Юридические аспекты рынков капитала

партнер рубрики

LAW FIRM nektorov, saveliev & partners

Выбор оптимальной структуры сделки

Конвертируемые облигации

Российские депозиарные расписки

Юридическая "чистота" сделки

Допуск к публичному обращению иностранных ценных бумаг

Регистрация выпусков ценных бумаг

Секьюритизация

Опционы эмитента

команда профессионалов

LAW FIRM
nektorov, saveliev
& partners

IPO/SPO/PPO

www.nsplaw.com

Акции

Минимизация правовых и налоговых рисков

ПИФы

Подготовка отчетов и раскрытие информации

на правах рекламы

Ключевые контакты:

Рынки капитала, корпоративное право, M&A
Александр Некторов, партнер
alexander.nektorov@nsplaw.com

Налоговое консультирование
Егор Батанов, партнер
egor.batanov@nsplaw.com

Суд и арбитраж
Сергей Савельев, партнер
sergey.saveliev@nsplaw.com

Правовые механизмы выпуска классических корпоративных облигаций

Александр НЕКТОРОВ,
партнер, юридическая фирма «Некторов, Савельев и Партнеры»

Участвовал и руководил проектами по секьюритизации банковских активов, реорганизации холдинговых структур, многочисленных выпусков ценных бумаг крупнейших российских эмитентов, размещению иностранных ценных бумаг в России, а также сделок слияния и поглощения.

Окончил Научно-исследовательский институт «Высшая школа экономики» и Академию экономической безопасности МВД России (ранее — Академия налоговой полиции ФСНП России), обладает квалификационными аттестатами ФСФР России серий 1.0 (брокерская и дилерская деятельность), 4.0 (депозитарная деятельность), 5.0 (управление инвестиционными фондами).

До работы в компании «Некторов, Савельев и Партнеры» возглавлял проектную группу юристов юридической фирмы «Линия права».

Анастасия ШЕВЧЕНКО,
юрист, юридическая фирма «Некторов, Савельев и Партнеры»

Присоединилась к команде юристов компании «Некторов, Савельев и Партнеры» в 2010 году. Руководит крупными проектами, связанными с эмиссией ценных бумаг, M&A, реорганизацией и реструктуризацией юридических лиц и их групп.

С отличием окончила юридический факультет МГУ им. М.В. Ломоносова и продолжает осуществлять научную деятельность в части правового регулирования облигаций в рамках Научно-исследовательского института «Высшая школа экономики». До прихода в компанию «Некторов, Савельев и Партнеры» работала юристом юридической фирмы «Линия права».

Принято считать, что законодательство о рынке ценных бумаг в силу своей императивности не предоставляет необходимой свободы участникам рынка. Это действительно так, но и в сложном российском законодательстве можно найти некоторые правовые механизмы, способствующие удовлетворению интересов сторон.

За последние семь-десять лет облигационный рынок корпоративных заемщиков успел сформироваться и значительным образом вырасти. Как правило, эмитенты используют наиболее простые короткие выпуски облигаций, обеспеченные поручительством, с одной или двумя офертами. При этом стандартные схемы займов не всегда обеспечивают баланс интересов эмитентов и инвесторов. Поэтому иногда у организатора совместно с эмитентом возникает потребность намеренно усложнить условия облигационного займа или его структуры, «заточить» их под бизнес заемщика или под интересы конкретных групп инвесторов, так как правильное структурирование обеспечит заемщику большую гибкость в выборе вариантов финансирования.

Ниже мы попытаемся кратко раскрыть некоторые из возможных правовых механизмов, связанных с выпуском облигаций[1].

ОБЛИГАЦИОННАЯ «ТЕХНИКА»

Целью применения данного механизма является эмиссия облигаций на величину выше уставного капитала без необ-

[1] Формат настоящей статьи не позволяет возможным включить описание всех правовых особенностей возможной сделки, а также применимых правовых рисков

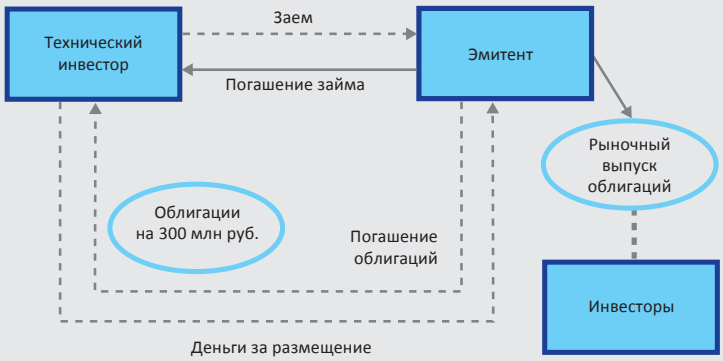


Рисунок 1

Технический выпуск облигаций

ОБЩИЕ ОГРАНИЧЕНИЯ ЭМИССИИ ОБЛИГАЦИЙ

Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее — Закон о РЦБ) налагает некоторые ограничения на эмиссию облигаций хозяйственными обществами (см. п. 1 и п. 2 ст. 27.5-4):

(i) облигации не могут быть размещены до полной оплаты уставного капитала эмитента;

(ii) номинальная стоимость всех облигаций эмитента не должна превышать размер его уставного капитала или величину обеспечения, предоставленного третьими лицами;

(iii) в отсутствие обеспечения от третьих лиц облигации могут быть выпущены не раньше третьего года существования общества при условии надлежащего утверждения отчетности за два прошедших финансовых года.

ходимости предоставлять обеспечение в виде поручительства или залога.

Достаточно часто потенциальному эмитенту не хватает размера уставного капитала для осуществления полноценного выпуска облигаций, а уж тем более нескольких. При этом выпуск облигаций небольшого объема обходится эмитенту дорого и не приносит желаемого экономического эффекта, на который заемщик мог бы рассчитывать, привлекая с помощью облигаций достаточное количество средств.

Закон о РЦБ (п. 3 ст. 27.5-4) предусматривает случаи, когда ограничения для эмиссии облигаций могут не применяться[1]. Например, ограничения снимаются, когда ценные бумаги общества включены в котировальный список (прошли процедуры листинга) на фондовой бирже (пп. 2 п. 3 ст. 27.5-4).

Добиться того, чтобы ценные бумаги общества были включены в котировальный список, можно путем эмиссии технического выпуска облигаций. Технический характер заключается в направленности выпуска преимущественно не на получение денежных средств от размещения бумаг среди инвесторов, а на включение его в котировальный список одной из фондовых бирж. Объем займа для включения в котировальный список должен составлять не менее 300 млн руб.[2], что вполне может позволить себе компания среднего или крупного размера, не выходя при этом за размер уставного капитала или привлекая для целей выпуска незначительное обеспечение.

После размещения технического выпуска эмитент может свободно осуществлять облигационные заимствования на любые суммы без необходимости предоставления обеспечения (в виде поручительства или залога). Технический выпуск подлежит регистрации в ФСФР. Последующие выпуски облигаций (если они соответствуют критериям биржевых) допускаются к обращению по решению фондовой биржи.

Технический выпуск может использоваться сторонами и для осуществления секьюритизации активов, способных генерировать денежный поток, не в рамках Федерального

[1] Следует, однако, отметить, что предложенный механизм не устраняет требования о сроке существования эмитента, если облигации выпускаются без обеспечения.

[2] См. п. 4.7.2 Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг (утвержден Приказом ФСФР России от 28.12.2010 № 10-78/пз-н).

закона от 11.11.2003 № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» (далее — Закон об ИЦБ). Для этого активы в размере 300 млн руб. предварительно вносятся в уставный капитал компании специального назначения (далее — КСН), например в оплату привилегированных акций КСН. КСН может осуществить выпуск только на третий год существования и при наличии отчетности за два предшествующих финансовых года. Полномочия единоличного исполнительного органа и бухгалтерской организации КСН передаются организациям, не зависящим от оригинатора, а 100% акций КСН также принадлежат независимым от оригинатора структурам. КСН осуществляет эмиссию технического выпуска облигаций на 300 млн руб. Далее КСН эмитирует облигации, обеспеченные залогом уже всего актива, генерирующего поток платежей, который уступлен от оригинатора в пользу КСН, на требуемую сумму и рассчитывается полученными от инвесторов денежными средствами за приобретаемый у оригинатора актив.

ПРИВЛЕЧЕНИЕ ИНОСТРАННЫХ ЮРИДИЧЕСКИХ ЛИЦ В КАЧЕСТВЕ ПОРУЧИТЕЛЕЙ

Целью применения данного механизма является эмиссия облигаций в условиях ограниченного размера уставного капитала и стоимости чистых активов поручителей – российских компаний.

Сдерживающим фактором эмиссии облигаций, как правило, являются небольшой размер уставного капитала потенциального эмитента и несоответствие стоимости чистых активов потенциального поручителя (поручителей) величине предполагаемых обязательств по облигациям, в отношении которых выдается поручительство.

Проблема небольшого уставного капитала чаще всего обходится через создание КСН, которая непосредственно эмитирует облигации, обеспеченные поручительством реального бенефициара – получателя привлеченных средств[1]. В этом слу-

ПРАВИЛА ОБЕСПЕЧЕНИЯ ОБЛИГАЦИЙ

Облигациями с обеспечением признаются облигации, исполнение обязательств по которым обеспечивается залогом, поручительством, банковской гарантией, государственной или муниципальной гарантией (п. 1 ст. 27.2).

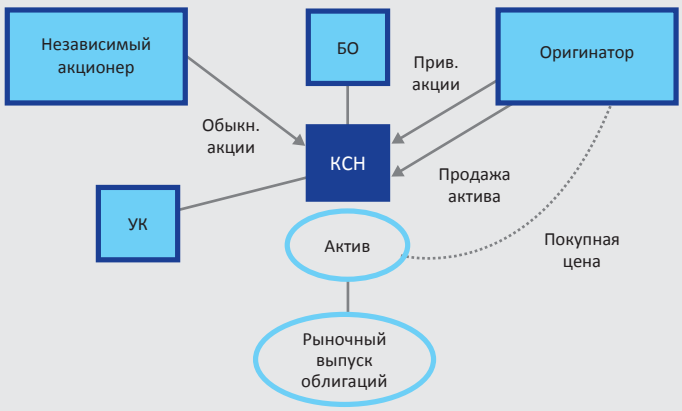
Предметом залога по облигациям с залоговым обеспечением могут быть только ценные бумаги и недвижимое имущество (п. 1 ст. 27.3).

Поручителями по договору поручительства, которым обеспечивается исполнение обязательств по облигациям, вправе, помимо прочих, выступать коммерческие организации, стоимость чистых активов которых не меньше суммы (размера) предоставляемого поручительства (пп. 1 п. 2 ст. 27.4).

[1] В наименовании таких эмитентов-КСН, как правило, используются слова «Финанс» или «Инвест».

Рисунок 2

Технический выпуск облигаций для целей секьюритизации



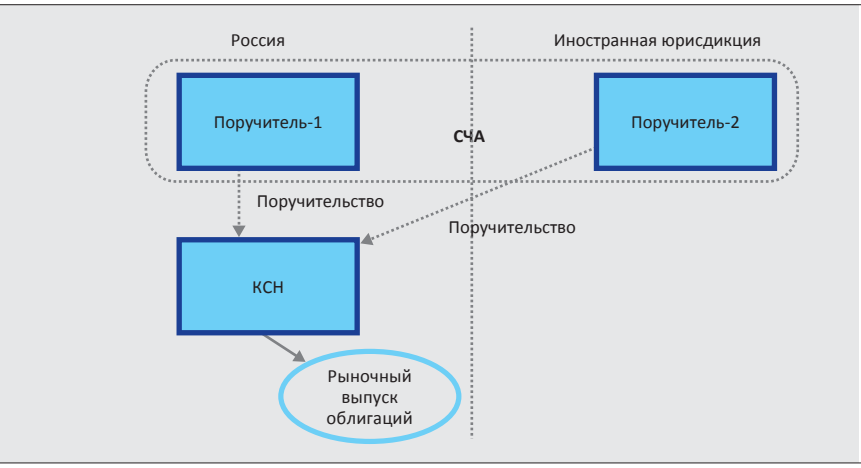


Рисунок 3

Поручительство по облигациям

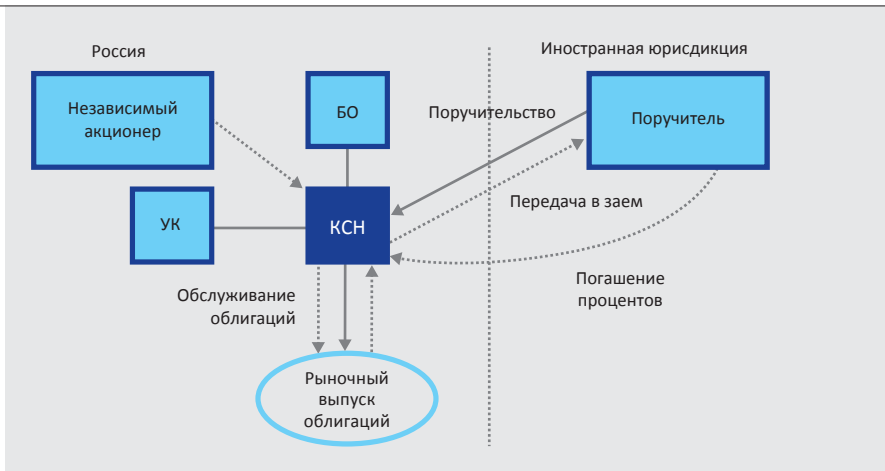
чае размер выпуска ограничивается лишь стоимостью чистых активов поручителя.

Решить проблему недостаточности стоимости чистых активов поручителя несколько сложнее. Выход может заключаться в предоставлении двойного поручительства: поручительства от российской компании (бенефициара – получателя привлеченных средств) и сопоручительства от иностранной холдинговой компании, владеющей акциями (долями) российской компании. Данная конструкция, основанная на особенностях составления иностранными компаниями отчетности в соответствии с МСФО или US GAAP, позволяет фактически в два раза увеличить суммарный размер стоимости чистых активов, предоставляемых поручителями, за счет одних и тех же активов.

В то же время, привлечение к участию в сделке иностранного сопоручителя усложняет подготовку документации для выпуска. Так, в проспекте ценных бумаг необходимо привести расчет финансово-экономических показателей деятельности иностранного лица по данным отчетности МСФО или US GAAP и описать методику расчета таких показателей. Своей спецификой будет обладать и раздел, посвященный рискам поручителя, так как их описание должно строиться на основе международного законодательства (правовые риски) и финансово-экономического положения страны – домицилия поручителя. Особое внимание следует обратить на возможные терминологические несоответствия российского и иностранного законодательства, а

Рисунок 4

Привлечение заемных средств иностранным лицом с помощью российских облигаций

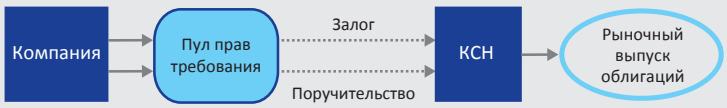


также правил бухгалтерского учета. Так, в зарубежных странах может существовать отличное от российского понимание таких терминов, как основные (п. 4.6 проспекта) и оборотные (п. 5.3 проспекта) средства, недвижимое имущество (п. 8.6 проспекта), сделки с заинтересованностью (п.7.6 проспекта), эмиссионные ценные бумаги и прочее.

Поручительство иностранного лица может быть использовано и для выпуска российских евробондов иностранной компанией, привлекающей заемные денежные средства на российском фондовом рынке. Эмитентом облигаций в данном случае выступает российская КСН, а привлеченные от размещения денежные средства передаются в заем иностранному поручителю.

Рисунок 5

Облигации с дополнительным обеспечением



ДОПОЛНИТЕЛЬНОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ ОБЛИГАЦИЙ

Целью данного механизма является эмиссия облигаций, дополнительно (помимо основного обеспечения) обеспеченных залогом существующих и будущих прав требований.

Облигации, признаваемые в качестве облигаций с обеспечением в понимании Закона о РЦБ, могут обеспечиваться строго перечисленными в законе способами (только залог недвижимости или ценных бумаг, поручительство и так далее).

Однако достаточно часто инвесторы требуют от потенциального заемщика дополнительных гарантий обеспеченности облигаций в обмен на более низкую процентную ставку.

В связи с этим помимо основного обеспечения (например, поручительства), облигации могут обеспечиваться в рамках общих норм гражданского законодательства залогом существующих и (или) будущих прав требований, вытекающих, например, из поставки товаров (работ, услуг), лизинговых, арендных платежей, кредитов (займов) и так далее, а также залогом движимого имущества[1].

ОБЛИГАЦИИ С ИПОТЕЧНЫМ ПОКРЫТИЕМ ДЛЯ НЕИПОТЕЧНЫХ КОМПАНИЙ

Целью такого механизма является организация эмиссии облигаций с ипотечным покрытием компаниями, не связанными с ипотекой.

Российское законодательство допускает выпуск облигаций, которые обеспечиваются ипотечными кредитами, объединенными в специальный пул (так называемое ипотечное покрытие). Такие облигации называются облигациями с ипотечным покрытием, а их выпуск осуществляется в соответствии с требованиями Закона об ИЦБ.

Организуют и инициируют выпуски облигаций с ипотечным покрытием, как правило, кредитные организации или ипотечные компании, обладающие значительным пулом ипотечных кредитов.

Между тем, преимущества облигаций с ипотечным покрытием могут использоваться и компаниями, напрямую не связанными с ипотечным кредитованием и ипотечным рынком. Например, облигации с ипотечным покрытием могут быть интересны собственникам зданий, которые на постоянной основе сдаются в аренду.

В этом случае выпуск облигаций может быть структурирован следующим образом. Собственник здания заключает с банком кредитный договор. По договору здание передается в залог банку с оформлением на него закладной. Учреждается КСН, отвечающая установленным Законом об ИЦБ требованиям к ипотеч-

[1] См., например, выпуск облигаций ЗАО «Банк жилищного финансирования», государственный регистрационный номер 40103138В от 02.12.2005.

ному агенту. Ипотечный агент должен быть независим от инициатора сделки (владельца здания) с целью соблюдения одного из ключевых принципов секьюритизации — действительной продажи (true sale). Банк продает закладную ипотечному агенту, который формирует из нее ипотечное покрытие и выпускает обеспеченные таким ипотечным покрытием облигации. Полученные от размещения облигаций денежные средства передаются банку в качестве покупной цены за закладную. Собственник здания по мере поступления арендных платежей выплачивает задолженность по кредиту в пользу ипотечного агента, который, в свою очередь, осуществляет выплату купона и номинальной стоимости по облигациям.

Таким образом, у собственника здания возникает возможность использовать прогнозируемый поток будущих платежей и получить под него финансирование уже сейчас.

СУБОРДИНАЦИЯ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ ИЗ ОБЛИГАЦИЙ

Цель механизма — эмиссия нескольких выпусков облигаций с различными рисками и доходностью по ним.

В случае если у эмитента есть несколько потенциальных инвесторов, готовых взять на себя различную степень риска по облигациям в обмен на различную предполагаемую доходность бумаг, компания может прибегнуть к механизмам субординирования различных выпусков облигаций. Следует, однако, отметить, что прямая возможность субординации выпусков облигаций предусмотрена пока только Законом об ИЦБ. В связи с этим для создания субординации между выпусками обычных корпоративных облигаций можно строить указанные механизмы на основании общих норм об обязательствах.

Чтобы повысить привлекательность старшего транша (назовем его выпуском А), необходимо, чтобы инвестор имел приоритетную возможность на получение купона и номинальной стоимости бумаг по сравнению с владельцами облигаций мезонинного (при наличии, выпуск В) и младшего (выпуск С) выпусков. Таким образом, решения о выпуске облигаций В и С должны содержать «баллонные» механизмы, то есть различаться по сроку обращения (самый короткий выпуск — А, самый длинный — С) и иметь привязку к датам выплаты купонов. Повышенный купон (номинал) по облигациям выпуска В выплачивается после полного исполнения эмитентом обязательств по облигациям выпуска А; повышенный купон по облигациям выпуска С — после выплаты купона по облигациям А и В.

Таким образом, владельцы старшего выпуска облигаций А получают преимущества (и, соответственно, меньший риск) по сравнению с владельцами более младших выпусков облигаций В и С, которые несут повышенные риски. Однако указанное структурирование выпусков облигаций упирается в консервативное

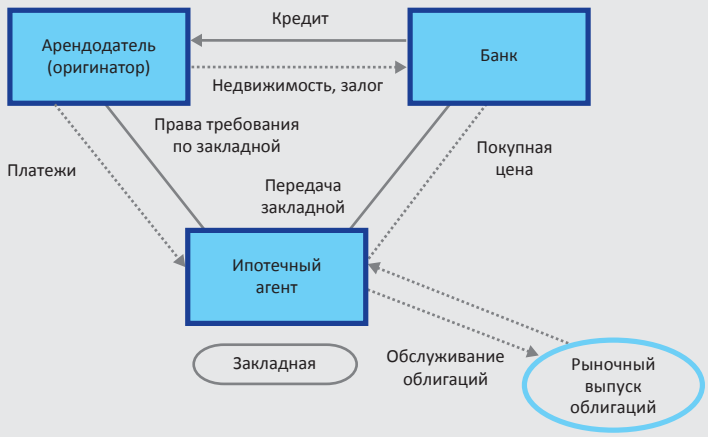
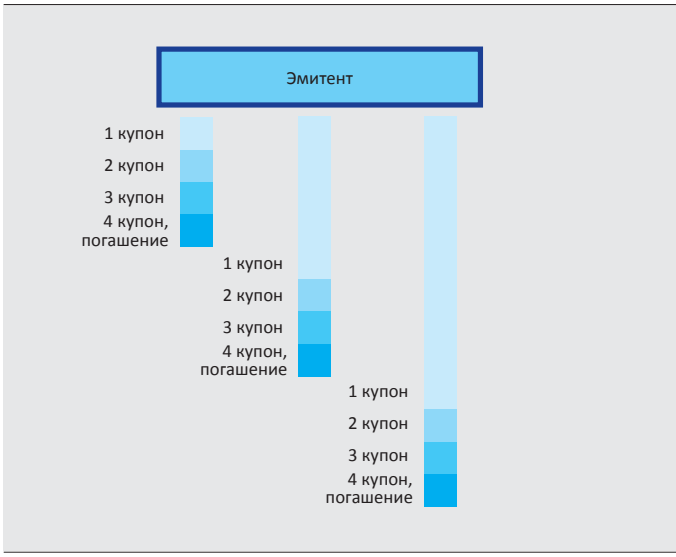


Рисунок 6

Секьюритизация неипотечных компаний

толкование ст. 157 ГК РФ и общую для российского законодательства проблему потестативных условий сделок.

Дефолты, произошедшие в период кризиса, показали, что облигации должны быть максимально надежным инструментом. В связи с этим, по нашему мнению, необходимо ввести еще более серьезные требования к достаточности обеспечения обязательств перед инвесторами (в том числе чтобы исключить возможность использования первых двух описанных в статье механизмов). С другой стороны, законодательство о ценных бумагах и смежное с ним законодательство должны быть более гибкими и конкурентоспособными по сравнению с правовыми нормами других стран: в частности, предусматривать прямую возможность предоставлять дополнительное обеспечение, возможность субординации, соблюдение прав владельцев облигаций и проведение их общих собраний, возможность ограничения прав требования к эмитенту, использования компаний специального назначения, совершенствования механизмов конвертации облигаций и прочего. Большую работу в этом направлении ведут наши коллеги из ФСФР и Минэкономразвития. Возможно, в скором времени, если регуляторам удастся преодолеть взаимные разногласия, рынок будет жить по новым, более совершенным правилам.

Рисунок 7

Субординированные облигации