Новая инструментальная музыка: инновационные инструменты и решения на рынке капитала в 2024 году

Иван МАХАЛИН,
партнер, юридическая фирма LECAP

На фоне богатого урожая IPO мы видим появление на рынке новых юридических решений, которыми вскоре смогут воспользоваться участники бондового рынка. К ним относятся, в частности, новые схемы массовых размещений ценных бумаг, разнообразные конвертируемые инструменты, российские аналоги евробондов.

Российский IPO-проспект окончательно перестает быть чисто техническим документом, а работа с аналитиками и маркетингом попадает в фокус внимания юридических консультантов

На протяжении 2023 года регулирование рынка ценных бумаг оставалось в целом неизменным, если не брать в расчет вечную «горячую точку» — контрсанкционные нормы.

Однако инструментарий рыночных юристов все же пополнился новыми конструкциями. Такое пополнение стало плодом творчества организаторов и юридических консультантов, при этом результаты не могли бы появиться на свет без благословения регулятора.

В первую очередь в 2023 году юридические инновации заколосились на полях эквити-рынка вслед за беспрецедентным с 2007 года бумом сделок IPO и SPO. Пожалуй, впервые в России пошли подряд IPO без иностранного компонента. Это неизбежно потребовало «пересадки» устоявшихся практик с зарубежных рынков на российскую правовую почву.

Так, пожалуй, впервые в сделках начали массово использоваться так называемые lock-up'ы по российскому праву. Обычно на западных рынках это односторонние обязательства, согласно которым компания-эмитент и ее акционеры принимают на себя обязательства не продавать в рынок дополнительные акции в течение некоего промежутка времени после IPO. Это позволяет исключить распродажу акций акционерами и инсайдерами, что может привести к падению цены акций после IPO.

При этом в сделках IPO применялись различные конструкции соглашений о lock-up'е: от аналогов акционерных соглашений, действующих в интересах всех будущих инвесторов, до безотзывных оферт о выкупе акций в случае нарушения lock-up'а. Тут нужно заметить,

что конструкция оферт на выкуп ценных бумаг хорошо знакома российскому бондовому рынку. Известны рынку и недостатки такой конструкции: сложности в принудительном исполнении оферт, невозможность исполнить оферту, выданную резидентами недружественных стран, сложности с внесением изменений в оферты и т. д. Те же проблемы могут возникнуть и при структурировании lock-up'ов в виде оферт. В связи с «разнотравьем» конструкций lock-up'ов комитет Московской биржи по листингу акций уже озадачился вопросом о выработке единого стандарта lock-up-договоров в IPO.

Важно отметить, что lock-up'ы и аналогичные конструкции могут быть актуальны не только для IPO-сделок, но и для облигационного рынка. В первую очередь такие конструкции могут пригодиться для конвертируемых бондов, если необходимо установить дополнительную защиту от нарушения ковенант о смене контроля.

По всем заветам зарубежных сделок мы также видим усиленное внимание к содержанию проспектов IPO, объему раскрываемой информации, юридическому сопровождению работы с аналитиками на этапе до сделки. Российский IPO-проспект окончательно перестает быть чисто техническим документом, а работа с аналитиками и маркетингом попадает в фокус внимания юридических консультантов. Пока проспекты по облигационным сделкам остаются в большей степени формальными, в результате эмитенты облигаций вынуждены целиком переписывать облигационные проспекты при выходе на IPO. Однако ситуация может начать меняться, так как расхождение между содержанием проспекта выпуска облигаций и проспекта IPO, следующего за таким выпуском, может быть сложно объяснить.

Прямой интерес для участников облигационного рынка может представлять опыт целого ряда внебиржевых розничных размещений в рамках IPO и SPO, прошедших в 2023 году (ПАО «ЕвроТранс», ПАО «НПК ОВК», АО «Фарм-Синтез» и т. д.). Особенно отличилась крупнейшая сделка 2023 года ПАО «ЕвроТранс», где акции в течение 5 месяцев продавались на заправках компании. Успех сделки может открыть дорогу для массового размещения акций и облигаций у прилавков других розничных сетей.

Нужно добавить, что при покупке инвесторы вносили предоплату («обеспечительный платеж») за акции, а сами акции выдавались инвесторам по итогам 5-месячного срока. До выдачи акций на сумму предоплаты начислялись проценты по ставке 1.5 % в месяц. По сути, с помощью «обеспечительного платежа» «Евротранс» привлекал пред-IPO финансирование. От такого обеспечительного платежа остается, по сути, один шаг до конвертируемых облигаций — надо лишь обеспечить торгуемость привлеченного долга.

К слову о конвертируемых облигациях. LECAP видит большой интерес на рынке к такого рода инструментам. Мы участвуем в структурировании нескольких сделок балансовых и внебалансовых «конвертов» в целях пред-IPO финансирования. В целом действующее законодательство позволяет российским компаниям делать относительно простые и надежные выпуски облигаций, конвертируемые в акции таких компаний. Небольшие недостатки носят скорее технический характер и могут быть частично устранены в практике регулятора.

Внебалансовые конвертируемые бонды в российском праве очень удачно структурируются через специализированные финансовые общества (СФО). Изначально этот вид SPV закреплялся в законе для неипотечной секьюритизации. Но преимущества этой конструкции — отсутствие налога на прибыль, защита от вывода активов и банкротства — привели к ее внедрению в самые разные сделки структурного финансирования.

Наконец, хотел бы «отчитаться» о выполнении цели, заявленной в моей предыдущей статье («Задача для Левши» // Cbonds Review. 2023. № 2). В декабре LECAP добился регистрации первого выпуска «российских LPN». Это публичный инструмент по российскому праву, размещаемый с баланса SPV. За счет привлеченных средств SPV профинансирует компанию — фактического заемщика по «российским LPN». В случае дефолта SPV владельцы «LPN» могут получить прямое требование к фактическому заемщику при помощи механизма «физической поставки» (аналог physical delivery по зарубежным LPN). Конструкция позволяет привлекать финансирование без недостатков, свойственных конструкциям российских бондов с обеспечением в форме поручительства и оферты. Особенно такая конструкция может быть привлекательна для компаний, которые в силу санкционных причин не могут напрямую занимать на российском рынке.

С нетерпением жду, когда все перечисленные инструменты и решения зазвучат в оркестре российского рынка капитала.

Внебалансовые конвертируемые бонды в российском праве очень удачно структурируются через специализированные финансовые общества