Юрий Туктаров,
советник,
юридическая фирма
«Магистр & Партнеры»

Михаил Толстухин,
юрист,
юридическая фирма «Магистр & Партнеры»

Эмитенты учатся самоограничению

И все чаще подумывают об использовании ковенантов при выпуске своих займов

Российский фондовый рынок движется к западным стандартам не только качества инфраструктуры, но и технологий защиты инвесторов. Примером тому могут служить первые шаги по использованию в российских облигациях ковенантов, которые позволяют инвесторам обеспечить своевременный возврат предоставленного эмитенту капитала. Для существующего рынка российских облигаций характерно отсутствие специальных механизмов защиты инвесторов на случай дефолта эмитента. В частности, отсутствует возможность реструктуризации долга, поскольку не предусмотрен институт общего собрания владельцев облигаций. В такой ситуации ковенанты могут компенсировать недостатки действующего законодательства и обеспечить существенную защиту интересов инвесторов.

КОВЕНАНТЫ В ТЕОРИИ

Ковенанты представляют собой обязательства, ограничивающие деятельность эмитента. Такого рода обязательства могут устанавливаться в форме либо запрета на совершение каких-либо действий (негативные ковенанты), либо обязанности эмитента совершить определенные действия (позитивные ковенанты). При этом ковенанты могут быть предусмотрены в виде определенных финансовых критериев, которым в течение срока обращения облигаций должен соответствовать эмитент (или группа, к которой принадлежит эмитент).

Использование ковенантов на практике обусловлено несколькими причинами. Во-первых, ковенанты обычно устанавливаются в долговых инструментах с продолжительным сроком обращения, в течение которого необходима максимальная определенность относительно параметров деятельности эмитента. Во-вторых, использование ковенантов необходимо, когда для обеспечения исполнения обязательств нет возможности установить залог на активы эмитента. В таком случае инвесторы больше полагаются на денежный поток от экономической деятельности эмитента, нежели на продажу его активов в порядке обращения взыскания.

Включение ковенантов в эмиссионную документацию предоставляет дополнительные права инвесторам, которые в случае нарушения ковенанта наделяются правом досрочного погашения облигаций или правом требовать покупки облигаций эмитентом. В такой ситуации эмитент, чтобы иметь возможность пользоваться привлеченным капиталом, будет

вынужден удерживать показатели своей деятельности в заранее определенном коридоре. А инвесторы в таком случае осуществляют более эффективный контроль над сделанными вложениями, получая возможность реагировать на возникновение финансовых затруднений должника на более ранней стадии.

... И НА ПРАКТИКЕ

В российских облигационных выпусках часто отсутствуют какие-либо дополнительные права инвесторов в отношении эмитента. Эмитент принимает на себя лишь основное обязательство по возврату суммы займа в срок с процентами, а также предоставляет право требовать досрочного погашения облигаций в случае нарушения срока выплаты купонного дохода. Помимо этого, на практике отсутствуют облигации с залоговым обеспечением, а институт общего собрания владельцев облигаций вовсе не предусмотрен в законодательстве. Все это делает российский облигационный рынок чрезвычайно рискованным.

Вместе с тем, несмотря на практику, сложившуюся на долговом рынке, в некоторых выпусках все же был использован ряд инновационных структур с применением ковенантов.

В решении о выпуске облигаций ООО «МИЭЛЬ-Финанс» было закреплено условие о том, что владельцы облигаций имеют право требовать приобретения эмитентом облигаций выпуска в случае уменьшения суммарного значения «показателя операционных активов» фактического заемщика до уровня менее 2.1 млрд руб. При этом «показатель операционных активов» рассчитывается путем сложения размера основных средств и оборотных активов бухгалтерского баланса конечного заемщика.

В решении о выпуске облигаций ООО «ДЗ-Финанс» было предусмотрено право владельцев облигаций требовать приобретения эмитентом облигаций выпуска в случае, если по данным бухгалтерской отчетности фактического заемщика за любой отчетный период начиная с даты начала размещения облигаций и до даты погашения облигаций показатель «долг/собственные средства» превысит 1. Следует также отметить решение о выпуске облигаций ЗАО «КМБ-Банк» серии 02, согласно которому владельцам облигаций предоставляется право требовать досрочного погашения облигаций в случае снижения доли компании «Интеза Холдинг Интернешнл С.А.» в уставном капитале эмитента ниже 50%+1.

Другой эмитент, ООО «Объединенные кондитеры — Финанс», предусмотрел право требовать досрочного погашения облигаций в случае просрочки более чем на 30 дней исполнения эмитентом и/или любым из поручителей своих обязательств по выплате суммы основного долга по полученным ими банковским кредитам/займам и/или иным долговым обязательствам указанных лиц. При этом такое право возникает при условии, что сумма основного долга по соответствующему просроченному обязательству превышает $10 млн на дату истечения срока исполнения данного обязательства.

Включение подобных ковенантов можно расценивать как прорыв, однако такие случаи пока являются скорее исключением. На российском облигационном рынке эмитенты еще не принимают на себя жестких ограничений перед инвесторами. Из приведенных примеров использования ковенантов видно, что они не могут оказывать значительного влияния на деятельность эмитента. В первом случае, например, по итогам 2006 года операционные активы «МИЭЛЯ» составляли 21.7 млрд руб., то есть в 10 раз больше, чем уровень, закрепленный в ковенанте. Очевидно, что когда «показатель операционных активов» упадет ниже заложенного уровня, осуществлять право выкупа облигаций будет бесперспективно, поскольку компания, скорее всего, будет банкротом. Во втором случае также сомнительно, что инвесторы смогут влиять на развитие ситуации, когда коэффициент соотношения долга к собственным средствам превысит 1.

Выпуск ЗАО «КМБ-Банк» является по-настоящему прогрессивным, поскольку в нем впервые был использован стандартный ковенант о запрете на смену контроля. Причиной включения таких ограничений за рубежом были массовые случаи сделок слияний и поглощений, которые приводили к снижению рейтинга облигаций. В российских условиях данный ковенант позволяет защищаться от риска того, что новые собственники будут по-иному развивать бизнес, чем было обещано инвесторам при размещении облигаций.

Не менее прогрессивен и выпуск ООО «Объединенные кондитеры — Финанс», где закреплено положение о кросс-дефолте, когда неисполнение других денежных обязательств эмитента или его дочерних обществ приводит к необходимости погасить облигации.

ИНСТРУМЕНТ БУДУЩЕГО

Сложившаяся ситуация, когда в российских облигациях не используются ковенанты, не будет продолжаться долго, поскольку с увеличением числа размещений конкуренция за деньги инвесторов становится серьезнее. В таких условиях эмитентам придется повышать привлекательность своих бумаг различными способами, в том числе путем предоставления инвесторам дополнительных прав, в частности — путем закрепления различных ковенантов. Кроме того, правильный подбор ковенантов становится дополнительным аргументом на переговорах с потенциальными инвесторами и таким образом помогает снизить стоимость финансирования.

Важно также учитывать, что бурный рост российского рынка облигаций может прекратиться при первых же дефолтах. Во всяком случае, трудно прогнозировать их влияние на инвесторов. В этой связи следует обратить внимание на позицию рейтинговых агентств, которые считают, что ряд ковенантов имеет «критическое значение для защиты владельцев облигаций», а усовершенствование ковенантов может повысить степень защиты инвесторов[1)].

Можно прогнозировать, что российский рынок облигаций ждет принципиальный пересмотр подходов к структуре облигационных займов. Эмитенты вместе с инвестиционными банками и юристами будут конструировать различные сочетания ковенантов, обеспечивающие оптимальное распределение рисков между эмитентом и инвесторами. Новые структуры не заставят себя ждать еще и потому, что они уже придуманы и широко используются на зарубежных фондовых рынках.

Ниже приводится описание ковенантов, которые распространены в практике международных облигационных заимствований.

---

1) Moody's Approach to Evaluating Indenture Covenants and Assigning Covenant Quality Assessments (к наиболее существенным ковенантам агентство относит те, которые связаны с риском наступления определенных событий и с различными формами декапитализации эмитента).

Запрет залога. Согласно данному обязательству, эмитенту или его дочерним компаниям запрещается создавать права залога в отношении своих активов с тем, чтобы не было кредиторов, которые бы имели приоритет перед владельцами облигаций в случае банкротства эмитента или его дочерних компаний. Могут быть предусмотрены критерии, при соблюдении которых эмитенту разрешается обременять активы.

Запрет на распоряжение активами. Подобный запрет направлен на предотвращение ситуации, когда эмитент оказывается без своих существенных активов. При включении такого ковенанта одновременно предусматриваются критерии допустимых сделок, позволяющие не парализовать текущую хозяйственную деятельность эмитента.

Запрет на сделки с аффилированными лицами. Данный ковенант запрещает эмитенту и его дочерним обществам совершать сделки с аффилированными лицами. При этом могут предусматриваться исключения, смысл которых заключается в том, чтобы условия таких сделок были не менее выгодными для эмитента (дочернего общества), чем при сравнимой рыночной сделке, заключенной с неаффилированным лицом.

Запрет на слияние. В соответствии с запретом на слияние эмитенту и его дочерним обществам запрещается принимать решение о какой-либо реорганизации (путем слияния, разделения, присоединения, выделения, преобразования) или участвовать в любом другом типе корпоративной реструктуризации.

Ограничения на выплаты. Данные ограничения касаются запрета на выплату дивидендов и выкуп акций. Цель данного ковенанта состоит в устранении риска декапитализации эмитента. Такие ограничения чаще встречаются в выпусках эмитентов со спекулятивным уровнем кредитного рейтинга. Риск декапитализации эмитента также может отслеживаться с помощью установления финансовых показателей. В западной практике значение данного ограничения велико, поскольку денежный поток из компании часто выводится посредством выплаты дивидендов.

Требования к финансовым показателям. Эмитент может принять ограничения относительно своих базовых финансовых показателей. На какие коэффициенты надо обращать внимание, зависит от вида бизнеса эмитента и факторов риска, характерных для этого бизнеса. Финансовые ограничения могут быть привязаны к давно известным бухгалтерским показателям:

- стоимость чистых активов;
- текущая ликвидность;
- коэффициент покрытия процентов.

Вместо последнего из перечисленных показателей может использоваться коэффициент покрытия фиксированных затрат, который сравнивает прибыль до уплаты налогов, процентов, износа и амортизации и общую сумму расходов (не только уплату процентов) за определенный период.

БЕЗ ДОПОЛНИТЕЛЬНОЙ ПРАВОВОЙ ЗАЩИТЫ

В настоящее время отсутствуют какие-либо правовые препятствия для использования ковенантов в качестве условий облигаций. Вместе с тем, сложности могут быть связаны с отсутствием дополнительных механизмов, делающих ковенанты особенно эффективными рычагами воздействия на эмитента.

В действующем законодательстве не предусмотрены препятствия для закрепления в облигациях ковенантов. Облигацией признается ценная бумага, удостоверяющая право ее держателя на получение от лица, выпустившего облигацию, в предусмотренный ею срок номинальной стоимости облигации или иного имущественного эквивалента. Облигация предоставляет ее держателю также право на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права (ст. 816, «Гражданский кодекс»).

Конкретный объем прав по облигации определяется в решении о выпуске, которое является документом, содержащим данные, достаточные для установления объема прав, закрепленных ценной бумагой (ст. 2, «Закон о рынке ценных бумаг»). В статье 17 Закона о рынке ценных бумаг, определяющей содержание решения о выпуске, отсутствуют какие-либо ограничения на перечень прав, которые могут быть закреплены за владельцами облигаций в решении о выпуске.

Кроме того, в Стандартах эмиссии[2)] прямо закрепляется возможность включения в решение о выпуске положений о случаях досрочного погашения облигаций по требованию их владельцев либо приобретения эмитентом облигаций по требованию их владельцев (п. 6.2.26 и п. 6.2.32, «Стандарты эмиссии» соответственно).

Вместе с тем, следует учитывать, что за рубежом эффективность ковенантов обеспечивается наличием механизмов, позволяющих отслеживать наличие или отсутствие описанных в ковенанте обстоятельств. Например, ковенанты, привязанные к коэффициентам, проверяются аудиторами (чаще всего это компании «большой четверки»), которые по результатам расчетов составляют так называемый «сертификат соответствия» (compliance certificate), где фиксируют свои выводы.

Кроме того, в иностранном праве существует фигура «представителя владельцев облигаций» (trustee), который уполномочен заявить о нарушении ковенанта и вправе потребовать досрочного погашения или выкупа облигаций (он обычно действует при наличии на то воли определенного количества владельцев облигаций, выраженной на «собрании облигационеров»).

В российских условиях могут использоваться аналогичные механизмы. В частности, в облигации может быть названо лицо, которое уполномочено рассчитывать коэффициент, а также установлен порядок предоставления эмитентом информации такому лицу. Однако осуществление права на досрочное погашение облигации (или права на ее выкуп) может иметь место только в индивидуальном порядке. При этом возможные противоречия должны разрешаться в суде.

Включение в российские облигации ковенантов является важным шагом в развитии долгового рынка. С одной стороны, ковенанты позволяют инвесторам эффективно обеспечить свои права, дисциплинируют эмитента, а также уменьшают риск неблагоприятных последствий, которые могут возникнуть при дефолте эмитента. С другой стороны, использование ковенантов позволит значительному кругу компаний получить входной билет на облигационный рынок, а другим организациям — предложить инвесторам более надежный долговой инструмент и рассчитывать на снижение стоимости привлекаемого таким образом капитала.

[2)] Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг, утверждены Приказом ФСФР РФ от 25.01.2007 № 07-4/пз-н.

Мнение

Антон Кирюхин,
начальник управления
рынков долгового капитала,
«МДМ-Банк»

На российском внутреннем рынке облигаций появляются сделки со встроенными ограничениями на финансовые показатели эмитента, которые часто называют ковенантами. Как лично вы относитесь к появлению данных изменений в структурировании выпусков? Как они соотносятся с классическими ковенантами облигаций в общемировой практике?

Мы полагаем, что это очень положительная тенденция. Ковенанты действительно необходимы, и они защищают интересы инвесторов.

Можно привести реальный пример на рынке рублевых облигаций. Одна ритейловая сеть при размещении своих пятилетних бондов обещала инвесторам в информационном меморандуме сохранять определенный уровень соотношения долговой нагрузки и доходов. В итоге, через полгода после размещения долговая нагрузка компании оказалась в два раза выше обещанной. Безусловно, доходность, соответствующая такому кредитному риску, стала значительно выше, чем при размещении, и бонды упали в цене до 92% от номинала.

В западной традиции при наличии ковенант, ограничивающих долговую нагрузку, такой эмитент должен был бы немедленно погасить свои облигации по номиналу. Как вы понимаете, это вполне справедливо, потому что инвесторы не должны нести убытки вследствие прямого нарушения их прав эмитентом. Однако в традициях рынка рублевых облигаций инвесторам остается только переоценить облигации, отразить убыток в своих книгах и ждать пять лет до возможного погашения облигаций.

Какова законодательная основа российских ковенантов? Есть ли юридические нюансы во введении данных ограничений на эмитента? Что реально они дают инвесторам?

Российское законодательство автоматически предусматривает один традиционный ковенант — досрочное погашение в случае реорганизации эмитента. Теоретически в проспекте эмиссии можно предусмотреть досрочное погашение облигаций, обусловленное неисполнением эмитентом каких-либо обязательств. Однако это «неисследованная территория», никто никогда не проверял на практике возможность приведения этих пунктов в действие.

Не совсем понятно, кто должен этим заниматься в ситуации отсутствия в России института «трасти»: кто должен доказывать нарушение ковенанта, каков механизм этого процесса, возможно ли получить досрочное погашение без обращения в суд и каковы перспективы судебной защиты.

Также нет четкого понимания, будут ли распространяться такие ограничения на поручителей или группу, в которую входит эмитент, иначе они зачастую вообще не будут иметь смысла. Инвесторам в облигации ковенанты в теории дают юридическую защиту их интересов и дополнительный комфорт при инвестировании: одно дело — верить менеджменту и акционерам на слово, совсем другое — закрепить их обещания юридически. Мы все прекрасно знаем, что очень часто интересы держателей бондов коренным образом отличаются от интересов владельцев компании и ее менеджмента.

На какие ковенанты надо смотреть в первую очередь инвестору и эмитенту?

Основные ковенанты — финансовые: абсолютные или относительные ограничения максимальной долговой нагрузки. Также во многих случаях важны ковенанты, предотвращающие смену владельца компании, реорганизацию, распродажу или вывод активов, сделки с аффилированными лицами и т.п.

Можно ли считать появление ковенантов одним из серьезных шагов по становлению корпоративной культуры на российском рынке? К чему приведет «мода на ковенанты» с точки зрения эмитентов?

Безусловно, появление ковенантов выведет корпоративную кредитную культуру на новый уровень. Дело тут не в моде, а в необходимости юридически оформить соотношение интересов эмитента (его акционеров и менеджеров) и долговых инвесторов. Это существенно повысит доверие между этими группами и создаст более цивилизованные условия диалога.

Были ли у вашего банка подобные сделки на местном или внешнем рынке? Насколько для банка легче или сложнее продавать подобные условия?

Наш банк является лидером среди российских банков — организаторов займов на внешнем рынке. Там мы используем стандартный набор ковенантов в каждой сделке. В рублевых бондах мы пока не использовали ковенанты, прежде всего потому что не уверены в их юридической состоятельности в России и не хотели бы вводить в заблуждение наших инвесторов.

В чем выигрыш всего рынка от появления института ковенантов? Каковы перспективы данного нововведения на российском рынке?

Если институт ковенантов все-таки приживется на российском рынке и появится уверенность в их юридической состоятельности, это серьезно поможет организаторам в размещении облигаций.

Продвинутые инвесторы смогут участвовать в займах компаний с хорошими перспективами развития, даже если в текущий момент их кредитное качество не очень высоко, но есть гарантии менеджмента и акционеров, подтвержденные юридически, что планы компании состоятельны и реализуемы. Кроме того, ковенанты сделают эмитентов более осторожными как в прогнозах, так и вообще в финансовой политике, что пойдет на пользу общему кредитному качеству компаний и устойчивости рынка в целом.