

## Облигации с иностранным акцентом

Барейша Илья, Бычков Олег, Васильев Станислав

Партнеры, АБ ЕМПП



### 1. Введение

Для иностранных компаний, вовлеченных в те сектора экономики, где наблюдается рост или сохраняется стабильность, выход на российский рынок облигаций – привлекательная возможность даже в нынешние непростые времена. При достаточной емкости, на этом рынке хорошо отлажена и работает торгово-клиринговая инфраструктура, депозитарное обслуживание, развита регуляторная база, и есть прецеденты успешных размещений «иностранцев».

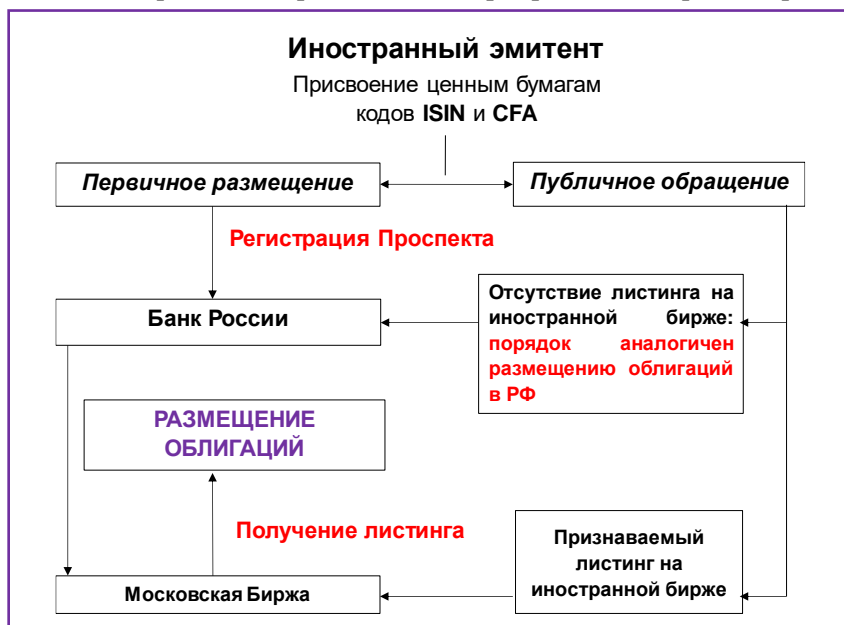
В данном обзоре мы рассматриваем основные возможные модели выхода иностранной компании на российский облигационный рынок.

### 2. Ключевые возможные структуры сделки

Эмитентом облигаций в РФ, как и на европейском рынке, может выступить иностранное государство, международная финансовая организация, банк, иная кредитная организация, корпорация. Мы рассмотрим в обзоре а) прямой выпуск облигаций иностранным эмитентом; б) выпуск облигаций через российское SPV. С учетом особенностей конкретного иностранного заемщика, та или иная структура сделки может быть более или менее релевантной, либо требовать корректировки; могут также потребоваться дополнительные надстройки в виде обеспечения со стороны третьих лиц, владеющих достаточными активами.

Выпуск и обращение облигаций иностранных эмитентов в РФ регулируется положениями статьи 51.1. Федерального закона от 22.04.1996

№ 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (Закон о РЦБ). Здесь мы не описываем достаточно специфичный путь допуска уже размещенных за рубежом облигаций иностранного эмитента к публичному обращению в России, при этом для Вас на схеме мы показали основные шаги. Если Вас интересует именно эта возможность, мы будем рады обсудить ее с Вами отдельно.



### 3. *Ключевые требования, которые потребуется соблюсти:*

Ниже мы приводим контрольный список базовых требований, который можно использовать при планировании выпуска облигаций иностранного эмитента и анализе необходимой инфраструктуры:

|                          |  |
|--------------------------|--|
| <input type="checkbox"/> | <p><b>Место нахождения эмитента облигаций:</b> к размещению и/или публичному обращению в РФ допускаются ценные бумаги:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>✓ эмитентов из стран-членов <b>ОЭСР, ФАТФ</b>, Комитета экспертов Совета Европы по оценке мер противодействия отмыванию денег и финансированию терроризма (<b>Манивэл</b>) или <b>Евразийского экономического союза</b>, либо из государств, с соответствующими органами (организациями) которых <b>Банком России заключено соглашение о взаимодействии</b>;</li><li>✓ <b>иностранных государств</b>, перечисленные выше, а также центральных банков и административно-территориальных единиц таких иностранных государств, обладающих самостоятельной правоспособностью;</li><li>✓ <b>международных финансовых организаций</b>, включенных в перечень Правительства РФ;</li><li>✓ <b>иностранных организаций</b>, ценные бумаги которых прошли <b>признаваемый листинг</b>, под которым понимается наличие у ценных бумаг листинга хотя бы на одной иностранной бирже, соответствующей критериям Банка России.</li></ul> |
| <input type="checkbox"/> | <p><b>Банковский счет</b> – открыть банковский счет в кредитной организации в валюте расчетов по облигациям.</p>   |
| <input type="checkbox"/> | <p><b>Налоговый учет</b> – встать на налоговый учет в ФНС России в целях получения ИНН.</p>  |
| <input type="checkbox"/> | <p><b>Международные коды</b> – получить коды ISIN и CFA, например в НКО АО НРД.</p>  |
| <input type="checkbox"/> | <p><b>Договор листинга</b> – заключить договор листинга с Московской биржей.</p>   |
| <input type="checkbox"/> | <p><b>Организация раскрытия информации</b> – заключить договор на раскрытие информации с информационным агентством.</p>  |

|                          |   |
|--------------------------|---|
| <input type="checkbox"/> | <b>Централизованный учет прав на ценные бумаги</b> – заключить договор об оказании услуг по централизованному учету прав на ценные бумаги с НКО АО НРД.   |
| <input type="checkbox"/> | <b>Проспект ценных бумаг</b> – Банк России принимает решение о допуске облигаций иностранного эмитента к размещению и публичному обращению на территории РФ при условии предоставления проспекта ценных бумаг.  |
| <input type="checkbox"/> | <b>Личный закон эмитента</b> – должен позволять эмитенту размещать ценные бумаги неограниченному кругу лиц.   |
| <input type="checkbox"/> | <b>Показатели ликвидности:</b> показатели, характеризующие <u>уровень предполагаемой ликвидности</u> , <b>не ниже</b> , а показатели, характеризующие <u>уровень инвестиционного риска</u> , <b>не выше</b> аналогичных показателей, рассчитанных по ценным бумагам соответствующих видов (категорий, типов), уже допущенных к торгам на Московской бирже. Эти показатели рассчитываются Московской биржей на основании заключенного с ней договора листинга. |
| <input type="checkbox"/> | <b>Заявление биржи</b> (Московская биржа подает заявление с обоснованием возможности допуска ценных бумаг к обращению на бирже).  |

#### 4. Выпуск облигаций российским SPV

**SPV (special purpose vehicle)** - специальная компания, созданная для достижения определенной цели, в данном



случае – для привлечения финансирования. Использование такой специальной компании для размещения облигаций на рынке РФ является опцией, а не обязательным условием. В данном случае SPV не обязательно должно быть «сиротским» (orphan SPV). Напротив, оно может быть дочерней компанией конечного иностранного заемщика.

**Использование SPV может быть обусловлено следующими соображениями:**

- ✓ Личный закон эмитента не позволяет прямой выпуск облигаций за рубежом;
- ✓ Инфраструктура РФ не может реализовать требования личного закона эмитента в отношении выпуска его ценных бумаг;
- ✓ Московская Биржа не может рассчитать показатели, характеризующие уровень ликвидности (предполагаемой ликвидности) и уровень инвестиционного риска ценных бумаг иностранного эмитента;

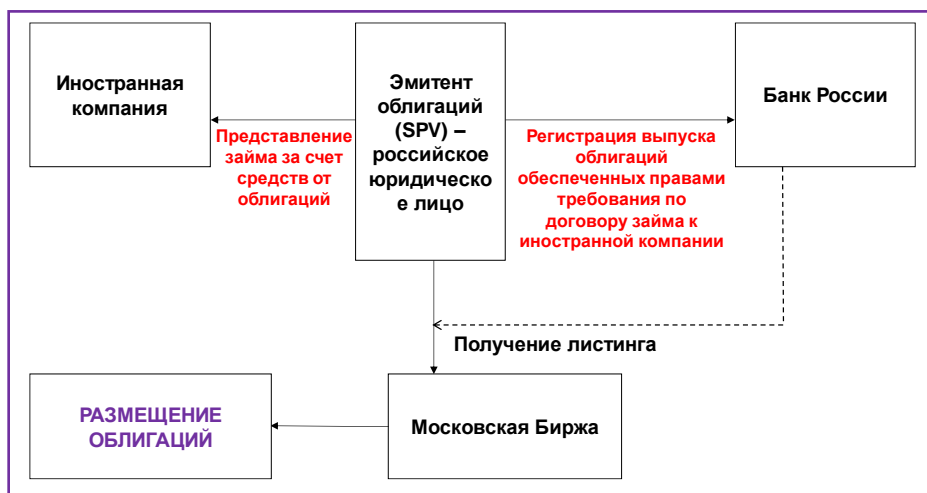
✓ Эмитент не готов раскрывать информацию в соответствии Законом о РЦБ и нормативными актами Банка России.

**Используя SPV, заемщик обычно придерживается одной из двух основных моделей:**

- 1) SPV эмитирует облигации под публичную оферту материнской компании (не в рамках эмиссионной документации по облигациям). Полученные эмитентом средства передаются иностранной материнской компании через заем. Права требования по такому займу могут быть заложены в пользу владельцев облигаций. Средства, поступающие от иностранной материнской компании в качестве возврата займа, направляются SPV для обслуживания долговых обязательств по облигациям.
- 2) Облигации SPV обеспечены поручительством или независимой гарантией материнской компании (эмиссионное обеспечение).

Данная модель отличается от предыдущей, в первую очередь, формой обеспечения. Эмиссионное обеспечение требует от эмитента соблюдения требований по чистым активам материнской компании (они должны быть не меньше размера поручительства или гарантии), а также возлагает на SPV обязанность раскрывать информацию по материнской компании, а на материнскую компанию – предоставлять такую информацию SPV.

Если есть возможность использовать существующие и будущие денежные потоки в качестве обеспечения по размещаемым облигациям, то в качестве альтернативы базовым моделям можно рассмотреть третью модель выпуска облигаций с использованием SPV – **секьюритизацию**.



## 5. *Преимущества при использовании модели секьюритизации*

- ✓ **Особый налоговый статус SPV - специализированного финансового общества (СФО).** При определении налоговой базы не учитываются доходы в виде имущества, включая денежные средства и (или) имущественные права, которые получены СФО в связи с его уставной деятельностью;
- ✓ **Независимость от иностранной материнской компании и упрощенная структура управления.** Нет совета директоров, ревизионной комиссии, правления, функции единоличного исполнительного органа должны быть переданы управляющей компании, отсутствует штат сотрудников. Учредителем СФО как правило выступает некоммерческая организация (иностранная или российская фонд);
- ✓ **Защита от банкротства.** Заявление о признании СФО банкротом подается представителем владельцев облигаций на основании решения общего собрания владельцев облигаций. В договоры с остальными

кредиторами, как правило, включается положение о запрете обращения с заявлением о банкротстве до полного погашения облигаций СФО.

- ✓ **Цели создания и правоспособность** ограничены законом, что дополнительно снижает риск банкротства;
- ✓ **Обязанность по раскрытию информации** не возникает у иностранной компании – инициатора секьюритизации и конечного заемщика.

СФО по договору займа передает выручку от выпуска облигаций иностранной компании – конечному заемщику. При этом облигации СФО обеспечиваются залогом прав требования по такому займу.

\*\*\*

Рынок ценных бумаг РФ предназначен не только для российских инвесторов, инвесторы-нерезиденты могут приобрести облигации иностранного эмитента на вторичном рынке у организаторов выпуска облигаций на условиях поставки против платежа (delivery versus payment) в Euroclear, Clearstream или в другом зарубежном депозитории, у которого настроен «мост» с НКО АО НРД. Инвесторы-нерезиденты для приобретения облигаций на первичном и вторичном рынках могут также открыть брокерские счета в соответствующей валюте размещения у брокеров – участников торгов Московской Биржи.

Какая бы модель облигационного выпуска ни была выбрана, для успешного размещения необходимо заблаговременное и качественное структурирование сделки. Особое внимание требуется уделить раскрываемой информации как на этапе подготовки документов, так и при обращении облигаций, поскольку в зависимости от структуры сделки объем раскрываемой информации разный. Мы будем рады помочь Вам с выбором наиболее подходящей для Вас модели, а также при взаимодействии с банками-организаторами и иными участниками рынка.

\*\*\*

*Мы будем информировать Вас и дальше, спасибо, что вы с нами!*

*май 2020 г.*



**Илья Барейша**

Партнер, адвокат

Рынки капитала, слияния и  
поглощения, венчурные  
инвестиции

[bareysha@empp.ru](mailto:bareysha@empp.ru)



**Олег Бычков**

Партнер, адвокат

Рынки капитала, слияния и  
поглощения, венчурные  
инвестиции

[bychkov@empp.ru](mailto:bychkov@empp.ru)



**Станислав Васильев**

Партнер

Рынки капитала, банковское  
право

[vasilyev@empp.ru](mailto:vasilyev@empp.ru)

Содержащаяся в настоящем обзоре информация предназначена исключительно для ознакомления и не может служить основанием для осуществления каких-либо действий или отказа от действий. Применение нормативных правовых актов, а также позиций судов может отличаться в зависимости от конкретных обстоятельств, а сами такие акты и / или позиции могут быть изменены. По всем вопросам применения информации из настоящего обзора следует обращаться за консультацией к соответствующему специалисту АБ ЕМПП. АБ ЕМПП не несет ответственности, в том числе связанной с профессиональной небрежностью, за ущерб, причиненный каким-либо лицам в результате действий или, напротив, отказа от действий на основании сведений, содержащихся в настоящем обзоре.