

# Содержание

<b>Предисловие</b>	4
<b>Введение</b>	6
<b>1 Разбор завалов на рынке еврооблигаций</b>	
Несанкционные эмитенты	15
Санкционные эмитенты	21
Заключительные замечания и поиск альтернативы рынку еврооблигаций	23
<b>2 Разбор завалов на рынке акций</b>	
Депозитарные расписки ПАО	30
Инструменты ИХК	33
Заключительные замечания и поиск альтернативы старому рынку	55
<b>3 IPO и SPO нового рынка</b>	
Ценообразование IPO	63
Ценообразование SPO	88
Заключительные замечания	110
<b>Приложение 1</b>	
Опыт инвестирования на фоне перезагрузки	114
<b>Приложение 2</b>	
Опыт участия в реформе рынка	122
<b>Сокращения и расшифровка некоторых понятий</b>	
	126

# Предисловие

Дорогой читатель!

Накануне событий февраля 2022 года было почти готово к отправке в издательство четвертое издание моего труда по структурированию и ценообразованию первичных и вторичных размещений акций.

И оно в итоге вышло, но (а) по прошествии двух лет, (б) после еще более глубокой переработки и (в) почти «потеряв» структурирование<sup>1</sup>.

А тем временем шла работа над совсем другой книгой, начавшейся с записи событий в марте 2022 года.

Изначальный план состоял в том, чтобы выпустить ее до конца 2022 года как практическое руководство по решению проблем с **квазиностранными инструментами**<sup>2</sup>, возникших у эмитентов, инвесторов и профучастников. Однако же события развивались столь стремительно, что рукопись постоянно приходилось дописывать и переписывать, а сами события растянулись на несколько лет.

<sup>1</sup> Мальков А. В. Ценообразование IPO и SPO. На пути от старого рынка к новому. — М.: Альпина PRO, 2024.

<sup>2</sup> Впервые встречающиеся в тексте слова, выделенные жирным, расшифрованы в соответствующем разделе в конце издания.

Воспользовавшись случаем, я продолжил повествование четвертого издания:

- добавил сделки за 2024 год (только с полными статистическими рядами; аналогичный подход применен к сделкам за 2023 год);
- по сделкам 2022–2024 годов представил детализированные таблицы по (а) спросу и аллокациям, а также (б) динамике торгов (включая обновление горизонтов динамики котировок);
- расширил факторы ценообразования.

Я бы хотел выразить благодарность за ценные вводные Евгению Дорофееву, Анне Красовой, Анне Кузнецовой и Андрею Осадчеву, а последнему — еще и за помощь со статистикой.

## Введение

21 февраля 2022 года (день проведения Совета Безопасности) индекс **МОЕХ** упал на 10,5%, индекс РТС — на 13,2%.

24 февраля (начало боевых действий) падение рынка составило 33,3% и 39,4% соответственно.

С понедельника 28 февраля торги на отечественных и американских площадках были остановлены. Лондонская фондовая биржа проявила нерасторопность, в результате чего российские активы еще несколько дней продавались по рекордно низким ценам.

Указом Президента № 81 от 1 марта большинство иностранцев были отрезаны от торгов на отечественных биржах, а их активы оказались на счетах С.

Указ Президента № 95 от 5 марта установил порядок исполнения обязательств перед иностранными кредиторами, в том числе по еврооблигациям.

5 марта 2022 года ключевая ставка была поднята до 20%.

Видимо, не до конца осознав, что произошло, розничный инвестор по лекалам предшествующих кризисов побежал в доллар, разогнав его в течение торговой сессии 14 марта до ₽117, и впоследствии с ужасом наблюдал за ослаблением доллара до почти ₽50 на фоне отсутствия у экспортёров обязательств по продаже валютной выручки.

Уже 24 февраля 2022 года на СПБ Бирже не прошли расчеты по сделкам с еврооблигациями, а в начале марта держателям еврооблигаций в российских депозитариях

из Евроклира (ЕК) / Клирстрима (КС) перестали приходить суммы купонов и погашений. На тот момент не было понимания, во что выльется казавшийся временным сбой инфраструктуры (о последнем см. «Разбор завалов на рынке еврооблигаций» с. 15–22).

Не было понимания и масштабов предстоящего демонтажа зарубежных структур эмитентами акций (см. подробнее «Разбор завалов на рынке акций» с. 30–54).

Возобновление торгов акциями началось 24 марта с 33 ПАО из индекса Московской биржи (см. таблицу 1 в сравнении с уровнем закрытия 25 февраля).

---

**Таблица 1**

«Алроса»	+12%
«Аэрофлот»	-16%
ВТБ	-6%
«Газпром»	+13%
«Детский мир»	-6%
«Интер РАО»	-8%
«Лукойл»	+12%
«Магнит»	+8%
МКБ	+7%
ММК	0%
Московская биржа	+5%
МТС	-7%
НЛМК	+3%
«НОВАТЭК»	+19%
«Норильский никель»	+10%

ПИК	0%
«Полюс»	+16%
«Роснефть»	+17%
«Ростелеком»	+5%
«РУСАЛ»	+15%
«РусГидро»	+4%
Сбер	+4%
Сбер преф	+3%
«Северсталь»	-3%
«Система»	+2%
«Сургутнефтегаз»	+7%
«Сургутнефтегаз» преф	+18%
«Татнефть»	+19%
«Татнефть» преф	+5%
«Транснефть» преф	-7%
«ФосАгро»	+26%
«ФСК Россети»	+18%
«ЭН Плюс»	+3%

А 29 марта возобновились торги инструментами 10 иностранных холдинговых компаний (ИХК) из индекса МОEX (см. таблицу 2 в сравнении с уровнем закрытия 25 февраля).

Таблица 2

Yandex N.V.	+4,6%
TCS Group Holding PLC	-12,1%
Polymetal International plc	+3,9%

X5 Retail Group N.V.	-11,0%
Ozon Holdings PLC	-13,2%
VK Company Limited	+70,0%
Globaltrans Investment PLC	-10,5%
Fix Price Group Ltd	+15,4%
HeadHunter Group PLC	-14,7%
Petropavlovsk PLC <sup>3</sup>	-9,1%

С уходом иностранных инвесторов объемы торгов акциями значительно сократились<sup>4</sup>, а доля розничных инвесторов в них существенно выросла:



После нескольких месяцев переговоров российской стороны с ЕК и КС 3 июня 2022 года европейцы наложили на НРД санкции (видимо, для легитимизации действий своих клиринговых систем).

<sup>3</sup> С 28 июня 2022 года переведены из раздела «Первый уровень» в раздел «Третий уровень» списка ценных бумаг, допущенных к торгу на Московской бирже, в связи с раскрытием информации о невозможности подготовки годовой и финансовой отчетности за 2021 год в связи с текущим финансовым положением, потенциальной невозможности провести аудит и невозможности исполнения ряда финансовых обязательств. С 21 июля исключены из раздела «Третий уровень» списка ценных бумаг, допущенных к торгу на Московской бирже, в связи с делистингом ценных бумаг.

<sup>4</sup> Среднемесячные объемы торгов акциями в марте 2022 года составили ₽445 млрд (сравните со средним значением ₽2,5 трлн за 2021 год).

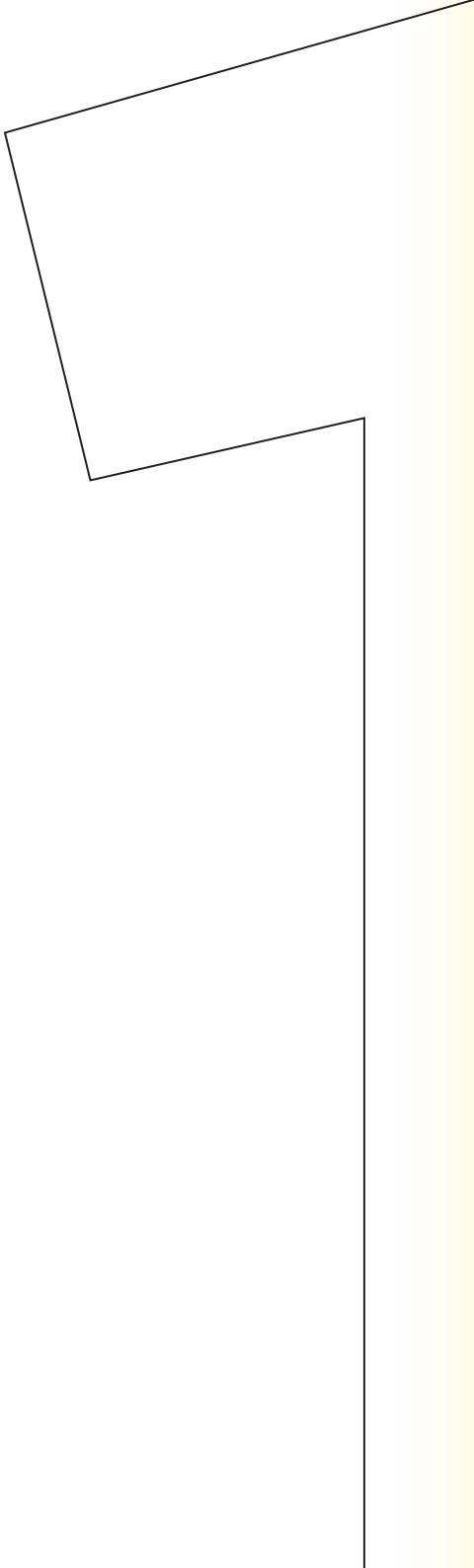
Опасаясь аналогичных действий в отношении НКЦ и желая избавиться от непокрытой валютной позиции, банки в июне ввели комиссии за хранение недружественных валют.

Это ускорило рост клиентских остатков в юанях, стабильно наблюдавшийся с марта. Со второй половины лета 2022 года эти остатки нашли применение в облигациях в юанях (см. «Заключительные замечания и поиск альтернативы рынку еврооблигаций» с. 23–25).

Тем временем на рынке акций во второй половине лета наблюдалось оживление: ключевая ставка упала до 8%, доля розничных инвесторов в торгах достигла 76–78%. Но из-за объявления частичной мобилизации в сентябре 2022 года первые сделки на рынке акций маркетировались в крайне неблагоприятных условиях (см. «IPO и SPO нового рынка» с. 62).

Параллельно продолжался разбор завалов по квази-иностранным инструментам, где основной аккорд по еврооблигациям пришелся на 2022–2023 годы, а по акциям — на 2023–2024 годы.

\_\_\_\_\_



---

РАЗБОР ЗАВАЛОВ  
НА РЫНКЕ  
ЕВРООБЛИГАЦИЙ

---

На конец 2021 года объем обращающихся на рынке еврооблигаций, из которых на иностранцев приходилось порядка 60%, составлял около \$150 млрд ( $\sim \text{₽}11,1$  трлн).

Рассмотрим эту цифру в контексте двух других сегментов долгового рынка на конец 2021 года:

- объем ОФЗ в обращении составил  $\text{₽}15,5$  трлн, из которых доля иностранного владения равнялась 19,9%;
- объем рынка корпоративных облигаций, где доля иностранцев стремилась к нулю, составил  $\text{₽}17,6$  трлн.

Подавляющее большинство еврооблигаций выпускалось либо дочерней компанией заемщика, который гарантировал исполнение ею обязательств, либо компанией специального назначения, которая предоставляла средства заемщику. В обоих случаях эмитенты еврооблигаций были инкорпорированы в т.н. недружественных странах.

Особняком стояли еврооблигации, выпущенные непосредственно ИХК («Борец», Домодедово, VEON).

Во всех случаях основное место хранения еврооблигаций — зарубежные депозитарии (**внешний контур**).

Основные объемы еврооблигаций российских держателей хранились во **внутреннем контуре** (НРД и **сестринские депозитарии**).

Напомню, что буквально через неделю после 24 февраля 2022 года до держателей еврооблигаций во внутреннем контуре из ЕК/КС перестали доходить средства, перечисляемые в соответствии с эмиссионной документацией.

---

## Несанкционные эмитенты<sup>5</sup>

Какое-то время несанкционные заемщики продолжили перечислять средства в соответствии с эмиссионной документацией, но с 8 апреля 2022 года Правительственная комиссия по контролю за осуществлением иностранных инвестиций (далее **ПравКом**) прекратила выдачу разрешений на выплаты в порядке, установленном эмиссионной документацией (протокол № 28). А 5 июля 2022 года вышел Указ Президента № 430, обязавший заемщиков либо перечислять денежные средства через российские депозитарии, либо выпустить замещающие облигации (**ЗО**)<sup>6</sup>.

Ближе к концу весны 2022 года российские заемщики столкнулись с еще одной проблемой — отказом доверительных управляющих еврооблигаций (trustee) и корпоративных администраторов эмитентов еврооблигаций от выполнения своих обязательств со ссылкой на Council Regulation 2022/576 от 8 апреля 2022 года.

Обе проблемы начиная с лета 2022 года заемщики взялись решать путем голосования по изменению условий еврооблигаций (*consent solicitation*).

<sup>5</sup> Некоторые из рассматриваемых здесь компаний впоследствии были внесены в санкционные списки (например, «Полюс» и «Тинькофф Банк»).

<sup>6</sup> Для реализации этого решения в законодательство был внесен ряд изменений: возможность оплачивать облигации еврооблигациями, а не деньгами; отмена минимального лота 10 млн рублей для замещающих субординированных облигаций (с учетом наличия у многих выпусков дробных лотов по \$1000).

Причем голосование через ЕК/КС тоже «сломалось», и процесс проводился через безальтернативного провайдера — британскую компанию i2 Capital Markets, которая и стала доверительным управляющим всех несанкционных эмитентов.

Другая характерная черта процессов голосования — низкая активность иностранных владельцев еврооблигаций, в основном руководствующихся логикой «как бы чего не нарушить». В связи с этим было важно обеспечить максимальное количество голосов российских держателей. Особо сложным этот процесс был на уровне брокеров, клиенты которых владели малыми лотами (тысячи, а в некоторых случаях десятки тысяч человек). В контексте смены доверительных управляющих сложилась практика голосования брокером за клиентов, поскольку это не ущемляло права последних. Впоследствии она была применена и к замещающим облигациям.

Чтобы отделить внутренний контур от внешнего и платить по каждому отдельно, у российских заемщиков в 2022 году было в распоряжении два типовых решения — разделить платежи либо выпустить замещающие облигации.

Первым решением воспользовались «Полюс», НЛМК, «Норильский никель».

Летом—осенью 2022 года они провели голосования по изменению условий еврооблигаций, на которых обсуждались следующие вопросы:

- возможность прямых платежей держателям в российских депозитариях по курсу ЦБ на дату выплаты;
- упрощение процедуры аннулирования выкупленных еврооблигаций<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Проводилось путем письменного уведомления заемщиком или иным связанным с ним лицом доверительного управляющего, платежного агента и регистратора.

При этом платежные агенты / европейские клиринговые системы продолжительное время (в ряде случаев месяцами) отказывались принимать к исполнению неполные суммы.

Самым масштабным пользователем *второго решения* оказался «Газпром». С осени 2022 года он запустил процесс, в рамках которого за несколько месяцев до купонных выплат сначала проводилось голосование по упрощенному аннулированию еврооблигаций, а затем выпускались замещающие облигации. В результате сформировался новый сегмент рынка объемом более ₽1 трлн.

За первые девять месяцев действия Указа № 430, помимо «Газпрома», замещающие облигации выпустили лишь некоторые эмитенты (в алфавитном порядке) — «Борец», «ЕвроХим», «Лукойл», «Металлоинвест», ММК, «РУСАЛ», «Совкомфлот» и СУЭК<sup>8</sup>. В связи с чем 22 мая 2023 года в него были внесены изменения, сделавшие выпуск ЗО обязательным для всех заемщиков до конца года (в декабре 2023 года срок был продлен до середины 2024-го).

Но и с ЗО не все оказалось просто.

Во-первых, Указ № 430, к сожалению, не предусматривал процедуру автоматического обмена еврооблигаций на ЗО во внутреннем контуре (сравните с автоконвертацией, «Депозитарные расписки ПАО» и «Инструменты ИХК» см. с. 30–32 и 37–39). Это не только создало значительную административную нагрузку на участников обменов, но и привело к образованию во внутреннем контуре пула незамещенных еврооблигаций («хвосты»). А получение заемщиком (например, «Газпромом») разрешения

<sup>8</sup> Облигации ПИК не квалифицировались как «замещающие», поскольку выпускались в рамках ранее зарегистрированной программы биржевых облигаций, в связи с чем первый купон был урезанным, а само замещение осуществлялось как две встречные сделки (по продаже еврооблигации и покупке «замещающей» облигации).

не платить по незамещенным еврооблигациям для владельцев последних означало полную потерю инвестиции.

Во-вторых, не всегда представлялось возможным признать еврооблигации погашенными по всей депозитарной цепочке. Так, в августе 2023 года центральный депозитарий Казахстана отказался содействовать замещению, видимо, увидев в подобных операциях обход санкций. Кроме того, нередко депозитарии первого уровня<sup>9</sup>, а иногда и вышестоящие депозитарии являлись санкционными лицами. Уступка права / отказ от права в обмен на замещающую облигацию представлялись неоптимальным решением, поскольку не исключался дальнейший оборот еврооблигации (и, соответственно, задвоение долга для заемщика).

В-третьих, «радовала» и налоговая составляющая. Поправка в статью 214.1 Налогового кодекса<sup>10</sup> была принята лишь в июле 2023 года и не признавала реализацией обмен только тех бумаг, которыми инвесторы владели по состоянию на 1 марта 2022 года (нередко еврооблигации приобретались держателями в период более сильного рубля, а обмен на замещающие облигации происходил при более слабом курсе, поэтому у инвесторов возникал дополнительный доход в рублях, хотя в иностранной валюте номинальная стоимость бумаг не изменилась).

Но, как это часто бывает, на рынке имели место и особые случаи.

«Тинькофф Банк» по двум выпускам «вечных облигаций» был готов продублировать во внутреннем контуре сентябрь-

<sup>9</sup> В котором открыт счет непосредственного владельца ценной бумаги.

<sup>10</sup> Федеральный закон № 389-ФЗ от 31 июля 2023 г. «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации, отдельные законодательные акты Российской Федерации и о приостановлении действия абзаца второго пункта 1 статьи 78 части первой Налогового кодекса Российской Федерации».

Конец ознакомительного фрагмента.

Приобрести книгу можно

в интернет-магазине

«Электронный универс»

[e-Univers.ru](http://e-Univers.ru)