты эмиссии или другие нормативные акты (так как правки в акты Банка России, с учетом необходимости их регистрации в Минюсте, очень долгий процесс). Такой подход — уход от нормативных актов и регулирование всего через закон, с одной стороны, удобен, так как регулирование появляется очень быстро. С другой, конечно, имеет свои недостатки — детали тонкой настройки процедуры невозможны. С замещающими облигациями все тонкие детали настройки заменили официальными разъяснениями и консультациями в рабочем порядке для тех эмитентов, которые пришли к нам, в ЦБ РФ, с эмиссионными документами на замещающие облигации.

Практически одновременно с законами был принят Указ Президента РФ №430 (от 05.07.2022), которым мысль о том, на что именно направлено регулирование замещающих облигаций, была, что называется, отшлифована и закреплена окончательно. Законы дают право российским эмитентам сделать такие облигации, но никого ни к чему не обязывают. А вот указ уже очень конкретно расставил акценты. В силу того, что иностранные держатели получали платежи от эмитентов-SPV, а российские — нет, указ обязал российские компании, имеющие обязательства, связанные с евробондами, обеспечить права русской части владельцев. Но при этом дал альтернативу исполнения: или замещающие облигации, или платежи в порядке, определенном Советом директоров Банка России (то есть не по каскаду через иностранную инфраструктуру, а напрямую в российские депозитарии).

По порядку исполнения Указа №430 было издано официальное разъяснение Банка России №11-ОР. И вот, собственно, на текущий момент совокупность этих документов (два закона, указ и разъяснение) составляет основу регулирования абсолютно нового инструмента для российского финансового рынка.

Итак, все это регулирование направлено на защиту законных интересов максимально широкого круга держателей еврооблигаций из «русской части». Но при этом норма Указа 430 о том, кто, собственно, является лицом, обязанным 430-й Указ исполнять, не содержит ни исчерпывающего перечня таких лиц (и не указывает в этом качестве только компанию, получившую привлеченные деньги от иностранного эмитента еврооблигаций), ни исчерпывающего перечня оснований возникновения подобных обязательств (например, в виде договора целевого займа с эмитентом еврооблигаций либо договора поручительства/гарантии по ним). В отсутствие формальных критериев, позволяющих определить «российское юридическое лицо, имеющее обязательства, связанные с еврооблигациями», установление факта наличия таких обязательств должно осуществляться применительно к каждому конкретному случаю исходя из всей полноты сведений о характере отношений между российским юридическим лицом и иностранным эмитентом еврооблигаций.

Поэтому несмотря на то, что в первые же месяцы существования регулирования в ходе обсуждений как самое очевидное основание тут же было признано наличие договора целевого займа между российской компанией и эмитентом еврооблигаций, отсутствие такого рода договора не может служить единственным и исчерпывающим доказательством того, осуществлялся ли выпуск еврооблигаций в интересах такого юридического лица.

В соответствии с позицией Верховного Суда Российской Федерации (определение Судебной коллегии по экономическим спорам Верховного Суда Российской Федерации от 24.02.2022 №305-ЭС20-15145(5) по делу №А40-109097/2018 и определение Судебной коллегии по экономическим спорам Верховного Суда Российской Федерации от 24.02.2022 №305-ЭС20-11205(3) по делу №А40-83941/2018), помимо непосредственных персональных интересов у организации, входящей в корпоративную группу, имеется, как правило, и групповой интерес, конечной целью которого является прибыльность деятельности группы в целом. Реализация группового интереса способствует процветанию не только корпоративной группы, но и каждого ее участника. И широко известно, что привлечение денег на иностранных рынках преимущественно осуществлялось в рамках именно корпоративных групп (характер отношений внутри которых совершенно различный, кто материнская, а кто дочерняя компания — роли не играет, мы наблюдаем совершенно различные комбинации групп).

Поэтому официальное разъяснение Банка России №11-ОР не устанавливает для российских компаний каких-либо дополнительных обязанностей, но лишь дает примерный перечень обстоятельств, которые могут свидетельствовать о наличии у российского юридического лица

Регулирование направлено на защиту законных интересов максимально широкого круга держателей еврооблигаций из «русской части»

(в частности, входящего в группу лиц с эмитентом еврооблигаций) имущественного интереса в выпуске еврооблигаций.

Несмотря на то что в эмиссионных документах отдельных выпусков еврооблигаций в качестве направления использования привлеченных инвестиций заявляются исключительно общекорпоративные цели, рассматривая совокупность эмиссионной документации евробондов многих эмитентов вместе с раскрытием информации по ним, можно сделать вывод о том, что привлеченные именно в эти еврооблигации средства предназначены для направления преимущественно в российский сегмент группы, а исполнение обязательств по ним будет осуществляться преимущественно за счет выручки, генерируемой на российском рынке (и совершенно не важен способ ее передачи в адрес эмитента еврооблигаций — путем исполнения обязанностей по договорам займа, по каким-либо иным договорам либо путем выплаты объявленных дивидендов).

Но как нам известно, единого взгляда на проблему до сих пор не сформировалось, и идут многочисленные споры на тему того, кто же обязан выпустить замещающие облигации. Полагаю, основные ответы будут получены в ходе судебных споров.

Несколько слов о достоинствах и недостатках этого антикризисного инструмента.

Преимуществ замещающих облигаций для российских эмитентов в общем-то всего два:

- несколько упрощенный выпуск (вся часть, связанная с подготовкой, а потом и обновлением проспекта облигаций, отсутствует) и несколько упрощенные требования к структуре сделки и процессу размещения (так, например, эти облигации можно оплачивать и деньгами, и евробондами, и даже отказом от прав, предоставляемых еврооблигациями — прижилось название «оплата уступкой»; бессрочные замещающие можно не делать «квальными» и пр.);
- есть возможность цивилизованно обслуживать свой долг.

Преимуществ замещающих облигаций для российских инвесторов не в пример больше.

- Первое и самое привлекательное — доходность в валюте. В силу установленного регулирования размер купона и номинал замещающей облигации в точности повторяют номинал и купон евробонда, поэтому теперь на нашем рынке есть облигации, предлагающие 6 и более процентов годовых в валюте! Причем хлопот с получением выплат нет, так как все расчеты по замещающим возможны только в рублях.
- Можно получить налоговую льготу. Правда, только при долгосрочном владении (не менее 3 лет). По еврооблигациям тоже, конечно же, валютная доходность, однако если (хотя тут уместнее говорить не «если», а «когда») за время держания евробонда курс валюты вырастал, то с этой переоценки владельцу необходимо было платить налог. У замещающей облигации номинал и доход в валюте, а эмитент — российский, поэтому по бумагам длиннее трех лет можно получить льготу, которой по евробонду не было.
- Учет в российской инфраструктуре. А это автоматом означает простоту в управлении собственностью (например, легко продать, подарить, завещать в конце концов и быть уверенным, что это никто не заблокирует) и отсутствие санкционных рисков. Можно, правда, сказать, что ликвидность бумаги все равно пока не высока, однако, во-первых, полагаю, что это вопрос времени. А во-вторых, отсутствие опасности в любой момент времени получить блокировку платежа по бумаге или продажи бумаги само по себе очень важно.

Реализация группового интереса способствует процветанию не только корпоративной группы, но и каждого ее участника

НЕДОСТАТКИ ЗАМЕЩАЮЩИХ ОБЛИГАЦИЙ

Наверное, главный — разделение платежных потоков на две части, ведь полностью «заместить» выпуск евробондов практически невозможно. Поэтому российская компания, имеющая обязательства, связанные с евробондами, и выпустившая замещающие облигации, вынуждена обеспечивать отдельное прохождение денег в русскую часть и отдельно — в адрес SPV-эмитента.

Спору нет, что по данному инструменту существуют также и серьезные сложности. Так, например, не решен вопрос с погашением евробондов, перешедших «на руку» российской компании — исконного заемщика. И эта проблема не решается российским регулированием. По всем существующим кейсам приходится в ручном порядке вести переговоры, успешность которых зависит от многих факторов. Однако даже и по этой (предположу, что самой серьезной) проблеме есть уже успешно завершенные случаи — иностранная инфраструктура переводит замещенные евробонда на счет «погашено». Долго, с трудом, неохотно, но переводит. А это значит, что инструмент работает.