



ЕВГЕНИЙ СОЛОВЬЕВ,
советник практики рынков капитала
Clifford Chance

ФИЛИПП ПЕТУКОВ,
юрист практики рынков капитала
Clifford Chance

Еврооблигации для корпоративных эмитентов

Прошлый год ознаменовался оживлением международных рынков долгового капитала для российских эмитентов: было организовано около 30 выпусков еврооблигаций, это больше, чем в 2014 и 2015 гг. вместе взятых. Большинство выпусков было осуществлено корпоративными эмитентами в отличие от более ранних лет, когда преобладали выпуски эмитентов из банковского сектора. Эта же тенденция имеет место и в I квартале 2017 г., в связи с чем представляется целесообразным рассмотреть ключевые вопросы выпуска еврооблигаций корпоративными эмитентами.

Преимущества еврооблигаций

Как правило, выпуск еврооблигаций осуществляют компании со сложившейся солидной репутацией, удовлетворяющие критериям листинга (см. раздел «Листинг»). Это позволяет им диверсифицировать источники финансирования и привлечь более крупные суммы у широкого круга международных инвесторов под более низкие процентные ставки и на менее обременительных условиях, нежели в случае с обычными банковскими займами. Также выпуск еврооблигаций является отличным способом улучшить репутацию среди инвесторов и создать положительную кредитную историю, что может представлять особый интерес для компаний, планирующих публичное размещение акций в кратко- или среднесрочной перспективе.

Структуры выпуска еврооблигаций

По ряду причин прямой выпуск еврооблигаций российскими компаниями остается экономически

нецелесообразным. В связи с этим, как правило, используется **гарантированная структура**, в рамках которой иностранная компания выпускает еврооблигации, обеспеченные гарантией, либо **LPN-структура**¹, в рамках которой иностранная компания выпускает еврооблигации участия в займе.

Гарантированная структура

В рамках гарантированной структуры эмитентом еврооблигаций чаще всего выступает иностранная компания в составе группы. При этом эмитент должен быть зарегистрирован в юрисдикции с благоприятным налоговым режимом (например, в Ирландии или Нидерландах). Эмитент выпускает еврооблигации, исполнение обязательств по которым обеспечивается гарантией от одной или нескольких компаний группы (гаранта или гарантов), и инвесторы, приобретая еврооблигации, полагаются на платежеспособность последних. В рамках

¹ Loan participation notes — сокращенно LPN.

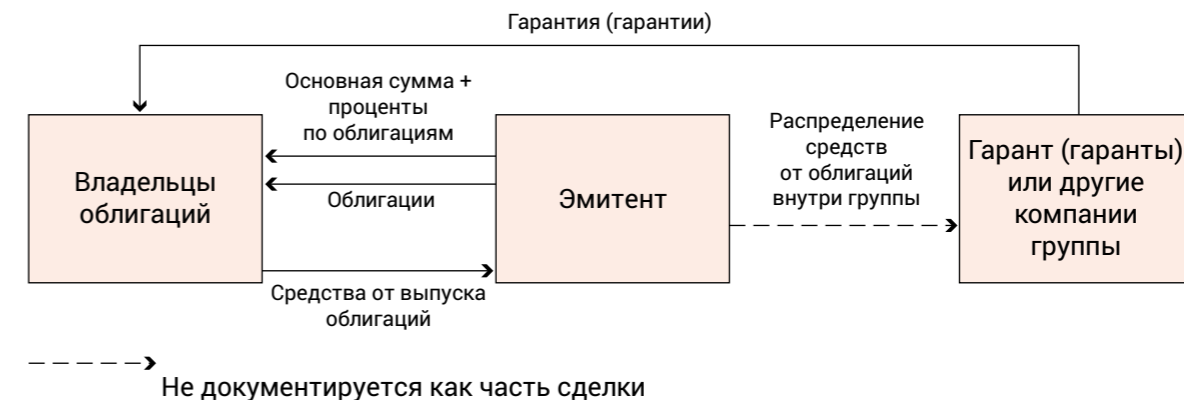


Рис. 1. Пример гарантированной структуры выпуска еврооблигаций

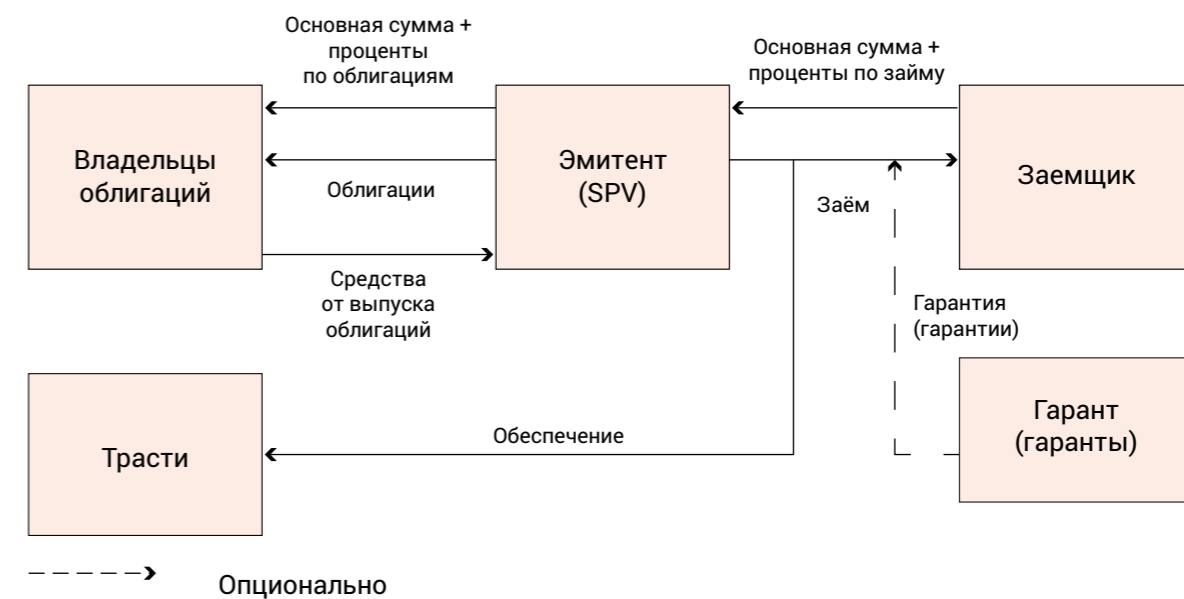


Рис. 2. Пример LPN-структуры выпуска облигаций

гарантированной структуры движение средств между эмитентом и группой остается за рамками основной сделки. Пример гарантированной структуры схематично изображен на рис. 1.

LPN структура

В рамках LPN-структуры в качестве эмитента еврооблигаций всегда выступает независимая компания специального назначения (SPV²), зарегистрированная

в юрисдикции с благоприятным налоговым режимом. SPV использует поступления от размещения еврооблигаций для предоставления займа российской компании — заемщику. Данный заем является ключевым связующим звеном с заемщиком, поэтому в договор займа должны быть включены все необходимые положения (платежные и иные обязательства, случаи дефолта и пр.), на которые опираются инвесторы.

Приобретая еврооблигации, инвесторы фактически участвуют в предоставленном заемщику займе. В связи с этим обязательства по еврооблигациям должны быть аналогичны обязательствам по договору займа, в частности, платежи

² SPV (special purpose vehicle) — компания специального назначения, созданная для реализации определенного проекта или достижения определенной цели, в данном случае — для привлечения финансирования.



по еврооблигациям должны быть симметричны платежам по займу, чтобы без затруднений обеспечить передачу денежных средств от заемщика через SPV владельцам еврооблигаций. В рамках LPN-структуры еврооблигации выпускаются с ограниченным правом регресса (limited recourse), то есть SPV несет обязательства по осуществлению платежей по еврооблигациям в размере сумм, полученных от заемщика по договору займа.

LPN-структура требует наличия представителя владельцев облигаций, именуемого trustee. SPV уступает свои права по договору займа в пользу trustee, и в случае дефолта последний, получив соответствующие инструкции от владельцев еврооблигаций, вправе потребовать досрочного исполнения займа, как если бы он являлся кредитором. Кроме того, любые платежи по займу должны направляться на специальный счет, выгодоприобретателем по которому является trustee. Зачисленные на такой счет средства могут быть направлены только владельцам еврооблигаций.

Если для успешного размещения еврооблигаций кредитоспособности заемщика недостаточно, то в LPN-структуру можно дополнительно включить одного или нескольких гарантов из числа компаний группы. Пример LPN-структуры схематично изображен на рис. 2.

Отдельные выпуски или программа?

Если компания планирует выпускать еврооблигации на регулярной основе, целесообразно рассмотреть возможность учреждения соответствующей программы. При выпуске еврооблигаций на основании программы сокращается время согласования

и выхода на рынок каждой сделки. Однако само учреждение программы предполагает дополнительную работу по согласованию всех возможных условий выпуска в программной документации (например, допустимых валют выпуска и порядка расчета процентных ставок).

Кроме того, необходимо помнить, что раскрываемая в проспекте информация о заемщике и гаранте (гарантах), а также юридическая проверка такой информации должны быть актуальными по состоянию на день выхода сделки на рынок. Таким образом, несмотря на то что учреждение программы может быть полезным с точки зрения создания договорной базы, отдельный выпуск в рамках программы по-прежнему может требовать проведения значительной работы по обновлению раскрываемой в проспекте информации (например, дополнения проспекта анализом новой финансовой отчетности или сведениями о новых существенных событиях в деятельности компании). Это может снизить привлекательность программы для компаний, планирующих ограниченное количество выпусков в пределах года.

Положение S и Правило 144A

В зависимости от целевой базы инвесторов компании и организаторы сделки обычно используют два исключения, имеющихся в Законе США о ценных бумагах 1933 г. (далее — Закон США о ценных бумагах), для того чтобы выпускать еврооблигации без регистрации Комиссией по ценным бумагам и биржам США. Еврооблигации, выпущенные по Положению S Закона США о ценных бумагах, могут быть предложены только тем инвесторам, которые не являются «лицами из США» (U.S. persons), а еврооблигации, выпущенные по Правилу 144A Закона США о ценных бумагах, могут также быть предложены «квалифицированным институциональным покупателям» (qualified institutional buyers), то есть компаниям — резидентам США, которые удовлетворяют определенным качественным критериям, установленным Правилу 144A.

Выпуск по Правилу 144A предполагает доступ к более широкому кругу инвесторов, но в то же время требует раскрытия в проспекте большего объема информации, а соответственно, и более тщательной юридической проверки (due diligence) по сравнению с выпуском по Положению S.

Другим важным аспектом при осуществлении выбора между выпуском по Положению S и выпуском по Правилу 144A является период времени, в течение которого компания будет иметь доступ к рынку. В отличие от выпуска по Положению S выпуск по Правилу 144A, как правило, не может быть осуществлен после истечения 135 дней со дня предоставления последней финансовой отчетности.

Legal Insight CLIFFORD
CHANCE

БИЗНЕС-ЗАВТРАК

«Еврооблигации для корпоративных эмитентов»

- Выпуск еврооблигаций: от назначения консультантов до закрытия сделки
- Для чего проводится юридическая проверка (due diligence)?
- Regulation S, Rule 144A, 10b-5 и другие ключевые понятия из законодательства США

Москва, 5 апреля 2017 г.

ул. Гашека д.6, Дукач Плейс III
9:00–13:00

Для регистрации и по всем вопросам, пожалуйста, обращайтесь к Юлии Малышенко
Email: julia.malyshenko@cliffordchance.com
Тел.: +7 499 270 3011



При сложной структуре группы чаще всего дополнительно предусматриваются обязательства, целью которых является ограничение вывода активов из компании или группы

Листинг

Директива ЕС о проспекте устанавливает требования, предъявляемые к раскрываемой в нем информации для осуществления листинга на любом из регулируемых ею рынков. Проспект должен содержать все существенные сведения (в том числе об эмитенте, заемщике и гаранте (гарантах)), которые могут потребоваться инвестору для принятия взвешенного решения о приобретении еврооблигаций.

Таким образом, если по какой-либо причине нет возможности раскрыть всю существенную информацию в проспекте (например, планируется существенное событие, сведения о котором не были и не могут быть раскрыты), — это не лучшее время для выхода на рынок.

Что касается листинга еврооблигаций, то в течение последних 10 лет российские компании наиболее часто использовали Ирландскую фондовую биржу, хотя нередко были задействованы и другие площадки (например, Лондонская фондовая биржа).

Обязательства

В процессе согласования документации важно соотносить свои обязательства (covenants) с обязательствами компаний, занятых в той же отрасли, чтобы понимать, с чем инвесторы будут сравнивать условия выпуска облигаций. С одной стороны, обязательства не должны ограничивать деятельность и дальнейшее развитие компании, с другой — слишком слабые обязательства могут восприниматься инвесторами как определенный риск, и они могут ожидать соответствующей «премии за риск» при согласовании процентной ставки.

Обязательства в отношении активов. Инвесторы в первую очередь заинтересованы в сохранении активов компании, чтобы в случае дефолта иметь возможность вернуть долг или хотя бы его часть. Наиболее распространенным обязательством в отношении активов является запрет на предоставление активов в обеспечение задолженности (negative pledge). Такой запрет может распространяться как на обеспечение, предоставляемое в отношении других инструментов на рынках капитала, так и на обеспечение любой задолженности.

При сложной структуре группы чаще всего дополнительно предусматриваются обязательства, целью которых является ограничение вывода активов из компании или группы. К таковым, в частности, относятся ограничения на отчуждение активов, проведение сделок с аффилированными лицами, реорганизацию и осуществление определенных платежей. Все эти ограничения призваны обеспечить осуществление таких сделок исключительно на рыночных условиях и без ущерба интересам инвесторов.

Обязательства в отношении финансового состояния. Другая группа обязательств ориентирована на сохранение стабильного состояния компании. К таковым, в частности, относятся обязательства по поддержанию в силе лицензий и иных разрешений, необходимых для ее деятельности.

Кроме того, в документацию могут включаться обязательства по соблюдению определенных финансовых показателей, варьируемых в зависимости от типа компании и ее кредитного рейтинга (например, соотношение собственных и заемных средств). Финансовые обязательства также предполагают обязательство компании по предоставлению определенных сведений для контроля над ее финансовым состоянием (к примеру, бухгалтерской отчетности, сертификатов).

Достижение баланса интересов. При согласовании пакета обязательств необходимо стремиться к достижению компромисса, помня о том, что, в конечном итоге, участники сделки имеют общие интересы. Все стороны хотят обеспечить стабильное состояние компании, то есть не только ее способность своевременно вернуть долг, но и возможность развивать бизнес, оставаясь конкурентоспособной, приспосабливаясь к рыночным изменениям и пользоваться возможностями рынка. В то же время надежность инвестирования в еврооблигации должна сохраняться и в сложных рыночных условиях. В такие периоды уверенность инвесторов поддерживается за счет эффективного механизма принудительного исполнения обязательств. Именно понимание общих интересов и стремление к компромиссу позволяют достичь сбалансированного пакета обязательств в документации по выпуску еврооблигаций.

При дебютном выходе на международные рынки капитала у компании может возникнуть немало вопросов, однако хорошо спланированная, сфокусированная и скоординированная работа участников сделки позволяет достаточно безболезненно пройти через этот процесс. Оживление рынка еврооблигаций позволяет надеяться на то, что в ближайшем будущем еще больше российских компаний сможет воспользоваться этим полезным инструментом финансирования на международных рынках капитала.

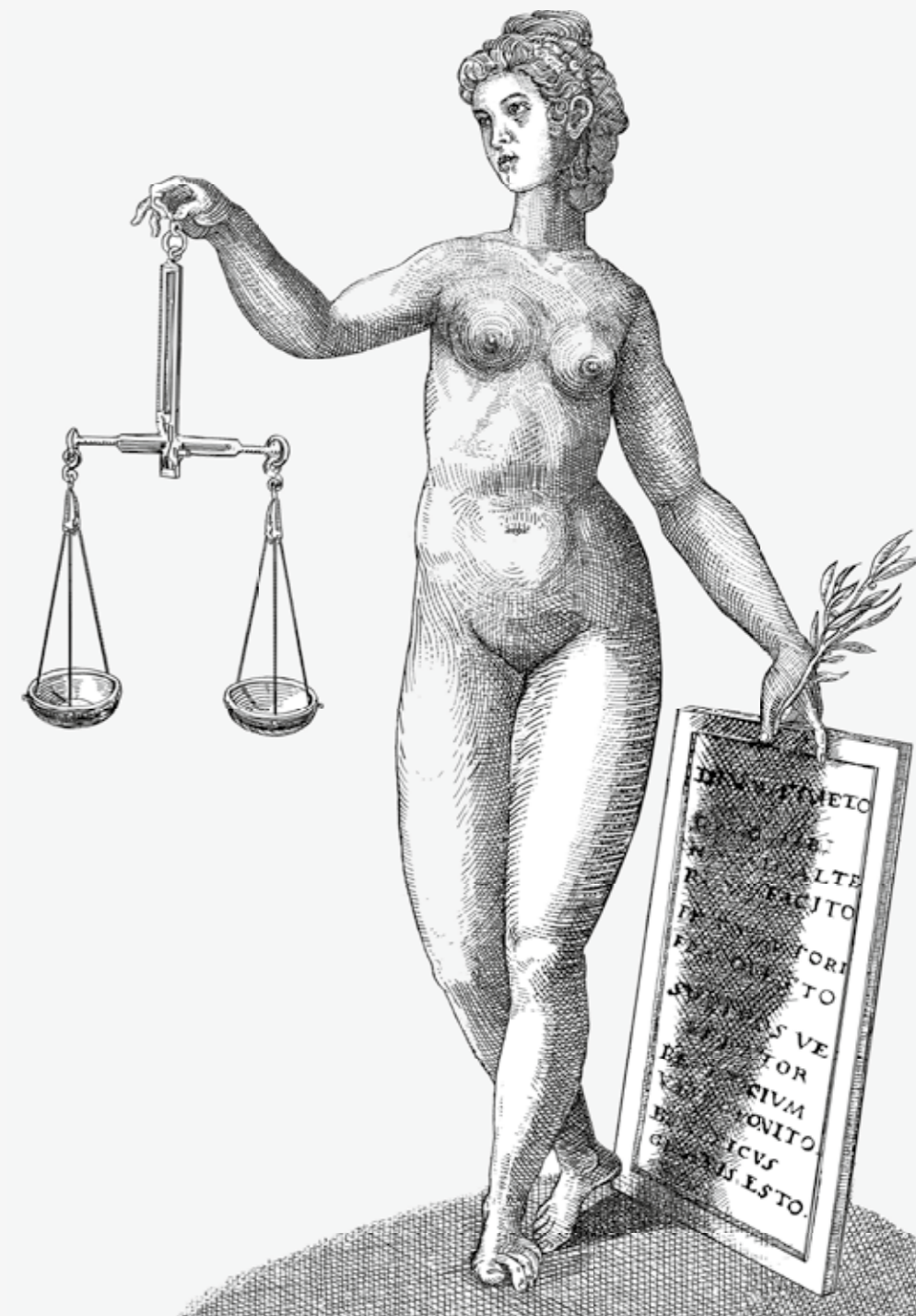
ВЕДОМОСТИ

к о н ф е р е н ц и и

20–21 АПРЕЛЯ 2017, МОСКВА
«МАРРИОТТ РОЯЛ АВРОРА»

ТЕМЫ ДЛЯ ОБСУЖДЕНИЯ

- Повестка дня для юристов в свете последних политических и экономических событий.
- Антимонопольное регулирование.
- Корпоративное право.
- Трудовое право.
- Вопросы применения законодательства в финансовой сфере. Юридические аспекты санации кредитных организаций.
- Реструктуризация долга. Современные методы, способы и технологии защиты интересов должника.
- Судебная система России. Экспертные оценки участников рынка.
- Законодательство о банкротстве.
- Ответственность «белых воротничков» через призму уголовного законодательства.
- Маркетинг и развитие бизнеса юридических фирм. Какие услуги юридических фирм востребованы корпоративным сектором. Ценовая политика юридических фирм.
- Технические инновации в юридической профессии.



Руководитель проекта
Юрий Сухоруков
(su@vedomosti.ru)

Реклама и спонсорство
Алена Шмаер
(a.shmaer@vedomosti.ru)

Участие в форуме
Ксения Сергеева (k.sergeeva@vedomosti.ru)
Александра Поглупская (a.podlipskaya@vedomosti.ru)

www.vedomosti.ru/events
+7 (495) 956-25-36;
+7 (495) 232-32-00