

## Debt 2 Equity Swap

### Конвертация долга в капитал – ключевые опции, вопросы, риски

*Барейша Илья, Бычков Олег, Васильев Станислав*

*Партнеры, АБ ЕМПП*

#### 1.1. *Общее*

Debt to equity swap – механизм, используемый в международной и российской практике. С ростом общего количества сделок, совершаемых в рамках российского права, правовой контекст регулирования этого вопроса в России становится все более востребован. Тема конвертации долга в капитал (далее – **Конвертация**) достаточно широко распространена в работе бизнеса, особенно если бизнес / его собственники сталкиваются с необходимостью реструктуризации долга. При этом Конвертация может быть актуальна как для зрелого бизнеса, когда объем долга может нарушить уже имеющиеся ковенанты и привести к дефолту, так и при венчурном инвестировании или инвестировании на более поздних стадиях. В российских реалиях механизм конвертации может использоваться не только акционерными обществами, но и обществами с ограниченной ответственностью.

Для акционерных обществ (далее – **АО**), обществ с ограниченной ответственностью (далее – **ООО**) – в большинстве ситуаций в целях Конвертации должник должен увеличить свой уставный капитал путем выпуска дополнительных акций (для АО) или распределить новые доли участия (для ООО) – в каждом случае с их оплатой путем зачета денежных требований<sup>1</sup>.

Актуальность данной темы, а также последние изменения нормативного регулирования сподвигли нас на подготовку данного сравнительного анализа работы механизмов Конвертации в России<sup>2</sup>.

#### 1.2. *Выводы, кратко*

##### *А. Упрощение правил игры для Конвертации облигационного долга.*

<sup>1</sup> п. 2. ст. 34 ФЗ об АО и п. 4 ст. 19 ФЗ об ООО

<sup>2</sup> При этом в рамках настоящего документа мы не рассматривали возможности реструктуризации уже существующих облигационных долгов, в том числе, через конвертацию такого долга в акции / доли участия компаний.



С учетом новых норм Закона о РЦБ существенным образом упростится Конвертация облигационных долговых обязательств. Закон о РЦБ установил возможность Конвертации без привлечения акционеров / участников должника, а также более гибкие условия для Конвертации. При этом, возможно, будет правильным, оставлять в структуре возможной сделки по Конвертации элементы договорной обвязки, например, корпоративный договор, однако, это может повлечь риски последующего привлечения к субсидиарной ответственности по долгам общества (если будет доказано, что кредитор являлся контролирующим лицом).

***Б. Для долга, выраженного в иной форме (заем / кредит / иные права требования) – сложности остаются.***

При наличии долга в иной форме (не облигационной) сложности в реализации Конвертации остаются и требуют наличия вспомогательных инструментов (опционы и корпоративные договоры).

### ***1.3. История вопроса***

История правового оформления Конвертации в России развивается уже давно и пока, увы, усилия бизнес-сообщества по реализации достаточно простой, гражданско-правовой формы конвертации долга для широкого круга участников рынка (большинство из которых организовали бизнес в форме обществ с ограниченной ответственностью) – не увенчались успехом. Законопроект, который был подготовлен при участии ФРИИ и внесен в Государственную Думу Федерального Собрания России, так и не прошел все положенные чтения и был отложен в долгий ящик.

*В рамках английского права инструментарий Конвертации отработан уже достаточно давно. Существенных сложностей при Конвертации – нет. Именно поэтому бизнес так ратовал за реализацию российских аналогов механизмов, использовавшихся за рубежом, где инвестор был вправе с достаточными гарантиями полагаться на работающие механизмы Конвертации.*

### ***1.4. Ключевые варианты Конвертации (для юристов и бизнеса)***

В целом все ключевые варианты Конвертации можно свести к двум базовым:

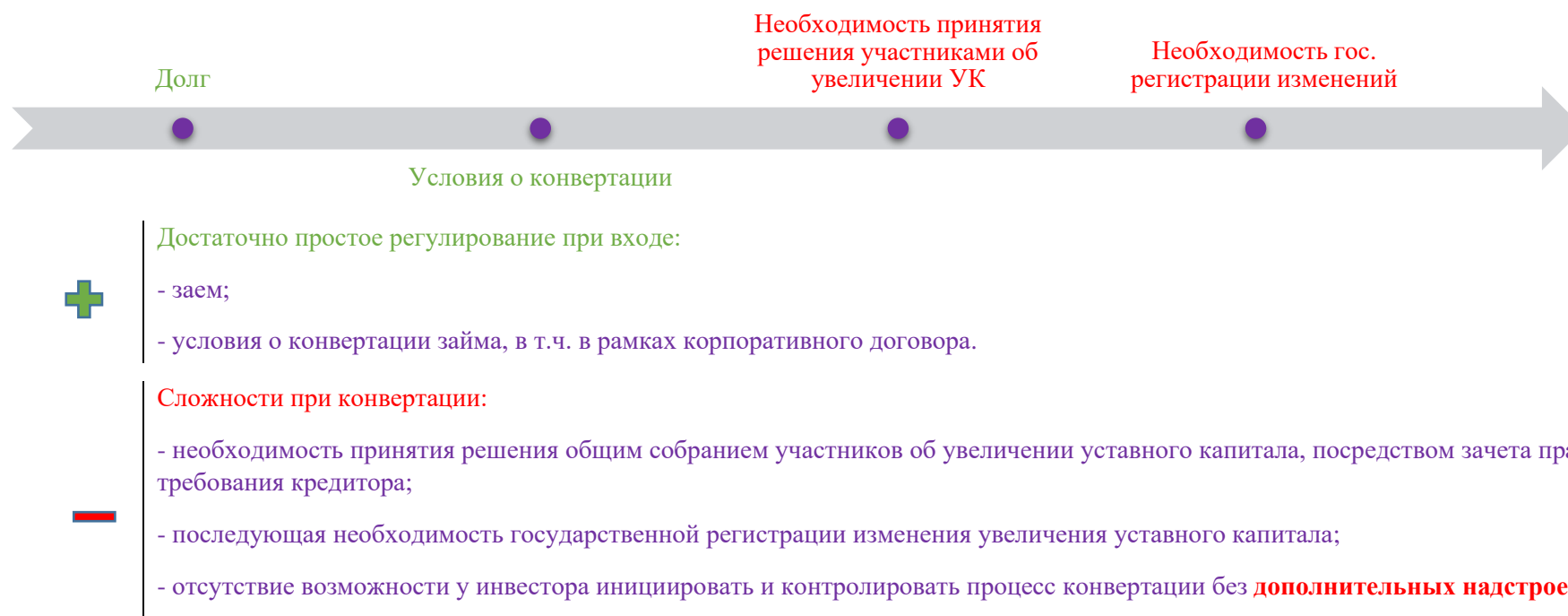
- ***Опция 1.*** Конвертация с использованием займа / кредита / долга в акции АО или доли участия ООО;
- ***Опция 2.*** Конвертация с использованием конвертируемых облигаций.

Как уже было сказано выше, Опции 1 присущи достаточно существенные риски, которые нельзя ликвидировать без включения дополнительных элементов в структуру соответствующей сделки.

***Ключевыми рисками указанной опции являлись и остаются актуальными:***

- отсутствие возможности гарантировать, что компания выпустит акции / доли участия, оплатой по которым будет являться долг кредитора / инвестора;
- в случае Конвертации такого долга в акции, - невозможность гарантировать выпуск и регистрацию таких акций Центральным Банком России в связи с особенностями процедуры эмиссии, предусмотренных действующими и новыми стандартами.

#### 1.4.1. Базовый сценарий с Конвертацией в доли участия в обществе с ограниченной ответственностью



Как отражено на схеме выше, реализация Конвертации в случае с ООО затрудняется тем, что для целей успешной Конвертации потребуется в том или ином объеме участие должника / его участников. В данном случае инвестор / кредитор не обладает возможностью обеспечить Конвертацию в доли участия в одностороннем порядке.

На практике, для целей достижения этой задачи в структуру сделки включаются дополнительные надстройки, существенно усложняющие и удорожающие саму сделку.

#### **1.4.2. *Дополнительные надстройки, реализуемые в целях защиты интересов инвесторов для реализации Конвертации:***

В целях защиты интересов инвестора в рамках сделок, где Конвертацию необходимо обеспечить на стороне инвестора, приходится вводить достаточно сложные элементы, принимая во внимание необходимость нотариального заверения ряда документов в отношении долей участия в ООО. Такими элементами могут быть:

##### ***а) Приобретение определенной доли в обществе на этапе вхождения в сделку***

В целях обеспечения интересов инвестора, в т.ч. в части обеспечения преимущественного права приобретения долей участия и более твердой уверенности в том, что его права будут учтены, в т.ч. с учетом положений закона – инвестор зачастую приобретает определенную, не контрольную долю участия, предоставляющую определенный объем прав не только с точки зрения иных документов по сделке, но и с точки зрения непосредственно Закона об ООО.

##### ***б) Опционы***

В случае вхождения инвестора в капитал общества (как отражено выше в рамках пп. а)), инвестор может также заключить штрафные опционные соглашения в отношении долей участия существующих участников общества (выкуп инвестором их долей по определенной цене с дисконтом – *опцион колл инвестора*), либо опцион на продажу собственной доли, в рамках которого другие участники общества будут обязаны приобрести долю инвестора, а инвестор получит планируемую доходность в отношении своих инвестиций (*опцион пут инвестора*).

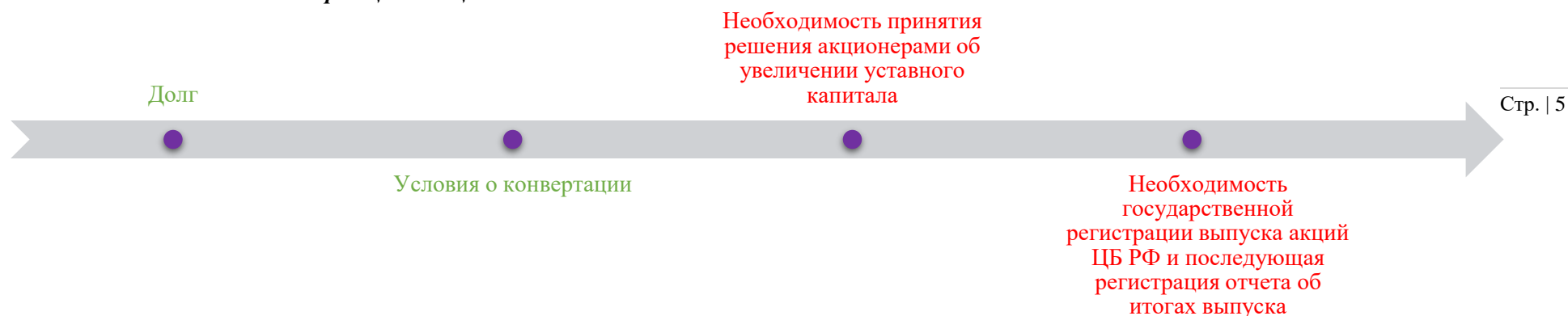
##### ***с) Корпоративный договор***

Конечно же, с учетом наличия предусмотренной законом возможности, инвесторы традиционно заключают с существующими участниками обществ соглашение участников. Это возможно как при вхождении инвестора в капитал общества, так и без такого вхождения (договор между участниками и кредитором общества). Именно в этом договоре прописываются обязанности участников общества голосовать соответствующим образом по определенным вопросам, в том числе, по вопросу Конвертации долга, либо воздерживаться от голосования. В этом же договоре можно уточнить положения о праве вето инвестора в отношении решения определенных вопросов.

Нарушение установленных в соглашении участников условий – может повлечь реализацию опциона (ов) инвестора (как они отражены выше).

Именно в связи с отсутствием простых и понятных механизмов Конвертации долга сторонам приходится входить в переговоры и согласовывать дополнительные документы по сделке. И даже согласовав их – не факт, что на этапе фактической реализации Конвертации не возникнет сложностей как технического, так и правового характера.

### 1.4.3. Обычный заем и конвертация в акции



Достаточно простое регулирование при входе:

- заем;
- условия о конвертации займа, в т.ч. в рамках корпоративного договора



Сложности при Конвертации:

- необходимость принятия решения общим собранием акционеров об увеличении уставного капитала, посредством зачета прав требования кредитора; необходимость подготовки и утверждения решения о выпуске акций / условий размещения, содержащего данные условия;
- последующая необходимость государственной регистрации выпуска ценных бумаг, отчета об итогах выпуска;
- необходимость регистрации изменения увеличения уставного капитала, с внесением записей в ЕГРЮЛ;
- отсутствие возможности у инвестора инициировать и контролировать процесс Конвертации без **дополнительных надстроек.**

Проблемы с Конвертацией в акции схожи с проблемами, присущими Конвертации в доли участия (для ООО), за исключением, пожалуй, нескольких нюансов:

***a) Возможность принятия решения об увеличении уставного капитала советом директоров***

В отличие от ООО, в АО этот вопрос может быть отнесен к компетенции совета директоров, который, с учетом заключенных корпоративных договоров, может быть сформирован таким образом, чтобы учесть интересы инвестора.

Однако, не обойтись без нюансов. При Конвертации в акции потребуется столкнуться с регулятором в виде ЦБ РФ, который отвечает за регистрацию дополнительных выпусков акций.

***b) Необходимость вовлечения в процесс Конвертации регулятора – ЦБ РФ***

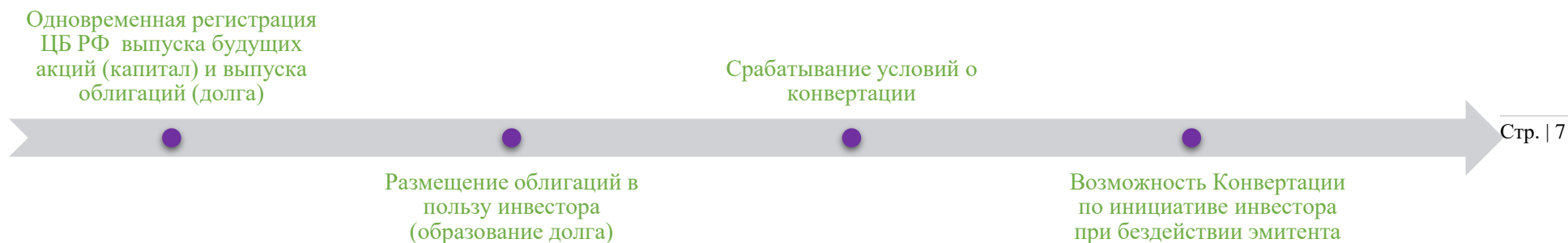
В этом смысле, количество действий и сроки их реализации, по сравнению с Конвертацией в доли участия ООО, будут несколько сложнее, поскольку потребуется принять решение общего собрания акционеров / совета директоров в отношении увеличения уставного капитала, а также подготовить и утвердить эмиссионные документы в отношении выпускаемых акций (как минимум документ, содержащий условия размещения и отчет об итогах выпуска ценных бумаг, а это сроки и, опять же, действия, не зависящие от воли инвестора). Кроме того, на этапе эмиссии потребуется представить в ЦБ РФ ряд дополнительных документов, позволяющих регулятору убедиться, что в оплату акций действительно передаются созревшие права требования к обществу (выписки по счетам общества и т.п.).

Как и в случае с ООО, в АО Конвертация не произойдет без участия существующих акционеров и общества.

На практике, для целей достижения этой задачи в структуру сделки включаются те же элементы дополнительных надстроек, которые были описаны выше: корпоративный договор, опционы, приобретение акций общества-должника.

При этом, в случае с АО механизм согласования документов, по общему правилу, не потребует присутствия нотариуса, что является плюсом, однако наличие в этой связке регулятора и ряда дополнительных действий, которые придется предпринять в связи с этим – утяжеляет и без того непростую конструкцию сделки.

***1.4.4. Конвертируемые ценные бумаги или облигации, конвертируемые в акции***



Дополнительное обеспечение прав инвестора:

- возможность Конвертации по инициативе инвестора.

Достаточно сложное регулирование при входе:

- необходимость подготовки и регистрации двух выпусков: конвертируемых облигаций и акций, в которые в будущем будет осуществлена Конвертация.

Сложности при Конвертации:

- последующая необходимость государственной регистрации выпуска ценных бумаг, отчета об итогах выпуска;
- Стандарты эмиссии пока не вступили в силу, и нормы не тестировались на практике.

Конвертируемая облигация – это ценная бумага, которая при наступлении срока погашения или события, определенного эмиссионными документами, подлежит обмену на акции компании. Именно в этом контексте в ближайшее время (с принятием Новых стандартов эмиссии) произойдет достаточно серьезный шаг вперед. Остановимся на этом подробнее:

Облигации данного класса, можно разделить на два вида:

- Конвертируемые при погашении. Конвертация облигаций в акции происходит всегда при наступлении срока погашения облигаций.
- Гибридные. Конвертация может осуществляться при наступлении ковенантных событий.

На наш взгляд, с учетом последних изменений в Закон о РЦБ и скорому вступлению в силу положений Новых стандартов, конвертируемые облигации должны быть интересны венчурным инвесторам, поскольку их можно настроить по-разному в зависимости от проекта.

Например, для венчурных историй можно заложить в эмиссионную документацию условие о погашении облигаций деньгами, если выручка не достигнет оговоренных значений. При этом самим компаниям, привлекающим долг, это дает возможность реализовать задуманное без вмешательства инвестора, либо при ограниченном его участии. Если же все получилось – проект реализован, инвестор становится акционером. Конечно же, это один из сценариев, вариантов настройки Конвертации существенно больше.

Конвертируемые облигации в том числе с ведением нового регулирования (с 01.01.2020) стали более привлекательны. В чем привлекательность? Мы выделили ключевые моменты, влияющие, на наш взгляд, на привлекательность данного инструмента:

- дополнительный выпуск акций, в который конвертируются облигации не препятствует эмитенту принимать решения о выпуске других акций, размещаемых по подписке (для обычных акций запрещается размещение нового выпуска до государственной регистрации отчетов об итогах выпуска ценных бумаг (предоставления уведомления)).

**Отсутствие необходимости принятия решений в последующем** – решение о дополнительном выпуске акций, в которые будет осуществляться конвертация облигаций, может быть принято одновременно с решением о выпуске конвертируемых облигаций. Данные изменения снимают ранее существовавший риск непринятия общим собранием акционеров решения о выпуске акций, в которые конвертировались облигации.

**Срок размещения акций не ограничен** – срок размещения дополнительного выпуска акций, в который конвертируются облигации отсутствует. Нормативный срок размещения для акций в 3 года установлен для размещения акций по подписке, в нашем случае акции размещаются путем Конвертации.

**Автоматизация процессов** – сейчас Конвертация ценных бумаг осуществляется инфраструктурой, которая снимает головную боль с поручениями о списании облигаций в депозитарии и зачислением акций регистратором на счета владельцев. Депозитарий и регистратор



способны провести как безусловную Конвертацию, так и конвертацию под условием, главное правильно описать механизм Конвертации в эмиссионных документах.

#### **1.4.5. Конвертируемые облигации, нюансы**

Однако, помимо того, что обновленный механизм Конвертации пока не тестировался, есть, конечно, определенные нюансы:

**Отсутствие публичного размещения** – конвертируемые облигации, как и акции акционерного общества, конвертируемые в его облигации, не могут публично размещаться, если компания не является публичной. Если вы не ПАО, для вас только закрытая подписка.

**Коэффициент конвертации** – коэффициент конвертации облигаций в акции необходимо будет определить при принятии решения о размещении акций, что лишает эмитента гибкости, так как от начала всех корпоративных процедур и до выхода на размещение пройдет более 2-3 месяцев.

**Ограниченный срок размещения конвертируемых облигаций** – срок размещения конвертируемых облигаций составляет 1 год с даты регистрации выпуска таких облигаций. Допускается продление срока, но не более чем на 1 год, при этом общий срок продления не может превышать более 3 лет с даты регистрации выпуска.

**Округление** – не решен вопрос с округлением количества облигаций, приобретаемых по преимущественному праву (дробность облигаций при этом не возможна).

Конвертируемые облигации хороши для разного вида эмитентов. Если говорить об экономической составляющей, то купонный доход по конвертируемым облигациям должен быть ниже, чем по кредитам или обычным облигациям.

\*\*\*

Подводя итоги, последние изменения Закона о РЦБ принесли с собой новые возможности для Конвертации долга, выраженного в облигационной форме, при условии, что такой долг с самого начала был оформлен в нужной форме. Видимо, в этом смысле речь идет только о будущих выпусках такого долга. Что касается Конвертации долга, выраженного в иной форме – остаются достаточно серьезные сложности для Конвертации такого долга, и участникам рынка по-прежнему придется использовать иные, дополнительные механизмы для обеспечения баланса интересов всех участников таких сделок. Хочется надеяться, что законодатель и регулятор в лице ЦБ РФ в скором времени позволят реализовывать Конвертацию в более простых и привычных форматах для участников рынка, урегулировав конвертацию безоблигационных долгов.