



Банк России



ОТЧЕТ ОБ ОЦЕНКЕ ФАКТИЧЕСКОГО ВОЗДЕЙСТВИЯ

РЕГУЛЯТОРНЫХ ТРЕБОВАНИЙ К КОНВЕРТИРУЕМЫМ
ОБЛИГАЦИЯМ

Москва
2025

ОГЛАВЛЕНИЕ

Резюме	2
Введение.....	4
1. Ожидавшееся воздействие регулирования и механизм его оценки	7
1.1. Предпосылки введения регулирования.....	7
1.2. Проблемы, на решение которых было направлено регулирование.....	8
1.3. Цели введения регулирования	12
1.4. Варианты регулирования и обоснование выбранного варианта.....	12
1.5. Механизм оценки эффективности введенного регулирования	14
2. Регулируемая сфера в период оценки	15
2.1. Порядок внедрения регулирования.....	15
2.2. Состояние финансового рынка в период оценки	15
2.3. События и факторы, которые повлияли на достижение целей регулирования.....	16
3. Результаты оценки фактического воздействия.....	19
3.1. Решение задачи 1.....	19
3.2. Решение задачи 2.....	20
3.3. Решение задачи 3.....	21
3.4. Решение задачи 4	22
3.5. Решение задачи 5.....	23
4. Выводы и предложения.....	25
Приложения	26
Приложение 1. Обзор международной практики выпуска конвертируемых облигаций.....	26
Приложение 2. Оценка интереса участников финансового рынка к конвертируемым ценным бумагам	56
Приложение 3. Отчет о консультациях с участниками рынка в ходе оценки фактического воздействия	66
Приложение 4. Текущий публичный долг отдельных эмитентов, осуществивших первичное публичное размещение акций в 2023–2024 годах.....	69
Приложение 5. Данные информационной системы Cbonds. Выборка	
Список сокращений	71

Отчет о воздействии регуляторных требований, закрепленных в статье 27.5-8 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»; пунктах 2 и 4 статьи 33; статье 37 Федерального закона от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах»; подразделе IV.4 Положения Банка России от 19.12.2019 № 706-П «О стандартах эмиссии ценных бумаг».

Материал подготовлен Департаментом корпоративных отношений.

Участники экспертной группы: Теплова И.В., Снигирев А.С., Богатырев Г.Т., Запорожцев Д.М., Ламова М.В., Николаева Е.А., Остапенко Е.В., Петровская Л.В., Пономаренко А.А., Розовская Ю.Ю., Танащук С.С., Филимошин П.М., Фролов К.В., Шаропуто И.М.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM

107016, Москва, ул. Неглинная, 12, к. В

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2025

РЕЗЮМЕ

Общая информация об исследовании

Конвертируемые облигации представляют собой долговые ценные бумаги, которые при определенных условиях могут трансформироваться в акции того же эмитента. В период 2018–2019 гг. правила выпуска и конвертации таких облигаций были усовершенствованы, для того чтобы повысить предсказуемость их оборота. Однако на текущий момент на российском финансовом рынке выпуски конвертируемых облигаций носят единичный характер. В связи с этим в период с августа 2024 г. по май 2025 г. Банк России провел оценку фактического воздействия соответствующей сферы регулирования.

Ожидавшееся воздействие регулирования

Регулирование было введено в ответ на следующие проблемы: (1) низкий уровень развития сегмента конвертируемых ценных бумаг (КЦБ) в России; (2) непрозрачные условия конвертации; (3) высокие риски неполучения акций держателями облигаций. Общая цель регулирования состояла в повышении гибкости условий привлечения инвестиций для отдельных категорий эмитентов. Специальной целью было увеличение надежности и прозрачности конвертируемых облигаций. Достичь эту цель предполагалось за счет комплексных и детальных требований к порядку выпуска и конвертации таких ценных бумаг.

Регулируемая сфера в период оценки

Ключевые нормы регулирования вступили в силу 01.01.2020. Регулирование требовало от участников рынка изменить подход к совершению отдельных действий в ходе выпуска и конвертации ценных бумаг, однако эти изменения не были масштабными. С 2019 г. в России был зарегистрирован только один выпуск конвертируемых облигаций.

Фактическое воздействие регулирования

Задача 1 – определить, как регулирование повлияло на уровень защиты инвесторов. Ввиду отсутствия на российском рынке выпусков конвертируемых облигаций не представляется возможным определить, как регулирование фактически повлияло на уровень прозрачности порядка и условий конвертации конвертируемых ценных бумаг для инвесторов, а также на уровень защиты их прав.

Задача 2 – выяснить, какие внешние факторы повлияли на достижение целей регулирования. Уменьшение доли институциональных инвесторов и снижение уровня предсказуемости осуществления экономической деятельности стали наиболее весомыми факторами, оказавшими негативное влияние на объем рынка конвертируемых облигаций. При этом даже высокие процентные ставки на денежном рынке, традиционно стимулирующие компании использовать гибридные финансовые инструменты для привлечения финансирования на более выгодных условиях, не оказали положительного влияния на объем сегмента конвертируемых ценных бумаг.

Задача 3 – определить, как регулирование повлияло на количество и объем конвертируемых облигаций. Единичный случай выпуска этого инструмента, а также результаты опроса участников рынка свидетельствуют о том, что регулирование не оказало положительного влияния на сегмент конвертируемых облигаций.

Задача 4 – узнать, как согласованы между собой различные элементы регулирования. Элементы регулирования в целом согласованы между собой. При этом выявлены трудновыполнимые нормы для отдельных эмитентов – финансовых организаций.

Задача 5 – разобраться, насколько регулирование соответствует текущим и будущим потребностям эмитентов и инвесторов. Регулирование соответствует текущим и будущим потребностям инвесторов. При этом эмитентам недостает возможности гибко определять коэффициент конвертации.

Выводы

1. Регулирование предположительно повысило прозрачность условий и порядка конвертации, улучшив уровень защиты прав инвесторов. Это подтверждается результатами опроса участников рынка и внутренней экспертизой Банка России. Однако ввиду единичного выпуска исследуемого инструмента эмпирическая база признана недостаточной.

2. Регулирование не повысило спрос на конвертируемые облигации в России. Со стороны эмитентов это обусловлено неосведомленностью о данном инструменте и отсутствием примеров успешных рыночных размещений. Со стороны инвесторов это вызвано нишевым характером конвертируемых облигаций, который влечет более сложный анализ соотношения рисков и доходности. Кроме того, на востребованность инструмента негативно повлияли макроэкономическая неопределенность и уход с российского рынка крупных венчурных фондов.

3. Регулирование внутренне согласовано. В ходе оценки фактического воздействия (ОФВ) не были выявлены противоречия, коллизии или непропорциональное распределение правил, содержащихся в регулировании. В то же время определены элементы регулирования, требующие доработки.

При этом отсутствие практических кейсов по выпуску конвертируемых облигаций в рассматриваемый период служит основанием для предположения о том, что действующее регулирование требует актуализации в целях обеспечения достижения оптимального баланса интересов инвесторов и эмитентов.

Предложения по предмету ОФВ

1. Создать условия для использования конвертируемых облигаций в период pre-IPO. Большой потенциал в этом сегменте подтверждается тем, что на 10.03.2025 к организованным торгам, проводимым ПАО Московская Биржа, допущены 38 выпусков облигаций 7 эмитентов, осуществивших первичное публичное размещение акций в 2023–2024 гг., с совокупным объемом в обращении по непогашенному номиналу 94 175 млн рублей¹.

2. Рассмотреть возможность использования как фиксированного, так и гибкого коэффициента конвертации. В связи с указанным предлагается рассмотреть необходимость доработки действующего регулирования в части вопросов, связанных с определением коэффициента конвертации ценных бумаг, в том числе с учетом международной практики расчета коэффициента конвертации.

¹ Подробнее см. приложение 4 «Текущий публичный долг отдельных эмитентов, осуществивших первичное публичное размещение акций в 2023–2024 годах».

ВВЕДЕНИЕ

Процедурные основания оценки

Оценка проведена в соответствии с решением Рабочей группы по оценке фактического воздействия нормативных актов Банка России от 10.06.2024 (протокол от 19.07.2024 № ПРГ-52-3-1/1929).

Период проведения ОФВ: август 2024 – май 2025 года.

Обоснование необходимости оценки

Конвертируемые облигации в общем виде¹ представляют собой долговые ценные бумаги, которые дают их владельцам возможность в определенный момент обменять облигации на акции эмитента по установленному заранее курсу. Для эмитентов выпуск конвертируемых облигаций обычно рассматривается как более гибкий инструмент привлечения финансирования (в сравнении с обычными облигациями или кредитованием), использование которого может быть обусловлено, например, текущим финансовым состоянием компании, стратегией развития и другим. Для инвесторов сочетание характеристик облигаций и акций позволяет получать фиксированный купонный доход, а также потенциальную выгоду в случае роста стоимости акций компании. При этом такое сочетание предполагает и наличие рисков, присущих как облигациям, так и акциям.

В период 2018–2019 гг. был внесен ряд изменений² в регулирование эмиссии конвертируемых облигаций и порядка осуществления их конвертации. Новые правила были направлены на улучшение условий для использования конвертируемых облигаций, а также на снижение правовых рисков и повышение предсказуемости сделок с ними. Вместе с тем на текущий момент на российском финансовом рынке выпуски конвертируемых облигаций носят единичный характер, что может быть обусловлено внешними и внутренними экономическими условиями, а также введенным регулированием. В связи с этим возникает потребность оценить введенное регулирование с точки зрения его фактического воздействия.

Ранее проведенные ОФВ и иные исследования по теме

До настоящего момента в Банке России не проводились исследования действующего регулирования конвертируемых облигаций.

Цель проведения ОФВ

Целью ОФВ является оценка эффектов действующего в настоящее время регулирования эмиссии конвертируемых облигаций, введенного в период 2018–2019 годов. В частности, в ходе ОФВ будет установлено, насколько указанное регулирование решило поставленные при его введении

¹ Предложенное определение носит общий характер, эмиссионной документацией могут быть предусмотрены дополнительные характеристики и условия.

² Указанные изменения затрагивали более широкий предмет регулирования – конвертируемые ценные бумаги. Но с учетом цели проведения настоящей ОФВ и специфики каждого вида конвертируемых ценных бумаг полагаем необходимым выделить регулирование конвертируемых облигаций в самостоятельное исследование. Также из сферы оценки исключаются требования и условия выпуска и обращения конвертируемых ценных бумаг, которые являются субординированными инструментами в силу иных задач, на решение которых направлено размещение таких специальных инструментов, и ориентации в основном на банковский сектор (определение субординированного инструмента предусмотрено статьей 25.1 Федерального закона от 02.12.1990 № 395-1 «О банках и банковской деятельности»).

задачи. Дополнительной целью ОФВ является определение взаимосвязанности текущих низких объемов эмиссии конвертируемых ценных бумаг с рассматриваемым регулированием.

По результатам ОФВ планируется принять решение о сохранении или изменении регулирования конвертируемых облигаций. Результаты ОФВ помогут обозначить направления для улучшения регулирования и его донастройки под возможные будущие потребности финансового рынка. Кроме того, на основании общих выводов ОФВ могут быть приняты решения по регуляторной политике Банка России в целом.

Помимо этого, ОФВ может обозначить проблемы, которые препятствуют распространению конвертируемых облигаций на российском финансовом рынке, но лежат за рамками регуляторной среды и относятся к рыночному и общему институциональному контексту.

Сфера исследования

В сферу ОФВ входит совокупность норм, которые регулируют эмиссию конвертируемых облигаций и порядок осуществления их конвертации:

- статья 27.5-8 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон о РЦБ);
- пункты 2 и 4 статьи 33, статья 37 Федерального закона от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (далее – Закон об АО);
- подраздел IV. 4 Положения Банка России от 19.12.2019 № 706-П «О стандартах эмиссии ценных бумаг».

Период времени, за который проведена оценка

Достижение целей регулирования и эффективность проведенной реформы регулирования конвертируемых ценных бумаг предлагается оценить за период 2020–2024 годов. Начало исследуемого периода связано с вступлением в силу оцениваемых законодательных изменений.

Круг лиц, затронутых регулированием

Регулирование затрагивает:

- все российские акционерные общества, так как они являются потенциальными эмитентами конвертируемых в акции облигаций;
- посредников, оказывающих эмитентам услуги по подготовке эмиссионных документов и сопровождению сделок, связанных с размещением конвертируемых облигаций;
- неограниченное количество физических и юридических лиц, выступающих потенциальными инвесторами, которые вкладывают средства в конвертируемые облигации.

При этом наибольшее влияние регулирования на себе испытывают:

- потенциальные эмитенты – компании из различных секторов экономики (на любом этапе жизни компании), у которых в текущих рыночных условиях с учетом их стратегии развития возникает потребность в использовании более гибких механизмов для привлечения финансовых ресурсов;
- институциональные и розничные (квалифицированные) инвесторы, заключающие сделки со сложными финансовыми инструментами и готовые принимать на себя связанные с конвертируемыми облигациями риски.

Задачи исследования

Оценка реформы регулирования конвертируемых облигаций проводится в разрезе следующих вопросов:

1. В какой степени оцениваемое регулирование повлияло на уровень защиты инвесторов, приобретающих конвертируемые облигации?
2. Какие внешние по отношению к регулированию факторы воздействовали на объем сегмента конвертируемых облигаций и каким образом?
3. Как регулирование повлияло на количество и объем размещенных выпусков конвертируемых облигаций?
4. Насколько различные элементы регулирования согласуются друг с другом?
5. В какой мере введенное регулирование соответствует текущим и вероятным будущим потребностям эмитентов и инвесторов?

Информация о публичном обсуждении проекта отчета

Проект отчета был размещен на официальном сайте Банка России. Его публичное обсуждение проходило с 11 по 26 июня 2025 года.

1. ОЖИДАВШЕЕСЯ ВОЗДЕЙСТВИЕ РЕГУЛИРОВАНИЯ И МЕХАНИЗМ ЕГО ОЦЕНКИ

ОЖИДАВШЕЕСЯ ВОЗДЕЙСТВИЕ РЕГУЛИРОВАНИЯ

Проблемы рынка конвертируемых облигаций	Низкий уровень развития сегмента конвертируемых ценных бумаг	Непрозрачные условия конвертации	Высокие риски неполучения ценных бумаг при конвертации
	Общая цель: повышение гибкости условий привлечения инвестиций для отдельных категорий эмитентов		
Цели внесения изменений в регулирование	Специальная цель: Повышение надежности и прозрачности конвертируемых облигаций		Операционные цели: - Описание и разграничение в регулировании отдельных условий конвертации - Устранение или снижение риска неполучения ценных бумаг при конвертации
Необходимые ресурсы участников рынка	Эмитенты: внутренние и (или) внешние специалисты/консультанты для подготовки эмиссионных документов, финансовые ресурсы для оплаты расходов, связанных с эмиссией ценных бумаг Инвесторы: свободные финансовые ресурсы для инвестирования		
Действия, требуемые от участников рынка	Эмитенты: принятие необходимых корпоративных решений о выпуске и конвертации облигаций, подготовка и представление эмиссионных документов, действия по размещению конвертируемых ценных бумаг, исполнение обязательств по конвертации облигаций Банк России: проверка представленных документов, регистрация выпусков ценных бумаг Инвесторы: приобретение и оплата ценных бумаг, осуществление прав по конвертируемым ценным бумагам		
Непосредственный эффект от изменения регулирования	- Регулирование позволяет формулировать разные условия конвертации, понятные для инвесторов и отвечающие потребностям эмитентов - Риск неполучения ценных бумаг при конвертации устранен или находится на приемлемом для инвесторов уровне		
Общий эффект от изменения регулирования	- Потенциальным эмитентам доступна расширенная линейка финансовых инструментов, позволяющих привлекать финансирование на гибких условиях - Функция финансового рынка по трансформации временно свободных средств/сбережений в инвестиции реализуется более эффективно		

1.1. Предпосылки введения регулирования

Общий контекст

Сегмент конвертируемых облигаций. Конвертируемые облигации выпускаются компаниями на разных этапах своего жизненного цикла с целью достижения различных финансовых и стратегических задач, в том числе таких как привлечение капитала с низкими затратами, реструктуризация долговых обязательств, оптимизация налоговой нагрузки. В случае непубличных компаний, которые находятся на этапе роста, выпуск конвертируемых облигаций может использоваться на стадии pre-IPO – объем рынка конвертируемых облигаций компаний на этой стадии составляет 15–17% от всего объема конвертируемых облигаций на глобальном рынке¹.

В конвертируемые облигации инвестируют различные типы инвесторов, которые используют их гибридные характеристики (сочетают фиксированный доход с возможностью участия в росте акций компании-эмитента). Структура инвесторов конвертируемых облигаций на глобальном рынке представлена хедж-фондами, активно использующими конвертируемые облигации

¹ Источники данных: PitchBook, CB Insights, Preqin. Подробнее см. приложение 1 «Обзор международной практики выпуска конвертируемых облигаций».

для арбитража и спекуляций на фоне роста волатильности акций эмитента, – 45% глобального рынка, институциональными инвесторами – 35%, ETF и розничными инвесторами – 20%².

История регулирования. В Российской Федерации понятие конвертируемых облигаций и регулирование для них появились в начале 1996 г. с вступлением в силу Закона об АО. Первые детальные требования к таким ценным бумагам были закреплены в постановлениях ФКЦБ России от 20.04.1998 № 9³ (требования к раскрытию информации) и от 30.04.2002 № 16/пс⁴ (стандарты эмиссии). С этого периода и до 2019 г. регулирование постепенно расширялось, однако оставалось фрагментированным – за исключением порядка эмиссии, такие ценные бумаги упоминались лишь в рамках регулирования иных областей финансового рынка.

Экономический контекст. Период, предшествующий введению регулирования (2014–2019 гг.), характеризовался следующими факторами (данные приведены по состоянию на конец 2018 г.):

- доминирование банковского сектора на финансовом рынке – активы банковской системы составляли 86,7% от совокупных активов финансового сектора⁵;
- слабое развитие рынка капитала – капитализация российского рынка акций составляла 38% от ВВП России против 130% в среднем по странам ОЭСР;
- низкая доля облигационных заимствований – 24% от общего объема заимствований нефинансовых организаций⁶;
- относительно низкая стоимость привлечения финансирования – доходность однолетних ОФЗ находилась на уровне 7,79% годовых, трехлетних – 8,24%, пятилетних – 8,56%⁷. При этом средняя премия к доходности ОФЗ корпоративных облигаций с сопоставимыми сроками погашения составляла порядка 70–100 б.п.⁸, средневзвешенная ставка по рублевым кредитам для нефинансовых организаций была на уровне 9,2% годовых⁹.

1.2. Проблемы, на решение которых было направлено регулирование

Проблема 1. Низкий уровень развития сегмента конвертируемых ценных бумаг

Содержание проблемы. В 2014–2018 гг. сегмент конвертируемых ценных бумаг не являлся значимым для финансового рынка, а выпуски таких бумаг носили эпизодический характер. Так, за эти годы, по данным Реестра эмиссионных ценных бумаг, была осуществлена регистрация 10 выпусков конвертируемых облигаций. Из них 2 выпуска не были фактически размещены, а 4 выпуска являлись субординированными инструментами.

² Источники данных: Bloomberg, SIFMA, Asian Development Bank, ECB. Подробнее см. приложение 1 «Обзор международной практики выпуска конвертируемых облигаций».

³ Постановление ФКЦБ России от 20.04.1998 № 9 «Об утверждении Положения о порядке и объеме раскрытия информации открытыми акционерными обществами при размещении акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции, путем подписки и о внесении изменений и дополнений в Стандарты эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии».

⁴ Постановление ФКЦБ России от 30.04.2002 № 16/пс «Об эмиссии акций и облигаций, конвертируемых в акции».

⁵ Расчет на основе данных Банка России.

⁶ [Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2022 год и период 2023 и 2024 годов](#).

⁷ Данные Банка России.

⁸ Расчет на основе данных Cbonds.

⁹ [Информация](#) доступна на сайте Банка России.

Оставшиеся 4 выпуска были произведены 2 эмитентами:

	Год выпуска	Количество ценных бумаг (ед.)	Номинальная стоимость (руб.)	Способ размещения	Статус
Эмитент 1	2014	3 000 000	1 000	Закрытая подписка	Погашены (конвертация в акции)
	2015	3 500 000	1 000	Закрытая подписка	Погашены (конвертация в акции)
	2016	3 500 000	1 000	Закрытая подписка	Погашены (конвертация в акции)
Эмитент 2	2014	540	17 500	Закрытая подписка	Выпуск признан недействительным

Таким образом, на российском финансовом рынке возможности, предоставляемые конвертируемыми облигациями, практически не использовались.

Масштаб проблемы. Потенциальный ежегодный минимальный объем выпусков конвертируемых облигаций мог быть оценен, например, на уровне от 1,6 млрд до 2 млрд рублей в период 2014–2018 гг. на основе данных об объемах выпусков долговых ценных бумаг эмитентов малой и средней капитализации, которые впоследствии вышли на публичный рынок капитала в диапазоне 2–5 лет¹⁰.

Факторы, которые привели к появлению проблемы¹¹. Представляется, что основными факторами возникновения этой проблемы стали: общая экономическая ситуация в России в период 2014–2018 гг., уровень активности на рынке акционерного капитала, нишевый характер финансового инструмента, повышенные риски и связанная с ними сниженная достоверность прогнозирования доходности инвестирования.

- **Низкий уровень активности на рынке акционерного капитала в период 2014–2018 годов**

Введение в 2014 г. экономических санкций в отношении России и падение цен на нефть привели к ослаблению рубля, повышению инфляции, сокращению доходов экономических агентов, росту неопределенности на рынке акционерного капитала, ухудшению потребительских настроений и снижению предпринимательской уверенности. В 2015 г. российская экономика продолжала испытывать негативные последствия сохранявшихся санкций и контрсанкций, ограничений доступа российских компаний к внешним финансовым ресурсам. Мировые цены на основные товары российского экспорта продолжали снижаться.

Следствием этого стал длительный процесс адаптации экономических субъектов к новым условиям, охлаждение экономической активности и продолжение инвестиционной паузы, снижение вложений в основной капитал в 2014–2016 годах.

Несмотря на продолжавшееся в 2017–2018 гг. восстановление экономики России, которое началось во второй половине 2016 г., значительную **поддержку росту инвестиций оказала реализация крупных инвестиционных проектов с государственным участием**. Хотя увеличение инвестиций частного сектора в основной капитал оставалось достаточно устойчивым, фактический прирост инвестиций в основной капитал за 2017 г. составил только 4,4%.

- **Потенциальный спрос на инструмент**

В указанный период основными инвесторами в корпоративные облигации выступали кредитные организации. Спрос на корпоративные облигации со стороны физических лиц,

¹⁰ По данным Реестра эмиссионных ценных бумаг.

¹¹ Использованы данные годовых отчетов Банка России за 2014–2018 гг., опубликованных на официальном сайте Банка России.

нерезидентов и нефинансовых организаций был традиционно невысоким. Нефинансовые организации, как правило, предпочитали более привычные депозитные продукты для управления ликвидностью. Что же касается нерезидентов, то основной интерес иностранных участников на российском рынке облигаций был сконцентрирован в сегменте госбумаг с более высоким кредитным качеством.

- **Ограничения спроса со стороны институциональных инвесторов**

Нормативные ограничения инвестирования пенсионных накоплений и пенсионных резервов НПФ, а также нагрузка на капитал кредитных организаций уменьшали вероятность финансирования такими инвесторами компаний на стадии pre-IPO.

- **Нишевый характер инструмента:**

- для эмитентов: выпуск конвертируемых облигаций может быть интересен ограниченной категории эмитентов (развивающиеся компании, деятельность которых требует привлечения дополнительного финансирования в форме долговых инструментов, но чей уровень развития, объемов и масштабов деятельности, а также уровень корпоративного управления не достигли необходимой зрелости для выхода на рынок акционерного капитала; компании, рост которых ожидается в будущем, но которым необходимо уже сейчас активно привлекать средства на рынке; компании с хорошей деловой репутацией и развитой практикой привлечения средств на рынке, которые могут использовать конвертируемые облигации при подходящей внутренней и внешней конъюнктуре);
- для инвесторов: инструмент имеет более высокий уровень риска, связанный с повышенным уровнем неопределенности, а выгоды от инвестиций не до конца очевидны. В условиях роста доходности государственных и корпоративных облигаций в период 2014–2018 гг. финансовые инструменты с более высокими рисками не пользовались спросом у большинства инвесторов.

Основной интерес на рынке финансовых инструментов в указанный период представляли ОФЗ. Покупки ОФЗ нерезидентами в 2017 г. на первичном рынке составили 64,0% от прироста портфеля ОФЗ. Выросла популярность инвестирования в ОФЗ среди физических лиц. Их покупки достигли 92,9 млрд руб., увеличившись по сравнению с показателем 2016 г. в 3,3 раза. Это было связано с улучшением доступности инвестирования в облигации, а также более привлекательным в сравнении с депозитами уровнем доходности.

Спрос на ОФЗ со стороны российских инвесторов увеличился в 2018 г. также в связи с возросшей доходностью и существенными объемами продаж иностранными инвесторами ОФЗ на вторичном рынке.

- **Наравне со стандартными рисками инвестирования в долговые инструменты конвертируемым облигациям присущи дополнительные риски, ограничивающие инвестиционный спрос на конвертируемые облигации:**

- риск падения рыночной стоимости акций в день конвертации;
- риск падения стоимости облигации (поскольку облигация предполагает конвертацию в акцию, в случае падения цены акций стоимость ценной бумаги также будет падать);
- риск принудительной конвертации раньше даты погашения – компания может досрочно погасить облигации и зачислить акции инвесторам до наступления срока погашения (в случае, если эта опция закреплена в эмиссионных документах).

- **Сложность ценообразования на инструмент**

Конвертируемые облигации дают инвестору доходность ниже, чем классические облигации, за счет встроенного опциона. Инвестору, особенно розничному, сложно оценить, насколько более низкая доходность справедлива по отношению к риску.

Негативные эффекты. Незрелость сегмента конвертируемых ценных бумаг не давала надежных ориентиров компаниям, которые рассматривали для себя возможность использования этих инструментов, но не были готовы выступать пионерами при эмиссии конвертируемых ценных бумаг. Отсутствие наработанной практики, опыта успешных рыночных размещений конвертируемых ценных бумаг направляло интерес компаний в сторону иных инструментов. Можно предположить, что следствием такой ситуации стало отсутствие привлечения российскими обществами финансирования на тех условиях, на которые они могли бы рассчитывать при развитости данного сегмента.

Проблема 2. Непрозрачные условия конвертации

Содержание проблемы. До введения оцениваемого регулирования также существовала проблема непрозрачности и противоречивости условий конвертации. Так, происходило смешение элементов разных случаев (способов) конвертации. Возникали противоречия, пробелы и споры, связанные с ее проведением. В частности, порядок конвертации, предусматривавший ее осуществление по требованию владельцев конвертируемых ценных бумаг, мог содержать добавочное условие о необходимости получения согласия эмитента на такую конвертацию, что не позволяло инвесторам реализовать свое право на конвертацию без дополнительного волеизъявления со стороны эмитента и могло вводить их в заблуждение относительно того, когда и как они могут получить причитающиеся им по условиям конвертации акции эмитента.

Факторы, которые привели к появлению проблемы. Представляется, что основным фактором возникновения этой проблемы стало отсутствие профильного регулирования (в том числе рыночных стандартов и хороших практик). В частности, регулирование, действовавшее до изменений, внесенных Федеральным законом от 27.12.2018 № 514-ФЗ, не предъявляло никаких требований к порядку и условиям конвертации ценных бумаг. Порядок конвертации облигаций в акции должен был устанавливаться решением о выпуске конвертируемых облигаций. При этом отсутствовали границы для формулирования таких условий, а также правила, действующие по умолчанию на случай отсутствия определения эмитентом необходимых условий в порядке конвертации.

Проблема 3. Высокие риски неполучения ценных бумаг при конвертации

Содержание проблемы. До введения регулирования отсутствовали надежные гарантии, обеспечивающие владельцам конвертируемых ценных бумаг безусловную реализацию их права на получение причитающихся им при конвертации акций эмитента. Например, существенным являлся риск непринятия компетентным органом эмитента¹² решения о размещении дополнительных акций, предназначенных для конвертации.

¹² В соответствии с уставом общества-эмитента.

1.3. Цели введения регулирования

Стратегической (общей) целью регулирования является создание условий для повышения гибкости условий привлечения инвестиций для отдельных категорий эмитентов.

Для достижения указанной стратегической цели могут быть выделены:

- **специальная цель:** повышение надежности и прозрачности конвертируемых облигаций;
- **операционные цели:** описание и разграничение в регулировании отдельных условий конвертации, устранение или снижение риска неполучения ценных бумаг при конвертации.

1.4. Варианты регулирования и обоснование выбранного варианта

Варианты достижения целей регулирования могли быть следующими:

- сохранение действовавшего регулирования – базовый сценарий, требующийся для сравнения остальных вариантов;
- меры мягкого регулирования, предполагающие разъяснения и рекомендации без установления жестких императивных требований;
- установление и совершенствование требований, которым должны подчиняться правила эмиссии конвертируемых ценных бумаг и условия их конвертации, – вариант, который был фактически реализован.

Базовый сценарий, связанный с сохранением ранее действовавшего регулирования, не рассматривался как приемлемый. В таком случае описанные выше проблемы сохраняли свою актуальность. Фрагментарный характер регулирования мог спровоцировать потенциальный риск увеличения практики злоупотреблений¹³, что препятствовало достижению поставленных целей.

Вариант, связанный с мерами мягкого регулирования, в значительной степени рассчитан на добровольное применение эмитентами разъяснений и рекомендаций регулятора. Вместе с тем такие меры при наличии или возникновении заинтересованности эмитента (контролирующих эмитента лиц) не устраняют риски злоупотреблений, реализация которых приводит к неполучению владельцами конвертируемых облигаций того количества дополнительных акций эмитента, на которое они вправе были рассчитывать при приобретении конвертируемых облигаций, исходя из установленных условий и порядка конвертации. Указанные риски оказывают негативное влияние на привлекательность и востребованность конвертируемых облигаций.

¹³ Так, обязательное для соблюдения условие о достаточном при конвертации количестве объявленных акций общества соответствующей категории (типа) указывало на необходимость четкого и однозначного определения коэффициента конвертации (количества акций, в которые конвертируется каждая размещаемая конвертируемая ценная бумага) на самом первом шаге – при принятии уполномоченным органом эмитента решения о размещении конвертируемых ценных бумаг. Вместе с тем, несмотря на то что количество акций, необходимых для конвертации, заранее известно, действовавшее регулирование сохраняло на стороне эмитента возможности для разного рода злоупотреблений (непринятие уполномоченным органом эмитента решения о размещении акций, в которые подлежат конвертации размещенные конвертируемые ценные бумаги, в том числе по причине отсутствия кворума, искусственное затягивание регистрации дополнительного выпуска акций, в которые подлежат конвертации размещенные конвертируемые ценные бумаги, ненаправление эмитентом регистратору распоряжения, являющегося основанием для проведения операций конвертации, необоснованный отказ эмитента в удовлетворении требований владельцев конвертируемых ценных бумаг о проведении конвертации и так далее), позволяющих эмитенту при наличии его заинтересованности воспрепятствовать проведению конвертации и получению владельцами конвертируемых ценных бумаг причитающегося им количества акций.

Вариант установления комплексных требований к порядку выпуска и конвертации был оценен Банком России как наиболее подходящий.

Повышения надежности конвертируемых ценных бумаг и устранения (снижения) риска неполучения ценных бумаг при конвертации планировалось достичь за счет установления норм о том, что (1) регистрация выпуска ценных бумаг эмитента, конвертируемых в другие ценные бумаги того же эмитента, должна осуществляться одновременно с регистрацией выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг, в которые осуществляется конвертация, или после такой регистрации и что (2) эмитент вправе размещать ценные бумаги, конвертируемые в другие ценные бумаги того же эмитента, размещаемые путем такой конвертации, только после зачисления последних на эмиссионный счет эмитента (пункт 1 статьи 27.5-8 Закона о РЦБ).

Действие указанных норм приводит к тому, что на момент размещения эмитентом конвертируемых ценных бумаг другие ценные бумаги того же эмитента, в которые они конвертируются, уже должны находиться на эмиссионном счете эмитента, то есть должны быть доступны для конвертации. Это позволяет преодолеть пассивное бездействие или активное противодействие со стороны эмитента в тех случаях, когда конвертация не зависит от воли эмитента и должна осуществляться по требованию владельцев конвертируемых ценных бумаг при наступлении определенного срока или в зависимости от наступления определенных условий и (или) обстоятельств за счет определения специальных оснований для проведения по лицевым счетам (счетам депо) операций, связанных с конвертацией.

Повышения прозрачности конвертации конвертируемых ценных бумаг и разграничения отдельных условий конвертации планировалось достичь за счет выделения условий конвертации, связанных с (1) правом эмитента осуществить конвертацию (конвертация, зависящая от волеизъявления эмитента), (2) обязанностью эмитента осуществить конвертацию при наступлении определенного срока или в зависимости от наступления определенных условий и (или) обстоятельств (конвертация, не зависящая от волеизъявления эмитента и владельцев конвертируемых ценных бумаг) и (3) правом владельцев конвертируемых ценных бумаг требовать проведения конвертации (конвертация, зависящая от волеизъявления владельцев конвертируемых ценных бумаг).

К каждому из указанных случаев (способов) конвертации предъявляются свои требования. Так, конвертация как право эмитента должна осуществляться в отношении всех конвертируемых ценных бумаг соответствующего выпуска или в отношении всех владельцев пропорционально количеству принадлежащих им конвертируемых ценных бумаг соответствующего выпуска, а основанием для проведения операций, связанных с конвертацией, является соответствующее поручение (распоряжение) эмитента (пункт 3 статьи 27.5-8 Закона о РЦБ).

Конвертация как обязанность эмитента проводится на основании поручения (распоряжения) эмитента, а если такая обязанность подлежит исполнению в срок, определенный календарной датой или истечением периода времени, то на основании решения о выпуске конвертируемых ценных бумаг. Если такая обязанность подлежит исполнению в срок, определенный указанием на событие, либо ее исполнение поставлено в зависимость от наступления определенных условий и (или) обстоятельств, в качестве механизма исполнения, альтернативного проведению конвертации на основании поручения (распоряжения) эмитента, предусматривается право владельцев конвертируемых облигаций (представителя владельцев облигаций) направить уведомление о наступлении события, условий и (или) обстоятельств, являющихся триггером для проведения конвертации, регистратору (депозитарию, осуществляющему централизованный учет прав на конвертируемые облигации) и эмитенту. Такое уведомление также является основанием для проведения конвертации, если только эмитентом не представляются документы,

подтверждающие отсутствие наступления события, условий и (или) обстоятельств, указанных в уведомлении (пункт 4 статьи 27.5-8 Закона о РЦБ).

Конвертация как право владельцев конвертируемых ценных бумаг проводится на основании предъявленных регистратору (депозитарию, осуществляющему централизованный учет прав на конвертируемые облигации) требований владельцев конвертируемых ценных бумаг, а срок для их предъявления или отзыва не может составлять в общем случае менее 15 рабочих дней. Со дня получения такого требования регистратором (депозитарием) по лицевому счету (счету депо) владельца конвертируемых ценных бумаг вносится запись об ограничении распоряжения предъявленными для конвертации ценными бумагами (пункты 5–9 статьи 27.5-8 Закона о РЦБ). Следует также отметить, что для предъявления или отзыва требования владельцев облигаций, конвертируемых в акции, установлены специальные сроки: в случае конвертации в акции непубличного общества – не менее 45 дней, а в случае конвертации в акции публичного общества – не менее 20 дней (пункт 2 статьи 37 Федерального закона «Об акционерных обществах»).

С учетом фрагментарного характера регулирования в базовом варианте и сохранения высоких рисков злоупотреблений при реализации варианта, связанного с мерами мягкого регулирования, в качестве оптимального был **выбран вариант установления и совершенствования обязательных требований**, которым должны подчиняться правила эмиссии конвертируемых ценных бумаг и условия их конвертации.

1.5. Механизм оценки эффективности введенного регулирования

Каких-либо конкретных целевых показателей (в том числе в их количественном выражении), которые были заявлены при разработке анализируемого регулирования (в том числе в пояснительной записке к соответствующему законопроект), не установлено.

Учитывая предпосылки принятия рассматриваемого регулирования, можно предположить, что количественным целевым показателем в целом являлось увеличение количества как эмитентов конвертируемых ценных бумаг, так и зарегистрированных и размещенных выпусков конвертируемых ценных бумаг, что в совокупности означает прирост объема сегмента конвертируемых ценных бумаг после введения рассматриваемого регулирования в сравнении с периодом, предшествующим его введению.

ОЦЕНКА ДОСТИЖЕНИЯ ЦЕЛЕЙ ВВЕДЕНИЯ РЕГУЛИРОВАНИЯ

Табл. 1

Цели	Индикаторы	Инструменты измерения
Для специальных целей		
Расширение линейки доступных и востребованных инструментов для привлечения инвестиций	Количество зарегистрированных выпусков конвертируемых ценных бумаг Объем по номинальной стоимости размещенных конвертируемых ценных бумаг	Данные реестра эмиссионных ценных бумаг
Повышение надежности и прозрачности конвертируемых ценных бумаг	Экспертные оценки Доля заинтересованных участников финансового рынка, положительно оценивающих повышение прозрачности и надежности конвертируемых ценных бумаг	Опрос экспертов Опрос участников финансового рынка
Для операционных целей		
Описание и разграничение в регулировании отдельных условий конвертации	Экспертные оценки	Опрос экспертов
Устранение или снижение риска неполучения ценных бумаг при конвертации	Жалобы на нарушения прав владельцев конвертируемых ценных бумаг	Анализ судебной практики, жалоб/обращений в Банк России

2. РЕГУЛИРУЕМАЯ СФЕРА В ПЕРИОД ОЦЕНКИ

2.1. Порядок внедрения регулирования

Нормативные акты. Основные положения оцениваемого регулирования, приведенные в Федеральном законе от 27.12.2018 № 514-ФЗ, вступили в силу 01.01.2020 – через год после его официального опубликования. Со стороны Банка России для внедрения рассматриваемого регулирования требовалось внести корреспондирующие изменения в нормативные акты, регулирующие эмиссию ценных бумаг и раскрытие информации на рынке ценных бумаг:

- Положение Банка России от 19.12.2019 № 706-П «О стандартах эмиссии ценных бумаг» (вступило в силу 11.05.2020);
- Положение Банка России от 27.03.2020 № 714-П «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» (вступило в силу 01.10.2021);
- Указание Банка России от 04.07.2022 № 6195-У «О внесении изменений в Положение Банка России от 19 декабря 2019 года № 706-П «О стандартах эмиссии ценных бумаг» (вступило в силу 28.11.2022);
- Указание Банка России от 30.09.2022 № 6283-У «О внесении изменений в Положение Банка России от 27 марта 2020 года № 714-П «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» (вступило в силу 01.04.2023).

Внедрение на стороне участников рынка. Для внедрения рассматриваемого регулирования не требовалось совершения обязательных действий со стороны компаний – потенциальных эмитентов конвертируемых ценных бумаг, инвесторов, лиц, оказывающих услуги по размещению и (или) организации размещения ценных бумаг.

2.2. Состояние финансового рынка в период оценки

Общий контекст

Макроэкономическая ситуация. В 2019–2020 гг. показатели основных сегментов финансового рынка демонстрировали положительную динамику. В частности, за 2 года активы финансовых организаций выросли как в абсолютном выражении (на 24,9%, до 136,5 трлн руб.), так и по отношению к ВВП (с 105,2 до 127,6%). В 2019–2021 гг. также усиливалась роль некредитных финансовых организаций и рынка капитала. Доля активов банков в общих активах финансовых организаций снизилась с 78,9 до 74,4% по итогам III квартала 2021 года. Доля прочих финансовых организаций выросла во многом за счет активов на брокерском обслуживании и в доверительном управлении, на которые по итогам 9 месяцев 2021 г. приходилось 13,1% от общих активов финансовых организаций после 9% в начале 2019 года¹.

Глубина российского финансового рынка оставалась недостаточной для полноценного обслуживания потребностей экономики, в том числе крупных национальных заемщиков. В частности, по показателю банковских кредитов к ВВП Россия в 2020 г. отставала от многих развитых стран (59,9% против 158,5% в странах ОЭСР, 94,8% в еврозоне), но была сопоставима с некоторыми странами с развивающимися рынками (в частности, с Бразилией – 70,2%, с Индией – 55,3%).

¹ [Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2022 год и период 2023 и 2024 годов.](#)

В условиях небольшой глубины российского финансового рынка и ограниченной доступности долгосрочного финансирования роль собственных средств предприятий в финансировании инвестиций в основной капитал продолжала возрастать (их доля в общих источниках финансирования инвестиций увеличилась с 53% в 2018 г. до 55,2% в 2020 г.)².

Единый выпуск в России. По данным Реестра эмиссионных ценных бумаг, в течение 2019–2024 гг. была осуществлена регистрация 1 выпуска конвертируемых облигаций.

Таким образом, можно констатировать, что в оцениваемый период инструмент конвертируемых ценных бумаг на российском финансовом рынке фактически не использовался.

2.3. События и факторы, которые повлияли на достижение целей регулирования³

Отрицательное влияние на достижение целей регулирования в период 2021–2024 гг. оказали такие факторы, как разнонаправленная динамика экономических показателей, уход нерезидентов с российского фондового рынка, сокращение доли институциональных инвесторов на финансовом рынке, снижение уровня определенности и предсказуемости осуществления экономической деятельности.

В 2021 г. экономическая ситуация характеризовалась восстановительным ростом (+4,7%) после спада ВВП в 2020 г. (-3,0%), вызванного пандемией COVID-19. Темпы роста финансовой системы замедлились по сравнению с 2019–2020 гг.: оказали влияние волатильность на финансовых рынках, повышение ставок денежного рынка и доходности облигаций в ситуации сохранявшейся геополитической напряженности.

На фоне мягких денежно-кредитных условий 2020 г., а также структурных последствий пандемии для экономики и финансового рынка трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в России претерпел определенные изменения, что выразилось в ослаблении реакции банковских ставок, прежде всего кредитных, на изменение ключевой ставки Банка России.

В условиях роста ставок сократилось предложение корпоративных облигаций. При этом на рынок стремились выходить менее качественные эмитенты (в том числе из-за спроса со стороны физических лиц на более доходные выпуски), в то время как эмитенты с высокими кредитными рейтингами могли позволить себе занять выжидательную позицию благодаря произошедшему росту валютной выручки.

Массовый приток населения на фондовый рынок в 2019–2021 гг. привел к повышению ликвидности акций второго и третьего котировальных списков.

С учетом того что одними из потенциальных покупателей конвертируемых облигаций могли бы стать квалифицированные розничные инвесторы, появление более доходных облигаций с более низким уровнем риска могло стать причиной низкого спроса на такие инструменты.

В 2022 г., несмотря на серьезные вызовы и потрясения, российская экономика оказалась достаточно устойчивой к изменению внешних условий. Начался длительный процесс структурной адаптации.

² [Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2022 год и период 2023 и 2024 годов.](#)

³ Подраздел подготовлен на основе данных годовых отчетов Банка России за соответствующий период, опубликованных на официальном сайте Банка России.

Банковское кредитование оставалось основным способом привлечения средств российскими компаниями. При этом, несмотря на снижение деловой активности, корпоративный кредитный портфель энергично рос в 2022 г. – в том числе благодаря программам господдержки и замещения внешней задолженности. Отчасти банковское кредитование было также поддержано регуляторными послаблениями для банков.

Уход иностранных инвесторов с фондового рынка мог оказать негативное влияние на привлекательность облигационного рынка для эмитентов, которые могли использовать рынок облигаций для создания публичной истории с целью дальнейшего выхода на российский и международный рынки акций.

Усиление неопределенности к концу 2022 г. снизило интерес инвесторов к более рискованным инструментам: горизонт планирования сократился, выросла привлекательность краткосрочных инструментов инвестирования и наличных средств, что также оказало влияние на потенциал продвижения конвертируемых облигаций.

В 2023 г. российская экономика в определенной мере адаптировалась к санкционным ограничениям и развивалась в условиях структурной трансформации. Физический объем ВВП России в 2023 г. вырос на 3,6%. Потребительская активность приближалась к докризисному уровню, внутренний спрос подпитывали возросшие расходы бюджета и ускорившееся кредитование. Российские компании спешили занять ниши, из которых ушел иностранный бизнес. Заработало стимулирующее регулирование для финансирования проектов импортозамещения и технологического развития.

Компании вернулись к активному привлечению финансирования на рынке ценных бумаг. Рост Индекса МосБиржи, устойчивость российской инфраструктуры оказали благоприятное влияние на ожидания инвесторов, что привело к увеличению их активности. Интерес розничных инвесторов к рынку капитала, а также более высокая стоимость банковского кредитования на фоне высокой ключевой ставки стимулировали компании выходить на фондовый рынок. 2023 г. стал самым успешным за последние 12 лет по привлечению российскими компаниями долевого финансирования на внутреннем финансовом рынке.

Произошел переток средств розничных инвесторов из долговых инструментов в долевого. Физические лица стали активнее участвовать в операциях с акциями эмитентов, в том числе в попытке заработать на спекулятивном росте цены в краткосрочной перспективе. Вырос объем сделок физических лиц с акциями второго и третьего уровней листинга.

Положительную динамику в рассматриваемый период демонстрировал рынок корпоративных облигаций. В 2021–2023 гг. фиксировался рост объемов размещений корпоративных облигаций. Портфель обращающихся корпоративных облигаций увеличился в 2021 г. на 8,3%, до 17,5 трлн руб., в 2022 г. – на 12,6%, до 19,7 трлн руб., в 2023 г. – на 27,6%, до 25,2 трлн руб., что является рекордным приростом как минимум с 2000 года. Индекс IFX-Cbond, характеризующий доходность корпоративных облигаций, по итогам 2021 г. увеличился на 274 б.п., до 8,85% годовых, по итогам 2022 г. – на 87 б.п., до 9,72% годовых, по итогам 2023 г. – на 446 б.п., до 14,2%.

Таким образом, с учетом наличия инвестиционного спроса, в первую очередь со стороны розничных инвесторов, у эмитентов появилась возможность более раннего выхода на IPO, что тоже могло оказать негативное влияние на потенциал выпуска конвертируемых облигаций.

В 2024 г. российская экономика продолжала расти в условиях сохраняющегося уверенного расширения внутреннего спроса при продолжающемся ужесточении внешних финансовых и торговых ограничений. Ужесточение денежно-кредитной политики вместе с пересмотром

льготных программ ипотеки и увеличением макропруденциальных требований привело к замедлению кредитования.

Активные размещения ОФЗ на первичном рынке определяли динамику и ликвидность рынка, а также изменения в инвесторской базе. Ключевыми инвесторами оставались банки, однако несколько увеличилась доля НПФ, а также физических лиц.

Ликвидность на рынке продолжала снижаться. При этом росту интереса физических лиц к рынку ОФЗ способствовали высокие безрисковые ставки, возможность зафиксировать доходность к погашению на более длительный срок, чем при размещении в банке на депозит.

Рост рынка корпоративных облигаций усилился с перевесом в пользу размещений эмитентов высокого кредитного качества. Эмитентам из категорий более низкого кредитного качества сложнее стало привлекать средства на рынке, возрос объем неисполненных обязательств по облигационным выпускам.

Увеличился объем вложений физических лиц в облигации высокого кредитного качества. Если раньше они были основными инвесторами в сегменте высокорисковых высокодоходных облигаций, то на фоне роста доходностей облигации эмитентов первого эшелона позволяли получить высокий и менее рискованный доход.

На фондовом рынке интерес к IPO и SPO проявляли как эмитенты, так и инвесторы. По сравнению с 2023 г. количество размещений выросло с 13 до 19. При этом число компаний, которые впервые вышли на биржу, увеличилось с 9 до 15.

Спрос инвесторов на бумаги в рамках IPO был высоким. Медианное значение переподписки составило 3 раза, а средневзвешенное – 7 раз⁴. При этом цена размещенных акций после IPO в большинстве случаев снижалась.

В среднем в одном IPO принимали участие 45 тыс. розничных инвесторов, в отдельных случаях – свыше 100 тыс. человек. При этом доля розничных инвесторов в стоимостном объеме размещений по сравнению с 2023 г. снизилась с 60 до 42%⁵.

⁴ Аналитический материал Банка России «Обзор финансовых инструментов» за 2024 год.

⁵ Аналитический материал Банка России «Обзор финансовых инструментов» за 2024 год.

3. РЕЗУЛЬТАТЫ ОЦЕНКИ ФАКТИЧЕСКОГО ВОЗДЕЙСТВИЯ

Результаты оценки фактического воздействия регулирования отражаются в ответах на задачи настоящего исследования.

ДЕЙСТВЕННОСТЬ

3.1. Решение задачи 1

Содержание задачи: ответить на вопрос «В какой степени оцениваемое регулирование повлияло на уровень защиты инвесторов, приобретающих конвертируемые ценные бумаги?».

Источники данных для решения задачи

Для ответа на вопрос использовались данные опроса, проведенного в ноябре 2024 г. среди широкого круга участников финансового рынка, информация о судебных спорах и жалобах, связанных с нарушением прав инвесторов и (или) владельцев конвертируемых ценных бумаг, сведения об обращениях в Банк России за разъяснением применения оцениваемого регулирования, внутренняя аналитика Банка России.

Описание решения

Основываясь на внутренней экспертизе Банка России, полагаем, что введенное регулирование повысило правовую определенность в отношении порядка эмиссии и конвертации конвертируемых облигаций, что позволило решить проблемы, заявленные в подразделе 1.2 настоящего отчета (в части непрозрачности правил конвертации и высоких рисков неполучения ценных бумаг при конвертации).

С учетом минимального количества размещенных в Российской Федерации выпусков конвертируемых ценных бумаг определить степень влияния оцениваемого регулирования на уровень защиты прав инвесторов, приобретающих конвертируемые ценные бумаги, на основании анализа большого массива данных не представляется возможным. В связи с этим было принято решение провести анализ на основе опроса широкого круга участников рынка.

Опрос участников рынка¹. Результаты опроса, проведенного среди участников финансового рынка, демонстрируют, что, по мнению большинства респондентов, нормы регулирования обеспечивают достаточный уровень прозрачности порядка и условий конвертации для инвесторов. Так, 61% ответивших считают, что достаточный уровень прозрачности обеспечивается нормами анализируемого регулирования частично.

Высокую оценку регулирования (4 либо 5 из 5) с позиции защиты прав и законных интересов инвесторов и владельцев конвертируемых ценных бумаг поставили 41% участников опроса, больше половины ответивших полагают, что оцениваемое регулирование удовлетворительно обеспечивает защиту прав и законных интересов инвесторов.

¹ Об итогах опроса, проведенного в ноябре 2024 г., см. в приложении 2 «Оценка интереса участников финансового рынка к конвертируемым ценным бумагам».

Судебная статистика и обращения. Судебные споры и жалобы, связанные с нарушением прав инвесторов и (или) владельцев конвертируемых ценных бумаг, в 2020–2024 гг., по данным справочно-правовых систем и информационных систем Банка России, не выявлены.

Вывод по задаче. На основании анализа указанных данных, а также ввиду отсутствия на российском рынке выпусков конвертируемых облигаций не представляется возможным определить, как фактически повлияло оцениваемое регулирование на уровень прозрачности порядка и условий конвертации конвертируемых ценных бумаг для инвесторов, а также на уровень защиты их прав.

3.2. Решение задачи 2

Содержание задачи: ответить на вопрос «Какие внешние по отношению к регулированию факторы повлияли на объем сегмента конвертируемых ценных бумаг и каким образом?».

Источники данных для решения задачи

Для ответа на вопрос использовались данные, основанные на внутренней экспертизе Банка России.

Описание решения

Макроэкономические факторы². Отрицательное влияние на объем сегмента конвертируемых ценных бумаг могли оказать следующие внешние по отношению к оцениваемому регулированию факторы:

- введение экономических санкций и (или) мер ограничительного характера относительно Российской Федерации, российских граждан и юридических лиц со стороны США, Великобритании, стран Европейского союза, международных организаций, усиление санкционного давления на российские компании, а также на иностранные компании, работающие на российском финансовом рынке;
- ускорение инфляции в Российской Федерации;
- снижение доли институциональных инвесторов и наличие регуляторных ограничений в отношении инвестиций в инструменты с уровнем риска, присущим конвертируемым облигациям;
- уход иностранных инвесторов, в том числе фондов венчурного и прямого инвестирования, которые обеспечивали наибольший спрос на ценные бумаги компаний малой и средней капитализации;
- отсутствие крупных российских инвестиционных фондов, осуществляющих венчурные и прямые инвестиции.

Отраслевые факторы:

- отсутствие примеров успешных рыночных размещений конвертируемых ценных бумаг на российском финансовом рынке;
- наличие предложения более понятных для инвесторов финансовых инструментов с большей доходностью и меньшим риском;
- расширение с 2022 г. государственных программ льготного кредитования компаний МСП, компаний, осуществляющих деятельность в сфере информационных технологий, временно

² Дополнительно о событиях и факторах, которые повлияли на достижение целей регулирования, см. в подразделе 2.3.

снизило потребность компаний – потенциальных эмитентов конвертируемых облигаций в выходе на рынок долгового финансирования;

- неосведомленность потенциальных эмитентов о наличии такого финансового инструмента, как конвертируемые ценные бумаги³.

При этом позитивное влияние на сегмент конвертируемых ценных бумаг могло оказать следующее:

- в периоды высоких ставок на кредитные заимствования и долговые финансовые инструменты конвертируемые облигации могли бы обеспечить, с одной стороны, снижение ставки на этапе привлечения долговых заимствований, а с другой стороны, привлечь внимание инвесторов на более раннем этапе к компании, предоставив время на подготовку к выходу на публичный рынок акционерного капитала, и обеспечить гарантированный спрос при выходе на IPO.

Вывод по задаче. С учетом нишевого характера инструмента конвертируемых облигаций полагаем, что сокращение доли институциональных инвесторов на финансовом рынке, снижение уровня определенности и предсказуемости осуществления экономической деятельности стали наиболее весомыми факторами, оказавшими негативное влияние на объем рынка конвертируемых облигаций. При этом даже высокие процентные ставки на денежном рынке, традиционно стимулирующие компании использовать гибридные финансовые инструменты для привлечения финансирования на более выгодных условиях, не оказали положительного влияния на объем сегмента конвертируемых ценных бумаг.

3.3. Решение задачи 3

Содержание задачи: ответить на вопрос «Как регулирование повлияло на количество и объем размещенных выпусков конвертируемых ценных бумаг?».

Источники данных для решения задачи

Для ответа на вопрос использовались сведения Банка России о зарегистрированных выпусках конвертируемых ценных бумаг, данные опроса, проведенного в ноябре 2024 г. среди широкого круга участников финансового рынка⁴, информация, полученная в рамках встречи с экспертами и Банком России по развитию рынка конвертируемых ценных бумаг⁵, внутренняя экспертиза Банка России.

Описание решения

Статистика зарегистрированных и размещенных в 2020–2023 гг. в Российской Федерации выпусков конвертируемых ценных бумаг, приведенная в разделе 2, показывает, что введение оцениваемого регулирования не привело к увеличению количества и объема размещенных выпусков конвертируемых ценных бумаг.

Результаты опроса. Опрос, проведенный среди участников финансового рынка, демонстрирует, что подавляющая часть потенциальных эмитентов, принявших участие в опросе (87%), не знакомы с конвертируемыми ценными бумагами, а еще 4% ответивших эмитентов имеют только

³ Основываясь на данных, полученных в рамках опроса широкого круга участников финансового рынка (см. приложение 2 «Оценка интереса участников финансового рынка к конвертируемым ценным бумагам»).

⁴ Об итогах опроса см. в приложении 2.

⁵ См. приложение 3 «Отчет о консультациях с участниками рынка в ходе оценки фактического воздействия».

примерное представление о механике, экономической природе и особенностях регулирования конвертируемых ценных бумаг.

Наибольшую критику со стороны потенциальных эмитентов, а также организаторов размещения, консультантов и экспертов вызывают нормы рассматриваемого регулирования, обязывающие определять коэффициент конвертации и, соответственно, количество размещаемых дополнительных акций, в которые конвертируется каждая конвертируемая ценная бумага, на этапе принятия уполномоченным органом эмитента решения о размещении конвертируемых ценных бумаг. Такие положения, по мнению респондентов, не позволяют указывать порядок определения коэффициента конвертации, в том числе использовать формулу для его определения (расчета), а также изменять коэффициент конвертации после начала размещения конвертируемых ценных бумаг, фиксируя (замораживая) ключевой параметр конвертации задолго до ее осуществления. Данный подход, по мнению многих заинтересованных лиц, принявших участие в опросе, является одной из главных причин, по которым потенциальные эмитенты отказываются от размещения конвертируемых ценных бумаг.

Вывод по задаче. С учетом проведенного анализа полагаем, что параметры введенного регулирования не оказали положительного влияния на объем российского рынка конвертируемых облигаций.

СОГЛАСОВАННОСТЬ

3.4. Решение задачи 4

Содержание задачи: ответить на вопрос «В какой степени различные элементы регулирования согласуются друг с другом?».

Источники данных для решения задачи

Для ответа на вопрос использовалась внутренняя экспертиза Банка России, а также данные опроса, проведенного в ноябре 2024 г. среди широкого круга участников финансового рынка⁶, информация, полученная в рамках встречи с экспертами и представителями Банка России по развитию рынка конвертируемых облигаций⁷.

Описание решения

Различными элементами оцениваемого регулирования являются законодательные изменения, внесенные в Закон о РЦБ, Закон об АО, Положение Банка России от 19.12.2019 № 706-П «О стандартах эмиссии ценных бумаг» с внесенными в него изменениями (Указание Банка России от 04.07.2022 № 6195-У) и Положение Банка России от 27.03.2020 № 714-П «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» с внесенными в него изменениями (Указание Банка России от 30.09.2022 № 6283-У).

Законодательными изменениями установлены верхнеуровневые правила и нормы, которые раскрываются и детализируются на уровне нормативных актов Банка России. На основании проведенного Банком России анализа указанные элементы регулирования в целом согласуются друг с другом.

⁶ Об итогах опроса см. в приложении 2 «Оценка интереса участников финансового рынка к конвертируемым ценным бумагам».

⁷ См. приложение 3 «Отчет о консультациях с участниками рынка в ходе оценки фактического воздействия».

Дополнительные требования для отдельных эмитентов – финансовых организаций. Из общей логики регулирования, заданной законодательными изменениями, выбиваются положения пункта 39.9 Положения Банка России от 19.12.2019 № 706-П «О стандартах эмиссии ценных бумаг». Согласно этим положениям, количество ценных бумаг, в которые осуществляется конвертация одной конвертируемой ценной бумаги (коэффициент конвертации) эмитента, являющегося кредитной организацией, страховой организацией или негосударственным пенсионным фондом, должно быть определено исходя из равенства общей балансовой стоимости ценных бумаг, в которые осуществляется конвертация, и общей балансовой стоимости конвертируемых ценных бумаг. То есть данными положениями для отдельных категорий эмитентов установлено дополнительное требование по определению коэффициента конвертации, которое должно соблюдаться при эмиссии конвертируемых облигаций. Представляется, что целью такого дополнительного требования являлось недопущение размещения при осуществлении конвертации ценных бумаг (акций) без получения в достаточном объеме оплаты за размещаемые конвертируемые ценные бумаги. При этом декларируется необходимость равенства общей балансовой стоимости ценных бумаг, в которые осуществляется конвертация, и конвертируемых в них ценных бумаг. Под балансовой стоимостью ценных бумаг в общем случае понимается стоимость, определяемая по данным бухгалтерской (финансовой) отчетности исходя из суммы фактических расходов на приобретение ценных бумаг. Поскольку на момент определения коэффициента конвертации уполномоченным органом эмитента конвертируемые ценные бумаги и ценные бумаги, в которые они конвертируются, еще не размещены и, соответственно, отсутствует их балансовая стоимость, соблюдение указанного дополнительного требования объективно затруднено. При этом целесообразность такого ограничения требует дополнительной оценки.

Вывод по задаче. По результатам проведенного анализа полагаем, что действующее регулирование конвертируемых облигаций соответствует критерию согласованности. При этом выделены элементы регулирования, требующие доработки.

АКТУАЛЬНОСТЬ

3.5. Решение задачи 5

Содержание задачи: ответить на вопрос «В какой степени введенное регулирование соответствует текущим и вероятным будущим потребностям эмитентов и инвесторов?».

Источники данных для решения задачи

Для ответа на вопрос использовались внутренняя экспертиза Банка России, данные опроса, проведенного в ноябре 2024 г. среди широкого круга участников финансового рынка⁸, информация, полученная в рамках встречи с экспертами по развитию рынка конвертируемых облигаций⁹.

Описание решения

Полагаем, что достижение оптимального баланса интересов в регулировании как для эмитентов, так и инвесторов – необходимое условие развития сегмента конвертируемых ценных бумаг. Потребности (интерес) инвесторов связаны в основном с нивелированием (минимизацией)

⁸ См. приложение 2 «Оценка интереса участников финансового рынка к конвертируемым ценным бумагам».

⁹ См. приложение 3 «Отчет о консультациях с участниками рынка в ходе оценки фактического воздействия».

риска неполучения ценных бумаг, в которые подлежат конвертации приобретенные ими конвертируемые ценные бумаги, а также с обеспечением прозрачности (понятности, непротиворечивости) условий конвертации. Удовлетворяя указанные потребности инвесторов, анализируемое регулирование сужает (ограничивает) возможности эмитентов по гибкому определению условий конвертации. Потребности (интерес) эмитентов связаны в основном с возможностью гибко определять наиболее важный параметр конвертации – коэффициент конвертации, в том числе использовать формулу для его определения (расчета), на основании которой количество ценных бумаг, в которые подлежит конвертации каждая размещенная конвертируемая ценная бумага, может изменяться в течение периода обращения конвертируемых ценных бумаг. С учетом того что одновременное удовлетворение указанных потребностей как инвесторов, так и эмитентов не представляется возможным, требуется донастройка оцениваемого регулирования для обеспечения достижения оптимального баланса интересов.

Вывод по задаче. По результатам проведенного анализа можно сделать вывод, что оцениваемое регулирование в настоящее время в большей степени соответствует текущим и будущим потребностям инвесторов, чем потенциальных эмитентов конвертируемых ценных бумаг. При этом чувствительный для потенциальных эмитентов (по мнению опрошенных экспертов) вопрос о возможности донастройки регулирования в части более гибкого определения коэффициента конвертации требует отдельного исследования.

4. ВЫВОДЫ И ПРЕДЛОЖЕНИЯ

Выводы

Вывод 1. Регулирование предположительно повысило прозрачность условий и порядка конвертации, улучшив уровень защиты прав инвесторов. Это подтверждается опросом участников рынка и внутренней экспертизой Банка России.

Однако в связи с тем что за рассматриваемый период на российском рынке был только один выпуск конвертируемых облигаций, отсутствие судебной практики, а также направленных в Банк России жалоб и предложений участников рынка в данном случае не является показательным критерием для подтверждения такого вывода.

Вывод 2. Регулирование не повысило спрос на конвертируемые облигации в России. Большинство потенциальных эмитентов, согласно опросам, не знакомы с данным инструментом, что, возможно, является следствием отсутствия примеров успешных рыночных размещений и сложившейся практики удовлетворять спрос в финансировании за счет банковских кредитов и классических облигаций.

В свою очередь, от инвесторов требуется проводить более сложный анализ соотношения рисков и доходности. Макроэкономическая неопределенность еще сильнее снижает предсказуемость прогнозов и вероятность роста капитализации потенциальных эмитентов (основное условие конвертации), что, как следствие, делает инструмент непривлекательным даже для инвесторов с большим риск-аппетитом.

Важным негативным фактором можно считать уход с российского рынка на фоне санкций крупных венчурных фондов, которые могли бы выступать якорными инвесторами для выпусков конвертируемых облигаций.

Вывод 3. Все элементы регулирования согласованы между собой. В ходе ОФВ не были выявлены противоречия, коллизии или непропорциональное распределение правил, содержащихся в регулировании. В то же время выделены элементы регулирования, требующие доработки.

При этом отсутствие выпусков конвертируемых облигаций в рассматриваемый период служит основанием для предположения о том, что действующее регулирование требует актуализации в целях достижения оптимального баланса интересов инвесторов и эмитентов.

Предложения по предмету ОФВ

Предложение 1. Создать условия для использования конвертируемых облигаций в период pre-IPO. С учетом того что конвертируемые облигации имеют высокий потенциал для их использования компаниями на стадии pre-IPO, можно отметить рост количества потенциальных эмитентов таких бумаг – по состоянию на 10.03.2025 к организованным торгам, проводимым ПАО Московская Биржа, допущено 38 выпусков облигаций 7 эмитентов, осуществивших первичное публичное размещение акций в 2023–2024 гг., с совокупным объемом в обращении по непогашенному номиналу 94 175 млн рублей¹.

Предложение 2. Рассмотреть возможность использования как фиксированного, так и гибкого коэффициента конвертации. В связи с указанным предлагается рассмотреть необходимость доработки действующего регулирования в части вопросов, связанных с определением коэффициента конвертации ценных бумаг, в том числе с учетом международной практики расчета коэффициента конвертации.

¹ См. приложение 4 «Текущий публичный долг отдельных эмитентов, осуществивших первичное публичное размещение акций в 2023–2024 годах».

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1. Обзор международной практики выпуска конвертируемых облигаций

В международной практике конвертируемые облигации (Convertible Bonds) – один из признанных инструментов корпоративного финансирования.

Компании выпускают конвертируемые облигации для достижения различных целей, например привлечения относительно дешевого капитала, реструктуризации долга, оптимизации налогообложения, привлечения «умных денег». Для непубличных компаний выпуск конвертируемых облигаций, как правило, является последним этапом финансирования перед IPO (pre-IPO Convertible Bonds).

За рубежом конвертируемые облигации как финансовый инструмент используются уже несколько столетий.

Первые известные случаи их использования относятся к XIX веку. Одна из первых задокументированных конвертируемых облигаций была выпущена американской железнодорожной компанией Erie Railway в 1850-х годах.

В Европе подобные инструменты также появились в XIX веке.

В 90-е гг. XX в. рынок получил дополнительный стимул к развитию и испытывал бурный рост вместе с увеличением количества хедж-фондов и распространением стратегии арбитража, когда фонды покупали конвертируемые облигации и продавали соответствующие акции, зарабатывая на разнице.

В 1993–1996 гг. мировой объем эмиссий конвертируемых облигаций ежегодно составлял 12–18 млрд долл. США.

За 1998–2003 гг. объем рынка конвертируемых облигаций вырос на 63,6%. В 2003–2007 гг. рынок находился примерно на одном уровне – 510 млрд долл. США.

В 2008 г. на фоне мирового экономического кризиса объем рынка упал до 301,6 млрд долл. США, а в 2009 г. восстановился до 390 млрд долл. США.

На декабрь 2021 г. в мире насчитывалось 3967 выпусков конвертируемых облигаций на общую сумму, эквивалентную 567 млрд долл. США.

Далее будут рассмотрены ключевые параметры, характеризующие современное состояние глобального и некоторых развитых локальных рынков конвертируемых облигаций, в том числе рынков pre-IPO конвертируемых облигаций.

Международная практика применения коэффициентов конвертации

Анализ международных выпусков конвертируемых облигаций показал, что эмитенты стараются фиксировать основные параметры конвертации, определяя коэффициент конвертации, конверсионные цены и премию за конвертацию в момент выпуска конвертируемых облигаций. В очень редких случаях эмитенты конвертируемых облигаций привязывали определение параметров конвертации к планируемой дате конвертации и стоимости акций, а также наступлению определенных триггерных событий (например, дефолт, IPO).

На основе данных информационной системы Cbonds была сформирована выборка¹ из 2723 международных конвертируемых облигаций, выпущенных в 2005–2025 годах, с заполненной информацией о параметрах конвертации, находящихся в обращении на последнюю дату. Объем в обращении составил 289 млрд долларов США. Топ-30 выпусков по объему в обращении (62,7 млрд долларов США, или 21% от всей выборки) имели фиксированный коэффициент конвертации. Среди эмитентов этих облигаций – крупные и стабильные компании: Alibaba, Singapore Airlines, MicroStrategy, Trip.com. Конвертируемые облигации могут выступать для таких компаний дополнительным источником более дешевого финансирования по сравнению с выпуском обычного долга.

Большая часть выпусков с плавающими параметрами конвертации распространялась по закрытой подписке, а их доля незначительна – 1,5% от выборки. В этих выпусках условия и момент определения коэффициента конвертации зависели от следующих событий:

- условия конвертации привязаны к дате проведения или условиям IPO (Telegram Group);
- триггером конвертации выступает событие дефолта (Bajaj Hindusthan Sugar);
- стоимость акции при конвертации определяется на дату конвертации или как среднее за определенный промежуток времени, предшествующий дате конвертации;
- конвертация привязана к решению совета директоров эмитента.

Глобальный рынок конвертируемых облигаций (2024 г.)²

Глобальный рынок конвертируемых облигаций демонстрирует устойчивый рост с явным доминированием Азии (65% от общего объема). Ключевыми драйверами остаются технологический сектор и ESG-трансформация, при этом рынок предлагает инвесторам баланс между доходностью и рисками. В 2024–2025 гг. ожидается усиление роли устойчивых финансов и цифровых форматов выпусков.

ОБЪЕМ РЫНКА И ДИНАМИКА

Показатель	2023 г.	2024 г. (прогноз)	Изменение, %
Общий объем выпусков, млрд долл. США	380	420–450	+10–15
Количество сделок	>1200 выпусков	>1300 выпусков	+8
Средний размер выпуска, млн долл. США	320	340	+6

Тренды

- Восстановление после спада 2022 года
- Рекордная активность в Азии (65% от общего объема)
- Рост доли ESG-выпусков до 20% (с 15% в 2023 г.)

Отраслевая структура

1. Технологии (35% от общего объема):

- Крупнейшие эмитенты: Tesla, Alibaba, ASML
- Средний купон: 1,5–3%

2. Финансовые услуги (20%):

- Ping An, Coinbase, JPMorgan Chase
- Особенность: выпуски в USD

¹ См. приложение 5 «Данные информационной системы Cbonds. Выборка».

² Источники данных: Bloomberg, SIFMA, Asian Development Bank, ECB.

3. Биотехнологии (18%):

- Moderna, BioNTech, Takeda
- Высокая премия (25-40%)

4. Промышленность (15%):

- Airbus, BYD, Hyundai
- ESG-ориентированные выпуски

УСЛОВИЯ ВЫПУСКОВ (ГЛОБАЛЬНЫЕ СРЕДНИЕ)

Параметр	2024 г.	Изменение к 2023 г.
Средний купон	2–3,5%	+0,5 п.п.
Срок обращения	3–7 лет	Без изменений
Премия за конвертацию, %	20–35	+3–5
Доля USD-выпусков, %	45	-5
ESG-выпуски	20%	+5 п.п.

Топ-5 стран по объему выпусков

1. Китай (210–230 млрд долл. США):

- Доминирование технологических компаний
- Государственная поддержка ESG-выпусков

2. США (55–60 млрд долл. США):

- Лидер по количеству tech-выпусков
- Высокая ликвидность вторичного рынка

3. Япония (10–12 млрд долл. США):

- Ультранизкие купоны (0,5–2%)
- Длинные сроки (5–10 лет)

4. Южная Корея (13–15 млрд долл. США):

- Фокус на полупроводники и EV
- Быстрорастущий рынок

5. Гонконг (25–28 млрд долл. США):

- Финансовый хаб для китайских эмитентов
- Высокая доля USD-выпусков

Основные инвесторы

- Хедж-фонды (арбитражные стратегии) – 45%
- Институциональные инвесторы – 35%
- ETF и розничные инвесторы – 20%

Доходность

- Средняя YTM: 4–6%
- Премия к обычным облигациям: 1,5–3 п.п.

Риски

- Волатильность акций базовых эмитентов
- Регуляторные изменения (особенно в Китае)
- Валютные колебания

Крупнейшие выпуски 2024 года

1. BYD (Китай) – 2,1 млрд долл. США:
 - Для расширения производства EV
 - Купон – 1,5%, премия – 18%
2. Tesla (США) – 2 млрд долл. США:
 - Финансирование Gigafactories
 - Купон – 3%, премия – 30%
3. Ping An (Гонконг) – 1,9 млрд долл. США:
 - ESG-выпуск
 - Привязка к зеленым показателям

Прогнозы на 2025 год

1. Рост рынка до 480–500 млрд долл. США:
 - За счет азиатских эмитентов (+15%)
 - Развитие зеленых конвертируемых облигаций
2. Технологические тренды:
 - Выпуски, связанные с ИИ (+25%)
 - Токенизированные облигации (пилотные проекты)
3. Регуляторные изменения:
 - Гармонизация стандартов в Азии
 - Ужесточение требований к раскрытию информации

Рынок конвертируемых облигаций Китая (2024 г.)³

Китай сохраняет статус крупнейшего рынка конвертируемых облигаций, но сталкивается с вызовами регуляторного характера. Основные возможности – в секторах высоких технологий и зеленой энергетики.

ОБЪЕМ РЫНКА И ДИНАМИКА ВЫПУСКОВ

Показатель	2023 г.	Прогноз на 2024 г.
Общий объем выпусков	1,8 трлн юаней (~250 млрд долл. США)	1,5–1,7 трлн юаней (~210–230 млрд долл. США)
Количество сделок	>500 выпусков	450–500 выпусков
Доля мирового рынка, %	~60	~55–58
Средний размер выпуска	3,6 млрд юаней (~500 млн долл. США)	3,3 млрд юаней (~460 млн долл. США)

Тренды

1. Сокращение объема на 10–15% в 2024 г. из-за ужесточения регуляторных требований CSRC.
2. Сохранение лидерства по количеству выпусков (в 3 раза больше, чем в США).

³ Источники данных: официальные отчеты CSRC, Платформа Wind Info (китайский аналог Bloomberg), Шанхайская/Шэньчжэньская биржи.

Отраслевая структура эмитентов

1. Технологии и Интернет (45%):

- Ключевые игроки: Alibaba, Tencent, Baidu
- Средний объем выпуска: 5–10 млрд юаней

2. Производители EV (25%):

- BYD: 15 млрд юаней (2023 г.)
- NIO: 8 млрд юаней (2024 г.)

3. Финансы и недвижимость (20%):

- До кризиса 2021 г.: Evergrande (20 млрд юаней в 2020 г.)
- В 2024 г.: только банки с господдержкой (ICBC, CCB)

4. Биотехнологии (10%):

- WuXi AppTec: 3 млрд юаней (2023 г.)

УСЛОВИЯ ВЫПУСКОВ

Параметр	Среднее значение	Особенности
Валюта номинации	CNY (90%), USD (10%)	Долларовые выпуски только для офшорных инвесторов
Купонная ставка	1–3% годовых	В 2 раза ниже корпоративных облигаций
Срок обращения	3–5 лет	Короткие сроки vs 5–7 лет в США
Премия за конвертацию	15–25%	Ниже мирового уровня (25–35% в США)
Требования CSRC	Минимальный рейтинг: «AA-»	Лимит: 40% от капитализации

Структура инвесторов

1. Китайские институциональные инвесторы (80%):

- Пенсионные фонды (50%)
- Государственные компании (30%)

2. Иностранные инвесторы (20%):

- Через программы QFII/RQFII
- Основные игроки: BlackRock, HSBC Global Asset Management

Регуляторные изменения 2024 года:

- Запрет на выпуски для компаний с долговой нагрузкой >70%
- Обязательное резервирование 20% средств на счетах эмитентов
- Упрощенная процедура для зеленых облигаций

СРАВНЕНИЕ С ДРУГИМИ РЫНКАМИ

Параметр	Китай	США	Европа
Объем, млрд долл. США	210–230	55–60	16–20
Купон, %	1–3	2–4	1–3
Льготы	Налоговые каникулы	Стандартное налогообложение	Льготы для ESG-выпусков
Риски	Регуляторные	Ставки ФРС США	Ликвидность

Крупнейшие выпуски 2023–2024 годов

1. BYD (2023 г.):

- Объем: 15 млрд юаней (2,1 млрд долл. США)
- Цель: расширение заводов по производству аккумуляторов
- Условия: купон – 1,5%, премия – 18%

2. Alibaba (2024 г.):

- Объем: 10 млрд юаней (1,4 млрд долл. США)
- Особенность: конвертация в акции Hong Kong-listed shares
- Спрос: переподписка в 3,5 раза

3. XPeng (2023 г.):

- Объем: 5 млрд юаней (700 млн долл. США)
- Причина: финансирование разработки автономных систем

Прогнозы и тренды на 2024–2025 годы

1. Снижение доли рынка до 55% мирового объема:

- Из-за ужесточения CSRC
- Из-за кризиса в секторе недвижимости

2. Рост в приоритетных отраслях:

- EV-производители (+25% выпусков)
- Полупроводники (+15%)

3. Развитие Green Bonds:

- Льготные условия для зеленых выпусков
- Планы: 30% новых выпусков до 2025 года

Рынок конвертируемых облигаций США (2024 г.)⁴

Американский рынок конвертируемых облигаций демонстрирует уверенный рост, сохраняя статус самого технологически продвинутого. Высокие купоны и ликвидность делают его привлекательным для инвесторов, несмотря на риски, связанные с монетарной политикой ФРС США.

ОБЪЕМ РЫНКА И ДИНАМИКА ВЫПУСКОВ

Показатель	2023 г.	2024 г. (январь – июнь)	Прогноз на 2024 г.
Общий объем выпусков, млрд долл. США	48	28	55–60
Количество сделок	>120 выпусков	>70 выпусков	130–150 выпусков
Доля мирового рынка, %	~25	~30	~27
Средний размер выпуска, млн долл. США	400	410	420

Ключевые тренды

1. Рост на 25% к 2023 г. после спада в 2022 г. (35 млрд долл. США).
2. Рекордные выпуски в технологическом секторе (50% от общего объема).
3. Увеличение доли биотехэмитентов (25% в 2024 г. vs 20% в 2023 г.).

Отраслевая структура эмитентов

1. Технологии (50% объема):

- Крупнейшие выпуски:
 - Tesla (2 млрд долл. США в 2024 г.)
 - MicroStrategy (700 млн долл. США под залог BTC)
 - Средний купон: 2–3%

⁴ Источники данных: SIFMA, Bloomberg Terminal, SEC Edgar.

2. Биотехнологии (25%):

- Moderna (1,3 млрд долл. США в 2023 г.)
- BioNTech (1 млрд долл. США в 2023 г.)
- Средняя премия: 30–35%

3. Финтех/крипто (15%):

- Coinbase (1,6 млрд долл. США в 2023 г.)
- Средний срок: 5 лет

УСЛОВИЯ ВЫПУСКОВ

Параметр	Средние значения 2024 г.	Изменения к 2023 г.
Купонная ставка	2,5–4%	+0,5 п.п.
Срок обращения	5–7 лет	Без изменений
Премия за конвертацию, %	25–35	+5
Льготный период	3–5 лет (call option)	Увеличен на 6 мес.

Структура инвесторов

1. Хедж-фонды (арбитражные стратегии) – 60%.
2. Взаимные фонды и ETF – 30%.
3. Страховые компании – 10%.

Доходность

- Средняя YTM (доходность к погашению): 4–6%
- Премия к неконвертируемым облигациям: 1,5–2 п.п.
- Ликвидность: высокая (70% сделок на NASDAQ)

Регуляторная среда

1. Ужесточение требований SEC к раскрытию информации:
 - Обязательная публикация планов использования средств
 - Ежеквартальная отчетность о конверсионной активности
2. Налоговые изменения:
 - Ставка на прирост капитала сохранена на уровне 15–20%
 - Новые льготы для ESG-выпусков

СРАВНЕНИЕ С ДРУГИМИ РЫНКАМИ

Параметр	США	Китай	Европа
Объем, млрд долл. США	55–60	210–230	16–20
Купон, %	2,5–4	1–3	1–3
Премия, %	25–35	15–25	20–35
Льготы	ESG-льготы	Господдержка	Green Bonds

Крупнейшие выпуски 2024 года

1. Tesla (2 млрд долл. США):
 - Цель: финансирование Gigafactories
 - Условия: купон – 3%, премия – 30%
2. Nvidia (планируется, 1,5 млрд долл. США):
 - Для разработки AI-чипов
 - Ожидаемая премия: 25–28%

3. Moderna (1,1 млрд долл. США):

- Клинические испытания mRNA-вакцин
- Особенность: привязка к биржевым показателям

Прогнозы и тренды

1. Основные драйверы роста:

- Развитие AI-технологий (+35% выпусков в секторе)
- Биотехреволюция (персонализированная медицина)

2. Риски:

- Дальнейшее повышение ставок ФРС США
- Коррекция на рынке акций техкомпаний

3. Инновации:

- Появление блокчейн-облигаций (пилотные проекты)
- Автоматизированные конверсионные механизмы

Рынок конвертируемых облигаций Европы (2024 г.)⁵

Европейский рынок конвертируемых облигаций остается нишевым, но стратегически важным для биотехнологического и промышленного секторов. Основные преимущества – стабильность и ESG-ориентированность при относительно низкой доходности.

ОБЪЕМ РЫНКА И ДИНАМИКА ВЫПУСКОВ

Показатель	2023 г.	2024 г. (январь – июнь)	Прогноз на 2024 г.
Общий объем выпусков	12–15 млрд евро (~13–16 млрд долл. США)	7–8 млрд евро (~7,5–8,6 млрд долл. США)	15–18 млрд евро (~16–20 млрд долл. США)
Количество сделок	50–60 выпусков	>30 выпусков	60–70 выпусков
Доля мирового рынка, %	~10	~9	~11
Средний размер выпуска	250 млн евро (~270 млн долл. США)	230 млн евро (~250 млн долл. США)	260 млн евро (~280 млн долл. США)

Ключевые тренды

1. Восстановление после спада 2022 г. (10 млрд евро).
2. Увеличение доли биотехсектора (35% в 2024 г. vs 30% в 2023 г.)
3. Рост ESG-выпусков на 40% к 2023 году.

Отраслевая структура эмитентов

1. Биотехнологии (35% от общего объема):

- BioNTech (1 млрд евро в 2023 г.)
- Roche (500 млн евро в 2024 г.)

2. Технологии (30%):

- ASML (500 млн евро в 2024 г.)
- OVHcloud (500 млн евро в 2023 г.)

3. Промышленность (20%):

- Airbus (400 млн евро в 2023 г.)
- Safran (300 млн евро в 2024 г.)

⁵ Источники данных: ESMA, Euronext, Bloomberg.

УСЛОВИЯ ВЫПУСКОВ		
Параметр	Средние значения 2024 г.	Особенности рынка
Купонная ставка	1–3%	Ниже американских аналогов
Срок обращения	5–7 лет	Длиннее азиатских
Премия за конвертацию	20–35%	Сопоставима с США
Валюта номинации	EUR (80%), USD (20%)	Долларовые выпуски для международных инвесторов
ESG-выпуски	25% от общего объема	Льготные условия

Структура инвесторов

- 1. Хедж-фонды (арбитражные стратегии) – 50%.
- 2. Страховые компании (Allianz, AXA) – 30%.
- 3. Пенсионные фонды – 20%.

Доходность

- Средняя УТМ: 3–5%
- Ликвидность: низкая (вторичный рынок менее развит vs США)
- Дефолты: крайне редки (0,5% в 2023 г.)

РЕГИОНАЛЬНОЕ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ		
Страна	Доля рынка, %	Крупнейшие эмитенты
Франция	30	OVHcloud, Dassault Systèmes
Германия	25	BioNTech, SAP
Швейцария	20	Roche, Novartis
Нидерланды	15	ASML, Adyen
Прочие	10	AstraZeneca (Великобритания)

СРАВНЕНИЕ С ДРУГИМИ РЫНКАМИ

Параметр	Европа	США	Азия (без Китая)
Объем	16–20 млрд евро	55–60 млрд долл. США	35–40 млрд долл. США
Купон, %	1–3	2,5–4	1–4
Срок, лет	5–7	5–7	3–5
ESG-доля, %	25	15	10

Крупнейшие выпуски 2024 года

- 1. ASML (500 млн евро)
 - Цель: финансирование R&D в области литографии
 - Условия: купон – 1,8%, премия – 28%
- 2. Roche (500 млн евро):
 - Для разработки онкопрепаратов
 - Особенность: привязка к успеху клинических испытаний
- 3. BioNTech (400 млн евро)
 - МРНК-технологии нового поколения
 - ESG-статус: зеленый выпуск

Прогнозы и тренды

1. Перспективные направления:

- Биотехнологии (+25% выпусков)
- Возобновляемая энергетика (+30%)
- Фармацевтика (+20%)

2. Регуляторные изменения:

- Новые требования ESMA к раскрытию информации
- Tax relief для зеленых конвертируемых облигаций

3. Риски:

- Ужесточение монетарной политики ЕЦБ
- Дефицит крупных эмитентов

Рынок конвертируемых облигаций Франции (2024 г.)⁶

Французский рынок конвертируемых облигаций сохраняет лидерство в Европе благодаря сильным позициям в технологическом и luxury-секторах. В 2024 г. ожидается рекордный рост ESG-выпусков и усиление роли Парижа как финансового хаба для конвертируемых инструментов.

ОБЪЕМ РЫНКА И ДИНАМИКА ВЫПУСКОВ			
Показатель	2023 г.	2024 г. (январь – июнь)	Прогноз на 2024 г.
Общий объем выпусков	5,2 млрд евро (~5,6 млрд долл. США)	3,1 млрд евро (~3,3 млрд долл. США)	6–6,5 млрд евро (~6,5–7 млрд долл. США)
Количество сделок	18–20 выпусков	10–12 выпусков	20–22 выпуска
Доля европейского рынка, %	35	38	40
Средний размер выпуска	290 млн евро (~315 млн долл. США)	310 млн евро (~335 млн долл. США)	300 млн евро (~325 млн долл. США)

Ключевые тренды

1. Рост на 15–20% к 2023 году.
2. Увеличение доли технологического сектора (45% в 2024 г.).
3. Рекордные ESG-выпуски (30% от общего объема).

Отраслевая структура эмитентов

1. Технологии/SaaS⁷ (45%):

- OVHcloud (600 млн евро в 2024 г.)
- Dassault Systèmes (450 млн евро в 2023 г.)
- Средний купон: 1,5–2,5%

2. Люкс/розница (25%):

- LVMH (500 млн евро в 2024 г.)
- Hermès (300 млн евро в 2023 г.)
- Особенность: привязка к продажам в Азии

⁶ Источники данных: Euronext, AMF, Banque de France.

⁷ SaaS (Software as a Service) – модель облачного предоставления программного обеспечения, где приложения размещаются на серверах провайдера и доступны пользователям через Интернет. Плата взимается по подписке (ежемесячно/ежегодно) или за использование.

3. Биотехнологии (20%):

- Biophytis (150 млн евро в 2024 г.)
- Средняя премия: 25–35%

УСЛОВИЯ ВЫПУСКОВ

Параметр	Средние значения 2024 г.	Тренды
Купонная ставка	1,5–3,5%	+0,5 п.п. к 2023 г.
Срок обращения	5–7 лет	
Премия за конвертацию, %	25–35	+3–5
Валюта номинации	EUR (85%), USD (15%)	Рост долларовых выпусков
AMF-требования	Минимальный рейтинг: «BBB»	Ужесточение отчетности

Структура инвесторов

1. Французские страховщики (AXA, CNP) – 50%.
2. Международные фонды – 35%.
3. Частные капиталы – 15%.

Регуляторные изменения 2024 года

1. Налоговые льготы для Green Convertible Bonds.
2. Упрощение листинга на Euronext Paris.
3. Требование публикации планов конверсии.

СРАВНЕНИЕ С ДРУГИМИ РЫНКАМИ

Параметр	Франция	Германия	Великобритания
Объем	6–6,5 млрд евро	4–4,5 млрд евро	4,2–4,5 млрд фунтов стерлингов
Купон, %	1,5–3,5	1–3	2–4
Премия, %	25–35	20–35	30–40
Основной сектор	Технологии	Промышленность	Фармацевтика

Крупнейшие выпуски 2024 года

1. OVHcloud (600 млн евро):
 - Цель: расширение облачной инфраструктуры
 - Условия: купон – 2%, премия – 30%
2. LVMH (500 млн евро):
 - Финансирование устойчивой моды
 - ESG-компонент (привязка к переработанным материалам)
3. Dassault Systèmes (400 млн евро):
 - Разработка промышленной метавселенной
 - Особенность: конвертация в ADR

Прогнозы и тренды

1. Перспективные направления:
 - Искусственный интеллект (+35% выпусков)
 - Устойчивая роскошь (+25%)
 - Медицинские технологии (+20%)

2. Риски:

- Ужесточение монетарной политики ЕЦБ
- Конкуренция с корпоративными облигациями

3. Инновации:

- Цифровые платформы для розничных инвесторов
- Автоматизированные механизмы конверсии

Рынок конвертируемых облигаций Германии (2024 г.)⁸

Немецкий рынок конвертируемых облигаций демонстрирует устойчивый рост с фокусом на промышленный сектор и зеленую трансформацию. Несмотря на скромные объемы в сравнении с глобальными лидерами, он предлагает инвесторам высокое качество эмитентов и стабильные условия.

ОБЪЕМ РЫНКА И ДИНАМИКА ВЫПУСКОВ			
Показатель	2023 г.	2024 г. (январь – июнь)	Прогноз на 2024 г.
Общий объем выпусков	3,5 млрд евро (~3,8 млрд долл. США)	2,1 млрд евро (~2,3 млрд долл. США)	4–4,5 млрд евро (~4,3–4,9 млрд долл. США)
Количество сделок	12–15 выпусков	8–10 выпусков	15–18 выпусков
Доля европейского рынка, %	25	28	30
Средний размер выпуска	290 млн евро (~315 млн долл. США)	260 млн евро (~285 млн долл. США)	300 млн евро (~330 млн долл. США)

Ключевые тренды

1. Рост на 15–20% к 2023 году.
2. Увеличение доли промышленного сектора (40% в 2024 г.).
3. Первые ESG-выпуски от автопроизводителей.

Отраслевая структура эмитентов

1. Промышленность/авто (40%):
 - Volkswagen (500 млн евро в 2024 г.)
 - Siemens (400 млн евро в 2023 г.)
 - Средний купон: 1,5–2,5%
2. Биотехнологии (35%):
 - BioNTech (1 млрд евро в 2023 г.)
 - CureVac (300 млн евро в 2024 г.)
 - Особенность: привязка к клиническим испытаниям
3. Финансовые услуги (15%):
 - Deutsche Bank (200 млн евро в 2024 г.)
 - Средняя премия: 20–30%

УСЛОВИЯ ВЫПУСКОВ

Параметр	Средние значения 2024 г.	Особенности рынка
Купонная ставка	1–3%	Ниже европейского среднего
Срок обращения	5–7 лет	
Премия за конвертацию	20–35%	
Валюта номинации	EUR (90%), USD (10%)	
Требования BaFin	Минимальный рейтинг: «BBB»	Ужесточение с II квартала 2024 г.

⁸ Источники данных: Deutsche Börse, BaFin, ECB.

Структура инвесторов

1. Немецкие страховщики (Allianz, Munich Re) – 50%.
2. Международные фонды – 30%.
3. Пенсионные фонды – 20%.

Регуляторные изменения

1. Льготы для зеленых конвертируемых бондов.
2. Обязательное хеджирование валютных рисков.
3. Упрощение процедур для компаний сегмента хай-тек.

СРАВНЕНИЕ С ДРУГИМИ РЫНКАМИ

Параметр	Германия	Франция	Великобритания
Объем	4–4,5 млрд евро	6–6,5 млрд евро	4,2–4,5 млрд фунтов стерлингов
Купон, %	1–3	1,5–3,5	2–4
Премия, %	20–35	25–35	30–40
Основной сектор	Промышленность	Технологии	Фармацевтика

Крупнейшие выпуски 2024 года

1. Volkswagen (500 млн евро):
 - Цель: развитие EV-платформы
 - Условия: купон – 2%, премия – 25%
2. BioNTech (400 млн евро):
 - Разработка вакцин нового поколения
 - ESG-компонент
3. Siemens Energy (300 млн евро):
 - Финансирование ВИЭ-проектов
 - Особенность: привязка к EBITDA

Прогнозы и тренды

1. Основные драйверы:
 - Энергетический переход (+30% выпусков)
 - Автомобильная трансформация (+25%)
 - Биотехнологии (+20%)
2. Риски:
 - Замедление экономики ЕС
 - Конкуренция с корпоративными облигациями
3. Инновации:
 - Выпуски с привязкой к углеродному следу
 - Цифровые платформы для размещения

Рынок конвертируемых облигаций Великобритании (2024 г.)⁹

Британский рынок конвертируемых облигаций демонстрирует устойчивый рост с фокусом на фармацевтический сектор и финтех. Несмотря на скромные объемы в сравнении с континентальной Европой, он предлагает инвесторам высокие премии и инновационные форматы выпусков. В 2024 г. ожидается усиление роли ESG-факторов и цифровых технологий.

ОБЪЕМ РЫНКА И ДИНАМИКА ВЫПУСКОВ

Показатель	2023 г.	2024 г. (январь – июнь)	Прогноз на 2024 г.
Общий объем выпусков	3,8 млрд фунтов стерлингов (~4,8 млрд долл. США)	2,2 млрд фунтов стерлингов (~2,8 млрд долл. США)	4,2–4,5 млрд фунтов стерлингов (~5,3–5,7 млрд долл. США)
Количество сделок	15–18 выпусков	9–11 выпусков	18–20 выпусков
Доля европейского рынка, %	22	25	28
Средний размер выпуска	250 млн фунтов стерлингов (~315 млн долл. США)	240 млн фунтов стерлингов (~305 млн долл. США)	260 млн фунтов стерлингов (~330 млн долл. США)

Ключевые тренды

1. Рост на 10–15% к 2023 году.
2. Увеличение доли фармацевтического сектора (40% в 2024 г.).
3. Первые выпуски в цифровом формате (blockchain-based).

Отраслевая структура эмитентов

1. Фармацевтика/биотех (40%):
 - AstraZeneca (600 млн фунтов стерлингов в 2024 г.)
 - GSK (400 млн фунтов стерлингов в 2023 г.)
 - Средний купон: 2–3,5%
2. Финансовые технологии (30%):
 - Revolut (300 млн фунтов стерлингов в 2024 г.)
 - Средняя премия: 30–40%
3. Энергетика (20%):
 - BP (250 млн фунтов стерлингов в 2024 г.)
 - Особенность: привязка к углеродному следу

УСЛОВИЯ ВЫПУСКОВ

Параметр	Средние значения 2024 г.	Изменения к 2023 г.
Купонная ставка	2–4%	+0,5 п.п.
Срок обращения, лет	5–7	
Премия за конвертацию, %	30–40	+5
Валюта номинации	GBP (70%), USD (30%)	
Требования FCA	Минимальный рейтинг: «BBB-»	Ужесточение с III квартала 2024 г.

Структура инвесторов

1. Британские пенсионные фонды (Legal & General) – 45%.
2. Международные хедж-фонды – 35%.
3. Суверенные фонды – 20%.

⁹ Источники данных: London Stock Exchange, FCA, Bank of England.

Регуляторные изменения

1. Льготы для выпусков в области здравоохранения.
2. Обязательное ESG-раскрытие для крупных эмитентов.
3. Пилотные проекты цифровых облигаций.

СРАВНЕНИЕ С ДРУГИМИ РЫНКАМИ

Параметр	Великобритания	Франция	Германия
Объем	4,2–4,5 млрд фунтов стерлингов	6–6,5 млрд евро	4–4,5 млрд евро
Купон, %	2–4	1,5–3,5	1–3
Премия, %	30–40	25–35	20–35
Основной сектор	Фармацевтика	Технологии	Промышленность

Крупнейшие выпуски 2024 года

1. AstraZeneca (600 млн фунтов стерлингов / ~760 млн долл. США):
 - Цель: разработка онкопрепаратов
 - Условия: купон – 3%, премия – 35%
2. Revolut (300 млн фунтов стерлингов / ~380 млн долл. США):
 - Для выхода на новые рынки
 - Особенность: конвертация при IPO
3. BP (250 млн фунтов стерлингов / ~320 млн долл. США):
 - Финансирование ВИЭ-проектов
 - ESG-привязка к углеродной нейтральности

Прогнозы и тренды

1. Перспективные направления:
 - Биотехнологии (+30% выпусков)
 - Зеленая энергетика (+25%)
 - Цифровые банки (+20%)
2. Риски:
 - Последствия Brexit для иностранных инвесторов
 - Конкуренция с корпоративными облигациями
3. Инновации:
 - Смарт-контракты для автоматической конвертации
 - Выпуски, привязанные к индексу FTSE 100

Рынок конвертируемых облигаций Южной Кореи (2024 г.)¹⁰

Южная Корея укрепляет позиции как технологический хаб для конвертируемых облигаций в Азии, предлагая инвесторам уникальное сочетание высоких технологий и государственной поддержки.

ОБЪЕМ РЫНКА И ДИНАМИКА ВЫПУСКОВ

Показатель	2023 г.	2024 г. (январь – июнь)	Прогноз на 2024 г.
Общий объем выпусков	15 трлн вон (~11 млрд долл. США)	8 трлн вон (~6 млрд долл. США)	18–20 трлн вон (~13–15 млрд долл. США)
Количество сделок	>45 выпусков	>25 выпусков	50–60 выпусков
Доля азиатского рынка, %	12	15	18
Средний размер выпуска	330 млрд вон (~250 млн долл. США)	320 млрд вон (~240 млн долл. США)	350 млрд вон (~260 млн долл. США)

¹⁰ Источники данных: Корейская биржа (KRX), Financial Services Commission (FSC), Bloomberg, Korea Capital Market Institute.

Ключевые тренды

1. Рост на 20–25% к 2023 г. благодаря полупроводниковому сектору.
2. Увеличение доли ESG-выпусков (до 30% в 2024 г. vs 20% в 2023 г.).
3. Рекордные размещения в EV-индустрии.

Отраслевая структура эмитентов

1. Полупроводники/электроника (40% от общего объема):

- Samsung Electronics (2 трлн вон в 2023 г.)
- SK Hynix (1,5 трлн вон в 2024 г.)
- Средний купон: 1,5–2,5%

2. Электромобили/батареи (30%):

- LG Energy Solution (1,2 трлн вон в 2024 г.)
- Hyundai Motor (800 млрд вон в 2023 г.)
- Особенность: привязка к ценам на литий

3. Биотехнологии (20%):

- Samsung Biologics (500 млрд вон в 2024 г.)
- Celltrion (400 млрд вон в 2023 г.)

УСЛОВИЯ ВЫПУСКОВ

Параметр	Средние значения 2024 г.	Изменения к 2023 г.
Купонная ставка	1,5–3,5%	+0,5 п.п.
Срок обращения	3–5 лет	Без изменений
Премия за конвертацию, %	20–30	+5
Валюта номинации	KRW (80%), USD (20%)	Рост долларовых выпусков
Требования FSC	Минимальный кредитный рейтинг: «BBB»	Ужесточение с 2024 г.

Структура инвесторов

1. Корейские пенсионные фонды (NPS – 40%).
2. Хедж-фонды (30%, включая иностранные).
3. Корпоративные инвесторы (20%).

Регуляторные изменения 2024 года

1. Льготы для зеленых конвертируемых бондов (снижение налога на 10%).
2. Обязательное страхование выпусков для малых эмитентов.
3. Упрощение процедур для компаний сегмента хай-тек.

СРАВНЕНИЕ С ДРУГИМИ АЗИАТСКИМИ РЫНКАМИ

Параметр	Южная Корея	Китай	Япония
Объем, млрд долл. США	13–15	210–230	8–10,3
Купон, %	1,5–3,5	1–3	0,5–2
Срок, лет	3–5	3–5	5–10
Доля, %	70	45	30

Крупнейшие выпуски 2024 года

1. Samsung Electronics (2,5 трлн вон / ~1,9 млрд долл. США)
 - Цель: строительство завода в Техасе
 - Условия: купон – 2%, премия – 25%

2. LG Energy Solution (1,5 трлн вон / ~1,1 млрд долл. США)

- Для расширения производства в Индонезии
- ESG-статус: зеленый выпуск

3. SK Hynix (1 трлн вон / ~750 млн долл. США)

- Разработка HBM-памяти для ИИ
- Особенность: привязка к ценам на DRAM

Прогнозы и тренды

1. Основные драйверы роста:

- Полупроводниковая гонка (+35% выпусков)
- Переход на EV (+25%)
- Государственная поддержка биотеха

2. Риски:

- Волатильность валютного курса KRW/USD
- Геополитическая напряженность с КНДР

3. Инновации:

- Цифровые облигации на блокчейне (пилотные проекты)
- Автоматическая конвертация при достижении KPI

Рынок конвертируемых облигаций Японии (2024 г.)¹¹

Японский рынок конвертируемых облигаций предлагает уникальные условия с ультранизкими купонами и длинными сроками, оставаясь привлекательным для консервативных инвесторов. Основной рост ожидается в технологическом и фармацевтическом секторах на фоне слабой иены.

ОБЪЕМ РЫНКА И ДИНАМИКА ВЫПУСКОВ			
Показатель	2023 г.	2024 г. (январь – июнь)	Прогноз на 2024 г.
Общий объем выпусков	1,2 трлн иен (~8,2 млрд долл. США)	700 млрд иен (~4,8 млрд долл. США)	1,5 трлн иен (~10,3 млрд долл. США)
Количество сделок	>50 выпусков	>30 выпусков	60–70 выпусков
Доля азиатского рынка, %	8	10	12
Средний размер выпуска	24 млрд иен (~165 млн долл. США)	23 млрд иен (~160 млн долл. США)	25 млрд иен (~175 млн долл. США)

Ключевые тренды

1. Рост на 25–30% к 2023 г. благодаря слабой иене.
2. Увеличение доли технологических компаний (40% в 2024 г. vs 35% в 2023 г.).
3. Снижение активности в автосекторе (-15%).

Отраслевая структура эмитентов

1. Технологии (40% объема):

- SoftBank Group (500 млрд иен в 2023 г.)
- Sony (300 млрд иен в 2024 г.)
- Средний купон: 0,5–1,5%

¹¹ Источники данных: Токийская фондовая биржа (TSE), Банк Японии (BOJ), Nomura Research Institute.

2. Финансовые услуги (25%):

- MUFG Bank (200 млрд иен в 2024 г.)
- Tokio Marine (150 млрд иен в 2023 г.)
- Особенность: выпуски в USD

3. Биотехнологии (20%):

- Takeda Pharmaceutical (180 млрд иен в 2024 г.)
- Средняя премия: 15–25%

УСЛОВИЯ ВЫПУСКОВ

Параметр	Средние значения 2024 г.	Особенности рынка
Купонная ставка	0,5–2%	Самая низкая в мире
Срок обращения	5–10 лет	Самые длинные сроки
Премия за конвертацию	15–30%	Ниже среднего по Азии
Валюта номинации	JPY (70%), USD (30%)	Рост долларовых выпусков
Call option	Через 3–5 лет	В 90% выпусков

Инвесторы

1. Японские банки/страховщики (70%):

- Japan Post Insurance
- Nippon Life

2. Иностранные хедж-фонды (25%).

3. Розничные инвесторы (5%).

Регуляторные особенности

1. Льготное налогообложение при конвертации.
2. Требование BOJ к кредитному качеству (минимум – «BBB»).
3. Упрощенные процедуры для цифровых трансформаторов.

СРАВНЕНИЕ С ДРУГИМИ РЫНКАМИ

Параметр	Япония	Южная Корея	Китай
Объем, млрд долл. США	8–10,3	13–15	210–230
Купон, %	0,5–2	1,5–3,5	1–3
Срок, лет	5–10	3–5	3–5
Доля, %	40	70	45

Крупнейшие выпуски 2024 года

1. SoftBank Group (400 млрд иен / ~2,7 млрд долл. США)

- Цель: инвестиции в ИИ-стартапы
- Условия: купон – 1%, премия – 20%

2. Takeda Pharmaceutical (180 млрд иен / ~1,2 млрд долл. США)

- Разработка препаратов для редких заболеваний
- ESG-статус: социально значимый выпуск

3. Sony (150 млрд иен / ~1 млрд долл. США)

- Финансирование метавселенной
- Особенность: привязка к продажам PlayStation

Прогнозы и тренды

1. Перспективные направления:

- Искусственный интеллект (+40% выпусков)
- Фармацевтика (+25%)
- Финтех (+20%)

2. Риски:

- Девальвация иены (давление на инвесторов)
- Демографический кризис (снижение внутреннего спроса)

3. Инновации:

- Выпуски, привязанные к Nikkei 225
- Эксперименты с токенизированными облигациями

Рынок конвертируемых облигаций Индии (2024 г.)¹²

Индийский рынок конвертируемых облигаций демонстрирует взрывной рост, предлагая самые высокие доходности в Азии. Ключевыми драйверами становятся финтех и зеленая трансформация, при этом рынок сохраняет высокие риски, характерные для развивающихся экономик.

ОБЪЕМ РЫНКА И ДИНАМИКА ВЫПУСКОВ

Показатель	2023 г.	2024 г. (январь – июнь)	Прогноз на 2024 г.
Общий объем выпусков	45 000 крор рупий (~5,4 млрд долл. США)	25 000 крор рупий (~3 млрд долл. США)	55 000–60 000 крор рупий (~6,6–7,2 млрд долл. США)
Количество сделок	>35 выпусков	>20 выпусков	40–45 выпусков
Доля азиатского рынка, %	3	4	5
Средний размер выпуска	1300 крор рупий (~155 млн долл. США)	1250 крор рупий (~150 млн долл. США)	1400 крор рупий (~170 млн долл. США)

Ключевые тренды

1. Рост на 25–30% к 2023 г. благодаря сегменту финтех и возобновляемой энергетике.
2. Увеличение доли выпусков в USD (40% в 2024 г. vs 30% в 2023 г.).
3. Первые выпуски unicorn-стартапов (2024 г.).

Отраслевая структура эмитентов

1. Финтех / ИТ-услуги (35% от общего объема):

- Paytm (2500 крор рупий в 2024 г.)
- Zoho (1800 крор рупий в 2023 г.)
- Средний купон: 4–6%

2. Возобновляемая энергетика (30%):

- Adani Green (3000 крор рупий в 2024 г.)
- Renew Power (2000 крор рупий в 2023 г.)
- Особенность: ESG-бонусы

3. Фармацевтика (20%):

- Sun Pharma (1500 крор рупий в 2024 г.)
- Средняя премия: 25–35%

¹² Источники данных: Национальная фондовая биржа (NSE), Securities and Exchange Board of India (SEBI), Reserve Bank of India (RBI).

УСЛОВИЯ ВЫПУСКОВ

Параметр	Средние значения 2024 г.	Особенности рынка
Купонная ставка	4–7%	Выше азиатских аналогов
Срок обращения	3–5 лет	Короткие сроки
Премия за конвертацию	25–40%	Максимальная в Азии
Валюта номинации	INR (60%), USD (40%)	Рост долларовых выпусков
Требования SEBI	Минимальный рейтинг: «BBB-»	Ужесточение с III квартала 2024 г.

Структура инвесторов

1. Иностранные фонды (50%):

- BlackRock
- Temasek

2. Локальные банки (30%).

3. Корпоративные инвесторы (20%).

Регуляторные изменения 2024 года

1. Льготы для выпусков в IFSC GIFT City¹³.
2. Обязательное хеджирование валютных рисков.
3. Упрощение процедур для инфраструктурных проектов.

СРАВНЕНИЕ С ДРУГИМИ РЫНКАМИ

Параметр	Индия	Китай	Южная Корея
Объем, млрд долл. США	6,6–7,2	210–230	13–15
Купон, %	4–7	1–3	1,5–3,5
Премия, %	25–40	15–25	20–30
Риск-профиль	Высокодоходный	Умеренный	Сбалансированный

Крупнейшие выпуски 2024 года

1. Adani Green (3000 крор рупий / ~360 млн долл. США):

- Цель: солнечные электростанции
- Условия: купон – 5,5%, премия – 35%

2. Paytm (2500 крор рупий / ~300 млн долл. США):

- Рефинансирование долга
- Особенность: привязка к GMV

3. Tata Motors (2000 крор рупий / ~240 млн долл. США):

- Развитие EV-направления
- ESG-компонент

Прогнозы и тренды

1. Перспективные направления:

- Финтех (+40% выпусков)
- Зеленая энергетика (+35%)
- Фармацевтика (+20%)

¹³ Международный финансовый сервисный центр (International Financial Services Centre, IFSC), расположенный в GIFT City (Гуджарат, Индия). Это первый в Индии специализированный финансовый центр, созданный для предоставления мировых финансовых услуг на уровне таких глобальных центров, как Дубай, Сингапур и Лондон.

2. Риски:

- Волатильность рупии
- Политические изменения

3. Инновации:

- Выпуски, привязанные к цифровой рупии
- Автоматическая конвертация при IPO

Рынок конвертируемых облигаций Бразилии (2024 г.)¹⁴

Бразильский рынок конвертируемых облигаций демонстрирует взрывной рост, предлагая самые высокие доходности в регионе. При сохранении рисков, характерных для развивающихся рынков, он становится все более привлекательным для международных инвесторов благодаря развитию финтех-сектора и ESG-трансформации. В 2024 г. ожидается рекордный объем выпусков в долларах.

ОБЪЕМ РЫНКА И ДИНАМИКА ВЫПУСКОВ

Показатель	2023 г.	2024 г. (январь – июнь)	Прогноз на 2024 г.
Общий объем выпусков	12 млрд реалов (~2,3 млрд долл. США)	7 млрд реалов (~1,3 млрд долл. США)	15–17 млрд реалов (~2,8–3,2 млрд долл. США)
Количество сделок	8–10 выпусков	5–6 выпусков	10–12 выпусков
Доля латиноамериканского рынка, %	65	70	75
Средний размер выпуска	1,4 млрд реалов (~265 млн долл. США)	1,3 млрд реалов (~245 млн долл. США)	1,5 млрд реалов (~285 млн долл. США)

Ключевые тренды

1. Рост на 25–30% к 2023 году.
2. Увеличение доли финтех-эмитентов (40% в 2024 г.).
3. Первые выпуски в USD (35% от общего объема).

Отраслевая структура эмитентов

1. Финансовые технологии (40%):
 - Nubank (2,5 млрд бразильских реалов в 2024 г.)
 - StoneCo (1,8 млрд бразильских реалов в 2023 г.)
 - Средний купон: 6–9%
2. Сельское хозяйство / биотопливо (30%):
 - Raízen (1,5 млрд бразильских реалов в 2024 г.)
 - Особенность: привязка к ценам на этанол
3. Энергетика (20%):
 - Petrobras (1,2 млрд бразильских реалов в 2024 г.)
 - Средняя премия: 35–45%

УСЛОВИЯ ВЫПУСКОВ

Параметр	Средние значения 2024 г.	Особенности рынка
Купонная ставка	6–10%	Выше развитых рынков
Срок обращения	3–5 лет	Короткие сроки
Премия за конвертацию	35–50%	Максимальная в регионе
Валюта номинации	BRL (65%), USD (35%)	Рост долларовых выпусков
Требования CVM	Минимальный рейтинг: «BB»	Упрощение для финтех

¹⁴ Источники данных: Бразильская биржа, CVM, Центральный банк Бразилии.

Структура инвесторов

1. Международные хедж-фонды (60%).
2. Бразильские пенсионные фонды (30%).
3. Корпоративные инвесторы (10%).

Регуляторные изменения 2024 года

1. Налоговые льготы для ESG-выпусков.
2. Упрощение процедур для стартапов.
3. Требование хеджирования валютных рисков.

СРАВНЕНИЕ С ДРУГИМИ РЫНКАМИ

Параметр	Бразилия	Мексика	Чили
Объем, млрд долл. США	2,8–3,2	1,2–1,5	0,8–1
Купон, %	6–10	5–8	4–7
Премия, %	35–50	30–40	25–35
Основной сектор	Финтех	Телекоммуникации	Горнодобывающий

Крупнейшие выпуски 2024 года

1. Nubank (2,5 млрд бразильских реалов; 2,5 млрд бразильских реалов; 470 млн бразильских реалов):
 - Цель: экспансия в Латинской Америке
 - Условия: купон – 7%, премия – 40%
2. Raízen (1,5 млрд бразильских реалов; 1,5 млрд бразильских реалов; 285 млн бразильских реалов):
 - Развитие биотопливных мощностей
 - ESG-компонент
3. Petrobras (1,2 млрд бразильских реалов; 1,2 млрд бразильских реалов; 230 млн бразильских реалов):
 - Финансирование энергоперехода
 - Особенность: привязка к нефти марки Brent

Прогнозы и тренды

1. Перспективные направления:
 - Цифровые банки (+40% выпусков)
 - Устойчивая энергетика (+30%)
 - Агротехнологии (+20%)
2. Риски:
 - Волатильность BRL/USD
3. Инновации:
 - Токенизированные облигации
 - Выпуски с привязкой к индексу Bovespa

Глобальный рынок pre-IPO конвертируемых облигаций (2024 г.)¹⁵

Рынок pre-IPO конвертируемых облигаций становится ключевым инструментом финансирования для «единорогов», сочетая высокую доходность для инвесторов и гибкость для эмитентов. Главные риски – регуляторное давление и коррекция IPO-рынка.

ОБЪЕМ РЫНКА И ДИНАМИКА			
Показатель	2023 г.	2024 г. (прогноз)	Изменение
Глобальный объем	48–52 млрд долл. США	55–60 млрд долл. США	+15%
Доля в общем рынке конвертируемых бондов, %	12–14	15–17	+3 п.п.
Средний размер сделки	120–150 млн долл. США	140–170 млн долл. США	+20%
Количество выпусков	350–400	400–450	+15%

Географическое распределение (2024)

- 1. Азия: 55% (30–33 млрд долл. США) – лидерство Китая и Индии.
- 2. США: 30% (16–18 млрд долл. США) – доминирование технологического сектора.
- 3. Европа: 10% (5–6 млрд долл. США) – фокус на биотехе.
- 4. Латинская Америка: 5% (3–4 млрд долл. США) – рост финтех-эмитентов.

Отраслевая структура

- 1. Технологии/SaaS (45%):
 - Средний купон: 2–4%
 - Примеры: китайские облачные платформы, американские AI-стартапы
- 2. Биотех/фармацевтика (30%):
 - Средняя премия: 30–45%
 - Кейс: BioNTech (500 млн евро перед выходом на Nasdaq)
- 3. FinTech (15%):
 - Особенность: привязка к показателям GMV/ARPU
 - Пример: Revolut (300 млн фунтов стерлингов перед IPO)

УСЛОВИЯ ВЫПУСКОВ		
Параметр	Характеристики 2024 г.	Отличия от обычных конвертируемых бондов
Купон	3–8% (в среднем на 2 п.п. выше)	Компенсация за высокий риск
Срок до конвертации	1–3 года (до планируемого IPO)	Короткие сроки vs 5–7 лет у стандартных
Премия, %	35–50	Выше на 10–15
Защитные механизмы	Автоматическая конвертация при IPO	Обязательное условие для 90% сделок
Доля в капитале	5–15% после конвертации	Жесткие переговоры с инвесторами

Эмитенты

- 1. Китай: ByteDance (1,5 млрд долл. США в 2024 г. перед HKEX listing)
- 2. США: SpaceX (750 млн долл. США перед планируемым IPO)
- 3. Европа: Klarna (500 млн долл. США перед выходом на биржу)

¹⁵ Источники данных: PitchBook, CB Insights, Preqin.

Инвесторы

1. Венчурные фонды (Sequoia, SoftBank Vision Fund) – 40%.
2. Хедж-фонды (Tiger Global) – 30%.
3. Корпоративные инвесторы (Tencent, Alphabet) – 20%.

Регуляторные риски

1. Китай: ограничения CSRC на выпуски перед IPO (снижение объема на 20% в 2024 г.).
2. США: требования SEC к раскрытию информации ужесточаются.
3. ЕС: директива MiCA для криптопроектов (влияет на 15% рынка).

Тренды 2024 года

1. Рост структурированных сделок:
 - Привязка к valuation caps (70% выпусков)
2. ESG-интеграция:
 - 25% выпусков имеют зеленые ковенанты
 - Кейс: Northvolt (400 млн евро с привязкой к углеродному следу)
3. Вторичный рынок:
 - Ликвидность выросла до 8–10 млрд долл. США (Forge, Nasdaq Private Market)
 - Дисконт 15–25% к ожидаемой IPO-оценке

СРАВНЕНИЕ РЕГИОНОВ

Параметр	Азия	США	Европа
Средний купон, %	4–6	3–5	2–4
Типичная премия, %	40–60	30–45	25–40
Главный риск	Регуляторный	Рыночная волатильность	Низкая ликвидность

Прогноз на 2025 год

1. Рост до 70–75 млрд долл. США (+25%).
2. Основные драйверы:
 - Искусственный интеллект (30% новых выпусков)
 - Климатические технологии (20%)
 - Выход на биржу отложенных IPO (например, Stripe)

Кейсы pre-IPO конвертируемых облигаций в США (2020–2024 гг.)¹⁶

Конвертируемые облигации перед IPO (pre-IPO convertible notes) активно использовались американскими компаниями для привлечения финансирования в условиях нестабильного рынка. Ниже – самые показательные кейсы с анализом условий и результатов.

1. SpaceX (2023) – крупнейшая частная сделка

Сумма: 1,7 млрд долл. США

Инвесторы: Alphabet, Fidelity, Sequoia

¹⁶ Источники данных: SEC EDGAR (формы D, 8-K), PitchBook/CB Insights – отчеты по private financing, квартальные отчеты хедж-фондов (Millennium, Tiger Global).

Условия:

- Конвертация с 20%-ным дисконтом к цене будущего IPO
- Floor valuation – 100 млрд долл. США (защита инвесторов)
- Купон 3,5% (ниже рынка благодаря репутации SpaceX)

Итог:

- Ожидаемое IPO в 2025 г. через Starlink spin-off
- Инвесторы получают акции с дисконтом даже при падении оценки

2. Stripe (2022–2023 гг.) – финансирование перед отложенным IPO

Сумма: 1 млрд долл. США

Инвесторы: Tiger Global, Goldman Sachs

Условия:

- Floor price – 20 млрд долл. США (при IPO ниже – бонусная конвертация)
- Купон 5% + варранты на дополнительные акции
- Погашение через 5 лет, если IPO не состоялось

Итог:

- В 2023 г. оценка Stripe упала с 95 млрд до 50 млрд долл. США → инвесторы получили дополнительные 25% акций
- IPO ожидается в 2024–2025 годах

3. Reddit (2021 г.) – успешная конвертация перед IPO

Сумма: 500 млн долл. США

Инвесторы: Fidelity, Andreessen Horowitz

Условия:

- Дисконт 15% к цене IPO
- Автоматическая конвертация при выходе на биржу

Итог:

- В марте 2024 г. Reddit провел IPO с оценкой 6,4 млрд долл. США
- Инвесторы получили +35% к вложению благодаря дисконту

4. Epic Games (2021 г.) – сделка с Sony

Сумма: 1 млрд долл. США

Инвестор: Sony

Условия:

- Конвертация в акции с 30%-ным дисконтом к будущей оценке
- Совместные проекты в метавселенной

Итог:

- IPO отложено из-за суда с Apple
- Sony может конвертировать в долг до 5% акций

5. Databricks (2023 г.) – гибридная структура

Сумма: 500 млн долл. США

Инвесторы: Franklin Templeton, T. Rowe Price

Условия:

- Плавающий дисконт (15–25% в зависимости от оценки IPO)
- Купон 4% + право на участие в раундах

Итог:

- Планируемое IPO в 2024 г. с оценкой 30–35 млрд долл. США
- Инвесторы защищены от downside-рисков

Паттерны успешных сделок

1. Floor valuation – страховка от падения оценки (Stripe, SpaceX).
2. Гибкие условия конвертации – плавающие дисконты (Databricks).
3. Совмещение с equity kickers – варранты, бонусные акции (Reddit).
4. Корпоративные стратегии – Sony (Epic), Microsoft (OpenAI).

Провальные кейсы

- WeWork (2019 г.): облигации на 700 млн долл. США пришлось погашать с премией после провала IPO
- Klarna (2022 г.): конвертация с потерей 85% оценки (45 млрд → 6,7 млрд долл. США)

Кейсы pre-IPO конвертируемых облигаций в Китае (2020–2024 гг.)

Китайский рынок конвертируемых облигаций перед IPO имеет уникальные особенности из-за жесткого регулирования и доминирования государственных инвесторов.

1. SMIC (2023 г.) – крупнейшая сделка в полупроводниковом секторе

Сумма: 15 млрд иен (2,1 млрд долл. США)

Инвесторы: China Integrated Circuit Industry Investment Fund («Большой фонд»), местные банки

Условия:

- Конвертация с 25%-ным дисконтом к цене IPO
- Купон 5,5% (ниже рыночного для tech-компаний)
- Обязательное участие государственных фондов (>50% сделки)

Итог:

- Планируемое IPO на STAR Market в 2025 году
- Государство получит контрольный пакет после конвертации

2. NIO Capital (2024 г.) – автопроизводитель EV

Сумма: 8 млрд юаней (1,1 млрд долл. США)

Инвесторы: Tencent, Temasek, местные government guidance funds

Условия:

- Floor valuation 60 млрд иен (8,3 млрд долл. США)
- Купон 7% + бонусные акции при превышении порога выручки
- Запрет на передачу иностранным фондам

Особенности:

- Сделка структурирована через Hong Kong для обхода ограничений
- 30% средств направлено на R&D-аккумуляторы

3. Shein (2023 г.) – кроссграничный ретейл¹⁷

Сумма: 20 млрд юаней (2,8 млрд долл. США)

Инвесторы: Sequoia China, Tiger Global, Abu Dhabi Investment Authority

Условия:

- Двойная структура: конвертация в акции HK / Singapore SPV
- Купон 8% (высокий из-за регуляторных рисков)
- Обязательство провести IPO до конца 2024 года

Проблемы:

- Задержка IPO из-за расследований в США
- Давление китайских регуляторов на реструктуризацию

4. BeiGene (2023 г.) – биотехлидер

Сумма: 5 млрд юаней (700 млн долл. США)

Инвесторы: Hillhouse Capital, Baker Brothers

Условия:

- Конвертация с 30%-ным дисконтом к цене HKEX
- Купон 6% + warrants на 5% акций
- «Ядовитая пилюля» против враждебных поглощений

Итог:

- Успешное дополнительное размещение на HKEX в 2024 году
- Инвесторы получили +45% к вложениям

5. ByteDance (2021–2023 гг.) – серия сделок перед отложенным IPO

Общий объем: 35 млрд юаней (5 млрд долл. США)

Условия:

- Последний раунд: купон 9% (рекордный для tech)
- Запрет на конвертацию для иностранных инвесторов
- Обязательство IPO до 2025 г. (под вопросом)

6. Провальные кейсы

- Ant Group (2020 г.): 30 млрд юаней (4,3 млрд долл. США) – сделка аннулирована после остановки IPO
- Didi Chuxing (2021 г.): инвесторы потеряли 60% при делистинге с NYSE

Кейсы pre-IPO конвертируемых облигаций в Европе (2020–2024 гг.)¹⁸

Европейский рынок pre-IPO конвертируемых облигаций отличается меньшими объемами, но высокой концентрацией в ключевых технологических и зеленых секторах.

1. Revolut (2023 г.) – крупнейшая финтех-сделка в Европе

Сумма: 500 млн евро (540 млн долл. США)

¹⁷ Кроссграничный ретейл (cross-border retail) – модель розничной торговли, при которой компании продают товары или услуги потребителям в других странах, часто через Интернет (онлайн-ретейл), но иногда и через физические точки продаж.

¹⁸ Источники данных: PitchBook, Dealogic, отчеты Европейского центра венчурных инвестиций.

Инвесторы: Tiger Global, SoftBank Vision Fund 2

Условия:

- Конвертация с 20%-ным дисконтом к будущей цене IPO
- Floor valuation 25 млрд евро
- Купон 5,5% + варранты на 2% дополнительных акций

Текущий статус:

- Планируемое IPO в Лондоне в 2025 году
- В 2024 г. оценка скорректирована до 30 млрд евро

2. Northvolt (2024 г.) – флагман европейской зеленой энергетики

Сумма: 400 млн евро (430 млн долл. США)

Инвесторы: Goldman Sachs, Volkswagen, BMW

Условия:

- Конвертация при IPO с 25%-ным дисконтом
- Купон 4,5% (льготный для ESG-проектов)
- Обязательство построить 2 новых завода в ЕС

Особенности:

- Поддержка Европейского инвестиционного банка
- Планируемое IPO на Nasdaq Stockholm в 2025 году

3. Klarna (2022–2023 гг.) – рефинансирование после падения оценки

Сумма: 800 млн евро (850 млн долл. США)

Инвесторы: Sequoia, Mubadala

Условия:

- Экстренное финансирование после падения оценки с 45 млрд до 6,7 млрд долл. США
- Купон 7% + повышенный коэффициент конвертации
- Гарантированное место в совете директоров

Итог:

- Компания восстановила оценку до 10 млрд долл. США в 2024 году
- Потенциальное IPO в 2025–2026 годах

4. BioNTech (2023 г.) – биотех после пандемийного бума

Сумма: 300 млн евро (320 млн долл. США)

Инвесторы: Fidelity, BlackRock

Условия:

- Конвертация с 15%-ным дисконтом к среднерыночной цене
- Купон 3,8% (низкий благодаря сильному балансу)
- Ограничение на продажу акций в течение 2 лет после IPO

5. Graphcore (2022 г.) – полупроводниковый стартап

Сумма: 200 млн евро (210 млн долл. США)

Инвесторы: BMW i Ventures, Microsoft

Условия:

- Конвертация с 30%-ным дисконтом (высокий риск сектора)
- Купон 8% + технологическое партнерство
- Опцион на выкуп компанией-инвестором

Проблемы:

- Сокращение оценки на 60% в 2023 году
- Отложенное IPO из-за конкуренции с NVIDIA

Кейсы pre-IPO конвертируемых облигаций в Индии (2020–2024 гг.)¹⁹

Индийский рынок конвертируемых облигаций pre-IPO демонстрирует взрывной рост, подпитываемый бумом стартапов-«единорогов».

1. Ola Electric (2024 г.) – крупнейшая EV-сделка

Сумма: 30 млрд рупий (360 млн долл. США)

Инвесторы: Temasek, Falcon Edge, SoftBank

Условия:

- Рекордный купон 12% для сектора EV
- Конвертация с 35%-ным дисконтом (максимальный в Индии)
- Обязательство локализовать 60% производства

Особенности:

- Сделка структурирована через Сингапур (избегая RBI-ограничений)
- SEBI потребовала дополнительных раскрытий перед IPO

2. PharmEasy (2023 г.) – провал с рекордными потерями

Сумма: 20 млрд рупий (240 млн долл. США)

Инвесторы: Prosus, TPG

Условия:

- Купон 9% + бонусные акции
- Гарантированное IPO до марта 2024 года

Итог:

- Оценка упала с 5,6 млрд до 500 млн рупий
- Инвесторы конвертировали в долг с отсрочкой 5 лет

3. OfBusiness (2023 г.) – успешная промышленная платформа

Сумма: 15 млрд рупий (180 млн долл. США)

Инвесторы: Alpha Wave, Tiger Global

Условия:

- Связано с EBITDA: купон снижается с 8 до 5% при росте прибыли
- Автоматическая конвертация при IPO

¹⁹ Источники данных: Venture Intelligence, Tracxn, отчеты SEBI, аналитика Kotak Investment Banking.

Результат:

- Подготовка к IPO в 2025 г. с оценкой 6–7 млрд долл. США
- Инвесторы получают 25% годовых с учетом дисконта

4. Boat (2024 г.) – потребительская электроника

Сумма: 10 млрд рупий (120 млн долл. США)

Инвесторы: Warburg Pincus, Malabar Investments

Условия:

- Купон 7% + роялти 1% с продаж
- Запрет на конкурирующие инвестиции

Уникальность:

- Первая сделка с роялти-компонентом в Индии
- Льготы при локализации производства

Приложение 2. Оценка интереса участников финансового рынка к конвертируемым ценным бумагам

Описание проекта

Цели проекта

- Оценка заинтересованности субъектов хозяйственной деятельности в использовании конвертируемых ценных бумаг
- Оценка готовности регулирования, инфраструктуры к развитию института конвертируемых ценных бумаг

Целевая аудитория

- Субъекты хозяйственной деятельности, которые могут быть заинтересованы в выпуске, организации выпуска либо в инвестициях в конвертируемые ценные бумаги (эмитенты, инвесторы, организаторы размещений (профессиональные участники рынка ценных бумаг), юридические фирмы)

Период проведения опроса

- Октябрь 2024 года

География

- Вся Россия

Количество опрошенных: 132

- | | |
|--|----|
| • Инвесторы / финансовые посредники | 94 |
| • Организаторы размещений / консультанты | 15 |
| • Эмитенты | 23 |

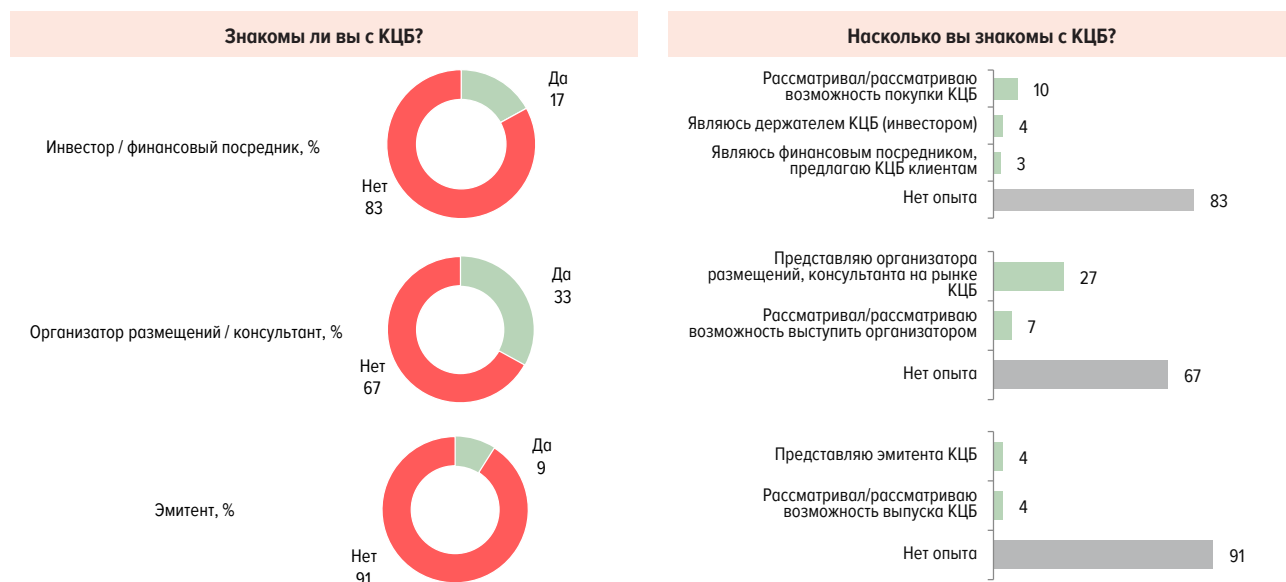
Из них имеют опыт работы с КЦБ: 23

- | | |
|--|----|
| • Инвесторы / финансовые посредники | 16 |
| • Организаторы размещений / консультанты | 5 |
| • Эмитенты | 2 |

Основные результаты

Большинство инвесторов, знакомых с КЦБ, пока рассматривают возможность их приобретения. Часть организаторов предоставляют или планируют предоставлять услуги в этой области.

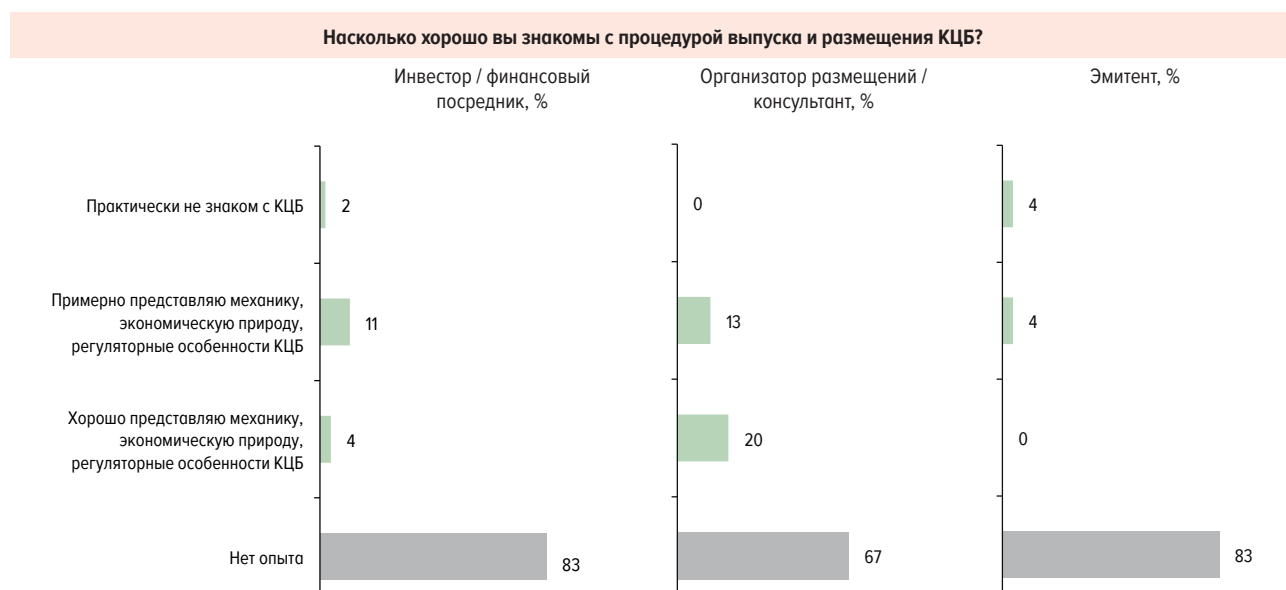
Отвечившие эмитенты либо уже выпускали КЦБ, либо рассматривают возможность их выпуска



Инвесторы имеют условное представление о механике и регулировании рынка КЦБ.

Большинство организаторов хорошо понимают механизмы регулирования.

Эмитенты либо не знакомы с КЦБ, либо имеют о них примерное представление



Наибольший интерес у всех участников рынка вызывают облигации, конвертируемые в акции

**Какие КЦБ вам наиболее интересны (для выпуска/инвестиций)?
По всем ответившим эмитентам, инвесторам, организаторам**



ИНВЕСТОР. Укажите, почему вы (как инвестор) / ваш клиент покупали КЦБ / рассматривали или рассматриваете их покупку?

- Данный инструмент крайне интересен для смешанных портфелей. Профессиональные участники умеют его оценивать и использовать (опыт с иностранными инструментами)
- Диверсификация портфеля
- Для повышения доходности инвестиций, диверсификации рисков
- Интересный инструмент для регулирования отношения «риск/доходность», поиск привлекательных инвестиционных идей
- Качество эмитента устраивало, оценивал параметр «риск/доходность» на срок инвестирования
- Конвертируемые в акции облигации являются интересным инструментом, сочетающим преимущества как облигаций (минимальный уровень дохода), так и акций (более высокая потенциальная доходность по сравнению с облигациями)
- Рассматривали покупку конвертируемых еврооблигаций Озон и VK (тогда еще Mail.ru): без учета equity-составляющей, соотношение риска (кредитного) и доходности было интересным. Был положительный взгляд на акции компаний в то время, а также недооценка стоимости встроенного опциона
- Один из инструментов инвестирования, для диверсификации
- Потенциально более высокий уровень доходности
- Работал только с облигациями, конвертируемыми в акции. Клиентами были квалифицированные инвесторы – физические лица. Как правило, подобные бумаги дают доходность существенно ниже, чем просто облигации, за счет встроенного опциона. Клиенты не могут оценить, насколько более низкая доходность справедлива по отношению к рынку, поэтому предпочитают просто покупать облигации и акции отдельно – как более прозрачные с точки зрения ценообразования инструменты
- Это дополнительный инструмент / дополнительный клиентский путь получения искомого инструмента

ЭМИТЕНТ. Укажите, почему ваша компания выпускала КЦБ / рассматривала или рассматривает возможность их выпуска?

- Пока не рассматривает
- В качестве привлечения средств

ОРГАНИЗАТОР. Укажите, почему ваша компания выпускала КЦБ / рассматривала или рассматривает возможность их выпуска?

- Эмитентов интересует новый формат заимствований, который может снизить процентную нагрузку, особенно на фоне высоких процентных ставок на рынке. Также эмитентов интересуют различные способы привлечения капитала
- В период высоких ставок эмитенты активно ищут возможности снижения стоимости заимствования. Одной из таких возможностей является выпуск КЦБ
- В связи с высокими ставками на долговом рынке, с одной стороны, и повышенной заинтересованностью инвесторов к IPO, выражающейся в кратных переподписках, с другой, клиентам видится перспективным инструмент конвертируемых облигаций. Данный инструмент позволяет как снизить ставку на этапе привлечения инвестиций для эмитента, так и привлечь внимание инвесторов к имени эмитента, дать эмитенту время на подготовку внутренних процедур и в то же время обеспечить гарантированную аллокацию или дисконт при выходе на IPO для инвесторов. Конвертируемые привилегированные акции рассматриваются клиентами, в частности, как один из механизмов реализации программ мотивации сотрудников
- Невозможность договориться об оценке на раннем этапе между основателями и инвесторами; дополнительная защита интересов инвестора в случае следующего раунда или сделки IPO (защита от размытия, дополнительный дисконт на следующем раунде для увеличения доли инвестора)

ИНВЕСТОР. Если вы (как инвестор) / ваш клиент рассматривали возможность покупки КЦБ, но отказались от нее, укажите причины

- Их нет в российском праве, отсутствует рыночный индикатив по оценке опционов в части конвертируемых облигаций
- Конвертируемые бумаги – это производный инструмент, несущий в себе дополнительный риск. Если совокупные издержки + риск ниже выгод от приобретения конечного актива, имеет смысл их покупать. Если же высоки издержки или растет риск самого актива, такой инструмент будет представлять интерес лишь для узкой категории инвесторов. Например, при реструктуризации проблемного долга. Но это уже не совсем инвестиции в конвертируемые бумаги, а скорее использование конвертируемых бумаг как инструмента для решения других более насущных задач. И регулирование конвертируемых бумаг здесь будет не первоочередной проблемой для их держателей
- На данный момент такие инструменты мало представлены на рынке
- Не соответствуют текущему риск-профилю организации
- Неопределенность в налоговых последствиях подобных операций
- Непрозрачность ценообразования для клиента
- Отсутствие выпусков в Российской Федерации

- Отсутствуют инструменты в российской юрисдикции
- Соотношение риск/доходность не подошло

ОРГАНИЗАТОР. Если ваши клиенты рассматривали возможность выпуска КЦБ, но отказались от него, укажите причины

- Неготовность документации, невозможность сделать балансовую сделку из текущей программы облигаций, так как она негибкая (коэффициент конвертации не может быть изменен – например, из-за выплаты дивидендов). Сейчас мы рассматриваем структуру выпуска через специализированное финансовое общество (СФО). Но эмитенты не хотят быть первыми и проходить все процедуры регистрации и согласований без гарантии 100%-ного результата
- Не устроило ценообразование. Низкий спрос инвесторов в силу действующих ограничений, включая законодательные ограничения и ограничения инвестиционной декларации
- Нет возможности защитить инвестора без корпоративного договора, поэтому схема «долг с залогом доли и поручительством основателей» и корпоративный договор работают лучше, чем конвертируемые облигации

Причины отказа организаторов размещений связаны с особенностями действующего регулирования, в то время как у инвесторов и эмитентов существуют иные соображения

Связан ли отказ от выпуска КЦБ с особенностями действующего регулирования?



- Нормативные ограничения по лимитам портфеля, установленные для НПФ¹. Требования фидуциарной ответственности, установленные для НПФ
- Отсутствуют инструменты в российской юрисдикции
- Неопределенность налоговых последствий подобных операций

- Нельзя сделать поручителями по облигациям основателей и наложить ограничения на долю основателей в форме обременения до даты конвертации. Негибкая конструкция выпуска по текущей программе. Необходимость регистрировать первичные выпуски новых акций и держать их на балансе с обязательством реализации в 1 год (можно продлевать срок), однако может быть ситуация, когда конвертации не произошло (цена не выросла). Тогда компания должна будет вернуть деньгами долг (а акциями – более надежно) и при этом реализовать акции по заниженной цене
- Ограничения в инвестировании пенсионных накоплений и резервов в акции и КЦБ. Избыточная нагрузка на капитал кредитных организаций в отличие от обычных облигаций

¹ В соответствии с действующим законодательством НПФ могут инвестировать в конвертируемые облигации как пенсионные, так и собственные средства. При этом должны соблюдаться ряд ограничений. В частности, согласно п. 2.1.12 Указания Банка России от 05.12.2019 № 5343-У «О требованиях по формированию состава и структуры пенсионных резервов», совокупная стоимость субординированных облигаций, облигаций, конвертируемых в акции, облигаций без срока погашения и акций российских и иностранных эмитентов (включая ценные бумаги, ожидаемые к получению по второй части договора репо и (или) подлежащие передаче по второй части договора репо), а также субординированных депозитов не должна превышать 40% от стоимости активов, составляющих пенсионные резервы. На данный момент разрешенный лимит вложений в конвертируемые облигации НПФ не заполнен, вложения в конвертируемые облигации являются скорее исключением. Обращаем внимание, что Банк России подготовил проект указания с изменениями, предусматривающий, в частности, [отмену указанного лимита](#).

2/3 ответивших считают, что КЦБ востребованы на финансовом рынке

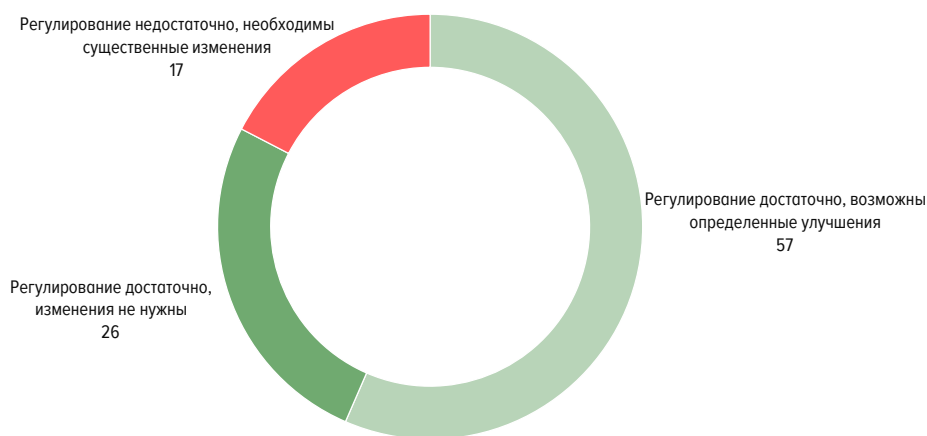
Считаете ли вы, что на текущий момент КЦБ востребованы на российском финансовом рынке? По всем ответившим, %



- Российский финансовый рынок так и не смог стать полноценным источником инвестиций. Подавляющее большинство участников российского рынка ищут краткосрочный выигрыш или арбитраж, инструменты слишком зависимы от ключевой ставки Банка России, при которой реальный сектор экономики не рентабелен. Как следствие – рентабельны только спекуляции и арбитраж, ну еще вложения в бумаги прибыльных банков. О каких инвестициях может идти речь?
- Есть более понятные инструменты, которые дают большую доходность с меньшими рисками, в том числе рыночным
- Исторически низкая ликвидность КЦБ. Сложность ведения учета для профессиональных участников. Сложность ценообразования для ретейл-инвесторов
- При общении с коллегами никто никогда не рассказывал, что есть подобный запрос от бизнеса. В целом имею представление, что данная процедура может быть использована только для мотивации сотрудников

Большинство участников рынка считают, что текущего регулирования в целом достаточно, но возможны улучшения

Как вы оцениваете регулирование, установленное для КЦБ (статья 27.5-8 Закона о РЦБ, пункты 2 и 4 статьи 33, статья 37 Закона об АО)? По всем ответившим, %



Какие нормы (правила, требования) в регулировании КЦБ, по вашему мнению, являются устаревшими или избыточными?

- Базовое описание и суть конвертации изложены верно
- В соответствии с подпунктом 2 пункта 2 статьи 27.5-8 Закона о РЦБ решение о выпуске конвертируемых ценных бумаг, наряду с иными сведениями, предусмотренными Законом о РЦБ, должно содержать количество эмиссионных ценных бумаг, в которые осуществляется конвертация одной конвертируемой эмиссионной ценной бумаги (коэффициент конвертации). Не допускается конвертация в одну ценную бумагу двух и более конвертируемых ценных бумаг. Буквальное толкование данной нормы позволяет сделать вывод о том, что в решении о выпуске необходима фиксация количества акций на одну КЦБ. Возможность же установления коэффициента в виде формулы с переменными и путем раскрытия сообщения перед размещением является дискуссионной из-за отсутствия прямого указания в законе на возможность

установить коэффициент в зависимости от наступления определенного условия. В связи с этим обозначенная норма в текущей редакции не является гибкой и снижает востребованность КЦБ эмитентами

- Регулирование КЦБ не ограничивается одним нормактом, надо смотреть комплексно
- Необходима гармонизация всех текущих законодательных актов
- Необходимо использовать опыт зарубежных рынков, имеющих длительную практику успешного применения КЦБ
- Пункт 3 статьи 37 Закона об АО
- Закон об АО: пункт 2 статьи 37 – слишком длинные сроки отзыва решения о конвертации; пункты 3.1, 3.2
- Фиксированный коэффициент конвертации, невозможность предусмотреть cash settlement (расчет деньгами)

Какие нормы (правила, требования) в регулировании КЦБ, по вашему мнению, требуют пересмотра или совершенствования?

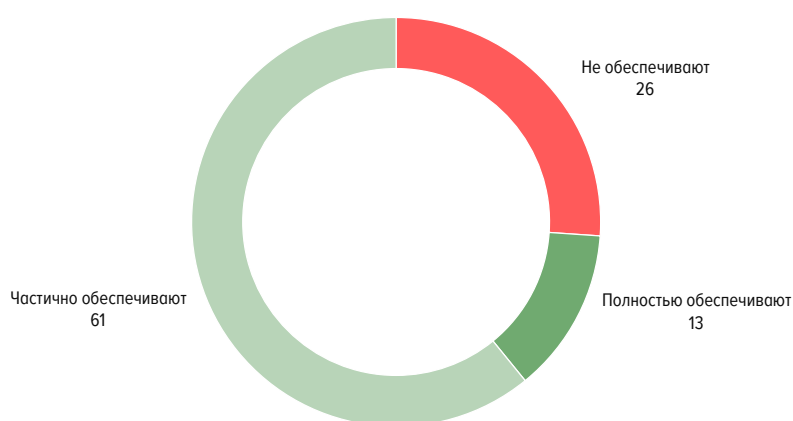
- Статья 27.5-8 Закона о РЦБ об особенностях конвертируемых ценных бумаг. Прописывает обычную конвертацию без защиты инвестора от размытия, от даун-раунда, от возможности участвовать в дополнительном размещении (новом раунде с дисконтом)
- Более точное описание условий конвертации / возврата номинала, когда эмитент не может выполнить условия эмиссии (другие юрисдикции, недружественные действия и так далее)
- Гибкость регулирования
- Защита прав инвесторов при конвертации
- Необходима гармонизация всех текущих законодательных актов
- Необходимо использовать опыт зарубежных рынков, имеющих длительную практику успешного применения КЦБ
- Нормы, связанные с определением коэффициента конвертации в решении о выпуске: в соответствии с подпунктом 2 пункта 2 статьи 27.5-8 Закона о РЦБ решение о выпуске конвертируемых ценных бумаг, наряду с иными сведениями, предусмотренными Законом о РЦБ, должно содержать количество эмиссионных ценных бумаг, в которые осуществляется конвертация одной конвертируемой эмиссионной ценной бумаги (коэффициент конвертации). Не допускается конвертация в одну ценную бумагу двух и более конвертируемых ценных бумаг. Буквальное толкование данной нормы позволяет сделать вывод о том, что в решении о выпуске необходима фиксация количества акций на одну облигацию. Возможность же установления коэффициента в виде формулы с переменными и путем раскрытия сообщения перед размещением является дискуссионной из-за отсутствия прямого указания в законе на возможность установить коэффициент в зависимости от наступления определенного условия. В связи с этим обозначенная норма в текущей редакции не является гибкой и снижает востребованность КЦБ эмитентами. Нормы, связанные с основаниями возникновения у акционеров преимущественного права приобретения акций: статья 40 Закона об АО в текущей редакции снижает востребованность конвертируемых облигаций, так как акционеры общества, голосовавшие против или не принимавшие участия в голосовании по вопросу о размещении облигаций, конвертируемых в акции, имеют преимущественное право приобретения размещаемых облигаций. В связи с этим предлагается законодательно закрепить возможность принятия решения о выпуске конвертируемых облигаций без применения норм о преимущественном праве при условии направления акционерам публичной оферты о приобретении принадлежащих им акций общества. Нормы, связанные с раскрытием информации на рынке ценных бумаг: Положение Банка России от 27.03.2020 № 714-П «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» предусматривает необходимость раскрытия эмитентами сведений о выпуске конвертируемых ценных бумаг, а также о наступлении оснований для конвертации

конвертируемых ценных бумаг. Данные положения снижают востребованность конвертируемых облигаций для публичных акционерных обществ, так как при раскрытии публичным акционерным обществом решения общего собрания акционеров о размещении конвертируемых облигаций падает цена акций на бирже и, соответственно, цена конвертируемых облигаций. В связи с этим предлагается законодательно закрепить возможность не раскрывать информацию о подготовке к размещению конвертируемых облигаций для публичных акционерных обществ

- Пункт 3 статьи 37 Закона об АО
- Необходимы изменения в правила конвертации по инициативе эмитента. Они должны быть существенно сокращены и ужесточены
- Требуют совершенствования нормы регулирования, позволяющие осуществлять выплату номинала КЦБ через поставку ценных бумаг

Большинство ответивших считают, что нормы регулирования полностью или частично обеспечивают прозрачность для инвесторов

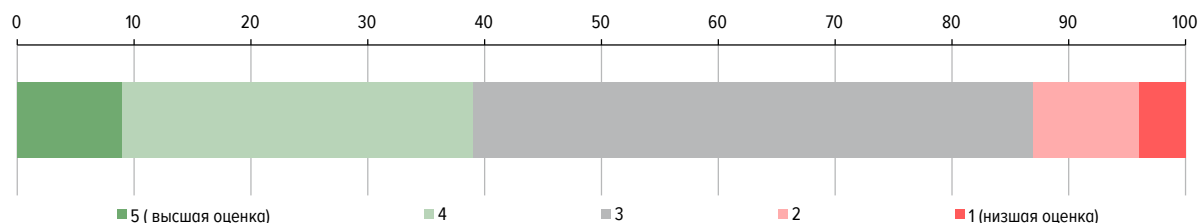
Обеспечивают ли, на ваш взгляд, нормы, регулирующие порядок и условия конвертации КЦБ в другие ценные бумаги того же эмитента, достаточный уровень прозрачности для инвесторов? По всем ответившим, %



Минимальное количество инвесторов считают регулирование неудовлетворительным (1–2 балла)

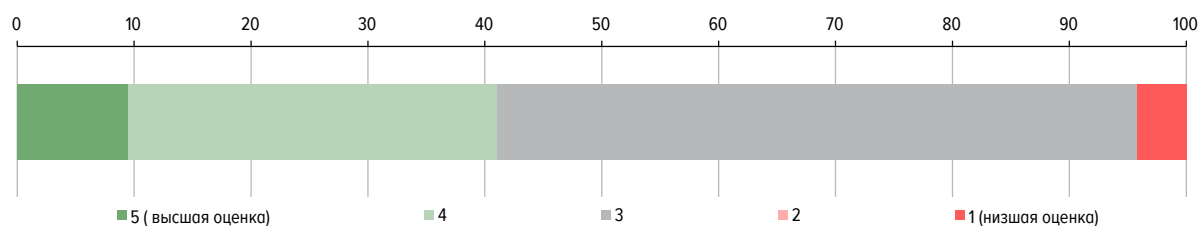
Как вы оцениваете регулирование с позиции гибкости и удобства для эмитентов КЦБ?

По всем ответившим, %



Как вы оцениваете регулирование с позиции защиты прав и законных интересов инвесторов/владельцев КЦБ?

По всем ответившим, %



Какие статьи затрат/издержек, связанные с выпуском КЦБ, на ваш взгляд, наиболее значимы для эмитентов?

- Подготовка документов для Банка России: необходим простой формат через обременение доли у нотариуса с участием регистратора или финансовой платформы, а не регистрация в Банке России
- Все расходы на инфраструктуру рыночные. Если удастся делать гибкие КЦБ через стандартную программу облигаций, то не потребуется прослойка в виде СФО, что сократит расходы. Также в расходах эмитента критичны временные издержки и усилия на выпуск продукта
- Высокая комиссия рейтинговых агентств и юристов-консультантов, необходимость дополнительного продвижения продукта
- Затраты на инфраструктуру и услуги консультантов, связанные с сопровождением выпуска облигаций

При каких условиях/факторах покупка КЦБ могла бы вызвать интерес у вас (как инвестора) / у вашего клиента?

- При условиях выгоды приобретения конечного актива – с учетом перечисленных выше рисков и издержек
- Приемлемое соотношение доходности и риска в текущих условиях
- Стабильность экономики, смягчение денежно-кредитной политики Банка России
- При наличии законодательной базы, позволяющей эмитентам выпускать КЦБ
- При хорошем соотношении ожидаемой доходности и риска. При наличии соответствующего мандата в инвестиционной декларации
- В случае если конвертация из конвертируемых облигаций в акции может быть осуществлена инвесторами независимо друг от друга по заявлению в любой день срока жизни конвертируемой облигации

Какие шаги/меры, на ваш взгляд, целесообразно принять для развития КЦБ на российском финансовом рынке?

- Изучение лучших международных практик, цифровизация эмиссии и администрирования
- Как банк-организатор и юридическая фирма активно продвигаем данный продукт. В ближайшее время подготовим для регулятора бланковую эмиссионную документацию для предварительного согласования. В данном процессе надеемся прийти к общему согласованию продукта и иметь документацию, которую сразу будем предлагать потенциальным эмитентам. В такой конструкции более вероятно сформировать такие сделки на локальном рынке
- Большой маркетинг этого инструмента – как для эмитентов, так и для инвесторов/посредников
- Доработка законодательной базы с точки зрения оплаты/поставки ценных бумаг в счет номинала. Допуск пенсионных накоплений и резервов к инвестированию в КЦБ. Обучение работе с КЦБ и их популяризация среди ретейл-инвесторов
- Заимствование передовых международных практик регулирования подобных ценных бумаг
- Законодательное закрепление возможности регламентации в решении о выпуске конвертируемых облигаций порядка определения коэффициента конвертации. Законодательное закрепление возможности не раскрывать информацию о подготовке к размещению конвертируемых облигаций для публичных акционерных обществ. Законодательное закрепление возможности принятия решения о выпуске конвертируемых облигаций без применения норм о преимущественном праве при условии направления акционерам публичной оферты о приобретении принадлежащих им акций общества

- Защита прав инвесторов, а именно четкое описание штрафов для эмитентов, организаторов выпуска в случае невыполнения / частичного невыполнения условий эмиссии
- Защита прав инвесторов при конвертации
- Изменение финансовой политики государства
- На сегодня ситуация полностью определяется экономической конъюнктурой, денежно-кредитной политикой и очень высокими рисками в связи с продолжающимся ростом инфляции и процентных ставок. До нормализации рыночной ситуации изменение регулирования преждевременно
- Принять законодательную базу
- Развивать российский фондовый рынок в целом. Доверие инвесторов к российскому рынку низкое
- Рыночные условия не должны способствовать краткосрочным спекуляциям. Целесообразны любые меры для стимулирования средне- и долгосрочных инвестиций: развитие крупных институциональных инвесторов, стимулирование долгосрочных инвестиций физических лиц (ИИС, страховые инструменты и так далее), модернизация налогообложения (налоговые льготы для длинных позиций, налог с оборота для ограничения спекулятивных операций и прочее), инфраструктурные организации (биржа, центральный депозитарий, центральный контрагент) должны получать больший финансовый эффект от совокупной капитализации фондового рынка, чем от количества проведенных сделок (получение основного дохода от оборота понуждает инфраструктуру противиться любым новациям, снижающим оборот, даже если эти новации увеличивают общую капитализацию рынка)
- Сделать пилот. Пригласить консультантов и скопировать иностранное регулирование в этой сфере. Нет ничего нового в данных бумагах. Отдельно уделить внимание развитию рынка производных инструментов (опционов), необходимых для объективной оценки
- Упростить процедуру выпуска таких облигаций
- Эмитентам попробовать начать размещение таких облигаций (на текущий момент предложение таких выпусков отсутствует). При этом основная мотивация эмитентов – снижение процентной ставки (актуально при текущих высоких ставках) за счет встроенного опциона на конвертацию

Приложение 3. Отчет о консультациях с участниками рынка в ходе оценки фактического воздействия

Раздел 1. Запланированные консультации

1.1. Цель консультаций: получение данных о достижении целей регулирования и о его эффективности.

1.2. Искомая информация

Необходимые данные:

- о степени прогресса в достижении целей регулирования – для задачи 1 отчета об ОФВ;
- об эффективности и актуальности регулирования – для задач 3–5 отчета об ОФВ;
- обратная связь по проекту отчета об ОФВ.

Вспомогательные данные:

- о факторах, которые оказали влияние на объем сегмента конвертируемых ценных бумаг в 2019–2024 гг.;
- о направлениях возможного улучшения регулирования.

1.3. Заинтересованные стороны (стейкхолдеры):

Затронуты напрямую:

- компании, являющиеся эмитентами или заинтересованные в будущем стать эмитентами конвертируемых ценных бумаг.

Затронуты косвенно:

- физические и юридические лица, которые вправе выступать в качестве инвесторов и приобретать конвертируемые ценные бумаги.

Обладают экспертными знаниями:

- организации, оказывающие услуги по размещению и (или) организации размещения ценных бумаг, – рассматривают конвертируемые ценные бумаги в качестве потенциального инструмента для оказания/предложения услуги по размещению и (или) организации размещения;
- СРО участников финансового рынка, ассоциации, объединяющие представителей экспертного сообщества, инвесторов, эмитентов, – площадки для обмена мнениями и экспертизой в вопросах регулирования ценных бумаг.

1.4. Запланированные на старте консультации

№	Мероприятие	Коммуникация
1	Опрос с целью получения данных о результативности, эффективности и актуальности регулирования	Письмо-приглашение
2	Опрос с целью получения вспомогательных данных	Письмо-приглашение
3	Публичное обсуждение	Размещение проекта отчета об ОФВ на сайте
4	Круглый стол по проекту отчета (опционально)	IVA ВКС, письмо-приглашение

Раздел 2. Проведенные консультации и их результаты

Перечень проведенных мероприятий

№	Мероприятие	Срок проведения	Количество участников
1	Опрос участников финансового рынка «Оценка интереса участников финансового рынка к конвертируемым ценным бумагам»	Октябрь 2024 г.	132 участника (представители широкого круга участников финансового рынка)
2	Встреча экспертов в сфере конвертируемых облигаций и представителей Банка России, посвященная развитию рынка конвертируемых облигаций	23 октября 2024 г.	8 участников (представители банков, инвестиционных компаний, юридических фирм, Ассоциации владельцев облигаций)
3	Публичное обсуждение проекта отчета об ОФВ	11–26 июня 2025 г.	Нет данных

2.1. Опрос участников финансового рынка «Оценка интереса участников финансового рынка к конвертируемым ценным бумагам»

Общая информация о мероприятии

При участии Аналитического центра «Форум» проведен опрос широкого круга участников финансового рынка. Целью его проведения было определение востребованности конвертируемых облигаций среди участников финансового рынка и возможных недостатков анализируемого регулирования.

Основные результаты проведенного опроса приведены в приложении 2 к отчету об ОФВ регуляторных требований к конвертируемым облигациям.

Как отклики повлияли на отчет об ОФВ

Результаты опроса послужили основой для подготовки ответов на вопросы в части задач 1, 3, 4, 5 отчета об ОФВ.

2.2. Встреча экспертов в сфере конвертируемых облигаций и представителей Банка России, посвященная развитию рынка конвертируемых облигаций

Общая информация о мероприятии

22 октября 2024 г. на площадке Аналитического центра «Форум» состоялась встреча для обсуждения проблем развития рынка конвертируемых ценных бумаг с участием Банка России и экспертов – участников финансового рынка.

Мероприятие прошло в очном формате с участием представителей банков, инвестиционных компаний, юридических фирм, Ассоциации владельцев облигаций.

Основные предложения экспертов по итогам встречи:

- При выпуске конвертируемых ценных бумаг должен одобряться коэффициент конвертации, который может быть фиксированным или плавающим (в виде формулы).
- Предельное количество акций, требуемых для конвертации, может изменяться и определяется перед размещением конвертируемых облигаций.
- Выпуск самих акций не регистрируется, но процедура их эмиссии упрощается, так как считается, что на этапе принятия решения о выпуске конвертируемых облигаций акционеры либо уполномоченный орган эмитента уже приняли решение о дополнительной эмиссии.

- В процессе обращения при приближении срока конвертации облигаций по упрощенной процедуре проводится дополнительная эмиссия акций, регистрируется выпуск и проводится конвертация с учетом параметров, существующих на момент приближения срока конвертации.
- Следует создать возможность выкупа акций на рынке для конвертации без необходимости направления предложения о выкупе акций всем акционерам.
- Для развития рынка конвертируемых облигаций законодательство должно создать безусловное обязательство эмитента заплатить инвестору акциями, которое должно быть зафиксировано при выпуске конвертируемых облигаций. При этом не должно быть требования, что осуществлять выпуск конвертируемых облигаций можно только при наличии у эмитента соответствующих акций для последующей конвертации.

Как отклики повлияли на отчет об ОФВ

Предложения экспертов, высказанные на встрече, были частично учтены при подготовке ответов на вопросы в части задач 3–5 отчета об ОФВ.

2.3. Публичное обсуждение проекта отчета на сайте Банка России

Общая информация о мероприятии

Для публичного обсуждения проект отчета об ОФВ был размещен на официальном сайте Банка России.

Прием комментариев и предложений осуществлялся в период с 11 по 26 июня 2025 года включительно.

Замечаний и предложений по проекту отчета об ОФВ в рамках общественных обсуждений не поступало.

Приложение 4. Текущий публичный долг отдельных эмитентов, осуществивших первичное публичное размещение акций в 2023 – 2024 годах

По состоянию на 10.03.2025 к организованным торгам, проводимым ПАО Московская Биржа, допущено 38 выпусков облигаций 7 эмитентов, осуществивших первичное публичное размещение акций в 2023–2024 гг., с совокупным объемом в обращении по непогашенному номиналу 94 175 млн рублей.

Информация о количестве облигаций и объеме в обращении по непогашенному номиналу в разрезе уровней листинга представлена в таблицах:

Количество выпусков облигаций	КС 1	КС 2	НЧС	Итого
ПАО «АПРИ»			11	11
ПАО «ЕвроТранс»	5	2	1	8
ПАО «МГКЛ»			7	7
ПАО «КАРШЕРИНГ РУССИЯ»		5		5
ПАО «Южуралзолото Группа Компаний»		3		3
ПАО «МТС-Банк»			3	3
ПАО «Центр Генетики и Репродуктивной Медицины «ГЕНЕТИКО»			1	1
Итого	5	10	23	38

Объем в обращении, млн руб.	КС 1	КС 2	НЧС	Итого
ПАО «Южуралзолото Группа Компаний»		35 288		35 288
ПАО «ЕвроТранс»	15 000	2 730	57	17 787
ПАО «МТС-Банк»			17 500	17 500
ПАО «КАРШЕРИНГ РУССИЯ»		15 160		15 160
ПАО «АПРИ»			5 548	5 548
ПАО «МГКЛ»			2 850	2 850
ПАО «Центр Генетики и Репродуктивной Медицины «ГЕНЕТИКО»			41	41
Итого	15 000	53 178	25 997	94 175

Примечание. КС 1 – 1-й котировальный список, КС 2 – 2-й котировальный список, НЧС – некотировальная часть списка.

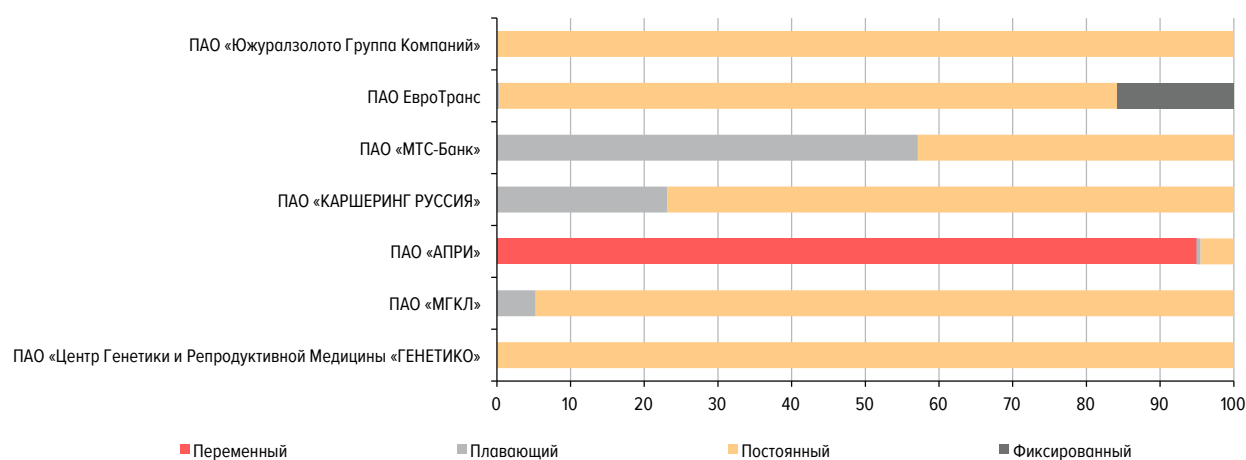
Из 38 рассматриваемых выпусков облигаций 24 имеют фиксированную ставку купона (совокупным объемом в обращении 75 169 млн руб.), 9 – переменную ставку купона (совокупным объемом в обращении 5267 млн руб.), 5 – плавающую ставку купона (совокупным объемом в обращении 13 738 млн руб.).

Медианная купонная ставка по рублевым облигациям эмитентов составляет 17%.

ПАО «Южуралзолото Группа Компаний» также имеет непогашенные выпуски облигаций, номинированные в юанях и долларах США.

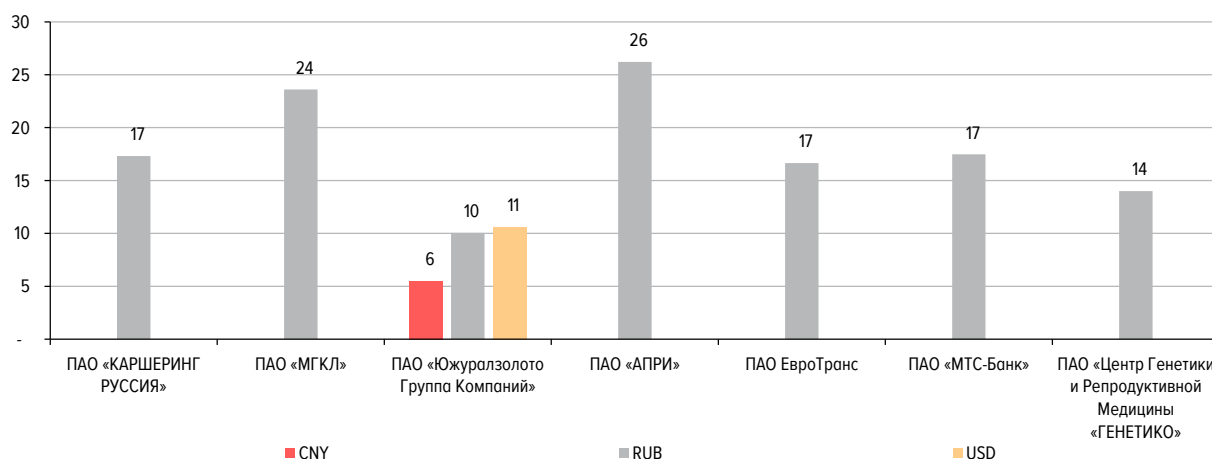
СТРУКТУРА ОБЛИГАЦИОННОГО ДОЛГА В РАЗРЕЗЕ ТИПОВ СТАВОК (%)

Рис. 1



СРЕДНЕВЗВЕШЕННЫЕ КУПОННЫЕ СТАВКИ В РАЗРЕЗЕ ВАЛЮТ (п.п.)

Рис. 2



Подробная информация об указанных выше выпусках облигаций с плавающей ставкой купона представлена в таблице:

Код ISIN	Эмитент	Плавающий купон	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.
RU000A107456	ПАО «МТС-Банк»	RUONIA + 2,2%	10 000
RU000A109TG2	ПАО «КАРШЕРИНГ РУССИЯ»	КС + 3,0%	3 500
RU000A104XJ9	ПАО «МГКЛ»	КС + 9,0%	150
RU000A10A133	ПАО «ЕвроТранс»	0,5*КС + 15,0%	57
RU000A10A554	ПАО «АПРИ»	КС + 8,0%	31
Итого		Итого	13 738

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

ВВП – валовой внутренний продукт

ВИЭ – возобновляемые источники энергии

ЕС – Европейский союз

ИИ – искусственный интеллект

МРНК – матричная рибонуклеиновая кислота

МСП – малое и среднее предпринимательство

НПФ – негосударственный пенсионный фонд

ОФВ – оценка фактического воздействия

ОФЗ – облигации федерального займа

ОЭСР – организация экономического сотрудничества и развития

Рынок КЦБ – рынок конвертируемых ценных бумаг

ФКЦБ – Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг

ADR – American Depositary Receipts (американские депозитарные расписки)

AI – Artificial Intelligence (искусственный интеллект)

AMF – Autorite des Marches Financiers (Комиссия по ценным бумагам Франции)

BP – British Petroleum

BTC – Bitcoin (биткоин)

CSRC – China Securities Regulatory Commission (Комиссия по регулированию ценных бумаг Китая)

CVM – Comissao de Valores Mobiliarios (Комиссия по ценным бумагам и биржам Бразилии)

ECB – European Central Bank (Европейский центральный банк)

ESG – Environmental, Social, Governance (окружающая среда, социальная сфера, корпоративное управление)

ESMA – European Securities and Markets Authority (Европейское управление по ценным бумагам и рынкам)

ETF – Exchange-Traded Fund (торгуемый на бирже фонд)

EV – Electric Vehicles (электрические транспортные средства)

FCA – Financial Conduct Authority (управление по финансовому регулированию и надзору Великобритании)

FSC – Financial Services Commission (Комиссия по финансовым услугам Южной Кореи)

HBM – High Bandwidth Memory (высокопропускная память)

IPO – Initial Public Offering (первичное публичное размещение)

NPS – National Pension Service (Национальная пенсионная служба Южной Кореи)

RBI – Reserve Bank of India (Резервный банк Индии)

SEBI – Securities and Exchange Board of India (Совет по ценным бумагам и биржам Индии)

SEC – Securities and Exchange Commission (Комиссия по ценным бумагам и биржам США)

SIFMA – Securities Industry and Financial Markets Association (Ассоциация участников индустрии ценных бумаг и финансовых участников)

SPO – Secondary Public Offering (вторичное публичное размещение)

YTM – Yield to Maturity (доходность к погашению)