

Взять в долг в Европе. Надолго и под низкий процент.

Корпоративные еврооблигации: как это работает

13.09.2019



Один из популярных инструментов привлечения долгового финансирования, как альтернатива классическому банковскому кредитованию в мировой практике, – это выпуск еврооблигаций на международных рынках капитала. До недавнего времени эта форма заимствований оставалась



практически без внимания белорусов, хотя активно используется эмитентами из стран СНГ и Восточной Европы.

О возможностях использования этого инструмента в современных белорусских реалиях рассказывают Кирилл Апанасевич, управляющий партнер «Sorainen», и Артем Семчик, LL.M. (London School of Economics and Political Science), юрист «Sorainen».

Что такое еврооблигации

Еврооблигации – это устоявшийся термин, под которым понимаются **международные долговые ценные бумаги**, эмитируемые на внешних финансовых рынках для иностранных инвесторов и в большинстве случаев номинированные в валюте, отличной от национальной валюты страны эмитента. Несмотря на приставку «евро», рынок еврооблигаций не ограничивается Европейским союзом или единой европейской валютой.

Размещение еврооблигаций позволяет эмитентам привлечь значительные объемы денежных средств на длительный срок (обычно от 3 до 30 лет) у широкого круга

международных инвесторов, зачастую под более низкие процентные ставки, без предоставления обеспечения и на менее обременительных условиях, чем при банковском финансировании, а значит – диверсифицировать свой долговой портфель.

Выпуск еврооблигаций способствует повышению имиджа эмитента на финансовых рынках и позволяет наработать кредитную историю для снижения стоимости будущего финансирования и подготовки компании к первичному размещению акций (IPO) на иностранной бирже.

Размещение еврооблигаций налагает и ряд обязательств. Так, придется раскрыть значительный объем информации, а финансовая отчетность эмитента должна соответствовать международным стандартам. Необходимо учитывать также сложную процедуру внесения изменений в условия размещенных еврооблигаций и реструктуризацию задолженности; значительные расходы связаны с организацией размещения. И на этом фоне отсутствуют какие-либо гарантии успешности такого размещения.

После длительного перерыва в 2017 г. Республика Беларусь вернулась на международный долговой рынок с суверенными еврооблигациями. Дебютные выпуски представителей белорусского корпоративного и банковского сектора были положительно восприняты иностранными инвесторами.

Выпуск еврооблигаций

Выделяют следующие основные структуры выпуска еврооблигаций:

- **прямая эмиссия** (direct issuance structure);
- **опосредованная эмиссия** (indirect issuance structure).

Опосредованная эмиссия включает:

- **LPN-структуру** (loan participation notes structure) – выпуск облигаций специально для этого созданным иностранным юрлицом (special purpose vehicle – SPV) и предоставлением займа конечному заемщику;
- **гарантированную структуру** – выпуск облигаций иностранной компанией, входящей в одну группу с конечным заемщиком.

Выбор оптимальной структуры для размещения еврооблигаций в значительной степени определяется применимыми налоговыми и регуляторными требованиями, которые зависят от ряда факторов.

Во многом такие факторы находятся под контролем эмитента. Последний принимает решение о рынках размещения и потенциальном круге инвесторов, необходимости листинга еврооблигаций на иностранной бирже и получении

кредитного рейтинга, а также номинальной стоимости ценных бумаг (далее – ЦБ).

Ключевым фактором при выборе структуры размещения еврооблигаций является налоговая эффективность – например, возможность минимизации налогов, подлежащих уплате в отношении купонного дохода.

Прямая эмиссия

Структура прямого выпуска – это эмиссия еврооблигаций фактическим заемщиком (например, белорусской компанией). Размещаются такие облигации среди иностранных инвесторов на внешних финансовых рынках.

Преимущество данной структуры – относительная **простота и отсутствие расходов**, связанных с участием иностранных компаний в сделке. Прямая эмиссия предпочтительна для инвесторов, т.к. требует анализа рисков исключительно в отношении эмитента и страны его деятельности.

Условия ее реализации:

- возможность эмиссии обеспечена национальным законодательством страны эмитента;
- наличие налоговых льгот в стране регистрации эмитента в отношении купонного дохода, выплачиваемого инвесторам.

При отсутствии налоговых льгот эмитенту предстоит компенсировать инвесторам удержанные налоги за счет собственных средств. Это приводит к повышению стоимости займов.

Применение соглашений об избежании двойного налогообложения с инвесторами на индивидуальной основе становится невозможным: платежи осуществляются через посредников – платежного/фискального агента и международную клиринговую систему. Эмитент сам может даже не обладать актуальной информацией о держателях ЦБ.

Опосредованная эмиссия

При использовании **LPN-структуры** эмитентом еврооблигаций выступает независимое иностранное лицо (**SPV**), созданное в юрисдикции с благоприятным налоговым режимом, например, в Ирландии или Нидерландах.

Важной особенностью данной структуры является то, что **SPV** использует привлеченные средства исключительно для предоставления займа конечному заемщику. Выплата процентов инвесторам и погашение еврооблигаций осуществляются **SPV** по мере возврата займа конечным заемщиком.

LPN-структура не требует предоставления гарантии, поручительства или иного обеспечения со стороны конечного заемщика. В качестве способа обеспечения своих обязательств SPV уступает или передает в залог права требования по договору займа доверительному управляющему, действующему от имени и по поручению держателей облигаций. В случае дефолта со стороны SPV доверительный управляющий вправе предъявить требования о досрочном погашении займа конечному заемщику.

Основные коммерческие условия такого займа конечному заемщику привязываются к условиям выпуска еврооблигаций.

При использовании **гарантированной структуры** эмитентом еврооблигаций чаще всего выступает иностранная компания, входящая в одну группу с конечным заемщиком и зарегистрированная в юрисдикции с благоприятным налоговым режимом. При размещении еврооблигаций иностранным эмитентом исполнение обязательств должно быть обеспечено гарантией или поручительством компаний, входящих в одну группу с эмитентом. Инвесторы, приобретая ценные бумаги, полагаются на платежеспособность последних.

В рамках данной структуры движение средств между эмитентом и конечным заемщиком остается за периметром основной сделки.

Рынки размещения и целевые инвесторы

Законодательство многих стран содержит требования к форме, содержанию и регистрации документации, опосредующей выпуск ЦБ при их публичном размещении и/или предложении розничным инвесторам (например, регистрацию их у регулятора и подготовку детального проспекта эмиссии с большим объемом раскрываемой информации).

В то же время указанные требования часто не распространяются или распространяются в ограниченном объеме при предложении и продаже еврооблигаций профессиональным квалифицированным инвесторам, в связи с чем выпуски еврооблигаций в основном структурируются для размещения среди ограниченного пула таких инвесторов.

Особое внимание при структурировании выпуска еврооблигаций стоит уделить некоторым аспектам предложения еврооблигаций инвесторам из США, которые являются одними из наиболее активных участников на рынке долговых ценных бумаг. Закон США о ценных бумагах (1933) имеет значительное экстерриториальное действие. В целях защиты американских инвесторов Комиссия по ценным бумагам и биржам (США) может потребовать регистрации еврооблигаций – даже при выпуске облигаций иностранными компаниями за пределами США.

В зависимости от целевого круга инвесторов эмитенты и инвестиционные банки, организующие выпуск и предложение еврооблигаций, для эмиссии еврооблигаций без регистрации в США обычно используют исключения, имеющиеся в Законе США о ценных бумагах.

Еврооблигации, выпускаемые в соответствии с одним из исключений, могут быть предложены только вне территории США и только тем инвесторам, которые не являются резидентами США.

В иных случаях еврооблигации могут быть предложены резидентам США из числа «квалифицированных институциональных покупателей», которые удовлетворяют определенным требованиям. Такой выпуск предоставляет доступ к более широкому кругу инвесторов, но в то же время требует более сложной документации и раскрытия в ней большего объема информации.

Биржевой листинг

Листинг еврооблигаций на бирже не является обязательным условием для их размещения, и большинство сделок в ходе их последующего обращения осуществляется на внебиржевом рынке. Однако значительное количество крупных институциональных инвесторов (например, пенсионные фонды и страховые компании) в силу применимых к ним регуляторных требований вправе инвестировать только в ценные бумаги, прошедшие листинг.

Большинство еврооблигаций проходят процедуру листинга на ирландской, лондонской или люксембургской биржах для расширения пула потенциальных инвесторов, а также повышения их ликвидности и установления ценового ориентира на вторичном рынке.

Получение кредитного рейтинга

Для успешного выпуска еврооблигаций часто возникает практическая необходимость получения **кредитного рейтинга** от одного из ведущих рейтинговых агентств.

Специализированные агентства оценивают финансовое положение и кредитоспособность эмитента и присваивают оценку самому эмитенту или конкретному выпуску облигаций. Рейтинг отражает мнение соответствующего агентства о вероятности дефолта эмитента и является показателем риска инвестирования в его облигации. Большинство выпусков долговых инструментов на европейских рынках долгового капитала имеют рейтинг как минимум от одного из агентств.

Получение рейтинга эмитентом является крайне важным при дебютном выпуске, поскольку многие профессиональные инвесторы могут инвестировать только в

ЦБ, которые имеют определенный уровень рейтинга. Наличие кредитного рейтинга предоставляет эмитенту доступ к гораздо более широкой базе инвесторов. Чем выше рейтинг – тем шире база инвесторов.

Наличие рейтинга напрямую влияет и на стоимость и условия заимствований: чем выше рейтинг, тем обычно ниже доходность по облигациям для инвесторов, а также менее обременительны условия заимствования для эмитента.

Публикация рейтинга часто рассматривается как признак уверенности в будущем компании, как признак ее прозрачности, а значит, является полезным маркетинговым инструментом для эмитентов.

Номинальная стоимость еврооблигаций

Номинальная стоимость еврооблигаций – один из критериев определения требований к содержанию документации, опосредующей выпуск еврооблигаций, а также обязанностей эмитента по раскрытию информации. Так, например, в соответствии с Регламентом Европейского союза «О публикации проспекта эмиссии при размещении ценных бумаг» (вступил в силу в июле 2019 г.) для целей применения исключений, позволяющих эмитентам применять менее обременительные требования, **номинальная стоимость каждой еврооблигации должна составлять не менее 100 000 евро.**

Разовая или серийная эмиссия

Для эмитентов, планирующих эмиссию еврооблигаций на регулярной основе, целесообразным является рассмотрение возможности разработки программы по выпуску ценных бумаг. Программа по выпуску ценных бумаг позволяет эмитентам осуществлять регулярную эмиссию еврооблигаций на основании заранее подготовленной базовой документации и в рамках заранее согласованных параметров. При выпуске еврооблигаций на основании программы сокращается время согласования и выхода на рынок каждой сделки, что, в свою очередь, позволяет уменьшить сопутствующие расходы эмитента.
