Ομολογιακό δάνειο

Οι βασικοί συμβατικοί όροι

Το ομολογιακό δάνειο στην ελληνική πραγματικότητα

Κατά την διάρκεια των τελευταίων μηνών όλο και περισσότερες εταιρείες στην Ελλάδα επιχειρούν την έκδοση ομολογιών και έτσι την πρόσβαση σε κεφάλαια μέσω ομολογιακών δανείων. Η μορφή αυτού του δανεισμού είναι εξαιτίας της «κινητικότητας» των ομολογιών, δηλαδή της δυνατότητας περαιτέρω διάθεσης, την οποία αυτές προσφέρουν, ελκυστική για επενδυτές κάθε είδους, ακόμη και για τις ίδιες τις τράπεζες. Εφόσον βέβαια η διάθεση των ομολογιών γίνεται από τον εκδότη τους απευθείας στης κεφαλαιαγορά εμπίπτει συχνότατα στις ρυθμίσεις του εποπτικού – χρηματιστηριακού δικαίου. Ακόμη όμως και σε αυτή την περίπτωση όπως και στη συνήθη για την ελληνική επιχειρηματική σκηνή, όταν οι ομολογίες διατίθενται σε πιστωτικά ιδρύματα, βασικό μέρος της συναλλαγής είναι η σύμβαση ομολογιακού δανείου. Η δανειζόμενη επιχείρηση θα έρθει αντιμέτωπη με συγκεκριμένους, εν μέρει πολύπλοκους συμβατικούς όρους. Ο ρόλος του δικηγόρου είναι να προετοιμάσει ή να ελέγξει το κείμενο της σύμβασης, αφενός δηλαδή να διατυπώσει με νομική ασφάλεια τον επιχειρηματικό όρο που θα του υπαγορεύσει η επιχείρηση και αφετέρου να εντάξει αυτόν στο συνολικό πλέγμα των ρυθμίσεων της συνήθως μακροσκελούς σύμβασης. Οι βασικότεροι από αυτούς τους όρους παρουσιάζονται συνοπτικά παρακάτω.

Negative pledge

Ένας από τους πρώτους συμβατικού όρους που συναντά κανείς σε κάθε σύμβαση εταιρικού δανεισμού και στο ομολογιακό δάνειο αφορά την **απαγόρευση δέσμευσης των περιουσιακών στοιχείων μέσω παροχής ασφάλειας προς όφελος άλλων δανειστών**. Στο βαθμό που η περιουσία του δανειζομένου δεσμεύεται από ασφάλειες όπως υποθήκη ή ενέχυρο, δεν είναι διαθέσιμη στον πιστωτή ως αντικείμενο εκποίησης (μέσω συμφωνίας ή αναγκαστικής εκτέλεσης) για την ικανοποίηση της απαιτήσεώς του. Καθώς η αξία των περιουσιακών στοιχείων του οφειλέτη/δανειζομένου είναι καθοριστικό στοιχείο για την κρίση του πιστωτή, σχετικά με το αν θα παράσχει την πίστωση ή όχι και σε ποιο ύψος, η δυνατότητά του να προσφύγει σε αυτή την αξία προς ικανοποίησή του καθιστά τον όρο αυτό απαραίτητο.

Pari passu

Με τη ρήτρα αυτή επιδιώκεται η ισότητα μεταξύ των δανειστών στην ικανοποίηση των απαιτήσεών τους. Η ρήτρα pari passu εκφράζει την μόνιμη αγωνία ενός δανειστή να έχει πρόσβαση στην περιουσία του δανειζομένου τουλάχιστον ίση με τους λοιπούς δανειστές του. Ειδικά στο πεδίο της εταιρικής χρηματοδότησης η ύπαρξη ενός και μόνο δανειστή είναι μάλλον σπάνιο φαινόμενο. Στην περίπτωση λοιπόν προβλημάτων στην αποπληρωμή του χρέους τόσο το δίκαιο αναγκαστικής εκτέλεσης όσο και το πτωχευτικό δίκαιο ευνοούν τους δανειστές με βάση την προτεραιότητα, την οποία αυτοί έχουν συμβατικά εξασφαλίσει. Γι' αυτό είθισται να γίνεται λόγος για δανειστές πρώτης τάξης, δεύτερης τάξης κλπ. **Όσο πιο ψηλή προτεραιότητα απολαμβάνει ο εκάστοτε δανειστής τόσο μεγαλύτερη η εξασφάλιση της απαίτησής του**, αφού στην ενδεχόμενη εκποίηση της περιουσίας του δανειζομένου ο δεύτερος δανειστής παίρνει τα «απομεινάρια» του πρώτου. Εφόσον πρόκειται για τράπεζες η θέση τους στην εκάστοτε σύμβαση έναντι άλλων δανειστών τείνει να επηρεάζει και θέματα που αφορούν την κεφαλαιακή τους επάρκεια. Τέλος, μέριμνα του δανειστή και της συγκεκριμένης ρήτρας δεν είναι μόνο η κατάσταση πτώχευσης, αλλά και απλή προπληρωμή του δανειζομένου. Αν ο τελευταίος επιλέξει να προπληρώσει κάποιο ποσό σε άλλον δανειστή του, το λιγότερο

που κάνει είναι να αφαιρεί ρευστότητα από τους υπόλοιπους. Γι' αυτό κάθε δυνατότητα προπληρωμής επιχειρείται να επιμερίζεται σε όλους.

Debt Covenants

Ο όρος «negative pledge» αναφέρεται σε περιορισμούς, οι οποίοι αφορούν πρακτικά υφιστάμενο χρέος του δανειζόμενου, όσο και αν νομικά σπάνια περιορίζεται σε αυτούς. Σε δανειακές συμβάσεις και ιδιαίτερα συμβάσεις ομολογιακών δανείων απαντώνται όροι, οι οποίοι τείνουν να περιορίσουν τον μελλοντικό δανεισμό της επιχείρησης. Οι όροι αυτοί, οι οποίοι στην Ελλάδα αντιμετωπίζονται από τις επιχειρήσεις συνήθως ως αμιγώς οικονομικοί όροι και «παρουσιάζονται» στο νομικό έλεγχο της σύμβασης ως συμφωνημένοι, εμφανίζονται συχνά ως **ο λόγος των ενσώματων πάγιων στοιχείων προς το συνολικό χρέος της επιχείρησης**. Ο όρος αφορά την μη-μεταβολή της σχέσης αυτής. Η οικονομική κατάσταση της επιχείρησης θα κρίνει εδώ το πεδίο ευελιξίας γύρω από αυτό τον όρο και τη διατύπωσή της. Η εταιρική μορφή της επιχείρησης, π.χ. ύπαρξη θυγατρικών, θα δώσει επίσης περιθώρια διαμόρφωσης των σχετικών ρητρών.

Εταιρικοί μετασχηματισμοί – πώληση περιουσιακών στοιχείων

Συνήθης είναι επίσης ρήτρα με την οποία επιχειρείται να ασκηθεί **έλεγχος στην επιχειρηματική πολιτική** και ειδικότερα στο πεδίο των εταιρικών μετασχηματισμών. Κάθε εταιρικός μετασχηματισμός, εξαγορά άλλης εταιρείας, συγχώνευση κτλ., κρύβει για τους δανειστές ποικίλους κινδύνους. Για παράδειγμα η **εξαγορά** της εταιρείας από άλλη εταιρεία φέρνει το δανειστή ενώπιον ενός νέου, άγνωστου σε αυτόν δανειζόμενο, τον οποίο δεν έχει ελέγξει προηγουμένως. Η εξαγοράζουσα εταιρεία μπορεί να δραστηριοποιείται σε τομέα μεγαλύτερου κινδύνου από αυτόν που είχαν υπόψη τους οι δανειστές όταν προχωρούσαν στην πίστωση. Σημαντικό είναι ακόμη το ενδεχόμενο η νέα εταιρεία να έχει υψηλότερο επίπεδο χρέους με συνέπεια την μείωση της αξίας της απαίτησης ή αύξησης του κινδύνου (claim dilution).

Παρόμοια κατηγορία είναι η **απαγόρευση πώλησης περιουσιακών στοιχείων**. Ο δανειστής επιχειρεί να ελέγξει τις επενδυτικές δράσεις του δανειζόμενου. Πράγματι η πώληση περιουσιακών στοιχείων θέτει το ερώτημα, αν και κατά πόσο το αντάλλαγμα είναι εύλογο. Πώληση περιουσιακών στοιχείων σε μεγάλο βαθμό δύναται να συγκαλύπτει επιχειρηματικό αναπροσανατολισμό του δανειζομένου. Ταυτόχρονα περιορίζεται η ελευθερία δράσης του δανειζομένου σε σημαντικό βαθμό, ειδικότερα αν η ρήτρα περιλαμβάνει μορφές χρηματοδότησης επενδύσεων όπως η **τιτλοποίηση απαιτήσεων**, απαραίτητο εργαλείο στη χρηματοδότηση μεγάλων έργων.

Οι ρήτρες αυτές απαντώνται είτε ως απόλυτη απαγόρευση είτε έτσι, ώστε να απαιτείται η σύμφωνη γνώμη των δανειστών, ή της πλειοψηφίας αυτών, σε περίπτωση εταιρικού μετασχηματισμού. Σχετικά με τη ρήτρα απαγόρευσης πώλησης περιουσιακών στοιχείων αυτή συχνά αναφέρεται σε συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία ή σε ποσοστό περιουσία. Σε κάθε περίπτωση παραβίαση τους θα συνεπάγεται δικαίωμα των δανειστών για καταγγελία της σύμβασης.

Διανομή μερίσματος

Στην παραπάνω κατηγορία περιορισμού των επιχειρηματικών αποφάσεων της εταιρείας είναι ρήτρες, οι οποίες επιχειρούν να ελέγξουν την διανομή μερίσματος στους μετόχους της εταιρείας. Από οικονομικής απόψεως η ρήτρα αποσκοπεί πρώτον στην διατήρηση ή αύξηση της περιουσίας της εταιρείας. Ακόμη και αν η ρήτρα επιτρέπει την ποσοστιαία, ανάλογα με τα ετήσια κέρδη της εταιρείας, διανομή μερίσματος, η αύξηση των ετήσιων κερδών βελτιώνει τη θέση του δανειστή. Ακόμη η ρήτρα περιορισμού διανομής μερίσματος έχει τη δυνατότητα υπό συγκεκριμένες συνθήκες να **«εξαναγκάσει» το δανειζόμενο να επανεπενδύσει** τα κέρδη του, ώστε να εξισορροπείται ενδεχόμενη απώλεια αξίας της εταιρείας. Τέλος σε περιόδους περιορισμού των διαθέσιμων κεφαλαίων η ρήτρα μπορεί να εξυπηρετεί την **απομόχλευσης** της εταιρείας, από την πλευρά του δανειζόμενου, ή την ταχύτερη αποπληρωμή του δανείου, από την πλευρά του δανειστή.

Ανάλογα με το σκοπό που εξυπηρετεί η ρήτρα θα πάρει και τις αντίστοιχες μορφές. Σπάνια θα περιορίζεται η διανομή μερίσματος στο ελάχιστο επιτρεπόμενο. Συχνότερα θα προβλέπο-νται διαβαθμίσεις ή/και ένα συγκεκριμένο ποσό διανομής.

Loss of rating clause – acceleration clauses – cross default

Τέλος στο ομολογιακό δάνειο θα συναντήσουμε μια σειρά συμβατικών όρων, οι οποίοι οδηγούν σε πρόωρη λήξη της σύμβασης.

Γίνεται λόγος για ***loss of rating clause***, όταν η σύμβαση προβλέπει μια συγκεκριμένη πιστο-ληπτική αξιολόγηση της εταιρείας και αυτή χαθεί (αρνητικά). Η πιστοληπτική αξιολόγηση της εταιρείας επηρεάζει την αξία της εκάστοτε ομολογίας για τον ομολογιούχο δανειστή. Συνεπώς η μη αρνητική μεταβολή αυτής επηρεάζει τη θέση του άμεσα.

Η παράβαση κάποιων συμβατικών όρων δεν αντιμετωπίζονται με καταγγελία, αλλά με το να θεωρείται το σύνολο του ποσού ληξιπρόθεσμο αμέσως αφού συγκεκριμένα γεγονότα λάβουν χώρα. Σε αυτή την περίπτωση γίνεται λόγος για ***acceleration clauses***.

Το αποτέλεσμα είτε της καταγγελίας είτε της επιτάχυνσης του ληξιπρόθεσμου και απαιτητού της οφειλής επέρχεται ακόμη σε περίπτωση που ο οφειλέτης αθετήσει τις υποχρεώσεις απέ-ναντι σε κάποιον άλλον δανειστή. Σε αυτή την περίπτωση (***cross default***) οι δανειστές του ομολογιακού δανείου θα επιχειρήσουν να εισέλθουν στη διαδικασία μέσω της οποίας ο άλλος δανειστής θα απαιτήσει ικανοποίηση από τα λοιπά περιουσιακά στοιχεία του δανειζόμενου.

Η παρουσίαση αυτή δεν μπορεί σε καμία περίπτωση να αντικαταστήσει την νομική συμβουλή πάνω στην εκάστοτε συγκεκριμένη σύμβαση.

Δρ. Σταύρος Κιτσάκης