**Еврооблигации – Ключевые аспекты для российских компаний-эмитентов**

***Введение***

Прошедший год ознаменовался оживлением международных рынков заемного капитала для российских эмитентов. В 2016 году из России было организовано более 30 эмиссий (больше чем в 2014 и 2015 годах вместе взятых). Несмотря на то, что рынок по-прежнему не вернулся к досанкционным уровням, очевидно имело место возвращение спроса международных инвесторов на российский долг.

Поскольку основной фокус был сосредоточен на компаниях частного сектора (в отличие от банков или суверенных субъектов), ниже мы выделили ключевые аспекты в контексте эмиссии еврооблигаций именно для российских компаний-эмитентов (далее именуемых "**компании**" или "**компания**").

***Для чего необходим выпуск еврооблигаций?***

Как правило, еврооблигации доступны для компаний с солидной репутацией, которые удовлетворяют критериям допуска ценных бумаг (см. раздел "*Листинг*"ниже). Еврооблигации предоставляют таким компаниям возможность диверсифицировать их ресурсную базу и привлекать более крупные суммы долгового финансирования от широкого круга международных инвесторов с тем, чтобы выпускать облигации с более низкими процентными ставками, чем при обычных банковских займах. За исключением некоторых категорий еврооблигаций, называемых "высокодоходными" облигациями, еврооблигации являются более гибким инструментом нежели банковские займы в контексте возможных сумм, сроков погашения, валют и процентных ставок. Еврооблигации можно использовать как удобный инструмент для создания публичной кредитной истории и улучшения имиджа компании, что может быть особенно важно для компаний, предполагающих эмиссию акций в краткосрочной или среднесрочной перспективе.

***Структуры еврооблигаций***

В связи с налогообложением и нормативным регулированием прямая эмиссия нот российскими компаниями остается экономически нецелесообразной и требующей много времени процедурой. В результате этого для российских компаний были разработаны две основные структуры: гарантийная структура (далее "**Гарантийная структура**") и структура нот участия в кредите (далее "**Структура LPN**").

*Гарантийная структура*

Гарантийная структура регулярно используется российскими компаниями независимо от того, гарантируется выпуск несколькими компаниями в составе группы (далее "**Группа**") или единственным гарантом, каждый из которых в дальнейшем именуется "**Гарант**". Эмитентом выступает либо офшорная компания специального назначения, не имеющая акционеров или собственников в иной форме и не связанная с группой (далее "**A**"), либо чаще дочерняя компания группы, расположенная в юрисдикции с благоприятными налоговыми условиями, например, в Ирландии или в Нидерландах (далее "**Дочерняя компания-эмитент**", а совместно с A – "**Эмитенты**", и каждый из них в отдельности – "**Эмитент**"). Эмитент выпускает ноты для инвесторов, которые подкрепляются гарантией Гаранта (Гарантов). Инвесторы пользуются каждой из гарантий и следовательно концентрируют внимание на кредитном обеспечении, предлагаемом Гарантом (Гарантами). В рамках Гарантийной структуры движение средств между Эмитентом и Группой не документируется.

На схеме ниже представлен пример условной Гарантийной структуры:

Гарантия (гарантии)

Распределение выручки по нотам внутри компании

Ноты

Основная сумма + проценты по нотам

Держатели нот

Эмитент
(A или Дочерняя компания-эмитент)

Материнская компания / Существенные дочерние компании группы

Выручка по нотам

*Структура LPN*

В структуре LPN используется A, расположенная в юрисдикции с благоприятными налоговыми условиями (обычно в Ирландии или в Нидерландах) и осуществляющая эмиссию нот в адрес инвесторов. Затем A ссужает выручку от размещения нот путем предоставления займа в адрес российской компании в качестве заемщика (далее "**Заемщик**"). Данный заем представляет собой договорную связь с Заемщиком, а значит обеспечен надлежащими механизмами принудительного исполнения обязательств (такими как договорные обязательства, платежные обязательства и случаи неисполнения обязательств).

Покупая ноты у A, инвесторы тем самым покупают участие в займе, предоставляемом Заемщику. Платежные обязательства по нотам отражают соответствующие платежи по займу, поэтому когда A несет платежные обязательства по нотам, она должна уже получить соответствующую сумму по займу от Заемщика. Благодаря этому ноты выпускаются с ограниченным правом регресса; т.е. A несет обязательства по осуществлению платежей, только если она получила платеж по займу.

Эта структура требует наличия доверительного собственника для представления интересов держателей нот. A уступает свои права в качестве кредитора по займу в адрес доверительного собственника. В случае любого неисполнения Заемщиком его обязательств по займу доверительный собственник может вмешаться (от имени держателей нот) и добиться взыскания займа, как если бы он являлся кредитором.

Чтобы еще больше снизить риски, связанные с наличием в Структуре LPN посредника (A), Заемщик обязан погашать заем платежами на специальный счет, с которого затем списываются средства в пользу доверительного собственника (действующего от имени держателей нот). Таким образом, любые платежи по займу должны осуществляться на специальный счет, средства с которого могут быть выплачены только в адрес держателей нот.

Если Заемщик нуждается в дополнительном кредитном обеспечении, тогда в структуру можно добавить гаранта (гарантов). В этом случае гарантируются обязательства Заемщика по займу.

На схеме ниже представлен пример условной Структуры LPN:

Обеспечения

Гарантия (гарантии)

Основная сумма + проценты по займу

Заём

Ноты

Основная сумма + проценты по нотам

Выручка по нотам

Держатели нот

Эмитент
(SPV)

Заемщик

Гарант (Гаранты)

Доверительный собственник

По желанию

***Положение S и Правило 144A***

В зависимости от целевой инвесторской базы компании и менеджеры обычно используют два безопасных исключения в Законе США о ценных бумагах 1933 г. (далее "**Закон о ценных бумагах**") для эмиссии нот без необходимости их регистрации Комиссией по ценным бумагам и биржам США. Ноты, выпущенные в рамках льготы, предоставляемой Положением S согласно Закону о ценных бумагах, как правило могут быть проданы только инвесторам-нерезидентам США, в то время как ноты, выпущенные на основе Правила 144A согласно Закону о ценных бумагах, могут также быть размещены и проданы в Соединенных Штатах в адрес "квалифицированных институциональных покупателей" ("qualified institutional buyer" или "QIB" в соответствии с определением, приведенным в Правиле 144A), т.е. компаниям-резидентам США, которые удовлетворяют определенным качественным и количественным критериям.

Выбор между эмиссией согласно Положению S и эмиссией согласно Правилу 144A зачастую оказывает влияние на размер и доходность предполагаемой эмиссии, поскольку расширение базы потенциальных инвесторов в результате добавления институциональных инвесторов-резидентов США зачастую рассматривается как приводящее к потенциально более крупному размеру сделки и/или лучшим ценовым уровням. Однако объем работ, необходимых для эмиссии согласно Правилу 144A, как правило, выше, чем для эмиссии согласно Положению S, т.к. первый вариант эмиссии часто включает в себя более тщательную юридическую проверку (отчасти чтобы позволить американскому консультанту передать менеджерам информационное письмо по форме 10b-5, что является обычной процедурой при эмиссии согласно Правилу 144A), раскрытие более подробной информации в проспекте, отличный тип рекомендательных писем от аудиторов и дополнительные налоговые и юридические экспертные заключения.

Другим важным аспектом при выборе между эмиссией согласно Регламенту S и эмиссией согласно Правилу 144A является период времени, в течение которого компания будет иметь доступ к рынку. При эмиссии согласно Правилу 144A менеджеры обычно требуют, чтобы аудиторы передали так называемые рекомендательные письма SAS 72. Такие письма могут в общем случае покрывать только периоды длительностью не более 135 дней после даты последней на соответствующий момент финансовой отчетности. Следовательно в общем случае для компании было бы сложно произвести эмиссию согласно Правилу 144A после истечения такого периода длительностью 135 дней и до появления новой финансовой отчетности. Эмиссия согласно Регламенту S, напротив, может быть проводиться не ограничиваясь таким периодом, поэтому в случае, описанном выше, компания должна быть способна получить доступ к рынку эмиссии облигаций по Регламенту S вплоть до короткого периода времени, предшествующего выходу следующей финансовой отчетности.

***Отдельная эмиссия или программа***

Если компания планирует регулярную эмиссию на рынки заемного капитала, тогда представляется полезным организовать программу выпуска облигаций. Для отдельной эмиссии и для программы действуют одни и те же стандарты, однако если вы организуете программу, то вы вправе обсуждать условия, на которых будут производится каждая из эмиссий программы. Это может быть более эффективной мерой для регулярной эмиссии, поскольку при отдельных выборках время переговоров сокращается. Однако такая мера должна быть уравновешена дополнительной работой в ходе обсуждения всевозможных вопросов, которые могут быть согласованы (среди них не только отдельная эмиссия).

Ключевой фактор, о котором необходимо помнить, заключается в том, что раскрываемые в проспекте сведения в отношении Заемщика и/или Гаранта (Гарантов), а также юридическая проверка таких раскрываемых сведений должны быть актуальными на тот день, когда компания выходит на рынок. Таким образом, между тем как программа может быть эффективна для создания договорной базы, для отдельной выборки по-прежнему может потребоваться значительная работа для обновления раскрываемых в проспекте сведений путем внесения последних на соответствующий момент финансовых сведений и любых существенных изменениях.

***Листинг***

Выбор места проведения листинга зависит от большого числа факторов, включая целевую для компании базу инвесторов, доступность отчетности МСФО и планы на последующий вторичный листинг нот на Московской Бирже. В течение последних десяти лет Дублин является наилучшей площадкой для проведения листинга еврооблигаций российских компаний, хотя мы также часто сталкивались с листингом еврооблигаций и в других местах.

Директива ЕС о проспекте эмиссии (далее "**Директива**") устанавливает регулятивные стандарты, предъявляемые к раскрываемой в проспекте информации для обеспечения листинга на любом из регулируемых Директивой рынков ЕЭЗ. От Эмитента и Гаранта (Гарантов) потребуется полная версия раскрываемых в проспекте сведений в случае Гарантийной структуры, а в случае Структуры LPN – от A и Заемщика (а также дополнительного гаранта (гарантов) при наличии).

В Директиве изложены исчерпывающие критерии для раскрываемых сведений, однако удовлетворения технических критериев недостаточно для получения разрешения на листинг. Проспект должен содержать всю информацию, которую инвестор может обоснованно потребовать, чтобы принять информированное решение о том, инвестировать или не инвестировать в ноты. Кроме того, в первую очередь проспект представляет собой документарное обязательство: если какое-либо утверждение в проспекте является неверным или вводящим в заблуждение, а также при отсутствии любой существенной информации, тогда возникает основание для иска против эмитента и/или Заемщика, и/или Гаранта.

Таким образом, если существует какая-либо причина, по которой невозможно раскрыть всю информацию в проспекте (например, планируется некое существенное корпоративное действие, сведения о котором не были раскрыты), то это неподходящее время для выхода на рынок. Более того, если планируется и раскрывается значительное корпоративное действие (такое как слияние или отчуждения значительной части бизнеса), тогда потребуется дополнительная работа, чтобы описать не только текущее состояние дел в компании, но также и то, каким бы оно было, если бы такое корпоративное действие уже было выполнено. Это может потребовать подготовки *предварительных* финансовых отчетов (т.е. финансовые результаты за прошедшие периоды, измененные, чтобы показать состояние дел после такого корпоративного действия).

***Пакет договорных обязательств***

Договорные обязательства – это единственное преимущество, которое инвестор в долговые инструменты получит в отношении будущих результатов деятельности компании, и следовательно они поддерживают стабильный характер их инвестиций.

Крайне важно сравнить пакет договорных обязательств с отраслевыми аналогами в процессе обсуждения, чтобы увидеть, с чем будут сравнивать условия инвесторы. Компания, само собой, должна будет соблюдать договорные обязательства в течение всего срока нот. С одной стороны, пакет договорных обязательств не должен быть настолько строгим, чтобы приводить к возникновению невыгодного положения относительно конкурентов, когда стоит цель рост компании, с другой стороны слишком слабые договорные обязательства будут восприниматься инвесторами как более рискованные, и они будут рассчитывать на компенсацию такого риска в рамках требуемого ими номинального процентного дохода.

Говоря упрощенно, договорные обязательства необходимы для решения двух основных вопросов: к каким активам будут иметь доступ инвесторы, если они предъявят ноты к досрочному взысканию; и будет ли поддерживаться стабильное финансовое положение компании.

*Доступ к активам*

Инвестор будет хотеть, чтобы компания вела свою базу активов. Если компания становится неплатежеспособной, инвестор возможно будет способен вернуть часть должного.

Простые условия нот подкрепляются наиболее стандартной оговоркой об отказе от залога активов, которая покрывает этот вопрос. Компания обещает не предоставлять обеспечение на активы для обслуживания других долговых обязательств так, что инвесторы не теряют своей позиции в неофициальной иерархии при банкротстве. Отказ от залога может ограничиваться покрытием обеспечения для других инструментов на рынках капитала или относиться к обеспечению для любой задолженности.

Также могут иметь место дополнительные обязательства, учитывающие обслуживание и текущий ремонт материально-технических объектов компании. Таким обязательствам уделяется больше внимания в случае сложной структуры группы или значительных связанных сторон. С целью ограничения износа истощающихся активов внутри компании или группы с течением времени договорные обязательства могут содержать ограничения на распоряжение активами или ограничения на сделки с аффилированными лицами, ограничения на слияния или ограничения на платежи. Все эти пункты преследуют собой цель обеспечить, чтобы любые такие сделки проводились без заинтересованности на коммерческих условиях за полную рыночную стоимость.

*Сохранение финансового здоровья компании*

Другие договорные обязательства будут сфокусированы на текущем здоровье компании другими способами. Некоторые из них будут очень прямолинейными, такие как обязательства по обеспечению основных разрешений, лицензий или согласий. Это важная часть, в которой любая форма внешней лицензии или разрешения является существенной для деятельности компании.

Также иметь место договорные обязательства по соблюдению установленных финансовых показателей. Они могут ограничивать операции определенными основными нормативами, хотя это сильно зависит от типа компании и ее кредитного рейтинга. Если существует необходимость в обязательствах по соблюдению установленных финансовых показателей, тогда должны будут предоставляться определенные сведения для обеспечения мониторинга состояния компании. Таким образом, могут быть добавлены договорные обязательства о предоставлении информации, такой как бухгалтерская отчетность, сертификаты соответствия, или о предоставлении права доступа для проведения проверок. Обязательства по соблюдению установленных финансовых показателей часто бывают менее значительными, чем такие же договорные обязательства на рынке ссудного капитала в целом.

***Уравновешивание интересов***

Наилучший способ рассмотрения и обсуждения договорных обязательств и случаев неисполнения обязательств – рассматривать их как уравновешивающий фактор при значительной общности интересов обеих сторон. Все стороны хотят обеспечить поддержку жизнеспособности компании (не только ее способности погасить долг вовремя, но и возможности расти, пользоваться рыночными возможностями и оставаться конкурентоспособной и быстро приспосабливающейся к рыночным изменениям). В то же время должен поддерживаться стоимостный объем инвестиций, в том числе посредством более сложных рыночных условий (ни компания, ни держатель нот не хотят, чтобы рыночная стоимость любых нот на вторичном рынке значительно упала в сложные времена). Надежный и эффективный механизм принудительного исполнения поможет сохранить уверенность в инвестиции в течение таких периодов. Таким образом, обеспечение надлежащей сбалансированности пакета договорных обязательств находится в общих интересах сторон.

***Вопросы, связанные с российским законодательством***

*Одобрения регулирующих органов*

Ни Гарантийная структура, ни Структура LPN не требуют от Гаранта (Гарантов) или Заемщика получать одобрений от Центрального банка Российской Федерации ("**Центральный банк**") или иных государственных или регулирующих органов Российской Федерации.

*Корпоративные одобрения*

С точки зрения российского закона сделки, заключенные компанией и имеющие объявленную стоимость 25 процентов или более от балансовой стоимости активов компании по состоянию на последнюю дату отчетности, должны быть одобрены советом директоров или акционерами компании (в зависимости от стоимости сделки).

Сделки со связанными сторонами (например, когда ноты подкрепляются гарантией связанной стороной, находящейся в неполной собственности Дочерней компании-эмитента) также могут потребовать особого одобрения как " сделки с заинтересованными сторонами".

Наконец, устав компании может требовать, чтобы определенные сделки (такие как получение займа или обеспечение нот гарантией) были одобрены советом директоров компании или ее акционерами.

***Вопросы, связанные с российским налоговым законодательством***

*Российский налог у источника выплат*

В общем случае Россия взимала бы налог у источника выплат по ставке 20 процентов на выплаты по процентам в адрес зарубежных организаций. Хотя исторически российские компании полагались на соглашения об исключении двойного налогообложения и производили суммарные выплаты на основании сертификатов налогового резидента, полученных от Эмитентов, в 2011 году Министерство финансов России выразило мнение, что Эмитенты не имеют право пользоваться льготами от таких соглашений, поскольку они не являются бенефициарными владельцами дохода для налоговых целей. Поскольку это утверждение дестабилизировало рынок, с целью сохранения способности российских компаний привлекать средства через еврооблигации в российское налоговое законодательство было внесено специальное исключение для еврооблигаций.

Исключение для еврооблигаций применяется в случаях, когда:

* долговые обязательства российской компании возникли в связи с выпуском "обращающихся облигаций" зарубежными компаниями (такими, как Эмитенты); и
* Эмитент (другая иностранная компания, уполномоченная на получение процентного дохода, или преемник прав и обязательств в отношении "обращающихся облигаций", выпущенных третьим лицом) является налоговым резидентов в юрисдикции, которая имеет соглашение об исключении двойного налогообложения с Россией, и его статус налогового резидента подтверждается соответствующим сертификатом.

Термин "обращающиеся облигации" включает ноты и прочие долговые обязательства, котируемые и/или допущенные к торгам на одной ил нескольких общепризнанных зарубежных фондовых биржах, и/или права на которые регистрируются общепризнанными депозитариями и клиринговыми организациями, которые входят в список, одобренный Центральным банком. В настоящий момент список включает несколько десятков иностранных фондовых бирж, депозитарных и клиринговых организаций, включая (*среди прочего*) Ирландскую фондовую биржу, системы Юроклир (*Euroclear*), Клирстрим (*Clearstream*) [и DTC].

Долговое обязательство рассматривается как связанное с эмиссией "обращающихся облигаций", если это прямо указано в договоре, регулирующем соответствующее долговое обязательство, и/или в постановлениях и условиях, и/или в проспекте эмиссии "обращающихся облигаций". [Еврооблигации, которые обычно выпускают российские компании, рассматриваются как долговые обязательства, связанные с выпуском "обращающихся облигаций" для целей освобождения еврооблигаций от налога.]

Такое исключение в отношении еврооблигаций применяется не только к суммам процентных начислений, но и к другим платежам, включая (*среди прочего*) платежи по гарантии (гарантиям), предоставленной (предоставленным) в отношении (1) нот, выпускаемых в рамках Гарантийной структуры или (2) займа, предоставляемого в рамках Структуры LPN, при условии, что такие платежи предусмотрены условиями соответствующего долгового обязательства или осуществляются в связи и условиями соответствующих "обращающихся облигаций" и/или долговых обязательств (включая их досрочный выкуп или погашение). Однако по-прежнему существует неопределенность в отношении того, применяется ли это исключение к платежам по гарантии (гарантиям) в Гарантийной структуре в случаях, когда выручка от эмиссии нот не была использована для предоставления займов российским компаниям.

*Возможность вычета некоторых затрат из суммы облагаемого дохода*

В общем случае затраты на выплату процентов подлежат полному вычету для целей налогообложения прибыли российских корпораций. Однако могут действовать определенные ограничения на возможность вычета в случаях, когда [либо] заем [либо гарантия] считается контролируемой сделкой согласно российским правилам учета трансфертного ценообразования. Последние могут применяться к Гарантийной структуре или Структуре LPN кроме случаев, когда процентные ставки установлены либо на рыночном уровне, либо в пределах "безопасных гаваней", предоставляемых Налоговым кодексом Российской Федерации.

Начиная с января 2017 года, российские правила недостаточной капитализации не применяются к займам, предоставляемым в рамках Структуры LPN. Поскольку эти займы имеют связь с эмиссией "обращающихся облигаций", в отсутствие такой связи (которое может иметь место в случае привлечения промежуточных заемных средств через Гарантийную структуру) применение правил недостаточной капитализации может ограничить возможность вычета затрат на выплату процентов и повлиять на доступность налоговых льгот для процентных платежей по соглашениям об исключении двойного налогообложения.