Оживление на мировых фондовых рынках и необходимость привлечения дополнительных ресурсов для финансирования новых проектов стимулирует российских эмитентов к привлечению иностранных инвесторов. Одним из способов является выпуск еврооблигаций. Какие фондовые площадки предпочитают российские компании и почему? Что необходимо знать каждому эмитенту, планирующему выпуск евробондов?

ЕВРООБЛИГАЦИИ с российскими корнями

Анна ОВЧАРОВА,
LLM, старший юрист группы международных проектов, юридическая фирма «Вегас-Лекс»

Екатерина ШОСТРАНД,
барристер,
13 Old Square (Лондон)

Размещение на фондовых биржах корпоративных заемных инструментов, наиболее популярными из которых являются облигации, представляет собой в большей степени европейское, нежели американское явление. Так, по данным WFE (World Federation of Exchanges) за 2007 год, большинство облигаций (включая еврооблигации), прошедших листинг на различных мировых биржах, были сосредоточены в странах Европы (93% от всех выпускаемых в мире инструментов), тогда как в США публично размещалось только 3% от общего объема выпускаемых долговых бумаг, а основные размещения в США проходили частным образом. После 2007 года ситуация несколько изменилась, однако количественное преимущество по корпоративным заемным инструментам, включая международные облигации (евробонды) все равно остается за европейскими странами. Лидирующее положение по объему размещаемых еврооблигаций до сих пор удерживают Лондон, Люксембург, Германия, Швейцария и в меньшей степени Ирландия. Преобладание в Европе публичных размещений еврооблигаций по сравнению с частными объясняется тем, что, в соответствии с правовыми нормами большинства европейских стран, а также отдельными положениями законодательства Евросоюза, квалифицированные институциональные инвесторы имеют право инвестировать только в облигации, прошедшие официальный листинг на фондовых биржах. Как показывает практика, именно эта категория инвесторов и составляет основную часть покупателей евробондов, в том числе российских заемщиков.

ОСНОВНЫЕ СХЕМЫ РАЗМЕЩЕНИЯ ЕВРООБЛИГАЦИЙ РОССИЙСКИМИ ЗАЕМЩИКАМИ

Российские эмитенты используют при размещении еврооблигаций несколько моделей.

1. Размещение еврооблигаций напрямую российскими эмитентами. Примером могут служить выпуски еврооблигаций Российской Федерации (суверенные бумаги). В этом случае эмиссия еврооблигаций проводится самим российским эмитентом, однако в валюте, отличной от валюты РФ. Бумаги размещаются за рубежом.

Эмитент организует выпуск по правилам российского законодательства

и в соответствии с требованиями, установленными регуляторами рынка ценных бумаг, в России же осуществляется регистрация проспекта эмиссии. Затем указанный выпуск должен быть легализован в стране предполагаемого размещения. Такой способ размещения ценных бумаг является довольно сложным с точки зрения практической реализации: отдельные аспекты налогового, валютного законодательства, а также законодательства о рынке ценных бумаг делают схему крайне трудоемкой.

2. Часто размещение происходит посредством специально созданной компании, которая эмитирует облигации от своего имени, но под гарантию материнской компании, являющейся конечным заемщиком в данной схеме. Использование такой специальной компании для размещения облигаций на зарубежных рынках не является обязательным условием организации размещения в соответствии с требованиями законодательства, в отличие, например, от ситуации с обязательным созданием ипотечного агента при выпуске ипотечных облигационных займов в России. Однако использование SPV[1] — распространенная практика, что связано с причинами, указанными выше.

Используя SPV, заемщик обычно придерживается двух основных моделей:

а) Размещение еврооблигаций дочерней компанией российского заемщика. SPV эмитирует облигации под гарантию материнской компании. Эмитированные специальной компанией облигации проходят процедуру листинга на зарубежной площадке. Полученные эмитентом средства могут передаваться материнской компании посредством оформления заемных отношений. Средства, поступающие от материнской компании в качестве возврата займа, направляются «дочке» для обслуживания долговых обязательств. Часто такой моделью пользуются и российские банки-заемщики. Последние обязаны следить за нормативами Центрального банка РФ в отношении структуры баланса, в связи с чем для них становится крайне невыгодным указывать в своем балансе такой облигационный заем.

Компания-эмитент создается в стране с льготным налогообложением доходов от ценных бумаг. Желательно, чтобы указанная страна также имела соглашение об избежании двойного налогообложения с РФ.

При выборе организационно-правовой формы SPV прежде всего необходимо иметь в виду, что в том случае, если участники SPV будут нести неограниченную ответственность по обязательствам SPV, дополнительная выдача гарантий материнской компанией, а также предоставление обеспечения займа не потребуются.

> ЭМИТЕНТЫ ИЗ США ЧАСТО СТРЕМЯТСЯ РАЗМЕСТИТЬСЯ НА ЛФБ, ИСПОЛЬЗУЯ ДЛЯ ЭТОГО ВОЗМОЖНОСТИ, ПРЕДОСТАВЛЯЕМЫЕ ИМ ФЕДЕРАЛЬНЫМИ ПРАВИЛАМИ S (REGULATION S)

б) Эмиссия еврооблигаций иностранным андеррайтером. Андеррайтером в данном случае выступает крупный инвестиционный банк, который, в свою очередь, кредитует российского заемщика. Андеррайтер обслуживает и погашает займ за счет средств, получаемых от российского заемщика. Российская компания является конечным получателем денежных средств, генерируемых посредством размещения облигационного займа. Стоит отметить, что при использовании данной структуры условия выпуска и размещения облигаций практически идентичны условиям займа между банком-андеррайтером и российским заемщиком. При этом банк-андеррайтер может уступить права требования по кредиту специально созданной SPV.

В данной схеме размещения от российского заемщика часто требуется предоставление дополнительных гарантий по возврату суммы займа. Сумма комиссий андеррайтера в этом случае также значительна, что в целом снижает экономический эффект трансакции.

LPN И CLN

Как известно, международные заемные инструменты могут принимать различную форму. Кроме классических евробондов существуют также LPN (loan participation note, LPN) и CLN (credit linked note, CLN). Несмотря на принадлежность к одному и тому же классу, это два разных инструмента по своей сути. LPN как документ, свидетельствующий о праве требования в отношении некоторой части займа (или серии займов), представляет собой своего рода расписку, подтверждающую участие в заемном процессе. Как правило, между приобретателем LPN и заемщиком по первичному займу нет юридических отношений, прав и обязанностей. При этом первичный заем может быть обеспечен или не обеспечен.

Что касается CLN, то это весьма сложный инструмент, вид финансового (кредитного) деривативa, по обыкновению структурируемого в виде займа с элементом свопа (credit default swap), что позволяет эмитенту CLN передать соответствующий риск (или риски) третьим лицам — «кредитным инвесторам». В случае дефолта со стороны первичного заемщика займодатель не возвращает свой долг по CLN кредитным инвесторам. CLN относится к группе «секьюритизированных» инструментов. Существуют различные виды CLN; они используются банками, инвестиционными фондами, часто в обстоятельствах, когда эти учреждения в силу каких-либо причин не могут участвовать в классическом credit default swap. Следует отметить, что по своим характеристикам CLN ближе к категории именно этих (последних) инструментов и нередко сравнивается с ними.

Как правило, CLN выпускаются специальными трастами или SPV, задача которых заключается не в том, чтобы взять на себя кредитный риск, а в том, чтобы передать его кредитным инвесторам. Таким образом, SPV берет на себя обязательство выплачивать проценты и в конце соответствующего срока погасить основную задолженность инвесторам целиком, только если не возникнет ситуация дефолта. Очевидно, что в CLN юридически важно максимально точно

[1] SPV — special purpose vehicle. Такая компания учреждается российским заемщиком часто в юрисдикции с льготным налогообложением; также предпочтительнее, чтобы используемая юрисдикция имела соглашение об избежании двойного налогообложения с Россией.

описать, что входит в понятие «дефолта» (или т. н. «события кредитного риска»). Между соответствующим SPV (или трастом), кредитным инвестором и эмитентом существуют разные схемы взаимоотношений.

Для размещения CLN или LPN на фондовой бирже следует, как и в случае с классическими евробондами, ознакомиться с требованиями по раскрытию информации и прочими документами.

ЛИСТИНГ ЕВРООБЛИГАЦИЙ НА ЗАРУБЕЖНЫХ ФОНДОВЫХ ПЛОЩАДКАХ

Как уже отмечалось ранее, многие еврооблигации обращаются на внебиржевом рынке, их эмитентам не требуется соблюдать строгие правила биржевых площадок. Вместе с тем, одним из механизмов предложения облигаций широкому кругу инвесторов остается их листинг на фондовой бирже. Для еврооблигаций наиболее популярной остается биржа Лондона. Мы уже упоминали, что в случае с российскими заемщиками размещение евробондов зачастую происходит не напрямую российскими компаниями, а через SPV.

Лондонская фондовая биржа (London Stock Exchange, далее ЛФБ) не предъявляет каких-либо требований к юрисдикциональной принадлежности эмитентов, желающих получить доступ к листингу на бирже. На ЛФБ могут размещаться не только компании, зарегистрированные на территории Королевства Великобритании, но и компании, зарегистрированные в других юрисдикциях. Так, например, эмитенты из США часто стремятся разместиться на ЛФБ, используя для этого возможности, предоставляемые им федеральными правилами S (Regulation S), которые устанавливают, что компании – резиденты США не обязаны соблюдать требования по раскрытию информации в отношении них как эмитентов ценных бумаг, если они планируют размещать ценные бумаги посредством так называемой оффшорной трансакции (offshore transaction). Как известно, в соответствии с Законом о ценных бумагах США, все компании, осуществляющие листинг на территории США, обязаны раскрывать определенный объем информации. Федеральные правила S апеллируют к правовому принципу территориальности, в соответствии с которым все эмитенты, не размещающиеся на территории США, не обязаны подчиняться закону США. Под оффшорной трансакцией федеральные правила S подразумевают:

– предложение о приобретении ценных бумаг не адресовано и не осуществляется на территории США и для лиц – резидентов США;

– потенциальный покупатель ценных бумаг является на момент приобретения ценных бумаг (или эмитент имеет достаточно оснований полагать, что является) резидентом иной страны, не США, либо публичное размещение ценных бумаг осуществляется на иностранной фондовой бирже (в нашем случае — ЛФБ или иная другая европейская биржа) и в отношении данного размещения не существует каких-либо договоренностей о продаже бумаг этого размещения резидентам США.

В качестве дополнительного требования, которому должна отвечать трансакция, чтобы не быть признанной «внутренней», правила S предусматривают, что в отношении оффшорных размещений американскими компаниями запрещается предпринимать усилия и осуществлять прямую рекламу данных ценных бумаг на территории США как самим эмитентом, так и андеррайтером, афиллированными лицами эмитента либо любыми иными лицами, действующими от имени вышеуказанных.

Стоит заметить, что любая оффшорная трансакция, совершаемая американским эмитентом, подвергается тщательной проверке со стороны Комиссии по ценным бумагам США на предмет выявления в такой сделке признаков схем, направленных на уход от применения Закона о ценных бумагах Штатов.

Говоря о правилах S в США, нельзя не упомянуть о другом инструменте, который используют эмитенты при размещении облигаций на американских фондовых рынках и который позволяет им не раскрывать информацию о заемщике, как это предписано правилами Закона о ценных бумагах США. Речь идет о правиле S144A. Введение данного правила позволило во многом повысить ликвидность ценных бумаг и привлечь дополнительных иностранных эмитентов на американские биржи, в том числе и для размещения ими еврооблигаций. В соответствии с данным правилом, эмитент ценных бумаг, проходящий процедуру листинга на фондовых площадках США, чьи бумаги предназначены не для широкого круга инвесторов, а для так называемых квалифицированных инвесторов, может не раскрывать информацию о себе. Данное правило не ограничивает в правах «простых» инвесторов, так как они не имеют права покупать такие бумаги и, соответственно, не пострадают в том случае, если не будут обладать достаточным объемом информации при принятии решения о покупке. Что касается квалифицированных инвесторов, то существует мнение о том, что, являясь профессиональными игроками рынка ценных бумаг, они обладают возможностью проверить состояние эмитента самостоятельно, поэтому не несут рисков, связанных с отсутствием информации об эмитенте.

Но вернемся в Европу, где лидирующее положение, как уже упоминалось, остается за ЛФБ. Листинг на ЛФБ, безусловно, предоставляет широкие возможности для реализации еврооблигаций, особенно в целях привлечения инвесторов из числа организаций и компаний, которые в силу различных причин не могут приобретать ценные бумаги вне фондовой биржи. К таковым относятся банки, пенсионные фонды, страховые компании и прочие, которые, как правило, обладают статусом квалифицированных инвесторов.

Соответственно, если эмитент серьезно задумывается о листинге в Лондоне, ему следует изучить требования ЛФБ. Они содержатся в правилах, представленных в трех документах: непосредственно в правилах листинга (Listing Rules), в правилах публикации проспекта (Prospectus Rules) и правилах раскрытия информации (Disclosure Rules).

Главный принцип, лежащий в основе правил публикации проспекта, содержится в статье 85(1) английского Закона о финансовых рынках и услугах 2000 года, согласно которой *«не допускается предложение широкой публике в Соединенном Королевстве переводных ценных бумаг[2]... без предварительного выпуска проспекта»*.

По общему правилу, проспект должен содержать информацию, необходимую для получения потенциальными инвесторами реального

[2] По смыслу закона к таким ценным бумагам также относятся еврооблигации, CLN, LPN.

представления о состоянии эмитента, а также о возможном изменении его положения в будущем. Такую же информацию нужно предоставить и относительно всех его поручителей, если таковые имеются. Следует также предоставить подробную информацию о правах, связанных с данными ценными бумагами — предметом эмиссии, с учетом (а) их вида и присущих ему характерных черт; (б) вида и особенностей эмитента.

Вполне логично, что для разных типов ценных бумаг и их эмитентов существуют разные списки информации, подлежащей обязательному раскрытию и изложению в проспекте. Эти списки содержатся в приложениях к правилам публикации проспекта. В зависимости от ситуации может потребоваться использование комбинации различных списков.

Следует отметить, что требуемая информация не представляет собой чего-либо необычного – в основном это базовые сведения, касающиеся самого эмитента (место регистрации, домицилий, правовая форма и так далее), обзор его деятельности, бизнеса, его организационная структура, финансовая информация и прочее, а также информация относительно соответствующего продукта (вид, форма, связанные с ними права, валюта, размер деноминации, предполагаемые условия продажи их на соответствующем рынке и т. д.).

Данная информация не обязательно полностью излагается в проспекте; допускается включение ссылок на уже существующую информацию, содержащуюся в других источниках (например, в финансовой отчетности эмитента). Соответственно, это облегчает задачу при составлении такого рода документа и нередко приводит к тому, что проспект, касающийся еврооблигаций (которые, как правило, выпускаются крупными, «маститыми» участниками рынка), представляет собой не столь уж и обьемный документ.

Как правило, готовый проспект просматривается и изучается регулирующим органом в области финансовых рынков и услуг достаточно быстро (в течение нескольких дней), что дает возможность организовать размещение в довольно короткие сроки.

Правила раскрытия информации применимы в отношении любого финансового инструмента, как уже допущенного к продаже и котирующегося на регулируемом рынке (то есть основном рынке ЛФБ), так и того, в отношении которого уже поступила соответствующая заявка на допуск на рынок. Они неприменимы на рынке альтернативных инвестиций (Alternative Investment Market, или AIM).

Одним из основных аспектов данных правил является требование о немедленном раскрытии эмитентом «внутренней» информации, то есть сведений точного характера, которые:

– не содержатся в публичных источниках;

> НА ФОНЕ СОХРАНЯЮЩЕЙСЯ ПОПУЛЯРНОСТИ ЛФБ НЕКОТОРЫЕ ЭМИТЕНТЫ ПРИСМАТРИВАЮТСЯ К АЛЬТЕРНАТИВНЫМ ЕВРОПЕЙСКИМ ПЛОЩАДКАМ, ТАКИМ КАК ИРЛАНДСКАЯ ФОНДОВАЯ БИРЖА

– касаются (напрямую или опосредованно) эмитентов соответствующих инструментов или самих этих инструментов;

– если бы были обнародованы, то оказали бы значительное влияние на стоимость, цену соответствующего инструмента.

Считается, что информация способна значительно повлиять на цену, если можно с определенной уверенностью предположить, что ею будет руководствоваться «разумный инвестор» при принятии им решения о том, стоит ли ему приобретать данные ценные бумаги.

Как видно, это весьма общее определение. То, какие обстоятельства могут потенциально «значительно повлиять» на цену, будет зависеть от самых разных факторов: размер бизнеса эмитента, его позиция на рынке, мнение, сложившееся о нем среди участников рынка, и другие. Нет никакого разъяснительного документа, дающего хотя бы какое-нибудь общее представление (в процентном отношении или в абсолютных цифрах) на этот счет.

Эмитент также обязан составить списки всех сотрудников (постоянных, временных, прочих), имеющих доступ к такой «внутренней» информации.

Существует требование о том, чтобы любое лицо, выполняющее обязанности менеджера, руководителя в компании-эмитенте, и/или любое другое связанное с ним лицо уведомило компанию-эмитента о совершении им каких-либо личных сделок с акциями эмитента, их деривативами или прочими связанными с ними финансовыми инструментами в течение четырехдневного срока. В свою очередь, компания-эмитент должна уведомить о такой сделке соответствующий регулирующий орган.

На фоне сохраняющейся популярности ЛФБ некоторые эмитенты присматриваются к альтернативным европейским площадкам, таким как Ирландская фондовая биржа (ИФБ). Так, российская железнодорожная госмонополия ОАО «РЖД» завершила свой дебютный выпуск еврооблигаций на ИФБ в апреле текущего года. Возможно несколько причин смещения интересов эмитентов в сторону ИФБ. Несмотря на сопоставимые расходы эмитентов на андеррайтеров, которые, по различным оценкам, составляют 0.20% от общего обьема выпуска для ЛФБ и 0.25% для ИФБ, в совокупности с иными расходами на размещение, такими как плата за подачу заявления на листинг, плата за допуск к торгам каждого транша размещаемых заемных инструментов, общая стоимость размещения на ИФБ может быть ниже, чем на ЛФБ. Более того, компании, создаваемые в Ирландии для целей размещения бумаг на местной бирже, пользуются преимуществами налогового режима в Ирландии, где ставка налога на прибыль составляет 12.5%, что существенно ниже, чем в целом по Европе.

Однако, несмотря на то что некоторые эмитенты отказываются от ЛФБ в пользу альтернативных площадок, таких как ИФБ, лондонская биржа по-прежнему сохраняет за собой статус лидера. Возможность экономии на издержках, связанных с размещением еврооблигаций, не всегда будет являться достаточным преимуществом других площадок. А соблюдение требований ЛФБ является своеобразным знаком качества, который придает дополнительную стоимость эмитенту в глазах потенциальных инвесторов по всему миру.