КНИГИ ПО ИНВЕСТИЦИЯМ



ЕВРООБЛИГАЦИИ
и замещающие облигации

Виталий Гурьев

Виталий Гурьев

Еврооблигации и замещающие облигации

https://litres.ru/74747309
SelfPub; 2026

Аннотация

После 2022 года рынок российских еврооблигаций изменился до неузнаваемости. Эта книга объясняет, как устроены валютные облигации российских компаний и что произошло с ними после санкций. Вы узнаете, зачем эмитенты выпускают замещающие облигации, как проходит обмен и в какой форме приходят выплаты: в валюте или в рублях по курсу. Мы разберем, как торговать такими бумагами на Мосбирже и внебиржевом рынке, как считать доходность и платить налоги с учетом валютной переоценки. Особое внимание уделено рискам: кредитному качеству эмитентов, блокировкам в зарубежных депозитариях и инфраструктурным сбоям. Книга поможет понять, когда валютный долг российских компаний — разумный выбор, а когда — лишняя головная боль.

AI was used in the preparation of the book.

Содержание

Глава 1. Анатомия еврооблигации: как устроена валютная облигация по иностранному праву 5
Глава 2. Четверть века на мировом рынке: российские еврооблигации до 2022 года 28
Глава 3. Год, когда цепочка разорвалась: что произошло с еврооблигациями в 2022 году 51
Глава 4. Временные мосты: как платили по еврооблигациям до замещения 73
Глава 5. Новый мост: правовая природа замещающих облигаций 96
Конец ознакомительного фрагмента. 113

Виталий Гурьев
Еврооблигации и замещающие облигации

Эта книга носит исключительно образовательный и информационный характер. Ни одно из её положений не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, предложением купить или продать какой-либо финансовый инструмент, налоговой или юридической консультацией.

Все герои, примеры, расчёты и ставки в книге вымышлены или приведены для иллюстрации. Упоминания реальных компаний не являются рекламой или оценкой их текущей деятельности. Требования Банка России, правила биржи и налоговые нормы изложены по состоянию на момент написания книги и могут измениться.

Перед любым решением сверяйтесь с актуальными документами эмитента и нормативными актами, а при необходимости консультируйтесь со специалистом. Инвестиции связаны с риском, включая потерю части или всего вложенного капитала, и решения о вложении денег вы принимаете самостоятельно и под свою ответственность.

Глава 1. Анатомия еврооблигации: как устроена валютная облигация по иностранному праву

Каждый, кто хоть раз интересовался валютными сбережениями, слышал слово «еврооблигации». Его произносят в разговорах о защите от девальвации, о доходности в долларах, о бумагах крупнейших российских компаний. Многие при этом плохо представляют, что стоит за этим словом, и считают еврооблигацию просто облигацией в валюте. На самом деле это сложная конструкция, в которой участвуют компании-посредники, иностранные суды, доверительные управляющие и международные расчетные системы. Именно эта сложность сыграла решающую роль в 2022 году, когда многие владельцы еврооблигаций внезапно обнаружили, что не могут получить свои деньги.

Познакомимся с героями, которые будут сопровождать нас в этой книге. Андрею сорок семь лет, он инженер-нефтяник из Тюмени и с 2019 года покупал еврооблигации крупных российских компаний. Ему нравилась идея получать доход в долларах от компаний, чью работу он хорошо знал по своей профессии. Часть бумаг он купил через российского брокера, а часть через зарубежного брокера, счет у которого помог открыть знакомый. В 2022 году его спокойная валют-

ная пенсия превратилась в головоломку, которую он распутывал почти два года.

Второй героине, Светлане, тридцать три года, она маркетолог из Нижнего Новгорода. Еврооблигаций у нее никогда не было, но после нескольких резких движений курса рубля она задумалась о том, чтобы часть сбережений держать в валюте. Знакомые советуют ей разное: кто-то валютный вклад, кто-то юани, кто-то золото, а консультант брокера предложил замещающие облигации. Светлана хочет разобраться, чем эти варианты отличаются и стоит ли связываться с валютным долгом российских компаний. Ее вопросы во многом совпадают с вопросами, которые задает себе любой, кто впервые сталкивается с этой темой.

Начнем с точного определения этого инструмента. Еврооблигация это облигация, которая выпускается в валюте, отличной от валюты страны эмитента, размещается среди международных инвесторов и, как правило, регулируется правом другой страны. Для российских компаний типичная еврооблигация была выпущена в долларах или евро, размещалась среди инвесторов по всему миру и подчинялась английскому праву. Учет и расчеты по ней велись через международные расчетные депозитарии. Именно сочетание валюты, иностранного права и международной инфраструктуры делает еврооблигацию особым инструментом.

Важно сразу развеять распространенное заблуждение о названии. Приставка «евро» не имеет никакого отношения

к валюте евро, которая появилась гораздо позже еврооблигаций. Название пошло от слова «евродоллары», которым в середине двадцатого века называли долларовые депозиты в банках за пределами США, прежде всего в Европе. Первой еврооблигацией принято считать выпуск итальянской компании, строившей автомагистрали, размещенный в 1963 году в долларах среди европейских инвесторов. Поэтому еврооблигация может быть выпущена в долларах, евро, фунтах, швейцарских франках или любой другой валюте.

Зачем вообще компании выпускать облигации за рубежом, если можно занять у себя в стране? Главная причина заключается в доступе к большому и дешевому капиталу. Международный рынок долга во много раз больше российского, а процентные ставки в долларах и евро традиционно были ниже рублевых. Крупная российская компания, получающая выручку в долларах от экспорта нефти или металлов, могла занять в долларах под пять процентов годовых вместо десяти процентов в рублях. Кроме того, выход на международный рынок повышал статус компании и расширял круг ее инвесторов.

Теперь перейдем к самой необычной для неподготовленного человека детали устройства российских еврооблигаций. Часто облигацию выпускала не сама российская компания, а специально созданная иностранная компания, которую называют компанией специального назначения или SPV. Обычно такие компании регистрировались в Ирландии

или Люксембурге, где законодательство удобно для подобных конструкций. У SPV нет никакого бизнеса, сотрудников и активов, кроме одного: договора займа с российской компанией. Например, многие выпуски Газпрома размещались через люксембургскую компанию Gaz Capital.

Схема работает следующим образом, если разложить ее по шагам. SPV выпускает облигации и продает их международным инвесторам, получая деньги. Эти деньги SPV сразу же передает российской компании по договору займа на тех же условиях. Российская компания платит проценты по займу и возвращает основную сумму SPV, а SPV из этих денег выплачивает купоны и погашает облигации. Такие облигации называют кредитными нотами, или нотами участия в займе, а в профессиональной среде используют английское сокращение LPN.

Компанию специального назначения иногда сравнивают с почтовым ящиком. У нее есть адрес, название и документы, но внутри нет ничего, кроме переписки с одним-единственным адресатом. Управляют такими компаниями профессиональные сервисные фирмы, которые обслуживают сотни подобных структур. Директора SPV не принимают никаких деловых решений, они лишь подписывают документы, предусмотренные схемой выпуска. Вся экономическая суть облигации находится в российской компании, а SPV служит лишь юридическим проводником.

Почему компании выбирали такую сложную схему вме-

сто прямого выпуска облигаций? Причин было несколько, и главные из них налоговые и юридические. Ирландия и Люксембург имеют с Россией соглашения об избежании двойного налогообложения, что позволяло не удерживать налог при выплате процентов иностранным инвесторам. Кроме того, иностранная компания-эмитент упрощала размещение по международным стандартам и снимала у инвесторов вопросы о применении российского законодательства. Наконец, схема была отработана десятилетиями и понятна всем участникам рынка.

Для инвестора схема с SPV имеет важное следствие, которое стало очевидным в 2022 году. Формально ваш должник это не российская компания, а иностранная SPV, а российская компания должна SPV по договору займа. Ваше право требования к российской компании опосредованное: оно существует через SPV и через доверительного управляющего, о котором мы поговорим чуть ниже. Если что-то ломается в этой цепочке, получить деньги напрямую от российской компании оказывается не так просто. Пока все работает, эта тонкость незаметна, но в кризис она выходит на первый план.

Встречались и другие схемы выпуска еврооблигаций. Некоторые российские компании выпускали облигации напрямую от своего имени. Другие использовали собственную иностранную дочернюю компанию, а российская материнская компания давала гарантию по ее облигациям. Мини-

стерство финансов выпускало суверенные еврооблигации от имени Российской Федерации без всяких посредников. Каждая схема имела свои юридические особенности, которые проявились позже при попытках наладить выплаты и замещение.

Еврооблигации российских компаний получали кредитные рейтинги трех международных агентств: S&P, Moody's и Fitch. Рейтинг компании, как правило, не мог быть выше суверенного рейтинга России, поэтому история российских еврооблигаций тесно связана с историей рейтинга страны. В середине двухтысячных Россия получила рейтинг инвестиционного уровня, в 2015 году после санкций и падения цен на нефть часть агентств понизила его до спекулятивного, а в 2018–2019 годах рейтинг вновь вернулся на инвестиционный уровень. От рейтинга зависело, какие международные фонды могут покупать российские бумаги. Повышение рейтинга расширяло круг покупателей и снижало доходность, понижение действовало наоборот.

В 2022 году международные агентства отозвали рейтинги российских эмитентов, и этот ориентир для инвесторов исчез. Сегодня кредитное качество российских эмитентов оценивают только российские рейтинговые агентства по национальной шкале, о чем мы подробно поговорим в шестнадцатой главе. Для понимания истории еврооблигаций важно помнить, что международный рейтинг был главным языком общения между российскими эмитентами и мировыми

инвесторами. Без него рынок российских еврооблигаций в прежнем виде существовать не мог. Это одна из причин, по которой он так и не восстановился.

Теперь поговорим о применимом праве. Подавляющее большинство российских еврооблигаций регулировалось английским правом. Это означает, что все споры по облигациям, толкование условий, права инвесторов и порядок действий при дефолте определялись английским законодательством и рассматривались английскими судами. Английское право выбирали потому, что оно считается предсказуемым, опирается на прецеденты и хорошо знакомо международным инвесторам. Инвестор из любой страны знал, что его права будут защищены по понятным правилам.

Для российского инвестора английское право было скорее плюсом, пока все работало нормально. Он покупал бумагу, права по которой защищены одной из самых развитых правовых систем мира. Однако в 2022 году выяснилось, что для защиты своих прав в английском суде нужны деньги, время, юристы и, главное, возможность обратиться в этот суд. Для многих российских частных инвесторов эти возможности оказались недоступны. Иностранное право, бывшее гарантией, превратилось в барьер.

Следующий участник конструкции называется доверительным управляющим, или трасти, от английского слова trustee. Это обычно крупный иностранный банк или специализированная компания, которая действует в интересах

всех владельцев облигаций. Трасти следит за тем, чтобы эмитент выполнял свои обязательства, получает информацию от эмитента и в случае дефолта предъявляет требования от имени инвесторов. Отдельный инвестор, как правило, не может сам подать иск к эмитенту, это делает трасти по поручению определенной доли держателей. Такая конструкция защищает эмитента от множества мелких исков, а инвесторов от неравенства.

Чтобы понять роль трасти, представьте многоквартирный дом, в котором жильцы выбрали управляющего для общения с застройщиком. Если застройщик не выполняет обязательств, жильцы не идут в суд поодиночке, а поручают управляющему действовать от имени всех. Управляющий собирает голоса, нанимает юристов и ведет переговоры. Отдельный жилец может повлиять на решения только через общее собрание. Владельцы еврооблигаций находятся в похожем положении по отношению к трасти.

Некоторые выпуски вместо трасти имели фискального агента, который выполнял технические функции, но не представлял интересы инвесторов так широко. В этом случае инвесторы могли сами предъявлять требования к эмитенту, но и действовать им приходилось самостоятельно. Для частного инвестора разница между трасти и фискальным агентом обычно незаметна, пока не возникает спорная ситуация. В спорной ситуации от этой разницы зависит, кто и как будет защищать ваши права. Информацию об этом можно найти в

проспекте выпуска.

Еще один важный участник называется платежным агентом. Это банк, через который эмитент выплачивает купоны и основную сумму. Эмитент переводит деньги платежному агенту, а тот распределяет их через международные расчетные депозитарии между держателями облигаций. Для выпусков в долларах платежными агентами обычно были крупные американские или европейские банки. Именно платежные агенты в 2022 году стали одним из звеньев, через которые деньги перестали доходить до российских инвесторов.

Теперь поговорим о международных расчетных депозитариях, без которых невозможно представить рынок еврооблигаций. Главные из них это бельгийский Euroclear и люксембургский Clearstream. Эти организации ведут учет прав на еврооблигации, обеспечивают расчеты по сделкам и распределяют выплаты между участниками. Через них проходит большинство сделок с еврооблигациями в мире. Российские банки и брокеры, работавшие с еврооблигациями, имели счета в этих депозитариях напрямую или через посредников.

Эти депозитарии появились вместе с самим рынком еврооблигаций. Euroclear был создан в 1968 году в Брюсселе подразделением американского банка, когда рост торговли еврооблигациями сделал физическую передачу бумаг слишком медленной и рискованной. Через два года группа европейских банков создала в Люксембурге конкурирующую си-

стему, из которой позже вырос Clearstream. Обе организации стали фундаментом международного долгового рынка, а Euroclear со временем превратился в крупнейший в мире расчетный депозитарий. Через него хранились и активы российских инвесторов, что сделало его ключевым участником событий 2022 года.

Физически еврооблигация обычно существует в виде одного глобального сертификата на весь выпуск. Этот сертификат хранится у общего депозитария, назначенного Euroclear и Clearstream, и никогда не передается инвесторам. Инвесторы владеют не бумажными облигациями, а записями о своих правах в системе учета. При покупке или продаже меняются лишь записи на счетах, а глобальный сертификат остается на месте. Это делает обращение еврооблигаций быстрым и дешевым.

Теперь соберем всю цепочку, через которую российский частный инвестор владел еврооблигацией. В начале цепочки стоит эмитент, то есть SPV или сама компания, и платежный агент. Далее идут Euroclear или Clearstream, где учитывается весь выпуск. Затем идет российский депозитарий, чаще всего Национальный расчетный депозитарий, который имел счет в Euroclear. После него следует депозитарий брокера, и только в конце цепочки находится счет депо частного инвестора.

У той части бумаг Андрея, которую он купил через зарубежного брокера, цепочка выглядела иначе. Зарубежный

брокер на Кипре хранил бумаги клиентов у своего банка-кастодиана, а тот имел счет в Clearstream. Национальный расчетный депозитарий в этой цепочке не участвовал вовсе. В 2022 году эта разница в цепочках привела к совершенно разным судьбам двух половин его портфеля. Одни бумаги удалось заместить через российскую инфраструктуру довольно быстро, а с другими пришлось разбираться гораздо дольше.

Каждое звено этой цепочки учитывает права только своих непосредственных клиентов. Euroclear знает, что на счете НРД лежит определенное количество облигаций, но не знает, каким конкретно частным лицам они принадлежат. НРД знает, сколько облигаций у каждого российского брокера, но не знает конечных владельцев. Только брокер знает своих конкретных клиентов. Такая многоуровневая система удобна в обычной жизни, но если одно звено перестает работать, все последующие звенья оказываются отрезанными.

Можно сравнить эту цепочку с эстафетой, где деньги передаются от бегуна к бегуну. Эмитент передает деньги платежному агенту, тот передает их в Euroclear, Euroclear передает их в НРД, НРД брокеру, а брокер инвестору. Если один из бегунов остановился и отказался передавать эстафетную палочку, она не дойдет до финиша, сколько бы ни старались остальные. Именно это произошло в 2022 году, и мы подробно разберем эти события в третьей главе. Пока важно понять, что владение еврооблигацией всегда было владением через длинную цепочку посредников.

Теперь поговорим о документе, который определяет все условия еврооблигации. Это проспект эмиссии, объемный документ на сотни страниц на английском языке. В проспекте описаны эмитент, его бизнес и финансовое положение, условия выпуска, права инвесторов, риски, налоговые последствия и ограничения на продажу. Для частного инвестора читать проспект целиком почти невозможно, но знать о его существовании и основных разделах полезно. В спорной ситуации все решается именно на основании проспекта.

Самый важный раздел проспекта называется условиями облигаций. В нем указаны номинал, валюта, ставка купона, даты выплат, дата погашения, порядок расчета процентов, права досрочного погашения и выкупа. Здесь же перечислены события дефолта, то есть ситуации, при которых инвесторы вправе потребовать досрочного погашения. Кроме того, описаны ковенанты, то есть обязательства эмитента, например ограничения на привлечение новых долгов или продажу активов. Подробно ковенанты мы обсудим в восемнадцатой главе.

Другой важный раздел описывает факторы риска. В нем эмитент перечисляет все, что может помешать ему выполнить обязательства: от падения цен на его продукцию до изменения законодательства и санкций. Интересно, что в проспектах российских еврооблигаций, выпущенных после 2014 года, санкционные риски описывались довольно подробно. Однако мало кто из частных инвесторов читал эти

разделы и представлял, как они могут реализоваться на практике. Раздел о рисках часто кажется формальностью, пока риск не наступит.

Отдельный раздел проспекта посвящен ограничениям на продажу облигаций. Еврооблигации обычно размещались по особым правилам, которые не требовали полной регистрации выпуска у регулятора каждой страны. Например, по правилам, которые профессионалы называют Regulation S, облигации нельзя было продавать американским инвесторам при первичном размещении. Другие правила допускали продажу только крупным институциональным инвесторам в США. Для российского частного инвестора эти ограничения означали, что еврооблигации формально предназначались профессионалам.

Это связано и с минимальным номиналом еврооблигаций. Большинство еврооблигаций российских компаний имели минимальный номинал двести тысяч долларов или сто тысяч евро. Такой высокий порог позволял эмитенту не составлять проспект по требованиям для розничных инвесторов, которые гораздо строже. Некоторые выпуски имели номинал тысяча долларов или евро и были доступны более широкому кругу. Именно такие выпуски с низким номиналом чаще всего покупали российские частные инвесторы.

Почему же российские частные инвесторы так любили еврооблигации в конце 2010-х годов? Ставки по валютным вкладам в российских банках в то время опустились до одно-

го-двух процентов годовых, а иногда и ниже. Еврооблигации надежных российских компаний приносили четыре-шесть процентов в долларах, то есть в несколько раз больше. Для человека, который хотел держать часть сбережений в валюте, разница казалась огромной. Многие переводили валютные вклады в еврооблигации, считая риск сопоставимым, а доходность заметно более высокой.

Особой популярностью пользовались суверенные еврооблигации России, то есть долговые бумаги самого государства в долларах и евро. Их считали самыми надежными валютными бумагами российских эмитентов, ведь государство обладало крупными валютными резервами и низким долгом. Некоторые выпуски имели сроки погашения через двадцать-тридцать лет и давали возможность зафиксировать долларовую доходность надолго. Суверенные выпуски тоже учитывались через международную инфраструктуру и столкнулись с проблемами в 2022 году. Их судьба, впрочем, сложилась иначе, чем судьба корпоративных бумаг.

Посмотрим, как это выглядело у Андрея. Он покупал еврооблигации с номиналом тысяча долларов, потому что бумаги с номиналом двести тысяч были ему не по карману. Всего у него было пятнадцать облигаций одного нефтяного эмитента с купоном четыре целых девяносто пять сотых процента годовых. Каждые полгода он получал купон, а сумма в долларах приходила на его брокерский счет. Он гордился тем, что получает доход в валюте без всяких сложностей, как

ему тогда казалось.

Теперь посчитаем, какой доход получал Андрей. Пятнадцать облигаций номиналом тысяча долларов составляют пятнадцать тысяч долларов номинала. Годовой купон при ставке четыре целых девяносто пять сотых процента составляет семьсот сорок два доллара пятьдесят центов. Выплаты производились раз в полгода, поэтому каждая выплата составляла триста семьдесят один доллар двадцать пять центов. При курсе девяносто рублей за доллар это около тридцати трех тысяч четырехсот рублей каждые полгода до налогов.

Давайте внимательно проверим этот расчет. Пятнадцать тысяч, умноженные на четыре целых девяносто пять сотых процента, дают семьсот сорок два с половиной доллара в год. Разделив пополам, получаем триста семьдесят один доллар двадцать пять центов за полугодие. Умножив на девяносто, получаем тридцать три тысячи четыреста двенадцать рублей пятьдесят копеек. Курс девяносто рублей за доллар мы берем в этой книге как условный ориентир для примеров, чтобы расчеты были сопоставимы между главами.

Теперь о том, как по еврооблигациям рассчитывались проценты. У большинства долларовых еврооблигаций купон выплачивался раз в полгода, а для расчета накопленного купонного дохода использовался метод, при котором каждый месяц условно считается равным тридцати дням, а год трем сотням шестидесяти дням. Этот метод отличается от расчета

по рублевым облигациям, где обычно используется фактическое количество дней. Разница невелика, но иногда приводит к недоумению при сверке сумм. Если вы видите, что НКД по еврооблигации посчитан не так, как вы ожидали, причина может быть именно в методе расчета.

Покажем расчет НКД на примере. Если с даты последнего купона прошло три месяца, то есть девяносто условных дней, накопленный доход на пятнадцать тысяч долларов номинала составит пятнадцать тысяч, умноженные на четыре целых девяносто пять сотых процента и на девяносто трехсот шестидесятых. Получится около ста восьмидесяти пяти долларов шестидесяти трех центов. Эту сумму покупатель доплачивает продавцу сверх цены облигации, так же как по рублевым облигациям. Цена еврооблигации указывается в процентах от номинала без НКД.

Посмотрим, как выглядит покупка с учетом НКД. Допустим, Андрей покупает еще одну облигацию номиналом тысяча долларов по цене девяносто восемь процентов, а с даты последнего купона прошло девяносто условных дней. Он заплатит девятьсот восемьдесят долларов за саму облигацию и около двенадцати долларов тридцати восьми центов накопленного купонного дохода. Итого с его счета спишется около девятисот девяноста двух долларов тридцати восьми центов плюс комиссия брокера. Через три месяца он получит полный полугодовой купон в двадцать четыре доллара семьдесят пять центов и вернет себе уплаченный НКД.

Погашение большинства российских еврооблигаций происходило одной суммой в конце срока. Некоторые выпуски имели право досрочного погашения по инициативе эмитента, которое называют колл-опционом. Банки выпускали также бессрочные еврооблигации без даты погашения, которые могли быть погашены только по решению эмитента. Сроки обращения обычных выпусков составляли от трех до десяти лет, а некоторые суверенные выпуски имели сроки до тридцати лет. Чем длиннее срок, тем сильнее цена облигации реагировала на изменение ставок.

Еврооблигации, как правило, проходили листинг на одной из европейских бирж, например в Ирландии, Люксембурге или Лондоне. Однако основная торговля шла не на биржах, а на внебиржевом рынке между банками и брокерами. Цены формировались дилерами, которые выставляли котировки на покупку и продажу. Российские инвесторы покупали еврооблигации через российских брокеров, которые сами находили их на международном рынке. Часть еврооблигаций с низким номиналом торговалась и на Московской бирже.

До 2022 года вторичный рынок российских еврооблигаций был довольно оживленным. Крупные международные банки и российские брокеры выставляли котировки на покупку и продажу, а разница между ними для ликвидных выпусков составляла доли процентного пункта. Частный инвестор видел котировки в приложении брокера и мог продать бумагу в течение дня. Для небольших выпусков и бумаг с

номиналом двести тысяч долларов ликвидность была ниже, а спред шире. В целом рынок позволял относительно быстро войти в позицию и выйти из нее, что сегодня уже не так очевидно.

Теперь сравним еврооблигацию с привычной рублевой облигацией, чтобы увидеть главные отличия. Рублевая облигация выпускается по российскому праву, учитывается в российском депозитарии, номинирована в рублях и торгуется на Московской бирже лотами по тысяче рублей. Еврооблигация выпускалась по иностранному праву, учитывалась через международные депозитарии, номинировалась в валюте и торговалась в основном вне биржи с высоким минимальным номиналом. Права держателя рублевой облигации защищаются российским судом, а еврооблигации иностранным. Купоны рублевых облигаций обычно выплачиваются чаще, а расчет процентов ведется по фактическим дням.

Каждое из этих отличий имело свои плюсы. Иностранное право давало предсказуемость, международная инфраструктура давала доступ к огромному рынку, валюта давала защиту от девальвации рубля. Однако каждое из этих отличий одновременно создавало зависимость от внешнего мира. Пока мир оставался открытым, зависимость была незаметной. Когда внешний мир закрылся, именно эти отличия превратились в проблемы, которые пришлось решать годами.

Светлана, слушая рассказы Андрея, задала логичный вопрос: если еврооблигации так зависели от иностранной ин-

фраструктуры, зачем их вообще покупали? Андрей ответил, что до 2022 года никто всерьез не верил, что цепочку можно разорвать. Инфраструктура работала десятилетиями, переживала кризисы и санкции 2014 года. Риск казался теоретическим, а выгоды вполне реальными: доход в валюте, надежные эмитенты, ликвидный рынок. Ошибка многих инвесторов заключалась не в покупке еврооблигаций, а в недооценке маловероятного сценария.

Чтобы не повторить ошибок Андрея, Светлана решила с самого начала задавать себе три вопроса перед любым валютным вложением. Первый вопрос: в какой валюте будут мои будущие расходы, ради которых я храню эти деньги. Второй вопрос: где и через кого хранится бумага, то есть какова цепочка от эмитента до моего счета. Третий вопрос: кто, чем и по какому курсу заплатит мне купоны и номинал. Мы назовем эти вопросы валютным тестом и будем возвращаться к ним на протяжении всей книги.

Если применить валютный тест к еврооблигации Андрея до 2022 года, ответы выглядели бы так. Расходы Андрея были в основном рублевыми, но он хотел сберечь часть капитала в долларах на будущее, поэтому валюта бумаги соответствовала его цели. Цепочка хранения проходила через Euroclear или Clearstream и включала иностранных посредников, на которых он никак не мог повлиять. Купоны и номинал платила иностранная SPV через иностранного платежного агента в долларах. Второй и третий ответы уже то-

гда содержали риск, который никто не принимал всерьез.

Отдельно стоит сказать о налогах у источника, ради которых во многом и строились схемы с SPV. Благодаря соглашениям об избежании двойного налогообложения проценты по займу от российской компании к ирландской или люксембургской SPV не облагались российским налогом у источника. Иностранные инвесторы получали купоны без вычетов, что делало бумаги привлекательнее. Российские частные инвесторы при этом платили налог с купонов в России, о чем мы подробно поговорим в пятнадцатой главе. Сама схема для них была налогово нейтральной.

Теперь разберем распространенные заблуждения о еврооблигациях. Первое заблуждение, как мы уже говорили, связано с названием: многие считают, что еврооблигации номинированы в евро. На самом деле большинство российских еврооблигаций были долларовыми. Валюта облигации указывается в ее условиях и в названии выпуска в торговых системах. Перед покупкой всегда проверяйте, в какой валюте номинирована бумага.

Второе заблуждение состоит в том, что владелец еврооблигации имеет прямое требование к российской компании. Как мы видели, при схеме с SPV требование инвестора направлено к иностранной компании, а через нее и через трасти к российской. Это не делает облигацию менее надежной, пока все работает, но усложняет защиту прав при проблемах. Знание схемы выпуска помогает понять, кто и как будет дей-

ствовать в кризисной ситуации. Эта информация содержится в начале проспекта.

Третье заблуждение касается того, что еврооблигация хранится у брокера. На самом деле брокер учитывает лишь ваши права, а сама облигация, точнее запись о ней, находится в конце длинной цепочки депозитариев. Если любое звено этой цепочки будет заблокировано, брокер ничего не сможет сделать, даже если сам он абсолютно надежен. Поэтому при оценке риска еврооблигации важна не только надежность эмитента и брокера, но и надежность всей цепочки хранения. В книге мы еще не раз вернемся к этой теме.

Четвертое заблуждение связано с ожиданием, что валютная облигация автоматически защищает от всех рисков, связанных с рублем. Действительно, при ослаблении рубля рублевая стоимость еврооблигации растет. Однако если эмитент российский, его способность платить зависит от ситуации в российской экономике, и санкции или кризис могут ударить по нему так же, как по рублю. Валютный долг российской компании это не то же самое, что доллары в сейфе. Это обязательство российской компании, выраженное в валюте.

Светлана, выслушав рассказ Андрея, записала для себя главную мысль. Еврооблигация состоит не из одного обязательства, а из нескольких связанных договоров и посредников, и надежность бумаги равна надежности самого слабого из этих звеньев. До 2022 года самым слабым звеном считали эмитента, а оказалось, что им может стать инфраструктура.

Этот урок пригодится ей при оценке любых валютных инструментов, а не только еврооблигаций. Дальше в книге мы увидим, как эта мысль помогает разобраться в замещающих облигациях.

Светлана после этого разговора записала в своем блокноте три слова: эмитент, право, цепочка. Эмитент отвечает на вопрос, кто должен заплатить, право отвечает на вопрос, по каким правилам и в каком суде защищаются ее интересы, а цепочка отвечает на вопрос, каким путем придут деньги. Раньше она думала только о первом слове. Теперь она понимала, что без двух других картина неполна.

Подведем итог первой главы нашей книги. Еврооблигация это облигация в иностранной валюте, выпущенная по иностранному праву для международных инвесторов и учитываемая через международные расчетные депозитарии. Российские компании часто выпускали еврооблигации через иностранные компании специального назначения по схеме кредитных нот, когда SPV передает собранные деньги российской компании по договору займа. Интересы инвесторов представлял трасти, выплаты проходили через платежного агента и международные депозитарии Euroclear и Clearstream. Частный инвестор владел облигацией через длинную цепочку посредников, каждый из которых учитывал только права своих непосредственных клиентов.

Мы разобрали основные разделы проспекта, особенности номинала и расчета процентов, сравнили еврооблигацию с

рублевой облигацией и развеяли распространенные заблуждения. Главный вывод главы состоит в том, что сила еврооблигации, ее международная природа, одновременно была и ее уязвимостью. В следующей главе мы проследим, как российские компании и инвесторы осваивали рынок еврооблигаций в течение четверти века до 2022 года, и увидим, какие привычки сформировались за это время.

Глава 2. Четверть века на мировом рынке: российские еврооблигации до 2022 года

Чтобы понять, что произошло с российскими еврооблигациями после 2022 года, нужно знать, как этот рынок складывался. За четверть века он прошел путь от первых робких выпусков до одного из заметных сегментов рынка долга развивающихся стран. Российские компании привыкли занимать на международном рынке, а российские инвесторы привыкли держать сбережения в валютных облигациях отечественных эмитентов. Эти привычки формировались постепенно, переживали кризисы и казались непоколебимыми. В этой главе мы проследим эту историю и увидим, какие представления инвесторов не выдержали испытания 2022 года.

Долги Советского Союза представляли собой сложную мозаику. Часть из них приходилась на правительства западных стран, объединенных в Парижский клуб кредиторов, часть на коммерческие банки, объединенные в Лондонский клуб. Россия взяла на себя все эти обязательства в обмен на советские зарубежные активы, и первые годы ушли на переговоры о переносе сроков платежей. Пока эти переговоры не были завершены, говорить о новых займах на международном рынке было сложно. Первые соглашения о реструктури-

зации открыли дорогу к самостоятельным выпускам.

Начало истории относится к середине девяностых годов. После распада Советского Союза Россия унаследовала его внешние долги и несколько лет вела переговоры с кредиторами о реструктуризации. Выход на международный рынок долга с новыми облигациями был важен и как источник денег, и как символ возвращения страны в мировую финансовую систему. В ноябре 1996 года Россия разместила свой первый после распада СССР суверенный выпуск еврооблигаций объемом один миллиард долларов. Спрос со стороны международных инвесторов оказался высоким, и выпуск сочли безусловно успешным для страны, только начинавшей свой путь на рынке.

Вслед за государством на международный рынок потянулись регионы, города и крупные компании. В 1997 году еврооблигации выпустили Москва и Санкт-Петербург, а также ряд крупных банков и промышленных компаний. Международные инвесторы охотно покупали российские бумаги, привлеченные высокой доходностью и надеждами на быстрое развитие экономики. Российский рынок казался одним из самых перспективных среди развивающихся стран. Однако эта эйфория продлилась недолго.

Параллельно с еврооблигациями в девяностые годы существовали и валютные облигации по российскому праву. Министерство финансов выпускало облигации внутреннего государственного валютного займа, номинированные в долла-

рах, которые в народе называли вэбовками или таежками. Они размещались среди российских банков и компаний в обмен на замороженные валютные счета советского Внешэкономбанка. Эти бумаги учитывались внутри страны и регулировались российским правом. Их история в кризис оказалась очень поучительной.

Кризис августа 1998 года стал первым серьезным испытанием для российского рынка долга. Государство объявило дефолт по внутренним рублевым облигациям, ввело мораторий на выплаты по ряду внешних обязательств банков, а рубль обесценился в несколько раз. Многие российские банки, активно занимавшие за рубежом, обанкротились или оказались на грани банкротства. При этом обязательства по суверенным еврооблигациям Российской Федерации продолжали обслуживаться, хотя их цены упали до очень низких уровней. Инвесторы, сохранившие хладнокровие и продолжавшие держать эти бумаги, впоследствии получили все выплаты.

В 1999 году государство не смогло вовремя погасить один из траншей таких внутренних валютных облигаций и провело его реструктуризацию, предложив держателям новые бумаги с другими сроками. Внешние еврооблигации по английскому праву при этом продолжали обслуживаться. Получилось, что в тот кризис валютный долг по российскому праву оказался менее защищенным, чем валютный долг по иностранному праву. Этот исторический урок долго служил

аргументом в пользу еврооблигаций. Через двадцать с лишним лет ситуация развернулась в обратную сторону, и именно бумаги по российскому праву стали для российских инвесторов более надежным каналом получения выплат.

Светлана помнит кризис 1998 года по рассказам родителей. Они хранили сбережения в рублях на вкладе в коммерческом банке, который в сентябре того года закрылся. Часть денег удалось вернуть через несколько лет после перевода вкладов в государственный банк, но к тому времени они почти полностью обесценились из-за инфляции. С тех пор родители Светланы держат небольшую сумму в долларах дома и недоверчиво относятся к любым финансовым продуктам. Светлана понимает их чувства, но хочет найти более разумный способ защиты от валютных рисков.

После кризиса Россия провела реструктуризацию долгов, унаследованных от СССР перед коммерческими банками-кредиторами. В 2000 году эти долги были обменены на новые еврооблигации Российской Федерации, самая известная из которых имела срок погашения в 2030 году. Этот выпуск на многие годы стал одним из самых торгуемых и узнаваемых российских долговых инструментов. Его цена служила барометром отношения мировых инвесторов к России. Профессионалы годами следили за ним так же внимательно, как за ценами на нефть.

Двухтысячные годы стали временем бурного роста рынка российских еврооблигаций. Высокие цены на нефть, рост

экономики и укрепление государственных финансов сделали российских эмитентов привлекательными для мировых инвесторов. В середине десятилетия Россия получила кредитный рейтинг инвестиционного уровня, что открыло доступ к деньгам крупнейших пенсионных и страховых фондов мира. Российские компании и банки размещали еврооблигации одну за другой, привлекая десятки миллиардов долларов. Государство тем временем почти перестало занимать за рубежом, досрочно погашая старые долги.

В эти же годы Россия досрочно рассчиталась со значительной частью советских долгов. В 2006 году государство погасило основную часть задолженности перед странами Парижского клуба, сэкономив на будущих процентах. Государственный внешний долг сократился до одного из самых низких уровней среди крупных экономик мира. Это укрепило доверие к российским заемщикам в целом и облегчило размещение корпоративных еврооблигаций. Иностранные инвесторы видели, что страна не только может, но и хочет платить по долгам.

Российские эмитенты занимали не только в долларах. Крупные компании выпускали еврооблигации в евро, швейцарских франках, британских фунтах, а некоторые даже в рублях, рассчитывая на иностранных инвесторов, готовых принять рублевый риск ради высокой доходности. Выбор валюты зависел от того, где в данный момент можно было занять дешевле и какая валюта соответствовала выручке ком-

пании. Для частного инвестора это означало широкий выбор, но и дополнительную сложность. Каждая валюта имела свою процентную ставку, свой курс к рублю и, как выяснилось позже, свою судьбу в 2022 году.

Для компаний еврооблигации стали привычным инструментом финансирования. Нефтегазовые и металлургические гиганты финансировали через них инвестиционные программы, банки привлекали валюту для кредитования клиентов. Схема с компаниями специального назначения, которую мы разобрали в первой главе, превратилась в стандарт. Юридические фирмы и инвестиционные банки отработали документацию до автоматизма, и новый выпуск можно было подготовить за несколько недель. Рынок казался глубоким, надежным и бесконечно доступным.

Мировой финансовый кризис 2008 года нанес следующий удар. Цены российских еврооблигаций рухнули, доходности некоторых выпусков взлетели до двадцати-тридцати процентов годовых. Ряд компаний и банков, набравших слишком много валютных долгов, столкнулись с трудностями при рефинансировании. Государство через Внешэкономбанк и другие механизмы помогало крупным компаниям расплатиться по иностранным долгам. Несколько эмитентов второго эшелона все же допустили дефолты и реструктуризации.

Особенно болезненно кризис 2008 года ударил по тем, кто покупал еврооблигации с использованием заемных денег. Многие банки и инвестиционные компании финансиро-

вали покупку облигаций через сделки РЕПО, отдавая эти же бумаги в залог. Когда цены упали, кредиторы потребовали дополнительного обеспечения, а у заемщиков его не оказалось. Начались вынужденные продажи, которые еще сильнее обрушивали цены. Этот механизм превратил падение цен в лавину, захватившую даже бумаги надежных эмитентов.

Посмотрим на цифрах, что пережил в тот период держатель еврооблигации надежной российской компании. Допустим, в начале 2008 года он купил облигацию номиналом десять тысяч долларов по цене сто процентов. К концу года цена упала до шестидесяти процентов, и его вложение на бумаге стоило шесть тысяч долларов. Если он не продавал, то к концу 2010 года цена вернулась к номиналу, а за три года он получил все купоны. Если продал в панике, то зафиксировал убыток в четыре тысячи долларов, который уже не вернулся.

Однако уже в 2009 и 2010 годах рынок восстановился, а цены большинства бумаг вернулись к докризисным уровням. Инвесторы, которые в разгар паники купили еврооблигации надежных российских компаний по низким ценам, получили впечатляющую прибыль. Этот опыт закрепил в сознании многих участников рынка представление о том, что кризисы проходят, а надежные эмитенты платят. Впоследствии именно это представление подталкивало инвесторов покупать российские еврооблигации на каждой просадке. Иногда оно оправдывалось, а иногда приводило к серьезным потерям, особенно у тех, кто покупал в долг.

Следующий поворотный момент наступил в 2014 году. После введения западных санкций ряд крупнейших российских государственных банков и энергетических компаний лишился возможности привлекать долгосрочное финансирование на западных рынках. Санкции запрещали западным инвесторам покупать новые долговые бумаги этих компаний со сроком больше определенного предела. Падение цен на нефть и резкое ослабление рубля усилили давление, а международные агентства понизили рейтинг России до спекулятивного уровня. Рынок новых российских еврооблигаций в результате резко сократился, и размещения стали редкостью.

Для российских владельцев еврооблигаций 2014 год имел и неожиданную приятную сторону. Курс доллара за год вырос с тридцати с небольшим до шестидесяти с лишним рублей. Цены еврооблигаций в долларах снизились, но рублевая стоимость валютных вложений почти удвоилась. Человек, державший еврооблигации на десять тысяч долларов, видел, как их рублевая оценка выросла примерно с трехсот тридцати тысяч до шестисот тысяч рублей. Этот опыт закрепил в сознании многих идею, что валютная облигация служит надежной защитой от девальвации.

Санкции 2014 года изменили структуру владельцев российских еврооблигаций. Часть западных инвесторов продала бумаги, опасаясь новых ограничений, а их место заняли российские банки, управляющие компании и частные инвесторы. Российские компании, лишенные доступа к новым

займам на Западе, начали активнее занимать в рублях на внутреннем рынке. Одновременно многие из них выкупали свои еврооблигации на открытом рынке, сокращая валютный долг. Рынок постепенно становился все более российским по составу владельцев, хотя инфраструктура оставалась международной.

Важно отметить, что санкции 2014 года не затронули саму инфраструктуру. Euroclear и Clearstream продолжали работать с российскими депозитариями, выплаты по еврооблигациям доходили до инвесторов, торговля шла в обычном режиме. Даже эмитенты, попавшие под санкции, продолжали обслуживать свои старые еврооблигации через иностранных платежных агентов. Этот опыт убедил многих, что даже при жестких санкциях механизм выплат останется нетронутым. Как показал 2022 год, это представление оказалось ошибочным.

Первый тревожный сигнал для инфраструктуры прозвучал уже в 2016 году, хотя тогда на него мало кто обратил внимание. Министерство финансов готовило новый выпуск суверенных еврооблигаций, и крупные западные банки под давлением своих правительств отказались его организовывать. Размещение провел российский банк, а расчеты прошли через Национальный расчетный депозитарий. Поначалу Euroclear колебался, допускать ли новый выпуск в свою систему, и лишь спустя время все же сделал это. Эпизод показал, что западная инфраструктура может отказаться рабо-

тать с российскими бумагами по политическим соображениям.

Тогда этот эпизод восприняли скорее как курьез и демонстрацию того, что Россия может обойтись без западных организаторов. Последующие суверенные выпуски размещались с участием западных банков, и инфраструктура работала в обычном режиме. Однако вопрос о том, что будет, если Euroclear окончательно откажется работать с российскими депозитариями, был задан. Ответ на него рынок получил через шесть лет. Задним числом многие аналитики признали, что сигнал 2016 года был недооценен.

Во второй половине 2010-х годов рынок российских еврооблигаций переживал новый подъем. Экономика адаптировалась к санкциям, государство накопило крупные валютные резервы, а государственный долг оставался одним из самых низких в мире. В 2018 и 2019 годах международные агентства вернули России инвестиционный рейтинг. Иностранные инвесторы снова начали покупать российские бумаги, и некоторые компании возобновили размещения на международном рынке. Доходность российских еврооблигаций снизилась до исторических минимумов.

В тот же период рынок получил болезненный урок, связанный с банковскими еврооблигациями. Многие частные банки выпускали субординированные и бессрочные еврооблигации, которые приносили повышенный доход, но в случае проблем банка могли быть списаны. В 2017 году регуля-

тор провел санацию нескольких крупных частных банков, и их субординированные еврооблигации были списаны, а инвесторы потеряли вложенные деньги. Частные инвесторы, купившие эти бумаги ради высокой доходности, часто не понимали, что субординированный долг стоит в очереди кредиторов последним. Этот эпизод показал, что не все еврооблигации одинаково надежны, даже если эмитент крупный.

Разница между обычной и субординированной облигацией похожа на разницу между первым и последним местом в очереди за оставшимися товарами. Если магазин закрывается и товаров на всех не хватает, первые в очереди получают свое, а последние уходят ни с чем. Держатели обычных облигаций банка стоят в очереди раньше, держатели субординированных позже, а при санации их требования могут быть просто аннулированы. Повышенная доходность субординированных бумаг была платой именно за это место в очереди. Для валютных сбережений такие бумаги изначально подходили плохо.

Именно в эти годы еврооблигации массово пришли в портфели российских частных инвесторов. Этому способствовали сразу несколько факторов. Ставки по валютным вкладам в российских банках упали почти до нуля, а иногда банки и вовсе отказывались принимать новые валютные вклады или вводили комиссии за их хранение. Брокеры, конкурируя за клиентов, начали предлагать еврооблигации с номиналом тысяча долларов или евро через удобные приложе-

ния. Появились биржевые фонды, вкладывающие в российские еврооблигации, которые позволяли купить долю в портфеле таких бумаг на небольшую сумму.

Для многих людей, таких как Андрей, еврооблигации стали естественной заменой валютному вкладу. Вместо одного процента годовых на вкладе они получали четыре-пять процентов в долларах от компаний, которые казались надежнее многих банков. Брокеры рекламировали еврооблигации как инструмент для консервативных инвесторов, желающих защитить сбережения от девальвации рубля. Количество частных инвесторов, владевших еврооблигациями, исчислялось сотнями тысяч. Суммы вложений в отдельных случаях достигали десятков миллионов рублей.

К концу 2021 года портфель Андрея состоял из еврооблигаций пяти эмитентов: двух нефтяных компаний, металлургической компании, крупного банка и суверенного выпуска России. Общий номинал составлял сорок тысяч долларов, а средняя доходность к погашению около четырех с половиной процентов годовых. Ежегодно портфель приносил около тысячи восьмисот долларов купонов до налогов. При курсе девяносто рублей за доллар это около ста шестидесяти двух тысяч рублей в год. Андрей рассматривал эти деньги как прибавку к будущей пенсии.

Для сравнения посчитаем, сколько принес бы Андрею валютный вклад на те же сорок тысяч долларов. При ставке один процент годовых доход составил бы четыреста долла-

ров в год, то есть в четыре с половиной раза меньше. Разница в тысячу четыреста долларов ежегодно казалась Андрею вполне достаточной платой за чуть больший риск. Проверим цифры: сорок тысяч, умноженные на четыре с половиной процента, дают тысячу восемьсот долларов, а умноженные на один процент дают четыреста. Тысяча восемьсот, умноженные на девяносто, дают сто шестьдесят две тысячи рублей.

Как выглядела типичная цепочка хранения у такого частного инвестора? Он покупал еврооблигацию через российского брокера, который учитывал ее в своем депозитарии. Брокерский депозитарий хранил бумаги клиентов в Национальном расчетном депозитарии или в депозитарии крупного банка. НРД или депозитарий банка имели счета в Euroclear или Clearstream. Часть инвесторов, особенно состоятельных, открывала счета у зарубежных брокеров, и их цепочка проходила только через иностранные организации.

Часть российских еврооблигаций с низким номиналом торговалась и на Московской бирже. Биржа допустила их к торгам еще в начале 2010-х годов, а расчеты проходили через НРД, который был связан с Euroclear. Это позволяло российским инвесторам покупать еврооблигации в привычном интерфейсе брокера, видеть биржевые котировки и не зависеть от внебиржевых дилеров. Ликвидность на бирже была ниже, чем на международном внебиржевом рынке, но для частных инвесторов с небольшими суммами ее хватало. Именно

биржевые еврооблигации стали для многих первым знакомством с этим инструментом.

Существовали и биржевые фонды, вкладывавшие в российские еврооблигации. Некоторые из них были российскими паевыми фондами, другие были иностранными фондами, допущенными к торгам на Московской бирже. Для частного инвестора фонд был удобен тем, что позволял купить долю в диверсифицированном портфеле еврооблигаций за несколько тысяч рублей. Однако иностранные фонды добавляли к цепочке хранения еще несколько звеньев за рубежом. В 2022 году это обстоятельство сыграло с их владельцами злую шутку, о чем мы поговорим в следующих главах.

Доступ к еврооблигациям для частных инвесторов регулировался правилами о квалифицированных инвесторах. Многие иностранные ценные бумаги, включая часть еврооблигаций, предназначались только для квалифицированных инвесторов, то есть людей с определенным уровнем благосостояния, опыта или образования. В 2021 году регулятор ввел систему тестирования неквалифицированных инвесторов, которая определяла, какие сложные инструменты можно покупать после прохождения теста. Брокеры активно помогали клиентам получать статус квалифицированного инвестора, чтобы расширить их возможности. В результате доступ к еврооблигациям получил широкий круг людей, не всегда понимавших устройство этих бумаг.

Интересно сравнить российские еврооблигации того пе-

риода с бумагами других развивающихся стран. Россия выделялась очень низким государственным долгом, крупными валютными резервами и профицитом текущего счета. По этим показателям она выглядела надежнее Бразилии, Турции или ЮАР. Доходность российских еврооблигаций соответствовала рейтингу инвестиционного уровня, но содержала небольшую премию за геополитический риск. Многие международные инвесторы считали российский долг недооцененным именно из-за этой премии.

В марте 2020 года, в начале пандемии, рынок пережил еще одно короткое, но резкое падение. Цены на нефть обвалились, рубль ослаб, а котировки российских еврооблигаций за несколько недель снизились на десять-пятнадцать процентов. Андрей тогда докупил несколько бумаг, рассудив, что надежные эмитенты переживут и этот кризис. Через несколько месяцев цены восстановились, и его покупки принесли хорошую прибыль. Этот эпизод еще сильнее укрепил его уверенность в том, что любое падение российских еврооблигаций временно.

Каждый такой эпизод, завершавшийся быстрым восстановлением, приучал инвесторов к определенной модели поведения. Падение воспринималось как возможность для покупки, а не как сигнал к пересмотру рисков. Брокеры и аналитики поддерживали этот взгляд, ссылаясь на опыт прошлых кризисов. Модель работала много лет подряд, и инвесторы, следовавшие ей, получали хорошие результаты. Тем

болезненнее оказалось столкновение с ситуацией, где эта модель перестала работать.

Геополитическая премия, однако, отражала вполне реальный риск, который рынок постоянно обсуждал. Аналитики регулярно писали о возможности новых санкций, включая запрет на покупку российского суверенного долга. В 2021 году США запретили своим финансовым институтам покупать новые суверенные облигации России при первичном размещении. Однако даже этот шаг не затронул вторичный рынок и инфраструктуру. Большинство участников считали, что разрыв инфраструктуры невозможен, потому что ударит по самим западным инвесторам.

К концу 2021 года объем российских еврооблигаций в обращении измерялся десятками миллиардов долларов. Суверенный долг в еврооблигациях составлял около сорока миллиардов долларов, и примерно половина его принадлежала иностранным инвесторам. Корпоративный сегмент был еще больше, хотя постепенно сокращался по мере погашения старых выпусков и выкупа. Российские частные инвесторы, банки и управляющие компании держали значительную часть этих бумаг. Все они хранили их через цепочку, ведущую к Euroclear и Clearstream.

Давайте подведем некоторые итоги этой истории с точки зрения инвестора. За четверть века рынок российских еврооблигаций пережил три крупных кризиса: 1998, 2008 и 2014 годов. В каждом из них цены падали, но надежные эмитенты

продолжали платить, а инфраструктура работала. Инвесторы, не продававшие бумаги в панике, в итоге получали свои деньги. Этот опыт сформировал у участников рынка вполне определенные убеждения.

Первое убеждение заключалось в том, что крупные российские экспортеры всегда платят по валютным долгам, потому что получают выручку в валюте. Второе убеждение состояло в том, что инфраструктура нейтральна и выплаты дойдут при любой политической ситуации. Третье убеждение касалось ликвидности: считалось, что еврооблигацию надежного эмитента всегда можно продать. Четвертое убеждение было связано с юрисдикцией: английское право и иностранные депозитарии воспринимались как дополнительная защита, а не как риск. Все четыре убеждения подверглись испытанию в 2022 году.

Из этих убеждений выдержало испытание только первое, и то с оговорками. Большинство крупных российских эмитентов действительно хотели и были готовы платить по своим долгам, но столкнулись с невозможностью доставить деньги до инвесторов. Второе убеждение оказалось полностью ошибочным: инфраструктура оказалась не нейтральной, а уязвимой к политическим решениям. Третье убеждение тоже не подтвердилось: торговля многими выпусками практически остановилась. Четвертое обернулось против инвесторов: иностранное право и иностранные депозитарии стали барьером, а не защитой.

Андрей, вспоминая те годы, признается, что ни разу не задумывался о цепочке хранения своих бумаг. Он выбирал эмитентов, сравнивал доходности, следил за ценами на нефть, но не знал, через какие депозитарии проходят его облигации. Когда в начале 2022 года он попытался это выяснить, оказалось, что даже консультанты брокера не могли сразу ответить на этот вопрос. Только позже, когда начались блокировки, он узнал, что часть его бумаг учитывалась в НРД, а часть у иностранного кастодиана его кипрского брокера. Это знание пришло слишком поздно, чтобы что-то изменить.

Светлана спросила Андрея, почему он не держал просто наличные доллары, как ее родители. Андрей объяснил, что наличные не приносят дохода, а за двадцать лет долларовая инфляция съедает заметную часть их покупательной способности. Кроме того, хранить крупные суммы дома небезопасно, а валютные вклады в те годы почти ничего не приносили. Еврооблигации казались ему разумным компромиссом между сохранностью и доходностью. Задним числом он признает, что компромисс оказался сложнее, чем он думал.

Светлана, слушая эту историю, сделала важный вывод для себя. Опыт прошлых кризисов не гарантирует, что следующий кризис будет похож на предыдущие. Инвесторы, которые учились на кризисах 1998, 2008 и 2014 годов, были готовы к падению цен и временным проблемам эмитентов, но не к разрыву инфраструктуры. Каждый новый кризис может

принести новый тип риска, которого раньше не было. Поэтому при оценке любого инструмента полезно спрашивать себя не только о прошлых рисках, но и о тех, которые еще никогда не реализовывались.

Если провести валютный тест для портфеля Андрея на конец 2021 года, картина станет яснее. На первый вопрос о валюте расходов Андрей отвечал, что хочет сохранить часть капитала в долларах на старость, хотя тратить будет в рублях. На второй вопрос о цепочке хранения он в то время ответить не мог вовсе, и это само по себе было тревожным сигналом. На третий вопрос о том, кто и как заплатит, ответ был: иностранные SPV через иностранных агентов и депозитарии. Два из трех ответов указывали на риски, которые Андрей не контролировал и не понимал.

Теперь разберем распространенные заблуждения о прошлом рынка еврооблигаций. Первое заблуждение состоит в том, что российские эмитенты в 2022 году отказались платить по еврооблигациям. На самом деле большинство крупных эмитентов продолжали перечислять деньги, но эти деньги не доходили до инвесторов из-за блокировок в инфраструктуре. Отказ платить и невозможность заплатить это разные ситуации с разными последствиями. Мы подробно разберем это различие в третьей и четвертой главах.

Второе заблуждение заключается в том, что еврооблигации были инструментом только для богатых. Действительно, бумаги с номиналом двести тысяч долларов были доступ-

ны только крупным инвесторам. Однако в конце 2010-х годов выпуски с номиналом тысяча долларов и биржевые фонды еврооблигаций сделали этот инструмент массовым. Сотни тысяч людей со скромными сбережениями держали еврооблигации или паи фондов, вкладывающих в них. Именно они больше всего пострадали от блокировок, потому что не имели ресурсов для защиты своих прав.

Третье заблуждение касается того, что риски 2022 года были совершенно непредсказуемы. Риск новых санкций обсуждался открыто и регулярно, и в проспектах еврооблигаций он описывался. Непредсказуемым оказался масштаб: мало кто ожидал, что санкции затронут саму инфраструктуру хранения. Предсказать точный сценарий было действительно сложно, но понимать, что геополитическая премия отражает реальный риск, можно было. Этот урок вполне применим и к сегодняшним валютным инструментам, о которых пойдет речь в книге.

Четвертое заблуждение связано с тем, что паи иностранных фондов еврооблигаций считались эквивалентом самих еврооблигаций. На деле владелец пая иностранного фонда владел не облигациями, а долей в иностранной структуре, которая сама хранила облигации через свою цепочку. При разрыве инфраструктуры владельцы паев оказались в еще более сложном положении, чем прямые владельцы облигаций. Прямой владелец еврооблигации российского эмитента позже смог получить замещающую облигацию, а для вла-

дельца пая иностранного фонда такой механизм не предусматривался. Чем длиннее цепочка, тем больше точек, где она может оборваться.

Пятое заблуждение связано с представлением о том, что все еврооблигации крупного эмитента одинаковы. На деле у одного банка могли одновременно обращаться обычные, субординированные и бессрочные выпуски с совершенно разными правами держателей. Пример санаций 2017 года показал, что субординированные бумаги могут быть списаны, в то время как обычные остаются в силе. Прежде чем покупать облигацию, нужно понимать не только эмитента, но и место выпуска в очереди его кредиторов. Эта информация всегда указывается в условиях выпуска.

История российских еврооблигаций до 2022 года учит еще одному важному правилу. Каждый кризис проверял на прочность разные элементы конструкции: в 1998 году эмитентов и курс рубля, в 2008 году ликвидность и заемное финансирование, в 2014 году доступ к рынку и рейтинги, в 2017 году место в очереди кредиторов. Инфраструктура до поры оставалась нетронутой, и поэтому казалась неуязвимой. Когда очередь дошла до нее, оказалось, что именно на нее инвесторы опирались больше всего. Это и есть главный урок, который стоит вынести из истории.

Шестое заблуждение касается того, что держатели еврооблигаций в прошлые кризисы ничего не теряли. На самом деле те, кто был вынужден продавать бумаги на дне, теря-

ли значительные суммы, а держатели субординированного долга санированных банков теряли все. Выигрывали в основном те, у кого были свободные деньги и не было необходимости продавать. Для временно свободных денег, которые могут понадобиться в любой момент, еврооблигации даже в спокойные годы были не лучшим выбором из-за возможных просадок цен. Это обстоятельство стоит учитывать и при оценке сегодняшних валютных облигаций.

Андрей нашел старые отчеты брокера за 2019 год и с удивлением обнаружил, что место хранения бумаг в них вообще не указывалось. Тогда это никого не интересовало, и брокеры не считали нужным подчеркивать эту деталь. Сегодня брокеры обязаны сообщать клиентам, через какую инфраструктуру учитываются бумаги. Эта перемена хорошо показывает, как изменилось отношение к рискам за несколько лет.

Подведем итог второй главы этой книги. Российский рынок еврооблигаций зародился в 1996 году с первым суверенным выпуском и за четверть века пережил кризисы 1998, 2008 и 2014 годов. В двухтысячных годах он бурно рос благодаря высоким ценам на нефть и инвестиционному рейтингу, после 2014 года постепенно становился все более российским по составу владельцев. В конце 2010-х годов еврооблигации массово пришли в портфели частных инвесторов как замена валютным вкладам с почти нулевыми ставками. За эти годы сформировались убеждения о надежности эмитен-

тов, нейтральности инфраструктуры, ликвидности и защите иностранным правом.

Мы увидели, что большинство этих убеждений не выдержали испытания 2022 года, а прошлые кризисы не подготовили инвесторов к новому типу риска. На примере Андрея мы убедились, как мало частные инвесторы знали о цепочке хранения своих бумаг. В следующей главе мы подробно разберем события 2022 года: что именно сломалось, в какой последовательности и почему деньги перестали доходить до инвесторов.

Глава 3. Год, когда цепочка разорвалась: что произошло с еврооблигациями в 2022 году

Февраль 2022 года Андрей встретил с портфелем еврооблигаций на сорок тысяч долларов и ощущением, что знает о рынке достаточно. Он пережил падение цен в 2014 и 2020 годах, привык к колебаниям курса и был уверен, что надежные эмитенты всегда платят. Через несколько недель он обнаружил, что не может продать ни одной своей облигации, а купоны, которые должны были прийти в апреле, так и не пришли. Через несколько месяцев выяснилось, что часть его бумаг заблокирована в иностранном депозитарии без понятной перспективы. В этой главе мы проследим, как и почему рухнула конструкция, работавшая четверть века.

Начнем с того, что события 2022 года развивались не одномоментно, а в виде цепной реакции. Сначала последовали санкции против Банка России и крупнейших банков, затем ответные ограничения российских властей, затем действия международных депозитариев, платежных агентов и иностранных регуляторов. Каждое решение по отдельности могло казаться ограниченным, но вместе они разорвали связь между российскими эмитентами и инвесторами по нескольким направлениям сразу. Чтобы понять масштаб произо-

шедшего, нужно рассмотреть каждое звено цепочки, которую мы описали в первой главе. Сломалось почти каждое из них.

В конце февраля западные страны заморозили значительную часть валютных резервов Банка России и ввели санкции против крупнейших российских банков. Российские власти в ответ ограничили вывод капитала и операции с иностранными инвесторами из недружественных стран. Биржевые торги акциями на Московской бирже были приостановлены почти на месяц, а торги облигациями возобновлялись постепенно. На международном рынке цены российских еврооблигаций рухнули: многие бумаги, торговавшиеся около номинала, за несколько дней опустились до двадцати-тридцати процентов от него. Покупателей почти не было, а продать бумаги по разумной цене стало невозможно.

В первые дни Андрей видел в приложении брокера непривычную картину. У большинства его еврооблигаций вместо цен стояли прочерки, кнопки покупки и продажи были неактивны, а в новостях один за другим появлялись сообщения о новых ограничениях. Служба поддержки брокера отвечала с задержкой и общими фразами, потому что сами сотрудники не понимали, что происходит. Знакомые в чатах инвесторов делились слухами, которые на следующий день опровергались. Это ощущение информационного тумана запомнилось Андрею сильнее, чем падение цен.

Для Андрея обвал цен стал первым шоком. Его портфель

номиналом сорок тысяч долларов, который в январе оценивался примерно в сорок одну тысячу, к середине марта на бумаге стоил около десяти-двенадцати тысяч долларов. Он не собирался продавать, но видеть такие цифры было тяжело. Брокер сообщил, что котировок по большинству бумаг нет, а те, что есть, отражают единичные сделки. Андрей решил ждать, как уже не раз делал это в прошлые кризисы, и не торопиться с продажей.

К падению цен в долларах добавились резкие колебания курса рубля. В марте курс доллара на бирже на короткое время поднимался до ста двадцати рублей, а к лету рубль укрепился настолько, что доллар стоил около пятидесяти пяти рублей. Для владельцев валютных облигаций это означало двойные колебания: долларовая цена бумаги падала, а рублевая стоимость каждого доллара сначала взлетела, а потом рухнула. Андрей, который считал свои еврооблигации защитой от девальвации, к лету увидел, что их рублевая оценка упала сильнее, чем он мог представить. Валютная защита сработала совсем не так, как он рассчитывал.

Посчитаем, что произошло с рублевой оценкой части портфеля Андрея. Облигации номиналом десять тысяч долларов в январе стоили около ста процентов от номинала, то есть десять тысяч долларов, и при курсе около семидесяти пяти рублей оценивались в семьсот пятьдесят тысяч рублей. Летом их цена на международном рынке составляла около сорока процентов, то есть четыре тысячи долларов, а курс

около пятидесяти пяти рублей. Рублевая оценка составила около двухсот двадцати тысяч рублей, то есть меньше трети январской. Проверим: десять тысяч на семьдесят пять дают семьсот пятьдесят тысяч, четыре тысячи на пятьдесят пять дают двести двадцать тысяч.

Однако на этот раз падение цен оказалось не главной проблемой. Главная проблема возникла в инфраструктуре, через которую проходили выплаты и хранились бумаги. Уже в марте международные расчетные депозитарии начали ограничивать операции с российскими контрагентами, проверяя каждую операцию на соответствие санкциям. Расчеты с российскими депозитариями замедлились, а часть операций была приостановлена. Выплаты, поступавшие на счета российских депозитариев в Euroclear и Clearstream, перестали передаваться дальше в Россию.

Решающий удар последовал в начале июня 2022 года, когда Евросоюз ввел санкции против Национального расчетного депозитария. НРД был тем самым звеном, через которое большинство российских инвесторов владели еврооблигациями. После введения санкций счета НРД в Euroclear были заморожены, а все бумаги и деньги на них заблокированы. Российские инвесторы, державшие еврооблигации через НРД, потеряли возможность получать выплаты, продавать бумаги на международном рынке и переводить их в другие депозитарии. Цепочка, связывавшая их с эмитентами, оказалась перерезанной.

Ситуацию можно сравнить и с мостом между двумя городами, который внезапно разобрали. В одном городе остались производители с товаром, в другом покупатели с деньгами, и обе стороны хотят совершить сделку. Однако пути друг к другу больше нет, а строительство нового моста займет годы. Пока его строят, приходится искать обходные дороги, наводить временные переправы и договариваться о новых правилах. Именно этим российские эмитенты, инвесторы и регуляторы занимались после 2022 года.

Вернемся к образу эстафеты из первой главы. Эмитент передал палочку платежному агенту, тот передал ее в Euroclear, а Euroclear остановился и отказался передавать палочку дальше, в НРД. Деньги дошли до середины дистанции и застряли там. Эмитент формально выполнил свои обязательства, заплатив платежному агенту, но инвестор денег не получил. Именно так выглядела ситуация с большинством выплат по еврооблигациям российских эмитентов в 2022 году.

Политика двух международных депозитариев в отношении российских клиентов различалась в деталях, и это порождало дополнительную путаницу. Euroclear и Clearstream по-разному трактовали отдельные санкционные требования, по-разному блокировали счета и по-разному поступали с поступающими выплатами. В результате держатели одного и того же выпуска, но через разные депозитарии, могли оказаться в разном положении. Российские брокеры и депозитарии тратили месяцы на то, чтобы просто выяснить, что про-

исходит с бумагами их клиентов. Для частного инвестора эта неопределенность была почти невыносимой.

Проблемы возникли и на другом конце цепочки, у платежных агентов. Многие платежные агенты были американскими или европейскими банками, которые должны были соблюдать санкционные требования своих стран. Если эмитент или его материнская компания находились под санкциями, платежный агент мог отказаться принимать от него деньги или передавать их дальше. Некоторые агенты прекратили работу с российскими эмитентами вовсе, ссылаясь на риски. В результате даже эмитенты, готовые платить, не могли найти канал, по которому деньги дошли бы до инвесторов.

Деньги перестали доходить до держателей, хотя эмитенты продолжали платить, потому что в цепочке было несколько независимых точек отказа. Деньги могли застрять у платежного агента, если он отказался работать с эмитентом. Деньги могли застрять в Euroclear или Clearstream, если они заморозили счет российского депозитария. Деньги могли застрять у иностранного банка-кастодиана, если он не мог переводить средства в Россию. Каждое из этих звеньев действовало по своим правилам и под давлением своих регуляторов.

Для бумаг Андрея у кипрского брокера события развивались по своему сценарию. Весной брокер сообщил клиентам из России, что пересматривает условия обслуживания, а затем предложил либо закрыть счет, продав все бумаги, либо перевести их к другому брокеру. Продажа по тогдашним це-

нам означала бы огромный убыток, а перевести бумаги в Россию было невозможно из-за блокировок. Андрей попытался найти другого иностранного брокера, готового принять бумаги, но получил отказы. Бумаги остались на счете, который брокер фактически заморозил.

Подобные истории в 2022 году пережили многие российские клиенты иностранных брокеров. Часть брокеров закрывала счета россиян, часть ограничивала операции, часть требовала подтверждений резидентства или источников средств. Те, кто держал бумаги за рубежом, рассчитывая на большую надежность иностранной инфраструктуры, оказались в одном из самых сложных положений. Их бумаги не учитывались в российских депозитариях, а значит, российские механизмы помощи на них распространялись с трудом. Иностранный счет, бывший символом защищенности, превратился в ловушку.

Отдельной проблемой стала валюта платежей. Даже если эмитенту удавалось найти способ заплатить, доллары и евро нужно было провести через корреспондентские счета в американских и европейских банках. Санкции против российских банков сделали такие переводы крайне затруднительными. Эмитенты, у которых валютная выручка хранилась в российских банках под санкциями, не могли перевести ее за рубеж. Внутри страны тоже действовали ограничения на валютные операции, введенные для поддержания стабильности рубля.

Внутри страны тоже появились валютные ограничения для частных лиц. Были введены лимиты на снятие наличной валюты со счетов и на переводы за рубеж, а продажа наличной валюты банками на время прекратилась. Некоторые банки и брокеры начали брать комиссии за хранение долларов и евро на счетах, потому что сами несли издержки от их размещения. Валютные сбережения, которые многие считали самой надежной частью своего капитала, стали неудобными и даже дорогими в хранении. Это заставило многих задуматься о том, что валюта на счете в российском банке и валюта в кармане это разные вещи.

Теперь о понятии, которое в 2022 году постоянно звучало в новостях: технический дефолт. Обычный дефолт означает, что заемщик не может или не хочет платить по своим обязательствам из-за нехватки денег. Технический дефолт означает, что заемщик готов и способен платить, но платеж не доходит до кредиторов из-за технических или юридических препятствий. С точки зрения условий облигаций разница может не иметь значения: если деньги не поступили держателям в установленный срок и льготный период истек, это событие дефолта. Однако для понимания ситуации разница принципиальна.

В условиях еврооблигаций обычно предусматривался льготный период, чаще всего тридцать дней, в течение которого эмитент мог исправить пропущенный платеж без последствий. Если деньги поступали держателям в течение это-

го срока, дефолта не было. Если льготный период истекал, а держатели так и не получили деньги, наступало событие дефолта со всеми юридическими последствиями. В 2022 году многие эмитенты использовали льготный период, чтобы найти обходной путь для платежа. Некоторым это удавалось, другим нет.

История с суверенными еврооблигациями России наглядно показала, как работает технический дефолт. Несколько месяцев после начала санкций Министерство финансов продолжало выплачивать купоны по своим еврооблигациям, и деньги доходили до держателей благодаря специальному разрешению американского регулятора. В конце мая 2022 года это разрешение истекло. Министерство финансов перечислило деньги на следующие купоны, но они не дошли до держателей из-за блокировок. После истечения льготного периода в конце июня одно из международных агентств заявило о дефолте, хотя Россия настаивала, что выполнила свои обязательства.

Похожие истории произошли со многими корпоративными эмитентами. Компания перечисляла деньги платежному агенту, но агент отказывался их принимать, или деньги застревали в Euroclear. По условиям облигаций держатели не получили платеж, и формально наступал дефолт. При этом у компании были деньги, желание платить и готовность сотрудничать с инвесторами. Ситуация была абсурдной: должник хотел платить, кредитор хотел получить, а между ними

стояла инфраструктура, которая отказывалась работать.

Здесь важно различать эмитентов, попавших под санкции, и тех, кто под санкции не попал. Эмитенты под прямыми санкциями столкнулись с наибольшими трудностями, потому что иностранные агенты и банки не могли с ними работать вовсе. Эмитенты без санкций некоторое время могли платить через прежние каналы, особенно иностранным держателям, чьи бумаги учитывались напрямую в Euroclear. Однако для российских держателей, бумаги которых учитывались через НРД, блокировка НРД означала одно и то же независимо от статуса эмитента. Даже если эмитент платил точно в срок, деньги застревали на счете НРД.

Посмотрим, как это выглядело для Андрея. По облигациям металлургической компании, не попавшей под санкции, купон в апреле был выплачен, и деньги поступили в Euroclear. Часть купонов дошла до него через НРД до июньской блокировки, а последующие застряли. По облигациям банка, попавшего под санкции, выплаты прекратились почти сразу. По бумагам, хранившимся у кипрского брокера, ситуация была иной: иностранный брокер получил часть выплат, но отказался переводить деньги на российский счет Андрея из-за собственных ограничений.

Цены еврооблигаций в 2022 году вели себя хаотично и отражали прежде всего неопределенность, а не кредитное качество эмитентов. На международном рынке бумаги торговались по очень низким ценам, потому что западные инве-

сторы стремились от них избавиться, а покупателей было мало. На российском рынке торговля заблокированными бумагами почти остановилась. В результате одна и та же облигация могла иметь совершенно разную цену в зависимости от того, где она хранится и кто может ее купить. Понятие единой рыночной цены для российских еврооблигаций фактически исчезло.

Рассмотрим условный пример двойной цены. Облигация надежной российской компании на счете иностранного фонда в Euroclear торговалась летом 2022 года, скажем, по шестидесяти процентам от номинала, потому что эмитент продолжал платить иностранным держателям. Такая же облигация на заблокированном счете НРД оценивалась российскими участниками, скажем, в тридцать процентов, потому что получить по ней выплату было невозможно. Разница в два раза отражала не кредитный риск, а исключительно риск места хранения. Позже эта разница станет основой для целого класса операций, о которых мы поговорим в седьмой главе.

Это явление заслуживает отдельного пояснения. Представьте облигацию надежной компании, которая исправно платит по долгам. Если эта облигация хранится в Euroclear на счете иностранного инвестора, она стоит одних денег. Если такая же облигация хранится на заблокированном счете НРД, ее нельзя продать иностранцу, нельзя получить по ней выплату через прежние каналы, и она стоит совсем других денег. Стоимость бумаги стала зависеть не только от эмитен-

та, но и от места хранения.

Российские держатели оказались заперты в цепочке хранения, из которой не было выхода. Они не могли продать бумаги иностранным покупателям, потому что расчеты через НРД были заблокированы. Не могли перевести бумаги к другому депозитарию за рубежом, потому что счета были заморожены. Не могли получить выплаты, потому что деньги не проходили через заблокированное звено. Единственное, что им оставалось, это ждать решений, которые позволили бы получать выплаты в обход заблокированной инфраструктуры.

Среди иностранных инвесторов нашлись и те, кто увидел в обвале цен возможность. Специализированные фонды, работающие с проблемными долгами, покупали российские еврооблигации по двадцать-тридцать процентов от номинала, рассчитывая, что со временем эмитенты найдут способ заплатить. Их логика была проста: компании платежеспособны, а инфраструктурные проблемы рано или поздно будут решены. Для некоторых выпусков эта ставка оправдалась с лихвой, для других растянулась на годы. Их появление на рынке показало, что даже в самый острый момент находились покупатели, оценивавшие ситуацию трезво.

Иностранные держатели российских еврооблигаций тоже столкнулись с проблемами, хотя и иного рода. Многие западные фонды были вынуждены продавать российские бумаги из-за изменения правил и требований своих клиентов,

что обрушивало цены. Те, кто держал бумаги напрямую в Euroclear, иногда получали выплаты от эмитентов, но и для них существовали риски. Российские власти ввели встречные ограничения, требовавшие в ряде случаев перечислять выплаты иностранцам из недружественных стран на специальные счета в России. Об этих механизмах мы подробно поговорим в следующей главе.

Отдельный удар пришелся по владельцам паев иностранных биржевых фондов, вкладывавших в российские еврооблигации. Торги такими паями на Московской бирже были приостановлены, потому что управляющие компании за рубежом не могли обеспечить работу маркет-мейкеров и расчеты с российскими инвесторами. Владельцы паев не могли ни продать их, ни получить доход, ни потребовать погашения. Их положение оказалось сложнее, чем положение прямых владельцев еврооблигаций, о чем мы уже говорили во второй главе. Для них решение растянулось на годы.

Важно понимать и мотивы иностранных организаций, которые заблокировали российские бумаги. Euroclear, Clearstream, иностранные банки и брокеры действовали не из желания навредить конкретным инвесторам, а из необходимости соблюдать санкционное законодательство своих стран. Нарушение санкций грозило им огромными штрафами и уголовной ответственностью для руководителей. В такой ситуации любая организация выбирает самый безопасный для себя путь, то есть блокирует все сомнительное. Для

частного инвестора это означает, что в кризисной ситуации иностранная инфраструктура будет защищать себя, а не его.

Реакция российских регуляторов в первые месяцы была направлена на стабилизацию ситуации. Банк России ввел меры, позволявшие банкам и брокерам временно не отражать в отчетности обесценение многих активов. Правительство и регулятор начали разрабатывать механизмы, которые позволили бы российским эмитентам выполнять обязательства перед российскими инвесторами в обход иностранной инфраструктуры. Обсуждались разные варианты, от выплат в рублях через российские депозитарии до выпуска новых облигаций по российскому праву. Эти решения принимались постепенно, по мере того как становился понятен масштаб проблемы, и мы подробно разберем их в следующих главах.

Андрей в те месяцы много обсуждал ситуацию с женой. Она предлагала продать хотя бы те бумаги, которые еще можно было продать, и забыть об этой истории. Андрей возражал, что продавать по тридцать процентов от номинала облигации компаний, которые продолжают работать и зарабатывать, бессмысленно. В итоге они договорились ничего не продавать, но и не вкладывать в валютные инструменты новых денег до прояснения ситуации. Задним числом это решение оказалось для их семьи скорее удачным.

Для частных инвесторов первые месяцы 2022 года были временем полной неопределенности. Брокеры не могли сказать, когда и как будут получены выплаты, какие бумаги

можно продать и что будет дальше. Информация менялась еженедельно, а новые правила появлялись быстрее, чем их успевали осмыслить. Многие инвесторы в панике продавали те бумаги, которые еще можно было продать, по очень низким ценам. Другие, как Андрей, решили ждать, не понимая толком, чего именно.

Давайте восстановим хронологию ключевых событий, чтобы картина стала цельной. В конце февраля были введены первые масштабные санкции против Банка России и крупнейших банков, а российские власти ответили ограничениями на движение капитала. В марте цены российских еврооблигаций рухнули, а международные депозитарии начали ограничивать операции с российскими контрагентами. В апреле и мае многие выплаты начали застревать у платежных агентов и в депозитариях. В конце мая истекло американское разрешение на выплаты по суверенному долгу, а в начале июня были введены санкции против НРД.

Параллельно с этим многие инвесторы пытались понять, что происходит с их конкретными бумагами, и обращались с запросами к брокерам. Брокеры, в свою очередь, обращались в НРД и к своим иностранным партнерам. Ответы приходили с задержкой в недели и месяцы, а иногда не приходили вовсе. Андрей вел таблицу, куда записывал по каждой бумаге, где она хранится, какие купоны получены, какие нет и что ответил брокер. Позже эта таблица очень пригодилась ему при замещении и при подаче налоговой декларации.

Летом 2022 года последовали первые решения российских властей о порядке исполнения обязательств перед российскими инвесторами в обход иностранной инфраструктуры. Тогда же появились первые идеи о замещающих облигациях, которые позволили бы перевести долг из иностранной юрисдикции в российскую. Осенью и зимой первые эмитенты начали размещать замещающие облигации. Процесс растянулся на годы, и для части бумаг не завершен до сих пор. Подробно каждый этап мы рассмотрим в следующих главах.

Отдельно стоит сказать о скорости, с которой менялись правила. За несколько месяцев 2022 года появились десятки новых санкционных решений, ответных мер, разъяснений регуляторов и внутренних правил организаций. Брокеры едва успевали адаптировать свои системы и информировать клиентов. Инвесторы, принимавшие решения на основе вчерашней информации, часто ошибались. Этот опыт показал, что в кризис скорость изменений сама по себе становится фактором риска.

Теперь давайте подумаем, какие уроки можно извлечь из событий 2022 года для любых валютных вложений. Первый урок касается цепочки хранения: надежность бумаги определяется не только эмитентом, но и каждым звеном между эмитентом и вами. Если в цепочке есть иностранные организации, на которые могут повлиять политические решения, это источник риска. Чем короче и прозрачнее цепочка, тем надежнее владение. Это правило теперь стоит применять ко

всем инструментам, а не только к еврооблигациям.

Второй урок касается выбора юрисдикции. Иностранное право и иностранные суды дают защиту только тем, кто может ими воспользоваться. Для российского частного инвестора в новых условиях доступ к иностранной судебной защите оказался крайне ограниченным. Российское право, которое раньше казалось менее надежным, стало для российских инвесторов единственной работающей защитой. Выбор юрисдикции перестал быть технической деталью и стал ключевым параметром риска.

Третий урок касается ликвидности бумаг. Инструмент, который считался ликвидным, может в одночасье стать неликвидным, если рынок, на котором он торгуется, закрывается для вас. Еврооблигации надежных эмитентов, которые раньше можно было продать за минуту, стали непродаваемыми. Это не связано с качеством эмитента, а связано с доступом к рынку. Оценивая ликвидность, важно спрашивать не только о том, торгуется ли бумага, но и о том, сможете ли вы ее продать в стрессовой ситуации.

Четвертый урок касается настоящей диверсификации. Андрей держал бумаги пяти разных эмитентов, считая, что этого достаточно для снижения риска. Однако все пять бумаг хранились через одну и ту же инфраструктуру и пострадали от одной и той же причины. Диверсификация по эмитентам не защитила от инфраструктурного риска. Настоящая диверсификация должна учитывать и места хранения, и юрисдик-

ции, и валюты.

Пятый урок касается психологии инвестора. В кризисе люди склонны действовать по шаблону прошлых кризисов, даже если новая ситуация устроена иначе. Андрей ждал, как в 2008 и 2014 годах, и в чем-то оказался прав, потому что часть его бумаг впоследствии была замещена. Однако многие другие, следуя тому же шаблону, держали иностранные бумаги, для которых механизма спасения не нашлось. Умение распознать, что ситуация принципиально новая, ценнее любого шаблона.

Шестой урок касается разницы между надежностью организации и надежностью системы. Брокер Андрея был крупным и надежным, НРД был центральным депозитарием страны, Euroclear был крупнейшим расчетным депозитарием мира. Каждая из этих организаций по отдельности выглядела образцовой с точки зрения финансовой устойчивости. Проблема возникла не из-за слабости какой-либо организации, а из-за того, что политическое решение разорвало связь между ними. Оценивая риски, нужно смотреть не только на отдельных участников, но и на связи между ними.

Светлана, слушая эту историю, мысленно применила валютный тест к своей ситуации. Она поняла, что ответ на второй вопрос, о цепочке хранения, нельзя оставлять без внимания. Если она будет покупать любые валютные инструменты, ей нужно точно знать, где они учитываются и через какие организации проходят выплаты. Третий вопрос, о том,

кто и чем заплатит, тоже приобрел новый смысл. Теперь она понимала, что важен не только эмитент, но и весь путь денег от него до ее счета.

Если бы Андрей провел валютный тест в начале 2022 года, он мог бы заранее увидеть уязвимость. Ответ на второй вопрос о цепочке хранения включал бы НРД, Euroclear, Clearstream и кипрского брокера, то есть четыре организации, зависящие от решений разных государств. Ответ на третий вопрос о том, кто и как заплатит, включал бы иностранных платежных агентов и иностранные банки-корреспонденты. Каждая из этих организаций могла стать точкой разрыва, и в итоге почти каждая ею стала. Тест не помог бы предсказать точный сценарий, но показал бы, насколько много в портфеле звеньев, которые инвестор не контролирует.

Теперь разберем распространенные заблуждения о событиях 2022 года. Первое заблуждение состоит в том, что российские компании объявили дефолт, потому что у них закончились деньги. Как мы видели, большинство эмитентов были платежеспособны и пытались платить, но деньги не доходили до инвесторов. Технический дефолт отличается от обычного именно тем, что у должника есть и деньги, и желание платить. Это различие повлияло на то, как развивались события дальше.

Второе заблуждение заключается в том, что все держатели российских еврооблигаций пострадали одинаково. На самом деле положение инвесторов сильно зависело от того, где хра-

нились их бумаги, какой эмитент их выпустил и в какой валюте они номинированы. Российские держатели через НРД, иностранные держатели через Euroclear, российские держатели через иностранных брокеров оказались в совершенно разных ситуациях. Одни получили выплаты почти без перерыва, другие ждали годами. Эта разница стала одной из главных особенностей рынка после 2022 года.

Третье заблуждение касается того, что блокировки затронули только еврооблигации. На самом деле заблокированными оказались и многие другие иностранные ценные бумаги, хранившиеся через НРД и иностранные депозитарии, включая акции иностранных компаний и паи иностранных фондов. Еврооблигации российских эмитентов выделялись лишь тем, что для них удалось создать механизм замещения. Для иностранных бумаг такого механизма не существовало. Поэтому владельцы еврооблигаций в итоге оказались в лучшем положении, чем владельцы многих других заблокированных активов.

Четвертое заблуждение связано с тем, что все, кто продал еврооблигации весной 2022 года по низким ценам, поступили неразумно. Для некоторых инвесторов, которым срочно нужны были деньги или которые держали бумаги без перспективы замещения, продажа была единственным разумным решением. Задним числом легко судить, но в тот момент никто не знал, появятся ли механизмы замещения и для каких бумаг. Решение продавать или держать зависело

от конкретной ситуации, и универсального правильного ответа не было. Важнее не корить себя за прошлые решения, а сделать выводы на будущее.

У самой Светланы в 2022 году было около трех тысяч долларов на валютном счете в банке, отложенных на отпуск за границей. Летом банк ввел комиссию за хранение валюты сверх определенной суммы, а снять наличные доллары стало сложно. Отпуск за границей тоже оказался под вопросом из-за закрытого неба и проблем с картами. В итоге Светлана продала доллары по курсу около пятидесяти пяти рублей и потратила деньги на отпуск в России. Этот небольшой личный опыт научил ее, что валюта без понятной цели и понятного пути использования может оказаться обузой.

Для большинства частных инвесторов 2022 год стал первым знакомством с понятием инфраструктурного риска. До этого риски облигаций сводились в их представлении к надежности эмитента и колебаниям цен. Теперь в этот список прочно вошли депозитарии, платежные агенты и юрисдикции. Это знание далось дорогой ценой, но сделало инвесторов осторожнее и внимательнее.

Подведем итог третьей главы нашей книги. В 2022 году конструкция российских еврооблигаций, работавшая четверть века, рухнула под действием цепной реакции санкций и ответных мер. Цены обвалились до двадцати-тридцати процентов от номинала, ликвидность исчезла, а выплаты перестали доходить до российских инвесторов. Решающим

ударом стали санкции против Национального расчетного депозитария, после которых бумаги российских инвесторов в Euroclear оказались заблокированы. Платежные агенты отказывались работать с российскими эмитентами, а валютные переводы стали крайне затруднительными.

Мы разобрали понятие технического дефолта, увидели, как одна и та же облигация стала иметь разную цену в зависимости от места хранения, и восстановили хронологию событий. Главные уроки 2022 года касаются цепочки хранения, юрисдикции, ликвидности и диверсификации, и они применимы к любым валютным вложениям. В следующей главе мы разберем временные решения, которые позволили российским инвесторам получать выплаты еще до появления замещающих облигаций.

Глава 4. Временные мосты: как платили по еврооблигациям до замещения

После того как международная цепочка выплат разорвалась, перед российскими властями, эмитентами и инвесторами встал практический вопрос. Как доставить деньги от эмитента, который готов платить, до инвестора, который готов получить, если мост между ними разрушен? Строительство нового моста в виде замещающих облигаций требовало времени, законодательных изменений и сложной подготовки. Пока его строили, понадобились временные переправы, которые позволили бы хотя бы частично восстановить поток выплат. В этой главе мы разберем эти временные решения, их логику, достоинства и недостатки.

Начнем с первого шага, который был сделан еще в начале марта 2022 года. Указом президента номер девяносто пять от пятого марта был установлен временный порядок исполнения обязательств перед иностранными кредиторами из недружественных государств. Согласно этому порядку, российские должники могли исполнять обязательства в рублях, перечисляя деньги на специальные счета, открытые в российских банках на имя иностранного кредитора. Эти счета получили название счетов типа «С». Деньги на таких счетах

принадлежат иностранцу, но распоряжаться ими он может лишь ограниченно.

Как работали счета типа «С» на практике? Допустим, российская компания должна выплатить купон иностранному фонду из недружественной страны. Вместо того чтобы переводить доллары за рубеж, компания пересчитывает сумму в рубли по официальному курсу и зачисляет их на счет типа «С» этого фонда в российском банке. С точки зрения российского права обязательство считается исполненным. Иностранный фонд получает рубли на счете в России, которыми может распоряжаться только в рамках установленных ограничений.

Распоряжаться рублями на счете типа «С» иностранец мог лишь в узких пределах. Эти деньги можно было направить на уплату налогов и сборов в России, на покупку облигаций федерального займа и на некоторые другие разрешенные операции. Вывести их за рубеж или конвертировать в валюту без специального разрешения было нельзя. По сути, деньги оставались внутри российской финансовой системы до тех пор, пока ограничения не будут сняты. Для иностранного фонда, обязанного отчитываться перед своими клиентами, такие деньги были почти бесполезны.

Параллельно с этим указом были введены и ограничения на сделки с ценными бумагами между российскими резидентами и инвесторами из недружественных стран. Без специального разрешения российский инвестор не мог продать

свою еврооблигацию иностранцу из такой страны, а иностранец не мог продать ее российскому покупателю на прежних условиях. Это еще сильнее разделило рынок на изолированные части. Российский держатель, даже если бы его бумаги не были заблокированы, не мог свободно найти покупателя за рубежом. Рынок, бывший единым и глобальным, распался на несколько замкнутых бассейнов.

Для иностранных инвесторов такой порядок был малопривлекателен. Они ожидали получить доллары или евро на свои счета за рубежом, а получали рубли на заблокированных счетах в России. Многие иностранные инвесторы даже не открывали счета типа «С», а деньги для них учитывались на счетах, открываемых автоматически. С точки зрения иностранного права и условий еврооблигаций такая выплата не считалась надлежащим исполнением. Возникал правовой конфликт: по российскому праву компания заплатила, а по английскому нет.

Для российских инвесторов счета типа «С» не имели прямого значения, но указ задал важный принцип. Российские должники получили возможность исполнять валютные обязательства в рублях через российскую инфраструктуру, и это исполнение признавалось российским законодательством. Этот принцип в дальнейшем был развит и применен к российским держателям еврооблигаций. Именно на нем строились временные мосты, о которых пойдет речь дальше. Указ номер девяносто пять стал первым кирпичом в новой

системе, которую затем достраивали еще несколько лет.

Почему эти меры принимались указами президента, а не законами? В условиях стремительно меняющейся ситуации законодательный процесс был слишком медленным, а решения требовались в течение дней. Указы о специальных экономических мерах позволяли быстро вводить временные правила, которые затем дополнялись законами и разъяснениями регулятора. Такой подход давал гибкость, но и создавал неопределенность: правила могли меняться так же быстро, как вводились. Инвесторам приходилось внимательно следить за новыми документами и разъяснениями к ним.

Следующим ключевым шагом стал указ номер четыреста тридцать от пятого июля 2022 года. Этот указ позволил российским эмитентам еврооблигаций исполнять обязательства перед держателями, права которых учитываются в российских депозитариях, напрямую через российскую инфраструктуру. Иными словами, эмитент мог перечислить деньги в НРД для распределения российским держателям, минуя иностранного платежного агента и Euroclear. Такое исполнение признавалось надлежащим, и обязательство эмитента в соответствующей части считалось выполненным. Это был первый временный мост для российских держателей.

Чтобы понять, как это работало, вспомним цепочку из первой главы. Раньше деньги шли от эмитента к платежному агенту, затем в Euroclear, затем в НРД и далее к брокеру и инвестору. Теперь эмитент мог пропустить первые звенья и

сразу перечислить деньги в НРД. НРД распределял их между депозитариями, учитывавшими права российских держателей, а те передавали деньги брокерам и инвесторам. Заблокированное звено просто обходили стороной.

Однако для этого нужно было решить важную задачу: определить, кому именно платить. НРД знал, сколько облигаций учитывается на его счете в Euroclear, но конкретных владельцев знали только брокеры и депозитарии ниже по цепочке. Кроме того, через НРД учитывались не только российские держатели, но и некоторые иностранные. Пришлось выстраивать процедуру раскрытия информации о держателях по всей цепочке, чтобы эмитент знал, сколько и кому перечислять. Эта процедура заняла время и поначалу сопровождалась ошибками.

Раскрытие информации о держателях легло на плечи брокеров и депозитариев. Каждый депозитарий в цепочке должен был сообщить вышестоящему, сколько бумаг принадлежит российским держателям, сколько иностранцам из разных категорий стран и сколько учитывается на счетах самих брокеров. Сроки раскрытия были жесткими, а форматы новыми, поэтому в первые месяцы происходили сбои. Если информация не поступала вовремя, держатели могли не получить выплату в очередной раз. Брокеры рассылали клиентам анкеты и запросы, о смысле которых многие клиенты даже не догадывались.

Важным вопросом стала валюта выплат через россий-

скую инфраструктуру. Многие эмитенты выплачивали российским держателям купоны в рублях по официальному курсу Банка России на определенную дату. Некоторые эмитенты, у которых была валюта на счетах в российских банках, платили в долларах или евро через НРД. Выплаты в рублях были проще для эмитента, но меняли экономику вложения для инвестора: вместо валюты он получал рубли. Подробно механику расчета суммы в рублях мы разберем в девятой главе.

Эмитенты, у которых валюта хранилась на счетах в российских банках, иногда выплачивали российским держателям доллары или евро через НРД. Однако и эти выплаты оказывались не совсем полноценной валютой. Доллары поступали на брокерский счет инвестора в России, но вывести их за рубеж было невозможно, а снять наличными сложно. Некоторые брокеры и банки вводили комиссии за хранение валюты на счетах. Долларовый купон на российском счете превратился в актив с ограниченной полезностью.

Министерство финансов тоже использовало российскую инфраструктуру для выплат по суверенным еврооблигациям. После истечения американского разрешения на выплаты оно стало перечислять деньги российским держателям через НРД в рублях. Иностранным держателям средства зачислялись на счета типа «С». Таким образом, Россия с точки зрения российского права продолжала выполнять обязательства по своим еврооблигациям. Для российских держателей су-

веренных бумаг это означало возобновление выплат, пусть и в рублях.

Посмотрим, как временные решения затронули Андрея. По облигациям металлургической компании, бумаги которой учитывались через НРД, осенью 2022 года пришел купон в рублях через российскую инфраструктуру. Сумма была пересчитана по курсу Банка России и зачислена на его брокерский счет. По суверенным еврооблигациям России, которые тоже были у него в портфеле, купоны также стали приходить в рублях. По бумагам у кипрского брокера ничего не изменилось, потому что они не учитывались в российских депозитариях.

Для эмитентов, попавших под прямые санкции, временный порядок оказался единственной возможностью платить хоть кому-то. Иностранные платежные агенты с ними не работали вовсе, а значит, и иностранным держателям они заплатить не могли. Российские держатели через НРД получали выплаты, а иностранные держатели оставались ни с чем или получали деньги на счета типа «С». Многие иностранные держатели в ответ направляли эмитентам и трасти уведомления о наступлении дефолта. Это создавало для эмитентов юридические риски на будущее.

Одной из главных тревог эмитентов было то, что дефолт по еврооблигациям мог повлечь перекрестный дефолт по другим долгам. Во многих кредитных договорах и облигациях есть условие, по которому дефолт по одному долгу поз-

воляет кредиторам требовать досрочного погашения других долгов. Если бы иностранные кредиторы воспользовались этим правом, компания могла оказаться в сложном положении. На практике в условиях санкций большинство иностранных кредиторов не имели возможности действовать против российских компаний. Однако сама угроза подталкивала эмитентов искать более надежное решение проблемы еврооблигаций.

Андрей заметил интересную вещь: купоны приходили, но сами облигации по-прежнему оставались заблокированными в Euroclear. Он получал выплаты по бумаге, которую не мог продать на международном рынке и которую не мог перевести в другой депозитарий. Ее основная сумма тоже должна была быть погашена через российскую инфраструктуру, если эмитент к тому времени не найдет другого решения. Временный мост позволял получать доход, но не решал проблему владения бумагой. Андрей понимал, что это лишь промежуточное решение.

Посчитаем, как выглядел годовой поток выплат Андрея в этот период. Из примерно тысячи восьмисот долларов купонов, которые его портфель должен был приносить за год, около половины он получил в рублях через российскую инфраструктуру. Еще около пятисот долларов застряли на заблокированных счетах в Euroclear и так и не дошли до него в тот год. Оставшиеся около четырехсот долларов приходились на бумаги у кипрского брокера, который получил часть

выплат, но не мог их передать. Проверим сумму: девятьсот плюс пятьсот плюс четыреста дают тысячу восемьсот долларов, то есть весь ожидаемый годовой доход.

Получается, что Андрей фактически получил лишь половину того, что должен был, и то не в той валюте, на которую рассчитывал. Вторая половина существовала лишь на бумаге, в виде записей на заблокированных счетах. При этом все пять эмитентов в его портфеле продолжали работать, зарабатывать прибыль и выполнять обязательства в той мере, в какой им позволяла инфраструктура. Ни один из них не обанкротился и не отказался платить. Потери Андрея целиком объяснялись проблемами на пути денег, а не проблемами должников.

Внутри России заблокированные еврооблигации некоторое время продолжали торговаться между российскими инвесторами. Покупатель приобретал бумагу, понимая, что она заблокирована в Euroclear, но рассчитывая получать выплаты через российскую инфраструктуру и в будущем обменять ее на новую бумагу. Цены таких сделок отражали эти ожидания и обычно были заметно ниже цен тех же выпусков на международном рынке. Для продавца это была возможность выйти из позиции, пусть и с потерями. Для покупателя это была ставка на то, что временные решения перерастут в постоянные.

Теперь поговорим о ключевой особенности временного порядка: раздельных выплатах для разных групп держате-

лей. По одному и тому же выпуску эмитент мог платить российским держателям через НРД в рублях, а иностранным держателям через иностранного платежного агента в долларах. Иностранные держатели из недружественных стран в ряде случаев получали деньги на счета типа «С». Иностранные держатели из дружественных стран могли получать выплаты по особым правилам. Один выпуск оказывался разделенным на несколько потоков с разной судьбой.

Получит ли держатель деньги, зависело от трех факторов, которые мы уже упоминали. Первый фактор касался места учета прав: учитываются ли бумаги в российском депозитарии или только в иностранном. Второй фактор касался статуса эмитента: под санкциями он или нет, и может ли он платить через иностранных агентов. Третий фактор касался статуса держателя: российский ли это инвестор, иностранец из дружественной страны или из недружественной. Комбинация этих факторов определяла, получит ли инвестор выплату и в какой форме.

Держатели из дружественных стран, чьи бумаги учитывались в иностранных депозитариях, иногда получали выплаты через иностранных платежных агентов, если эмитент не находился под санкциями. В других случаях эмитенты организовывали для них выплаты через собственные каналы или через депозитарии третьих стран. Эта группа держателей была относительно небольшой, но ее существование еще больше усложняло картину. Один выпуск мог иметь три-че-

тыре разных маршрута выплат одновременно. Для эмитента управление таким долгом превратилось в сложнейшую логистическую задачу.

Особенно сложным оказалось положение российских инвесторов, чьи бумаги учитывались за рубежом, как у Андрея на кипрском счете. С точки зрения российской инфраструктуры их права не были видны, потому что не учитывались в российских депозитариях. Эмитент не мог заплатить им через НРД, ведь НРД не знал об их существовании. Иностранный брокер не мог получить выплату через Euroclear, если эмитент не платил туда, или не мог передать ее российскому клиенту. Такие инвесторы выпали из обеих систем одновременно.

Андрей пытался найти способ подтвердить свои права на бумаги у кипрского брокера, чтобы получать выплаты через российскую инфраструктуру. Ему сказали, что для этого нужна выписка иностранного брокера о количестве бумаг на его счете и подтверждение, что эти бумаги не проданы и не заложены. Кипрский брокер выдал выписку, но российские депозитарии на тот момент не имели процедуры, позволяющей зачислить права по таким документам. Механизм для таких случаев появился позже, вместе с замещающими облигациями. Андрею пришлось снова набраться терпения и ждать.

Теперь о проблеме, которую профессионалы назвали двойными требованиями. Представьте, что эмитент запла-

тил купон российским держателям через НРД, исполнив обязательство по российскому праву. Однако с точки зрения английского права и условий еврооблигаций обязательство перед держателями в Euroclear, включая НРД как держателя, формально осталось неисполненным. Теоретически держатели могли бы в будущем потребовать выплату еще раз через иностранный суд. Эмитент рисковал заплатить дважды по одному и тому же купону.

Некоторые эмитенты до блокировки или в ее начале перечислили деньги платежному агенту за рубежом, и эти деньги застряли в Euroclear на счете НРД. С точки зрения английского права эмитент заплатил, ведь деньги дошли до платежного агента. Однако российские держатели денег не получили. Могли ли они требовать выплату от эмитента повторно? Этот вопрос вызывал споры и решался в разных случаях поразному.

Посмотрим на эту ситуацию глазами европейского пенсионного фонда, который держал облигации российской компании. Вместо долларов на свой счет в Euroclear он получил уведомление о том, что рубли зачислены на счет типа «С» в российском банке, о существовании которого он даже не знал. С точки зрения его отчетности выплата не поступила, а актив пришлось списать или сильно уценить. Распорядиться рублями он не мог, а обращаться в российский суд не хотел. Многие такие фонды в итоге продали свои права на облигации специализированным инвесторам по символическим

ценам.

Для частного инвестора двойные требования выглядели как сложная юридическая головоломка. На практике это означало, что купоны, застрявшие в Euroclear, могут когда-нибудь быть разблокированы, а могут и не быть. Если эмитент заплатил повторно через российскую инфраструктуру, инвестор получал деньги, но застрявшая выплата все равно оставалась на заблокированном счете. Если в будущем ее разблокируют, может возникнуть вопрос, кому она принадлежит. Эти вопросы частично решались позже, при замещении и в процессе разблокировки, о чем мы поговорим в седьмой главе.

Еще одним инструментом временного периода стало согласие держателей на изменение условий облигаций. Некоторые эмитенты обращались к держателям с предложением изменить условия выпуска: заменить платежного агента на российский банк, разрешить выплаты в рублях, изменить порядок учета. Для принятия таких изменений по условиям еврооблигаций требовалось согласие определенной доли держателей, обычно большинства или квалифицированного большинства. Голосование проводилось через трасти и депозитарии. В условиях блокировок организовать такое голосование было крайне сложно.

Для частного инвестора участие в таком голосовании выглядело как получение от брокера уведомления о корпоративном действии с непонятным английским текстом и корот-

ким сроком ответа. Нужно было дать поручение проголосовать за или против изменений, а брокер передавал его по цепочке. Многие инвесторы не понимали смысла предложения и не отвечали вовсе. Андрей несколько раз получал такие уведомления и голосовал за изменения, которые позволяли эмитенту платить через российскую инфраструктуру. Он понимал, что это в его интересах, хотя и не был уверен, дойдет ли его голос.

Многие российские держатели не смогли проголосовать, потому что их голоса тоже должны были пройти через заблокированную цепочку. Иностранные держатели не всегда поддерживали изменения, опасаясь нарушить санкционные требования или ухудшить свое положение. В результате некоторые попытки изменить условия провалились из-за отсутствия кворума. Другие оказались успешными и позволили эмитентам законно перейти на выплаты через российскую инфраструктуру. Опыт этих голосований показал, насколько сложно управлять долгом, держатели которого разбросаны по разным мирам.

Временные решения можно сравнить с костылями после перелома. Костыли позволяют передвигаться, пока кость срастается, но никто не собирается ходить на них всю жизнь. Они неудобны, медленны и требуют постоянного внимания, однако без них человек вообще не смог бы двигаться. Указы девяносто пять и четыреста тридцать выполняли роль таких костылей для российского рынка еврооблигаций. Насто-

ящим лечением должно было стать что-то более основательное.

Теперь о сроках и задержках выплат, которые стали обычным явлением в этот период. Даже когда эмитент перечислял деньги через НРД, они доходили до инвесторов не сразу. НРД нужно было получить от депозитариев информацию о держателях, проверить ее и распределить деньги. Брокерам нужно было зачислить деньги на счета клиентов и удержать налоги. Задержки в несколько недель и даже месяцев были нормой, особенно в первые месяцы работы нового порядка.

Андрей вспоминает, что однажды ждал купон почти три месяца после даты выплаты. Брокер объяснял задержку тем, что эмитент еще не перечислил деньги, затем тем, что НРД проверяет данные, затем тем, что идет распределение. Когда деньги наконец пришли, сумма оказалась пересчитана по курсу на дату, которую Андрей не ожидал. Ему пришлось разбираться в документах эмитента, чтобы понять, откуда взялась именно такая сумма. Такие истории были вполне типичными для временного периода и повторялись у тысяч инвесторов.

Задержки были вызваны не только техническими сложностями. Многие эмитенты сознательно не торопились с выплатами через российскую инфраструктуру, потому что опасались юридических последствий за рубежом. Они ждали разъяснений регуляторов, консультировались с юристами, изучали действия других эмитентов. Некоторые выплачива-

ли купоны с задержкой в несколько месяцев, другие сразу по нескольким купонным периодам одновременно. Для инвестора это означало неопределенность не только в форме, но и во времени получения дохода.

Не обошлось и без ошибок в учете. Поскольку процедура раскрытия информации о держателях была новой, иногда деньги зачислялись не тем лицам или не в тех суммах. Брокеры получали деньги, но не могли сразу определить, каким клиентам они принадлежат. Некоторые инвесторы получали выплаты дважды, другие не получали вовсе. Исправление ошибок занимало дополнительное время и требовало обращений в брокерскую поддержку.

Чтобы защитить себя в такой ситуации, Андрей выработал для себя простые правила. Он сохранял все уведомления брокера о корпоративных действиях по своим бумагам. Он вел таблицу ожидаемых и полученных выплат с датами и суммами. Если выплата задерживалась больше обычного, он обращался к брокеру с письменным запросом и сохранял ответ. Эта аккуратность помогла ему несколько раз обнаружить ошибки и добиться их исправления.

Получение купонов в рублях через российскую инфраструктуру имело и налоговые последствия, которые мы подробно разберем в пятнадцатой главе. Здесь отметим лишь, что брокеры удерживали налог с таких выплат как с обычных купонов, а сумма в рублях определялась по курсу, указанному эмитентом. Для инвестора было важно сохранять доку-

менты о каждой выплате, потому что позже, при обмене бумаг и при продаже, понадобится подтверждать полученные доходы. Аккуратность Андрея в ведении записей здесь снова оказалась полезной. Многие другие инвесторы позже с трудом восстанавливали историю своих выплат.

Отдельного внимания заслуживает вопрос информирования клиентов. Брокеры в этот период рассылали десятки сообщений о корпоративных действиях, изменениях порядка выплат и новых требованиях. Многие клиенты пропускали эти сообщения или не понимали их смысла, и в результате упускали сроки подачи документов или голосования. Андрей завел правило читать каждое сообщение брокера, касающееся его еврооблигаций, и при необходимости уточнять детали в поддержке. Это требовало времени, но позволило ему не пропустить ни одного важного действия.

Временный период также показал разницу в подходах брокеров. Одни брокеры активно помогали клиентам, разъясняли ситуацию простым языком, оперативно передавали информацию и добивались выплат. Другие ограничивались формальными уведомлениями и стандартными ответами поддержки. Для клиента выбор брокера, который казался несущественным в спокойные годы, вдруг стал важным фактором. Качество работы брокера в кризис проявляется гораздо ярче, чем в обычные времена.

Теперь подумаем, почему временные решения не могли работать бесконечно. Во-первых, они создавали правовой

конфликт между российским и иностранным правом, который в будущем мог обернуться исками против эмитентов. Во-вторых, они не решали проблему самих облигаций: бумаги оставались заблокированными в Euroclear, их нельзя было продать или погасить нормальным образом. В-третьих, каждая выплата требовала сложной процедуры раскрытия информации о держателях, что было дорого и медленно. В-четвертых, эмитенты хотели сократить свои обязательства по еврооблигациям, чтобы не платить дважды.

Кроме того, временные решения не охватывали всех держателей. Российские инвесторы, чьи бумаги учитывались за рубежом, оставались без выплат. Держатели иностранных фондов еврооблигаций тоже не получали ничего. Для полноценного и долгосрочного решения требовался механизм, который позволил бы перенести права российских держателей из заблокированных еврооблигаций в новые бумаги, учитываемые полностью в российской инфраструктуре. Таким механизмом стали замещающие облигации, к которым мы перейдем в следующей главе.

Опыт временного периода важен и для понимания сегодняшних инструментов. Он показал, что в кризисной ситуации российские власти готовы создавать механизмы для защиты российских инвесторов, но эти механизмы работают прежде всего через российскую инфраструктуру. Инвесторы, чьи бумаги учитывались в России, получили помощь быстрее и в большем объеме, чем те, кто хранил бумаги за

рубежом. Это не гарантия на будущее, но важный ориентир при выборе места хранения. Для российского инвестора российская инфраструктура оказалась более надежной гаванью, чем иностранная.

Временный период принес и дополнительные издержки для инвесторов. Некоторые брокеры и депозитарии вводили плату за обработку новых процедур, за хранение заблокированных бумаг и за предоставление выписок. Суммы были небольшими, но на фоне сократившихся выплат заметными. Кроме того, инвесторы тратили собственное время на изучение документов, переписку с брокерами и отслеживание выплат. Эти скрытые издержки редко учитывают при оценке потерь от 2022 года, но они вполне реальны.

Можно спросить, почему бы эмитентам просто не выкупить свои еврооблигации у российских держателей за рубли. Некоторые компании действительно проводили такие выкупы, предлагая держателям продать бумаги по определенной цене. Однако выкуп требовал больших денег единовременно, а сами заблокированные бумаги эмитент получить не мог, они оставались в Euroclear. Кроме того, многие держатели не хотели продавать по предложенной цене, рассчитывая на полное погашение в будущем. Выкуп стал дополнительным, но не основным инструментом.

Светлана, слушая рассказ Андрея о временных решениях, сделала для себя вывод о ценности простых конструкций. Чем сложнее цепочка и чем больше в ней юрисдикций,

тем сложнее найти обходной путь в кризис. Простой инструмент, учитываемый в одной стране и регулируемый одним правом, может быть менее доходным, но в кризис с ним гораздо меньше проблем. Она применила к временным решениям валютный тест и заметила, что ответ на третий вопрос о том, кто и чем заплатит, вдруг изменился: платил тот же эмитент, но рублями и через другой путь. Это означало, что валютная бумага может в одночасье начать платить рублями.

Первое заблуждение состоит в том, что выплаты в рублях означали отказ эмитента от валютных обязательств. На самом деле сумма в рублях рассчитывалась от валютной суммы по курсу, и инвестор получал эквивалент своей валютной выплаты. Он мог при желании купить на эти рубли валюту, хотя и с издержками. Экономически выплата оставалась валютной, менялась лишь форма. Однако для тех, кто держал еврооблигации именно ради долларов, эта разница была существенной.

Второе заблуждение заключается в том, что указ номер четыреста тридцать решил все проблемы российских держателей. Он позволил получать выплаты тем, чьи бумаги учитывались в российских депозитариях, но не решил проблему заблокированных бумаг, не помог держателям через иностранных брокеров и не устранил правовые конфликты. Это был важный, но частичный шаг. Многие инвесторы, услышав о новом указе, ожидали, что все их проблемы исчезнут, и были разочарованы. Полное решение потребовало

еще нескольких лет.

Третье заблуждение касается того, что счета типа «С» были созданы для российских инвесторов. На самом деле эти счета предназначались для иностранных кредиторов из недружественных стран и служили инструментом встречных ограничений. Российские инвесторы с ними не сталкивались, если не были нерезидентами. Путаница возникала из-за того, что в новостях оба механизма часто упоминались вместе. Для российского частного инвестора важен был указ четыреста тридцать, а не счета типа «С».

Четвертое заблуждение связано с ожиданием, что инвестор сам выбирает, в какой валюте получать выплаты в этот период. На деле форму выплаты определял эмитент исходя из своих возможностей и законодательных рамок. Одни платили в рублях, другие в валюте, третьи меняли форму от выплаты к выплате. Инвестор мог лишь принять выплату в той форме, в которой она поступила, и при желании конвертировать ее. Возможность выбора валюты появилась у части держателей позже, в условиях некоторых замещающих облигаций.

Пятое заблуждение заключается в том, что выплаты через российскую инфраструктуру автоматически распространялись на всех держателей выпуска. На самом деле указ четыреста тридцать касался только тех, чьи права учитывались в российских депозитариях, а для иностранных держателей действовали другие правила. Иностранцы из недружествен-

ных стран получали рубли на счета типа «С» или не получали ничего, а иностранцы из дружественных стран зависели от того, какие каналы удавалось найти эмитенту. Каждая группа держателей жила по своим правилам. Это раздробление прав по одному выпуску стало характерной чертой временного периода.

Подведем итог четвертой главы этой книги. После разрыва международной цепочки российские власти создали временные механизмы, позволившие частично восстановить выплаты. Указ номер девяносто пять ввел счета типа «С» для иностранных кредиторов и закрепил принцип исполнения обязательств в рублях через российскую инфраструктуру. Указ номер четыреста тридцать позволил эмитентам платить российским держателям напрямую через НРД, минуя заблокированные звенья. Выплаты для разных групп держателей разделились, а одни и те же купоны иногда оказывались одновременно застрявшими за рубежом и выплаченными в России.

Мы разобрали проблему двойных требований, попытки изменить условия облигаций через согласие держателей, задержки и ошибки в учете. Мы увидели, что временные решения не могли работать бесконечно из-за правовых конфликтов, сохранявшейся блокировки самих бумаг и неохваченных групп держателей. В следующей главе мы перейдем к главному решению, которое позволило перенести долг в российскую юрисдикцию, и подробно разберем правовую при-

роду замещающих облигаций.

Глава 5. Новый мост: правовая природа замещающих облигаций

Временные решения, о которых мы говорили в прошлой главе, помогли частично восстановить выплаты, но не решили главной проблемы. Российские инвесторы продолжали владеть бумагами, заблокированными в иностранном депозитарии, а эмитенты продолжали жить в условиях конфликта двух правовых систем. Требовалось решение, которое позволило бы перенести права российских держателей из иностранной юрисдикции в российскую целиком и окончательно. Таким решением стали замещающие облигации. В этой главе мы разберем, что они собой представляют с юридической точки зрения, на каком основании выпускаются и чем отличаются от обычных облигаций.

Начнем с точного определения нового инструмента. Замещающая облигация это облигация российского эмитента, выпущенная по российскому праву, условия которой повторяют условия ранее выпущенной еврооблигации, и которая размещается в обмен на эту еврооблигацию или права по ней. Если упростить, это та же самая еврооблигация, только переселенная из иностранной юрисдикции в российскую. Номинал, валюта, ставка купона, даты выплат и дата погашения совпадают с оригиналом. Меняются лишь эмитент, если

оригинал выпускала иностранная SPV, применимое право и место учета.

Вернемся к образу моста из прошлых глав. Временные решения были похожи на паромную переправу, которая перевозила отдельных пассажиров с берега на берег в обход разрушенного моста. Замещающие облигации стали новым мостом, построенным целиком на российском берегу. Инвестор переходит по нему один раз и дальше живет в российской системе, где выплаты идут по привычной российской инфраструктуре. Связь с иностранной цепочкой для этих бумаг больше не нужна, а значит, и разорвать ее нельзя.

Юридической основой замещающих облигаций стали изменения в законодательство о рынке ценных бумаг, принятые летом 2022 года. Закон разрешил российским компаниям выпускать облигации, которые оплачиваются не деньгами, а еврооблигациями или правами по ним. Он также определил, что обязательства по еврооблигациям прекращаются в той части, в которой держатели получили замещающие облигации. Иначе говоря, обмен не создает нового долга, а переносит существующий долг в другую юрисдикцию. Общий объем обязательств компании не увеличивается.

Особенно интересно, как замещение работало для выпусков через иностранную SPV. Формально должником по еврооблигации была SPV, а российская компания была должна SPV по договору займа. Замещающие облигации выпускала российская компания, причем оплачивались они еврооб-

лигациями SPV. Получив еврооблигации в оплату, российская компания становилась их держателем и могла зачесть их против своего долга перед SPV по договору займа. Так долг постепенно переходил из конструкции с SPV в прямой долг российской компании перед держателями замещающих облигаций.

Эту схему можно сравнить с переездом в новую квартиру с точно такой же планировкой. Мебель расставляется на те же места, окна выходят на ту же сторону, адрес меняется, но жить можно так же, как раньше. При этом старая квартира не продается сразу, а постепенно освобождается по мере того, как жильцы переезжают. Пока не все жильцы переехали, управляющей компании приходится обслуживать оба дома. Именно так выглядела ситуация у эмитентов в период замещения.

Первыми замещающие облигации начали выпускать крупные компании осенью и зимой 2022 года. Одним из первых стал Газпром, который разместил замещающие облигации взамен нескольких своих долларовых и евровых выпусков. За ним последовали другие крупные эмитенты, хотя многие не торопились, ожидая окончательных разъяснений и оценивая юридические риски. Процесс шел медленно, и к весне 2023 года значительная часть еврооблигаций еще не была замещена. Это побудило власти сделать замещение обязательным для всех российских эмитентов, чьи бумаги принадлежали российским держателям.

Весной 2023 года указом президента российские эмитенты еврооблигаций были обязаны обеспечить выпуск замещающих облигаций в установленные сроки. Указ касался компаний, чьи еврооблигации принадлежали российским держателям и учитывались через российские депозитарии. Если еврооблигации выпускала иностранная SPV, обязанность выпустить замещающие облигации возлагалась на российскую компанию, получившую деньги по договору займа. Сроки затем уточнялись и продлевались, но главное было сделано: замещение превратилось из права в обязанность. После этого процесс замещения резко ускорился, и за несколько месяцев было размещено большинство выпусков.

В мировой практике перевод долга из иностранной юрисдикции в национальную обычно происходил в рамках реструктуризации, когда страна или компания не могла платить и договаривалась с кредиторами о новых условиях. Российский случай был уникален тем, что должники могли и хотели платить на прежних условиях, а перевод понадобился из-за разрыва инфраструктуры. Условия долга при этом не ухудшались, менялась лишь среда его обслуживания. Поэтому замещение нельзя считать реструктуризацией в обычном смысле слова. Это скорее переселение долга, чем его пересмотр.

Обязать эмитентов понадобилось потому, что для многих компаний замещение было сложным и рискованным процессом. Оно требовало подготовки документов, регистрации

выпусков, организации обмена, взаимодействия с депозитариями и юристами. Кроме того, компании опасались, что иностранные держатели в будущем предъявят претензии в иностранных судах, если обмен не будет признан за рубежом. Обязательность замещения снимала с компаний часть ответственности за решение и создавала единые правила для всех.

Суверенные еврооблигации России в этом процессе занимали особое место. Механизм обязательного замещения касался прежде всего корпоративных эмитентов, а Министерство финансов продолжало обслуживать свои еврооблигации через российскую инфраструктуру для российских держателей. Для частного инвестора, державшего суверенные бумаги, это означало сохранение прежних выплат в рублях через НРД без обмена на новые бумаги. Сами суверенные еврооблигации при этом оставались заблокированными в Euroclear для тех, кто держал их через НРД. Судьба этих бумаг отличалась от судьбы корпоративных, и ее стоит отслеживать отдельно.

Еврооблигации банков тоже замещались, но с особенностями. Банки под санкциями сталкивались с теми же проблемами, что и другие эмитенты, а субординированные и бессрочные выпуски требовали особого подхода из-за их сложных условий. Некоторые банки провели замещение обычных выпусков, но отложили решение по субординированным. Другие выкупили часть своих еврооблигаций у россий-

ских держателей за рубли. Владельцам банковских еврооблигаций стоит внимательно изучать сообщения эмитента о судьбе конкретного выпуска.

Теперь посмотрим на главное свойство замещающих облигаций: совпадение условий с оригиналом. Если еврооблигация имела номинал тысяча долларов, купон пять процентов годовых с выплатой раз в полгода и погашение в 2027 году, замещающая облигация будет иметь те же параметры. Даже даты выплат купонов обычно совпадают с датами по еврооблигации. Это сделано для того, чтобы держатель ничего не потерял экономически при обмене. Он просто меняет одну бумагу на точно такую же, но в другой системе.

Совпадение условий имеет и тонкости. Номинал замещающих облигаций иногда отличался от номинала еврооблигаций. Например, если еврооблигация имела номинал двести тысяч долларов, замещающая облигация могла выпускаться с номиналом сто или тысяча долларов, чтобы облегчить торговлю на бирже. Держатель одной еврооблигации номиналом двести тысяч получал двести замещающих облигаций номиналом тысяча. Суммарный номинал оставался тем же, а дробление делало бумаги доступнее для частных инвесторов.

Еврооблигации, выпущенные в швейцарских франках, британских фунтах или других валютах, тоже замещались, и номинал замещающих облигаций в этих случаях сохранялся в той же валюте. Например, у некоторых эмитентов по-

явились замещающие облигации, номинированные во франках. Выплаты по ним, как и по долларовым выпускам, часто производились в рублях по курсу соответствующей валюты. Для инвестора это означало, что стоимость бумаги в рублях зависит от курса франка или фунта, а не доллара. Такие выпуски встречаются реже и обычно менее ликвидны.

При обмене учитывался и накопленный по еврооблигации купонный доход. Поскольку даты выплат по замещающим облигациям совпадают с датами по еврооблигациям, держатель, получивший замещающую облигацию в середине купонного периода, получал в ближайшую дату полный купон. Если эмитент уже выплатил часть купонов через российскую инфраструктуру по временному порядку, эти выплаты учитывались, чтобы не было двойной выплаты. Для инвестора важно было проверить, не потерялся ли какой-либо купон на стыке двух режимов. Андрей сверял свои записи с данными брокера и однажды обнаружил расхождение, которое затем исправили.

Теперь о главном отличии: применимом праве. Замещающие облигации выпускаются по российскому праву и регулируются российским законодательством о рынке ценных бумаг. Все споры по ним рассматриваются российскими судами. Иностранные трасти, платежные агенты и депозитарии в их обращении не участвуют. Для российского инвестора это означает, что защита его прав больше не зависит от иностранных организаций и иностранных судов.

На первый взгляд, переход от английского права к российскому может показаться ухудшением. Английское право десятилетиями считалось эталоном защиты прав инвесторов. Однако для российского частного инвестора в новых условиях английское право стало практически недоступным, как мы видели в третьей главе. Российское право, напротив, доступно: можно обратиться в российский суд, получить помощь российского регулятора, воспользоваться услугами российских юристов. Для российского держателя доступная защита оказалась ценнее теоретически более совершенной, но недоступной.

Важная деталь касается валюты выпуска. Замещающие облигации номинированы в той же иностранной валюте, что и исходные еврооблигации: в долларах, евро или других валютах. Однако выплаты по ним могут производиться как в валюте, так и в рублях по курсу Банка России, в зависимости от условий выпуска. Это одно из самых важных отличий от еврооблигаций, где выплаты производились исключительно в валюте выпуска. Подробно механику выплат мы разберем в девятой главе, а здесь отметим лишь сам принцип.

Иными словами, номинал замещающей облигации выражен в долларах, но получить вы можете рубли. Сумма в рублях рассчитывается по курсу, поэтому экономически вы получаете эквивалент долларовой суммы. Если курс рубля ослабнет, рублевая сумма вырастет, и наоборот. Таким образом, замещающая облигация сохраняет валютный характер с

точки зрения стоимости, но может потерять его с точки зрения формы платежа. Для инвестора, который хочет получать именно доллары на счет, это существенное отличие.

Замещение решило и важную проблему эмитентов, о которой мы говорили в прошлой главе, проблему двойных требований. Пока российские держатели владели еврооблигациями, эмитент рисковал заплатить им дважды: через российскую инфраструктуру и потом, возможно, через иностранную. После обмена еврооблигации российских держателей переходили к эмитенту, и обязательства перед этими держателями по еврооблигациям прекращались. Оставались лишь обязательства по замещающим облигациям в российской юрисдикции. Для эмитента это означало ясность и снижение юридических рисков.

Чтобы почувствовать валютный характер такой бумаги, рассмотрим простой пример. Допустим, у Светланы есть замещающая облигация номиналом тысяча долларов, которая торгуется около номинала, а курс составляет девяносто рублей за доллар. В рублях бумага стоит около девяноста тысяч рублей. Если курс вырастет до ста рублей, та же бумага при неизменной долларовой цене будет стоить около ста тысяч рублей, то есть на одиннадцать с небольшим процентов больше. Если курс снизится до восьмидесяти рублей, рублевая стоимость упадет до восьмидесяти тысяч рублей, примерно на одиннадцать процентов.

Давайте внимательно проверим этот расчет. Тысяча дол-

ларов, умноженные на девяносто, дают девяносто тысяч рублей, на сто дают сто тысяч, на восемьдесят дают восемьдесят тысяч. Рост с девяноста до ста тысяч составляет десять тысяч рублей, или около одиннадцати целых одной десятой процента от девяноста тысяч. Снижение до восьмидесяти тысяч составляет те же десять тысяч, или около одиннадцати целых одной десятой процента. Рублевая стоимость бумаги движется вместе с курсом, и именно ради этого свойства ее покупают те, кто хочет защититься от ослабления рубля.

Теперь поговорим об участнике, который заменил иностранного трасти. В российском праве эту роль выполняет представитель владельцев облигаций, сокращенно ПВО. Представитель владельцев облигаций это профессиональная организация, которая действует в интересах всех держателей выпуска. Он следит за исполнением эмитентом обязательств, получает от него информацию, созывает общие собрания владельцев и при необходимости представляет их интересы в суде. Для многих выпусков замещающих облигаций был назначен ПВО.

Представителем владельцев облигаций может быть не любая организация, а только та, что включена Банком России в специальный перечень. Обычно это профессиональные участники рынка или специализированные компании с опытом работы с облигациями. Вознаграждение представителю платит эмитент, но действовать представитель обязан в интересах владельцев. Он вправе запрашивать у эмитента

документы, проверять исполнение обязательств и сообщать держателям о нарушениях. Для частного инвестора представитель служит дополнительным наблюдателем, который следит за эмитентом профессионально.

По своим функциям ПВО похож на иностранного трасти, но действует по российским правилам. Решения о существенных изменениях условий облигаций, например о продлении сроков или изменении купона, принимаются общим собранием владельцев. ПВО организует такое собрание и обеспечивает голосование через российскую инфраструктуру. Для частного инвестора это означает, что голосовать по своим бумагам он может через своего российского брокера без сложных цепочек. Подробнее о правах держателей и собраниях мы поговорим в восемнадцатой главе.

Замещающие облигации проходят регистрацию в российской системе, как и обычные российские облигации. Большинство выпусков регистрируется Московской биржей как биржевые облигации, что позволяет сразу допустить их к торгам. Эмитенты обязаны раскрывать информацию о выпуске, о выплатах и о своей финансовой деятельности по российским стандартам. Учет прав на замещающие облигации ведется в Национальном расчетном депозитарии и депозитариях брокеров. Вся цепочка от эмитента до инвестора проходит внутри страны.

Все документы по замещающим облигациям публикуются на русском языке. Главный из них называется решением

о выпуске ценных бумаг, и в нем указаны номинал, валюта, порядок расчета и выплаты купонов, порядок погашения и права владельцев. Публикуются также сообщения о существенных фактах, например о выплате купона, об изменении курса для пересчета или о созыве собрания владельцев. Найти эти документы можно на сайте эмитента, на сайте Московской биржи и на специализированных ресурсах раскрытия информации. Для частного инвестора это огромное облегчение по сравнению с многосотстраничным проспектом еврооблигации на английском языке.

Читая решение о выпуске замещающей облигации, стоит обратить внимание на несколько разделов. Во-первых, на порядок выплат: в какой валюте они производятся, по какому курсу и на какую дату пересчитываются в рубли. Во-вторых, на права досрочного погашения по инициативе эмитента и владельцев. В-третьих, на события, при которых владельцы вправе требовать досрочного погашения. В-четвертых, на порядок изменения условий выпуска через собрание владельцев.

Посмотрим, как выглядит цепочка выплат по замещающей облигации. Эмитент перечисляет деньги в НРД, который выполняет функцию платежного агента. НРД распределяет деньги между депозитариями брокеров, а те зачисляют их на счета клиентов. Сравните эту цепочку с цепочкой еврооблигации из первой главы, и вы увидите, насколько она короче. Все ее звенья находятся в российской юрисдикции и

подчиняются российским правилам.

Что происходит с еврооблигациями после обмена? Бумаги, полученные эмитентом в оплату замещающих облигаций, остаются учтенными на заблокированных счетах НРД в Euroclear, ведь перевести их оттуда невозможно. Эмитент становится их владельцем по российскому праву и может зачесть их против своих обязательств. Формально в иностранной системе учета эти бумаги могут продолжать числиться как обращающиеся. Это создает определенную неопределенность на будущее, если блокировки когда-нибудь будут сняты, но для держателя замещающей облигации эта неопределенность уже не имеет значения.

Некоторые иностранные держатели в отдельных случаях тоже могли получить замещающие облигации, если их права удавалось подтвердить и если это допускалось правилами для их категории. Однако для большинства иностранных инвесторов из недружественных стран участие в обмене было невозможным или нежелательным из-за собственных санкционных ограничений. Поэтому еврооблигации многих выпусков продолжают существовать параллельно с замещающими облигациями. Эмитент продолжает обслуживать их для тех иностранных держателей, до кого может дотянуться. Один и тот же долг живет в двух мирах одновременно.

После регистрации биржа включает замещающие облигации в котировальный список того или иного уровня. От уровня листинга зависит, какие инвесторы могут покупать

бумагу без тестирования, могут ли ее покупать пенсионные фонды и страховые компании, насколько строгие требования к раскрытию информации предъявляются к эмитенту. Многие замещающие облигации крупных компаний попали в высокие уровни листинга. Для частного инвестора уровень листинга служит косвенным ориентиром качества бумаги. Подробнее о торговле на бирже мы поговорим в одиннадцатой главе.

Теперь о вопросе, который часто задают инвесторы: чем замещающая облигация отличается от обычной российской облигации в валюте. Обычные валютные облигации по российскому праву существовали и раньше, а после 2022 года стали выпускаться все чаще. Главное отличие замещающей облигации заключается в ее происхождении: она выпускается взамен конкретной еврооблигации и оплачивается ею. Объем выпуска ограничен объемом замещаемой еврооблигации, а условия жестко привязаны к условиям оригинала. Обычная валютная облигация выпускается с условиями, которые эмитент определяет свободно, и оплачивается деньгами.

Есть и другое важное отличие, касающееся связи с исходным долгом. Пока не все еврооблигации выпуска замещены, у эмитента сосуществуют два вида обязательств по одному долгу: еврооблигации у тех, кто не обменял, и замещающие облигации у тех, кто обменял. Эмитент платит по обоим, но разными путями. По мере замещения объем еврооблигаций

сокращается, а объем замещающих облигаций растет. В итоге еврооблигации могут остаться только у иностранных держателей, которые не участвовали в обмене.

Обычные валютные облигации по российскому праву, которые компании выпускают сегодня, такой связи с прошлым не имеют. Это новые долги с новыми условиями, о которых мы поговорим в восьмой главе. Для инвестора разница проявляется в нескольких аспектах. Замещающие облигации часто имеют купоны, установленные несколько лет назад в другой рыночной ситуации, и поэтому могут торговаться с заметным дисконтом или премией к номиналу. Новые валютные облигации обычно выпускаются по текущим рыночным ставкам.

К настоящему времени российские эмитенты разместили больше сотни выпусков замещающих облигаций на десятки миллиардов долларов. Среди них бумаги нефтегазовых, металлургических, транспортных, химических компаний, а также некоторых банков. Не все еврооблигации удалось заместить: некоторые эмитенты не смогли организовать обмен из-за особенностей структуры выпуска, другие погасили еврооблигации до замещения. Некоторые выпуски были замещены лишь частично. Карту эмитентов замещающих облигаций мы подробно рассмотрим в десятой главе.

Названия замещающих облигаций в торговых системах обычно содержат пометку о замещении. Чаще всего это сокращение ЗО, за которым следуют год погашения и обозна-

чение валюты. Например, название может выглядеть как имя эмитента, затем ЗО, затем две последние цифры года погашения и буква, обозначающая доллар или евро. Это помогает быстро отличить замещающую облигацию от обычной облигации того же эмитента. При поиске в приложении брокера удобно использовать эту пометку.

Посмотрим, как замещение изменило ситуацию для Андрея. Облигации металлургической компании и нефтяных компаний, учитывавшиеся через НРД, были замещены в 2023 году. Андрей получил на свой счет замещающие облигации с теми же параметрами, что и его еврооблигации. Купоны по ним стали приходить через российскую инфраструктуру без задержек, обычно в рублях по курсу, а по некоторым выпускам в долларах. Впервые за полтора года он почувствовал, что ситуация с этой частью портфеля нормализовалась.

Светлана, наблюдая за историей Андрея, решила применить к замещающим облигациям валютный тест. На первый вопрос о валюте расходов она отвечает, что хочет защитить часть сбережений от ослабления рубля, а тратить будет в рублях. Замещающая облигация с выплатами в рублях по курсу вполне подходит для этой цели, ведь рублевая сумма растет вместе с курсом. На второй вопрос о цепочке хранения ответ стал простым: НРД и российский брокер. На третий вопрос о том, кто и чем заплатит, ответ тоже понятен: российская компания через НРД в рублях по курсу или в валюте.

Сравним еврооблигацию и замещающую облигацию по главным параметрам. Еврооблигация регулировалась английским правом, а замещающая регулируется российским. По еврооблигации интересы держателей представлял иностранный трасти, а по замещающей российский представитель владельцев облигаций. Выплаты по еврооблигации шли через иностранного платежного агента и Euroclear в валюте, а по замещающей идут через НРД в валюте или в рублях. Еврооблигация учитывалась в цепочке из нескольких иностранных и российских депозитариев, а замещающая учитывается только в российских.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, купив полную легальную версию на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.