

ПРИНУДИТЕЛЬНАЯ РЕДОМИЦИЛЯЦИЯ И ЕЕ СЛЕДСТВИЯ

На прошлой неделе Госдума приняла в третьем чтении законопроект (№ 337661-8 «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»), по сути определяющий процедуру принудительной редомициляции ряда публичных компаний (иностраннх формально, но с российскими корнями и активами) на базе отечественных экономически значимых организаций. Хотя в долгосрочной перспективе нововведения обещают благоприятный эффект для резидентов РФ ввиду, помимо прочего, потенциального возобновления выплаты дивидендов, снижения рисков в сфере корпоративного управления, а также создающего дополнительную акционерную стоимость выкупа бумаг, мы на горизонте в полгода видим и высокие риски убытков, которые миноритарии, купившие бумаги на МосБирже, могут понести из-за формирования навеса. Для нерезидентов из «недружественных» стран лучшим вариантом видится продажа этих активов в Euroclear в период повышенного, как ожидается, спроса со стороны резидентов РФ.

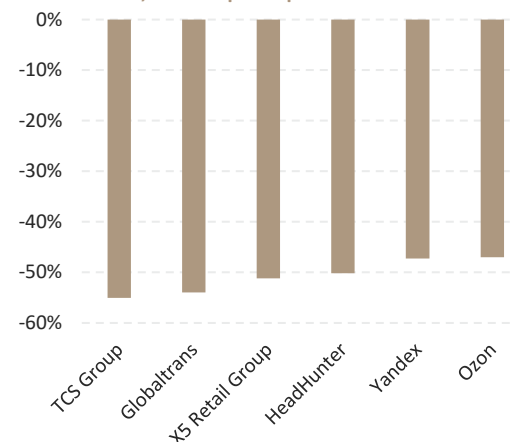
Принудительная редомициляция может быть завершена уже в 1К24. На прошлой неделе Госдума приняла в третьем чтении законопроект, который разрешает российским бенефициарам отечественных экономически значимых организаций (ЭЗО), где иностранным компаниям из «недружественных» стран принадлежит не менее 50% долей владения, получить через суд акции ЭЗО в прямое владение, обойдя зарубежные структуры. В таком случае права иностранного лица в период до конца 2024 г. могут ограничиваться, а акции и доли подлежат пропорциональному распределению между «косвенными» совладельцами в срок до трех месяцев с начала процесса. Нераспределенные доли переходят к ЭЗО и не подлежат погашению. Законопроект еще должны утвердить Совфед и президент, а правительство — подготовить перечень ЭЗО, но мы полагаем, все это произойдет в ближайшие недели.

Ключевые кандидаты — Yandex, VK, Ozon, Evraz, X5, TCS, MDMG, Etalon. Критерии отнесения компаний к ЭЗО, прописанные в законопроекте, включают минимальные значения выручки, активов, уплаченных налогов и персонала. Как показывает наш анализ, под действие нового акта подпадут указанные компании, а также, возможно, ROS AGRO, Fix Price и Globaltrans, при условии обращения в суд. Всем им принадлежат превышающие 50% доли в той или иной ЭЗО, а доля бенефициаров из РФ в них самих дает основания инициировать процесс передачи прав.

Для акционеров, купивших бумаги на МосБирже, — краткосрочные риски навеса, для «недружественных» нерезидентов — возможность выхода через Euroclear. Мы полагаем, возникнет дополнительный спрос на обращающиеся за рубежом акции и расписки таких компаний со стороны российских акционеров и инвесторов из «дружественных» стран, поскольку, купив эти бумаги с дисконтом, можно стать акционером российского ПАО. В то же время для резидентов, которые на МосБирже приобрели расписки формально зарубежной компании (впрочем, нормы пока не ясны до конца), законопроект означает риск массивного навеса акций новой публичной компании на базе ЭЗО. Речь идет о бумагах, полученных лицами, которые купили акции или расписки «недружественного» холдинга в Euroclear с дисконтом к МосБирже.

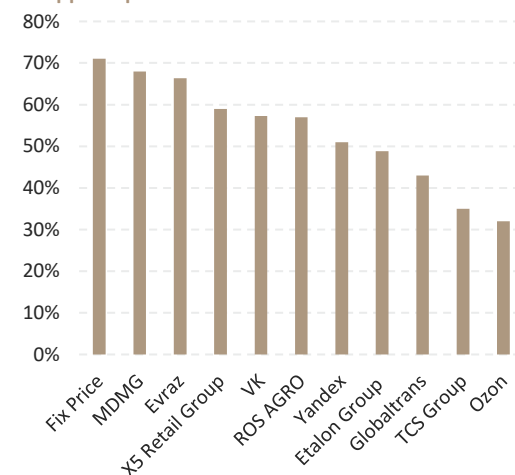
Создание дополнительной стоимости для резидентов в среднесрочной перспективе: казначейские акции, дивиденды, меньшие риски. В результате принудительной по сути редомициляции ЭЗО получат возможность выкупить нераспределенные акции у «недружественных» холдингов с дисконтом к МосБирже, что создаст фундаментальную стоимость. Смена юрисдикции эмитента на страну основной деятельности также уменьшает риски в сфере корпоративного управления. Наконец, у компаний вроде TCS, X5 (в их уже российской ипостаси) и даже Распадской, если бенефициары Evraz заявят свои права на прямое владение, может в скором времени появиться возможность возобновить выплату дивидендов, причем в случае X5 и Распадской доходность может оказаться двузначной.

ЦЕНОВЫЕ ДИСКОНТЫ ДЕПОЗИТАРНЫХ РАСПИСОК (ВНЕБИРЖЕВЫЕ СДЕЛКИ) К БУМАГАМ, ОБРАЩАЮЩИМСЯ НА МОСБИРЖЕ



Источники: Московская Биржа, Лондонская фондовая биржа, ИБ Синара

ДОЛЯ ГОЛОСУЮЩИХ АКЦИЙ У ОСНОВНЫХ РОССИЙСКИХ БЕНЕФИЦИАРОВ ИХК, ВЛАДЕЮЩЕЙ РОССИЙСКОЙ ЭЗО



Источник: оценки ИБ Синара

Кирилл Таченников
Директор аналитического департамента

Василий Мордовцев
Аналитик

ВАЖНЫЕ ДЕТАЛИ И ВОЗМОЖНЫЕ ПОСЛЕДСТВИЯ

На каких основаниях можно обратиться в суд?

Согласно принятому Госдумой законопроекту, инициировать процесс в суде можно в том случае, если иностранная холдинговая компания 1) уклоняется от исполнения своих обязанностей акционера ЭЗО; 2) прекращает управление деятельностью ЭЗО; 3) совершает иные действия, которые могут повлечь прекращение деятельности ЭЗО; 4) инициирует расторжение важных договоров ЭЗО или в период с февраля 2022 г. увольняет более трети ее сотрудников; 5) провоцирует соблюдение ЭЗО западных санкций.

А кто может подать иск?

Инициировать судебный процесс могут: 1) федеральный орган исполнительной власти РФ; 2) акционеры ЭЗО вне зависимости от размера их долевого участия; 3) единоличный исполнительный орган управления и член совета директоров ЭЗО; 4) российские бенефициары иностранной холдинговой компании, чья доля в ней составляет более 50%, либо более 30%, если они имели возможность определять решение ее высшего органа управления, либо более 20%, если к ним или к самой ЭЗО применены западные санкции.

Посмотрим на список?

Критериями для отнесения российского бизнеса к ЭЗО являются превышение заданных уровней по размеру выручки, или активов, или уплаченных налогов либо по количеству сотрудников. Кроме того, необходимо, чтобы такая компания являлась субъектом критической информационной инфраструктуры либо градообразующим предприятием, или внедряла технологии и ПО для общественно значимых сервисов, или участвовала в модернизации и создании высокопроизводительных и высокооплачиваемых рабочих мест, или являлась системно значимой кредитной организацией. Наконец, доля иностранного холдинга из «недружественной» юрисдикции в такой компании должна превышать 50%, а бенефициары обязаны соответствовать требованиям предыдущего абзаца.

Проведя анализ торгуемых на МосБирже акций и расписок, мы выделили следующие ИХК, отвечающие перечисленным требованиям.

ИНОСТРАННЫЕ ХОЛДИНГОВЫЕ КОМПАНИИ, ВЛАДЕЮЩИЕ РОССИЙСКИМИ ЭЗО

Компания	Критерий отнесения к ЭЗО	Доля ИХК в российских активах	Доля основных бенефициаров в ИХК	Акции (с учетом ДР) в свободном обращении	Санкции, в т. ч. в отношении бенефициаров
TCS Group	Численность сотрудников, выручка, налоги, активы; системно значимый банк	Тинькофф Банк (100%), Тинькофф Страхование, Т-Финанс, Феникс	35% (В. Потанин)	65%	Тинькофф Банк: США (SDN), Великобритания, ЕС; В. Потанин: США (SDN)
Globaltrans	Размер, критическая инфраструктура	АО «Новая перевозочная компания» (100%), АО «БалтТрансСервис» (100%), прочие ДО	43%	57%	
Etalon Group	Выручка, активы	АО «Затонское» (32%), АО «ГК Эталон» (100%), специализированные и региональные застройщики (~100%)	48,8% (АФК Система)	35,20%	не применялись
EVRAZ		Распадская (91%), НТМК (100%), ЗСМК (100%), Качканарский ГОК (100%)	66,36%	33,64%	Evraz и г-да Абрамович, Абрамов, Фролов (основные акционеры): ЕС, Великобритания
Yandex	ИТ-инфраструктура, рабочие места в ИТ-секторе	Множество юрлиц (близко к 100%)	51% (права голоса)	88%	А. Волож: ЕС
Ozon Holdings	ИТ-инфраструктура, рабочие места в ИТ-секторе	ООО «Интернет Решения» (100%)	не менее 32% (АФК Система)	40%	
VK Company	ИТ-инфраструктура, рабочие места в ИТ-секторе	ООО «Компания ВК», множество юрлиц (близко к 100%)	57,3% (права голоса)	53%	Гендиректор: США (SDN)
MDMG	Рабочие места в ИТ-секторе, численность персонала	ООО «МД Групп» (100%)	68%	14%	
X5 Retail Group	Внедрение технологий для общественно значимых сервисов, выручка	ООО «Корпоративный центр икс 5» (~100%)	59%	41%	М. Фридман: ЕС, Великобритания
ROS AGRO	Размер, высокооплачиваемые рабочие места	ООО «Группа компаний Русагро» (100%)	57%	35%	В. Мошкович (49%): ЕС, Великобритания, Швейцария
Fix Price	Размер, рабочие места в ИТ-секторе	ООО «БЭСТ ПРАЙС» (100%)	71%	27%	

Источник: ИБ Синара

В какие сроки?

Когда Совфед утвердит, а президент подпишет закон, правительство должно подготовить перечень ЭЗО. После этого процесс перехода бенефициаров иностранной холдинговой компании в российское юридическое лицо займет порядка **шести месяцев** с момента подачи заявления в арбитражный суд. Этот срок складывается из: 1) одного месяца, необходимого для вступления закона в силу после публикации; 2) одного месяца, который отводится суду на принятие решения; 3) десяти рабочих дней, в течение которых ЭЗО должна проинформировать всех известных ей бенефициаров холдинговой компании; 4) трех месяцев, в течение которых бенефициары холдинговой компании обязаны направить в ЭЗО заявление для вступления в прямое владение ее акциями; 5) еще десяти рабочих дней, в течение которых ЭЗО определяет перечень лиц, которые имеют право вступить в прямое владение; 6) трех рабочих дней, отводимых регистратору или депозитарию на внесение информации. Таким образом, уже в 1К24 вероятно появление нового состава акционеров у таких ЭЗО.

Что станет с правами ИХК из «недружественных» стран?

В контексте этого законопроекта следует разделять права самой холдинговой компании и ее акционеров. В случае решения суда об ограничении прав самой холдинговой структуры она лишается возможности реализации большинства своих акционерных прав, включая преимущественное право выкупа и право на получение дивидендов, как минимум до конца 2024 г. За ИХК остается только нераспределенная доля в ПАО на базе ЭЗО, которая становится казначейской без требования к погашению, при этом «недружественный» холдинг имеет право потребовать выкупить такую долю по рыночной цене, и ЭЗО обязана выполнить требование.

Зарубежные акционеры «недружественной» ИХК могут, заявив о таком своем желании, получить акции ЭЗО в прямое владение наравне с резидентами РФ, однако только резиденты и акционеры из «дружественных» стран смогут без ограничений распоряжаться этими акциями на бирже в РФ.

Реорганизация в ПАО и листинг на МосБирже

Если ИХК была публичной компанией или если ее доля позволяет на общем собрании акционеров принять решение о внесении изменений, которые сделают общество публичным, то ЭЗО подлежит преобразованию в ПАО (или в ООО, если доля холдинга в ЭЗО составляет 100%). Затем в течение пяти дней после регистрации изменений новое ПАО на базе ЭЗО должно обратиться к организатору торгов в целях заключения с ним договора о листинге акций, и в течение десяти дней с момента получения пакета документов организатор принимает решение о включении ценных бумаг ПАО в котировальный список.

Возможные последствия и рекомендации

Переход законопроекта в закон создаст необходимый «мост» для перевода активов (расписок зарегистрированных за рубежом компаний, владеющих российскими ЭЗО) из Euroclear в НРД. В результате российские резиденты и представляющие «дружественные» юрисдикции держатели таких расписок и акций, которые приобрели или приобретут бумаги в западных депозитариях со значительным дисконтом к котировкам на МосБирже, смогут получить акции нового ПАО на базе ЭЗО наравне с покупателями этих же расписок на основном рынке МосБиржи.

Таким образом, если не появятся дополнительные механизмы регулирования сделок с такими активами, велика вероятность возникновения навеса из акций, полученных путем обмена акций ИХК в западном депозитарии на бумаги российского ПАО, возникшего на базе ЭЗО. В первое время рыночная цена таких акций окажется где-то посередине между текущими котировками ИХК на МосБирже и ее же внебиржевыми котировками в Euroclear. Как следствие, мы видим повышенные риски коррекции в акциях формально зарубежных, но по сути российских публичных компаний.

Процесс перехода бенефициаров иностранной холдинговой компании в российское юридическое лицо займет порядка шести месяцев с момента подачи заявления в арбитражный суд

Холдинговая структура лишается возможности реализовать большинство своих акционерных прав, включая преимущественное право выкупа и право на получение дивидендов, как минимум до конца 2024 г.

Мы видим повышенные риски коррекции в акциях публичных формально зарубежных компаний

В то же время в дальнейшем такая принудительная редомициляция снизит риски, связанные с корпоративным управлением, а в ряде случаев позволит возобновить выплаты дивидендов, что должно позитивно отразиться на стоимости акций новых ПАО в среднесрочной перспективе.

Мы также предполагаем, новый закон подстегнет спрос на акции и расписки упомянутых эмитентов в Euroclear, как минимум со стороны «дружественных» нерезидентов и со стороны граждан РФ. В результате «недружественные» акционеры получат шанс продать эти акции или расписки дороже в ближайшие полгода, хоть и с дисконтом к ценам на МосБирже, что нам представляется оптимальным решением. В противном случае они рискуют либо «застрять» со счетами типа «С», если станут акционерами новообразованного ПАО, либо останутся акционерами ИХК, доля которой в ЭЗО сократится до размера «казначейского» пакета из нераспределенных акций. При этом требование о выкупе по рыночной цене распространяется только на «нераспределенный» пакет акций нового ПАО на базе ЭЗО.

В ряде случаев появится возможность возобновить выплаты дивидендов, что должно позитивно отразиться на стоимости акций новых ПАО в среднесрочной перспективе

«Недружественные» акционеры получат шанс продать эти акции или расписки в ближайшие полгода уже дороже, хоть и с дисконтом к ценам на МосБирже

Аналитический департамент

Sinar_Research@sinara-finance.ru

Директор департамента

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Макроэкономика

Сергей Коныгин

KonyginSS@sinara-finance.ru

Рынок облигаций

Александр Афонин

AfoninAK@sinara-finance.ru

Зарубежные рынки акций

Сергей Вахрамеев

VahrameevSS@sinara-finance.ru

Российский рынок акций

Нефть и газ

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Металлургия

Дмитрий Смолин

SmolinDV@sinara-finance.ru

Стратегия

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Кирилл Бахтин

BakhtinKV@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Финансовый сектор

Ольга Найдёнова

NaidenovaOA@sinara-finance.ru

Технологии, телекоммуникации, ретейл

Константин Белов

BelovKA@sinara-finance.ru

Группа выпуска

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Девелопмент

Ирина Фомкина

FomkinaIA@sinara-finance.ru

Электрэнергетика, транспорт

Матвей Тайц

TaitsMV@sinara-finance.ru

Станислав Захаров

ZakharovSV@sinara-finance.ru

Инна Драч

DrachIG@sinara-finance.ru

Себастьян Барендт

BarendtSF@sinara-finance.ru

Георгий Горбунов

GorbunovGI@sinara-finance.ru

Георгий Горбунов

GorbunovGI@sinara-finance.ru

© 2023, ПАО Банк Синара.

Настоящий материал подготовлен ПАО Банк Синара исключительно в информационных целях и только для его получателя.

Настоящий материал является собственностью ПАО Банк Синара (Банк) и не может быть использован в каких-либо целях (в т. ч. посредством цитирования или ссылки в средствах массовой информации) без письменного согласия Банка. Использование информации из настоящего материала полностью или частично, в т. ч. копирование, заимствование, компиляция, цитирование в коммерческих целях, возможно только на договорной основе с Банком. Любые ссылки на настоящий материал или его часть, а также упоминание факта проведения Банком того или иного аналитического исследования, равно как и воспроизведение, передача и распространение настоящего материала среди третьих лиц, запрещены без письменного согласия Банка.

Информация, содержащаяся в настоящем материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) получателя материала. Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является задачей получателя настоящего материала. ПАО Банк Синара не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения (невозможности совершения) операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, и не рекомендует использовать настоящий материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Представленная в настоящем материале информация не может рассматриваться в качестве гарантий или обещания будущей доходности вложений. Содержащиеся в настоящем материале мнения и оценки подготовлены на основе публичных источников, которые рассматриваются Банком как надежные, однако за достоверность, точность и полноту содержащейся в настоящем материале информации Банк ответственности не несет. Стоимость инвестиций может как уменьшаться, так и увеличиваться, и получатель материала в конечном счете может не получить первоначально инвестированную сумму. Результат инвестирования в прошлом не определяет дохода в будущем.

Суждения о финансовых инструментах, содержащиеся в настоящем материале, носят предположительный характер, не могут рассматриваться или быть использованы в качестве предложения или побуждения сделать заявку на покупку или продажу либо вложение в финансовые инструменты, и выражены с учетом ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ним событий на дату выхода материала без обязательства Банка по его обновлению.

Иностранцы финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, могут быть не квалифицированы в качестве ценных бумаг в соответствии с законодательством РФ. Информация об иностранных финансовых инструментах, содержащаяся в настоящем материале, не может использоваться получателями, не соответствующими критериям для признания квалифицированным инвестором в соответствии с законодательством РФ.

Операции с финансовыми инструментами связаны с риском. Получатель настоящего материала должен учитывать возможные риски, сопряженные с осуществлением операций на финансовых рынках.

Настоящий материал не является offer, предложением сделать offer. Не является рекламой ценных бумаг, иных товаров и (или) услуг.

Настоящий материал подлежит распространению исключительно на территории РФ. При наличии согласия Банка на распространение и копирование материалов необходимо указание ссылки на источник. Изменение материала и (или) его части не допускается без получения предварительного письменного согласия ПАО Банк Синара. Дополнительная информация предоставляется на основании адресного запроса. Распространение без согласия ПАО Банк Синара в любой форме является нарушением условий получения материала и влечет ответственность, предусмотренную законодательством РФ.

До выхода настоящего материала его содержание не раскрывалось эмитентам ценных бумаг, упомянутым в материале.

Список компаний, в отношении которых у ПАО Банк Синара и (или) аффилированных с Банком лиц может возникать конфликт интересов при подготовке аналитических материалов ввиду наличия у Банка и (или) аффилированных с Банком лиц договорных отношений с такими компаниями, и (или) владения Банком и (или) аффилированными с Банком лицами ценными бумагами таких компаний, и (или) владения такими компаниями акциями (долями), составляющими уставный капитал Банка и (или) аффилированных с Банком лиц, и (или) в связи с участием должностных лиц Банка и (или) аффилированных с Банком лиц в органах управления указанных компаний, и (или) в связи с оказанием Банком услуг по организации размещения выпуска ценных бумаг указанным компаниям (список актуален на дату составления материала): АО «Группа Синара», ПАО «ГК «Самолет», АО «Бизнес-Недвижимость», ОАО «АБЗ-1», ПАО «Селигдар», ООО ВИС-ФИНАНС, ООО «Новые Технологии», Международный банк экономического сотрудничества, Евразийский банк развития, ПАО «ТМК», ООО «Брусника. Строительство и девелопмент», АО «Синара – Транспортные Машины», ООО «ЛЕГЕНДА», ООО «Промомед ДМ», ООО «РЕСО-Лизинг», ООО «Славянск ЭКО», ООО «ТАЛАН-ФИНАНС», АО «Экспобанк», ПАО «Сережа Групп», ВЭБ.РФ, ООО «ИА ТБ-1», АО «Южуралзолото Групп Компаний», ООО «Балтийский лизинг», ООО «Борец Капитал», АО «Уральская Сталь», ООО «ОКЕЙ», ПАО «ТК-14», АО «Группа компаний «ЕКС», ПАО «МегаФон», ООО «Сэтл Групп», АК «АЛРОСА» (ПАО), EVRAZ PLC, ПАО «Газпром нефть», ПАО «Газпром», Global Ports Investments PLC, Globaltrans Investment PLC, ПАО «Интер РАО», ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «Манит», ПАО «ММК», ПАО «Мечел», ПАО «ГМК «Норильский никель», ПАО «МТС», ПАО «НОВАТЭК», ПАО «НЛМК», Petropavlovsk PLC, Polymetal International PLC, ПАО «НК «Роснефть», ПАО «Сбербанк», ПАО «Северсталь», ПАО «Система», ПАО «Татнефть», TCS Group Holding PLC, МКПАО «ОК РУСАЛ», PLYandex N.V., АО «ЧТПЗ», АО «ГК «Пионер», ПАО «Группа Позитив», PPF Group, ОАО «РЖД», ООО ВИС-ФИНАНС, АО «ДЖИ-ГРУПП», ПАО «ЭН-ГРУПП», ПАО «Вуш Холдинг», ПАО «Группа Ренессанс Страхование», ПАО «Росети», ПАО «Флокс», XS Retail Group N.V., ПАО «Транснефть».

При оценке финансовых инструментов и эмитентов ценных бумаг в настоящем материале использованы следующие методы и подходы: метод дисконтированных денежных потоков, сравнительный анализ и (или) дисконтированная дивидендная либо купонная модель. В случае использования в настоящем материале рейтинговых оценок они назначаются в соответствии со следующим правилом: если ожидаемая доходность до конца текущего года, определяемая как сумма потенциала роста стоимости акции до целевой цены и прогнозируемой дивидендной доходности до конца текущего года, более чем на 5% превышает скорректированную на стоимость собственного капитала компанию, сравниваемую с рейтингом «покупать», если не превышает, оставляется положительной величиной — «Держать», если является отрицательной — «Продать».

Помимо рейтинговых оценок, в настоящей публикации указывается или может быть указана степень инвестиционного риска, с которым, по оценке Банка, связано владение акциями соответствующего эмитента, с учетом отраслевой принадлежности эмитента, долговой нагрузки эмитента, ликвидности его акций, высокой степени зависимости оценки от будущих темпов роста компании, публикации эмитентом отчетности, факторов неопределенности в связи с имеющей место или предполагаемой реорганизацией либо национализацией, прогнозируемой выплаты дивидендов и иных корпоративных рисков. Степень инвестиционного риска имеет следующие обозначения: ●●●●● (очень высокая), ●●●●○ (высокая), ●●●○ (средняя), ●●○○ (низкая), ●○○○ (очень низкая).

Инвестиционный Банк Синара (ИБ Синара) — зарегистрированный товарный знак, под которым ПАО Банк Синара оказывает инвестиционные услуги на фондовом и денежном рынках.

ПАО Банк Синара

Универсальная лицензия Банка России РФ № 705 от 28.02.2022 на осуществление банковских операций со средствами в рублях и иностранной валюте (с правом привлечения во вклады денежных средств физических лиц) и на осуществление банковских операций с драгоценными металлами.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №065-08840-100000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №065-08844-010000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности №065-14099-000100 от 19 августа 2021 г. Выдана Банком России без ограничения срока действия.

Регистрация в Реестре Банка России 23.11.2021 в качестве инвестиционного советника за номером 123.