Юрий Юфряков,
начальник департамента подготовки и сопровождения, инвестиционная компания UFS

Требуется ДОРАБОТКА

НАСТОЯЩАЯ СТАТЬЯ ПОСВЯЩЕНА ОБСУЖДЕНИЮ НЕКОТОРЫХ ЮРИДИЧЕСКИХ ВОПРОСОВ, ВОЗНИКАЮЩИХ ПРИ ПЕРВИЧНОМ РАЗМЕЩЕНИИ ЕВРООБЛИГАЦИЙ (С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ ОРГАНИЗАТОРА ВЫПУСКА). СЕЙЧАС ЭТОТ РЫНОК ЗАКРЫТ И, ВЕРОЯТНО, ПАРАЛИЧ ПЕРВИЧНОГО РЫНКА ПРОДЛИТСЯ ЕЩЕ ДОСТАТОЧНО ДОЛГО — ПО КРАЙНЕЙ МЕРЕ НЕСКОЛЬКО МЕСЯЦЕВ ИЛИ ДАЖЕ НЕСКОЛЬКО ЛЕТ, КАК ЭТО ПРОИЗОШЛО ПОСЛЕ КРИЗИСА 1998 ГОДА. ОДНАКО ПОСЛЕ НЕКОТОРОЙ СТАБИЛИЗАЦИИ РЫНКОВ У РОССИЙСКИХ ОРГАНИЗАТОРОВ ВНОВЬ ПОЯВЯТСЯ КЛИЕНТЫ, ПОЭТОМУ ПРЕДСТАВЛЯЕТСЯ ВПОЛНЕ РАЗУМНЫМ ДОРАБОТАТЬ СУЩЕСТВУЮЩУЮ НОРМАТИВНУЮ БАЗУ ТАКИМ ОБРАЗОМ, ЧТОБЫ УБРАТЬ НАИБОЛЕЕ НЕПРИЯТНЫЕ И ОЧЕВИДНЫЕ НЕСУРАЗИЦЫ, МЕШАЮЩИЕ НОРМАЛЬНОМУ ВЕДЕНИЮ БИЗНЕСА.

Оговоримся, что в рамках настоящей статьи мы не делаем различия между еврооблигациями, CLN и иными долговыми евробумагами (например, появившимися в результате секьюритизации). Для целей статьи существенными являются лишь два обстоятельства:

1. Эмитентом еврооблигаций является иностранное юридическое лицо (либо SPV, либо иностранный инвестиционный банк).

2. Центральным депозитарием для еврооблигаций являются Euroclear/Clearstream.

Необходимо также отметить, что эмитент еврооблигаций (в российских условиях) выполняет техническую роль: он выдает кредит заемщику (подразумевается — российской корпорации) и на выданный кредит выпускает еврооблигации (ноты). Эмитент не несет ответственности за исполнение обязательств по выплате купона/основного долга по еврооблигациям, а лишь перенаправляет платежи, полученные от заемщика, инвесторам (в Euroclear/Clearstream).

Далее, еврооблигации могут быть выпущены только в том случае, когда кредит заемщику выдан в полном объеме. Кредит же заемщику должен выдаваться из средств, полученных от продажи еврооблигаций инвесторам. На практике число инвесторов при проведении первичного размещения достаточно велико (несколько десятков, если речь идет о вполне рыночных сделках), и гарантировать своевременное поступление средств от всех инвесторов не представляется возможным, поэтому обычно организатор выпуска (лид-менеджер) выкупает весь выпуск на себя и далее продает бумаги инвесторам.

Для дальнейшего обсуждения приведем цитату из действующей редакции ч.1 ст. 51.1 закона [1]:

«Ценные бумаги иностранных эмитентов, за исключением ценных бумаг международных финансовых организаций, допускаются к размещению и публичному обращению в Российской Федерации на основании международного договора Российской Федерации или при наличии соглашения, заключаемого между федеральным

органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг и соответствующим органом (организацией) страны иностранного эмитента и предусматривающего порядок их взаимодействия».

Поскольку в настоящее время ФСФР не заключила соответствующих соглашений с иностранными регуляторами, эта статья фактически запрещает размещение и публичное обращение еврооблигаций в России. Далее, ст. 2 того же закона дает следующее определение размещения: размещение (эмиссионных ценных бумаг) — это отчуждение (эмиссионных) ценных бумаг эмитентом первым владельцам путем заключения гражданско-правовых сделок. Это определение пригодится нам для обсуждения в следующем абзаце.

Процитированная формулировка ст. 51.1 была введена Федеральным законом от 27.12.2002 № 185-ФЗ. За прошедшие с тех пор шесть лет отношение российских участников рынка к интерпретации ст. 51.1 существенно изменилось — если поначалу на эту норму просто не обращали внимания (как в 2001–2002 гг. не обращали внимания на положения предыдущей версии закона [1], запрещавшие обращение ценных бумаг иностранных эмитентов в России), то впоследствии интерпретация этой нормы постепенно становилась все более строгой. Действительно, каким образом можно соблюсти требование закона [1] о том, чтобы сделка между иностранным эмитентом и российским организатором происходила не на территории России? Обычно договор купли-продажи между эмитентом и организатором заключается согласно английскому праву; более того, в некоторых случаях такого договора в явном виде просто нет — параметры сделки размещения неявным образом следуют из документации по выпуску еврооблигаций. Казалось бы, достаточно обозначить в документации место подписания документов за пределами России — и требования ст. 51.1 будут соблюдены. Автору неизвестны случаи, чтобы за прошедшие шесть лет регулятор предпринимал какие-либо санкции или хотя бы выносил предупреждения по поводу несоблюдения положений статьи 51.1 российским профучастникам. Более того, вся логика действий регулятора за это время была ровно обратной — предпринимались меры, направленные на упрощение операций с иностранными ценными бумагами и устранение разночтений в законодательстве. Тем не менее, по мере роста интереса российских участников рынка к организации выпуска еврооблигаций (от андеррайтинга по отдельным выпускам и до полноценной организации выпусков в качестве лид-менеджеров) проработка юридических аспектов сделки становилась все более тщательной, и на некотором этапе юристами был сделан вывод о том, что для минимизации юридических рисков требуется при проведении сделки размещения проводить продажу с эмитента-нерезидента не на организатора-резидента (или на иного резидента — участника первичного размещения), а на некоторую промежуточную компанию-нерезидента. Самое неприятное, однако, в том, что аналогичный вывод был сделан и юридическими консультантами некоторых зарубежных инвестиционных банков, предлагавших услуги эмитентов еврооблигаций на российском рынке. В результате такие эмитенты отказывались продавать еврооблигации при первичном размещении организаторам-резидентам, требуя предоставить для проведения сделки размещения компанию-нерезидента.

Вполне естественно, что введение дополнительного промежуточного звена (компании-нерезидента) ведет к дополнительным издержкам организатора. Содержание (или даже создание) такой компании требует определенных затрат; обычно отчетность такой компании должна включаться в состав консолидированной отчетности холдинга; такая компания должна иметь счета, позволяющие проводить расчеты через Euroclear/Clearstream; компания должна пройти процедуры комплаенс-контроля как контрагент эмитента. Можно сказать, что использование такой компании отчасти напоминает заметание мусора под ковер, поскольку вместо более-менее понятных проблем в российской юрисдикции возникают не вполне понятные проблемы в незнакомой юрисдикции (например, может возникнуть вопрос с лицензиями, неизбежно возникнут налоговые вопросы, вопросы с отчетностью и т. п.).

К счастью, при проведении расчетов при первичном размещении не возникает вопроса с «заведением» денег на промежуточную компанию (например, если организатором является банк, то ему не потребуется кредитовать «пустую» компанию на $100 млн или более). Благодаря процедурам расчетов по сделкам back-to-back (несколько более удобным в Clearstream для рассматриваемой сделки, см. [4]) промежуточная компания может вообще не иметь денег на счету в Euroclear/Clearstream, если расчеты проводятся на условиях DVP и компания может выставить инструкции одновременно на покупку и продажу, не имея ни денег, ни бумаг (см. [3]). При этом, однако, необходимо, чтобы промежуточная компания и организатор имели счета в одной клиринговой системе (например, в Euroclear).

В настоящее время в Государственной Думе рассматривается законопроект № 504019-4 [2] о внесении поправок в ст. 51.1 закона 39-ФЗ (принят в первом чтении 9 апреля 2008 г., второе чтение было намечено на октябрь 2008 года, однако в октябре было отложено). Казалось бы, на фоне нынешней ситуации на рынке рассматриваемые поправки совсем не актуальны, тем не менее, отсутствие острой необходимости принятия этих поправок как раз и позволяет сосредоточиться на их детальной проработке.

Нынешняя версия законопроекта [2] фактически не накладывает ограничений на непубличное обращение ценных бумаг иностранных эмитентов за исключением ст. 11, требующей регистрации проспекта эмиссии в случае предложения ценных бумаг более чем 500 лицам. Вероятно, имеет смысл ослабить эту норму, например потребовав регистрации проспекта эмиссии в случае предложения ценных бумаг более чем 500 неквалифицированным инвесторам (определение квалифицированного инвестора в российском законодательстве введено с 01.01.08 в статье 51.2 закона [1]). Действительно, чем большему числу потенциальных инвесторов будет предложено приобрести размещаемые еврооблигации, тем ниже будет ставка для заемщика (и, вероятно, тем выше комиссия организатора за успех). С другой стороны, приобретение еврооблигаций неквалифицированными инвесторами — физическими лицами маловероятно, поскольку при выпуске еврооблигаций обычно устанавливается достаточно большой минимальный номинал, исключающий массовое приобретение еврооблигаций розничными инвесторами; в обсуждаемых поправках [2] к закону [1] вполне можно установить такую минимальную сумму сделки, которая будет автоматически означать квалификацию приобретателя бумаг как квалифицированного инвестора.

Далее, ст. 15 проекта [2] предусматривает ответственность иностранного эмитента за предоставление недостоверной информации при подписании проспекта ценных бумаг, в том числе ответственность за ущерб, причиненный предоставлением недостоверной информации. По-видимому, этот пункт будет являться основным препятствием для подписания проспекта иностранными инвестиционными банками или созданными ими SPV, поскольку у них будут возникать дополнительные юридические и репутационные риски. Таким образом, во избежание рисков, связанных с необходимостью подписания проспекта ценных бумаг иностранным эмитентом, российским организаторам придется избегать риска, связанного с достижением уровня в 500 предложений о приобретении (упомянутая ст. 11). В качестве одной из мер видится более аккуратное проведение премаркетинга — например, в рассылаемых материалах должна содержаться оговорка о том, что указанные материалы не являются предложением о покупке ценных бумаг. Еще один вариант для организатора — рассылка предложений о покупке ценных бумаг не с территории Российской Федерации. Кроме того, не вполне ясно, каким образом регулятор будет проверять выполнение нормы статьи 11 в [2].

Следующей проблемой для организатора является квалификация иностранных ценных бумаг с точки зрения российского законодательства. В настоящее время для такой квалификации требуется наличие кодов ISIN и CFI, а также соответствие кода CFI критериям, установленным в [5]. Здесь следует сказать несколько слов о процедуре присвоения указанных кодов. Коды ISIN и CFI присваиваются Euroclear/Clearstream после передачи документации по сделке для регистрации (обычно этим занимается юридический консультант или эмитент). При этом книга заявок на покупку должна находиться в высокой степени готовности. Таким образом, существует ненулевая вероятность того, что выпускаемая бумага получит «неправильный» код CFI, не позволяющий квалифицировать выпускаемые еврооблигации как ценную бумагу с точки зрения российского законодательства. В этом случае организатор рискует потерять существенную часть из российской книги заявок, в результате чего вся сделка может рассыпаться. Вероятно, регулятор мог бы приложить определенные усилия для разрешения этой проблемы (хотя действующие формулировки [5] фактически позволяют приобретать «сомнительные» финансовые инструменты квалифицированным инвесторам).

В качестве заключительного замечания относительно квалификации еврооблигаций можно отметить, что в базах данных, доступных клиентам Euroclear/Clearstream через веб-интерфейс, информация относительно кода CFI отсутствует, что несколько затрудняет квалификацию иностранных ценных бумаг российскими участниками. К сожалению, обострившийся летом-осенью этого года кризис на фондовом рынке отодвинул проблемы, связанные с квалификацией иностранных ценных бумаг, на второй план, так что едва ли в ближайшее время действующие нормативные акты будут проверены в реальных условиях.

И в заключение упомянем проблему, связанную с выводом корпоративных еврооблигаций на российские биржи. Проблема заключается в том, что ряду профучастников (например, управляющим компаниям НПФ/ПИФ) было бы удобно наличие биржевых котировок, а также, по возможности, листинга на российской бирже. В этом случае российские заемщики могли бы получить дополнительных институциональных инвесторов в России же; в свою очередь, российские инвесторы могли бы приобретать более сложные и интересные инструменты (например, предусматривающие определенные ковенанты). Как отмечалось выше, поправки [2] к закону [1] приняты Госдумой только в первом чтении; учитывая же, что для допуска иностранных ценных бумаг на российские биржи требуется принятие ряда подзаконных актов, можно прогнозировать, что реальный допуск корпоративных еврооблигаций на российские биржи может произойти в лучшем случае не ранее конца 2009 года. С другой стороны, в настоящее время существует альтернативный путь вывода иностранных ценных бумаг (как акций, так и облигаций, в том числе и корпоративных еврооблигаций) на российские биржи — это выпуск российских депозитарных расписок (РДР). Нормативная база по РДР в настоящее время полностью готова, и вопрос заключается в том, кто именно впервые доведет до конца проект по выпуску РДР. Несомненно, компания, впервые осуществившая такой проект, получит серьезные конкурентные преимущества на рынке организации сделок с РДР. Конечно же, выбор между двумя возможными вариантами вывода иностранных ценных бумаг на российский рынок — прямой доступ и доступ посредством российских депозитарных расписок — может быть сделан только на основании реальной рыночной практики, которая, весьма вероятно, появится только через несколько месяцев, если не лет. С другой стороны, международная практика не дает возможности сделать окончательный выбор между этими альтернативами.

В заключение хотелось бы выразить осторожную надежду, что обсуждаемое выше ограничение на первичное размещение в России иностранных ценных бумаг будет снято, что сильно облегчит жизнь организаторам сделок.

СПИСОК ДОКУМЕНТОВ

[1] Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 № 39-ФЗ

[2] Законопроект № 504019-4 «О внесении изменений в статью 51.1 Федерального закона «О рынке ценных бумаг»

[3] Ю.Б. Юфряков, «Бэк-офис операций с ценными бумагами в банке и инвестиционной компании», «Альпина Бизнес Бук», Москва, 2007

[4] Clearstream Customer Handbook; Euroclear operating procedures

[5] Приказ ФСФР от 23.10.07 № 07-105/пз-н