

НОВЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ ДЛЯ КОРПОРАТИВНЫХ ЗАЕМЩИКОВ

АНДРЕЙ БЕЛКОВЕЦ,

начальник Главного управления
государственного долга Минфина

В октябре 2017 года эмиссию кредитных нот осуществило ООО «Евроторг», возобновив тем самым присутствие на международном рынке капитала отечественных корпоративных заемщиков. Белорусская компания получила 350 млн. USD на пять лет под 8,75% годовых. Данное размещение признано успешным и наверняка повысит интерес к еврооблигациям (как альтернативе банковскому кредитованию) со стороны иных субъектов хозяйствования.

ОСОБЕННОСТИ ТЕРМИНОЛОГИИ

Существуют различные трактовки понятия «еврооблигация». В широком смысле этот термин применяется для облигаций, размещаемых за пределами как страны заемщика, так и государства, в валюте которого указан номинал. Приставка «евро» – дань традиции: первые ценные бумаги такого типа появились в Европе вследствие введения администрацией США в 1963 году ограничений на размещение иностранных облигаций на национальном рынке.

Признаки еврооблигаций нормативно закреплены в Директиве 2003/71/ЕС Европарламента от 4 ноября 2003 года. В соответствии с данным документом, евробонды – это ценные бумаги, которые:

- проходят андеррайтинг и размещаются синдикатом, как

минимум два из членов которого зарегистрированы в различных государствах;

- предлагаются в значительных размерах в одном или более государствах за пределами страны места регистрации эмитента;
- не должны размещаться в стране регистрации эмитента;
- первично размещаются через финансовое учреждение [1].

Для компаний развитых стран еврооблигации давно стали одним из инструментов диверсификации источников привлечения капитала. Набирает он популярность и в СНГ. Если 15 лет назад такие ценные бумаги были практически исключительной прерогативой суверенных заемщиков, то сегодня корпоративный долг, образованный посредством выпуска евробондов, более чем в два раза превышает государственный и на 1 марта

2018 года достиг внушительной суммы в 166,6 млрд. USD.

За счет более широкого круга инвесторов размещение еврооблигаций предоставляет возможность корпоративным заемщикам привлечь значительные объемы финансирования под более низкие процентные ставки и на менее обременительных условиях по сравнению с классическим банковским кредитованием.

Пик выпусков евробондов корпоративными заемщиками из стран СНГ пришелся на 2013 год, когда было осуществлено 123 эмиссии на сумму, эквивалентную 59,4 млрд. USD. В последующие годы объем заимствований снизился в первую очередь по причине существенного спада экономической активности в регионе. По мере его восстановления предприятия и банки вновь стали более активны на рынке.

Отечественные компании с момента возникновения Беларуси

В статье автором проведен анализ и выделены основные тенденции использования корпоративными заемщиками еврооблигаций в качестве инструмента привлечения ресурсов на международном финансовом рынке, описаны возможные механизмы размещения еврооблигаций, их преимущества и недостатки.

In the article the author has analyzed and outlined the main trends of using Eurobonds by corporate borrowers as a tool to raise a fund in the international financial market, described the possible mechanisms for Eurobonds issue, their advantages and disadvantages.

РИС. 1. НОВЫЕ ВЫПУСКИ ЕВРООБЛИГАЦИЙ КОРПОРАТИВНЫХ ЗАЕМЩИКОВ ИЗ СТРАН СНГ



как суверенного государства осуществили пять выпусков еврооблигаций, первый из которых размещен ОАО «Белагропромбанк» еще в 2006 году (см. таблицу 2).

Впрочем, их можно лишь с натяжкой назвать еврооблигационными займами в чистом виде. Эмитированные долговые бумаги являются кредитными нотами. Различия между инструментами заключаются в используемом механизме размещения: прямой эмиссии ценных бумаг заемщиком либо выпуском ценных бумаг через компанию специального назначения (Special Purpose Vehicle, SPV).

Выбор механизма зависит как от внутренних факторов (финансовые показатели компании, потребность в средствах), так и внешних (налоговое законодательство страны регистрации заемщика, особенности валютного регулирования и контроля движения капитала).

КЛАССИЧЕСКИЙ ПОДХОД

Прямая эмиссия еврооблигаций предполагает продажу дол-

говых ценных бумаг, эмитированных от имени заемщика, инвесторам в следующей последовательности:

1. Компания осуществляет эмиссию еврооблигаций и передает их синдикату банков-организаторов.
2. Банки-организаторы продают еврооблигации инвесторам.
3. Инвесторы оплачивают полученные еврооблигации.
4. Банки-организаторы переводят полученные от инвесторов средства эмитенту.
5. Эмитент осуществляет обслуживание и погашение выпущенных еврооблигаций через платежного агента.

Механизм «прямой эмиссии» используется Минфином Беларуси при размещении суверенных еврооблигаций.

Корпоративные заемщики также могут применять данный вариант, но в этом случае они должны соответствовать ряду требований:

- иметь отчетность за послед-

ние три года, подготовленную в соответствии с МСФО и прошедшую аудит одной из ведущих международных компаний;

- получить кредитный рейтинг как минимум одного международного рейтингового агентства.

Перспектив эмиссии таких бумаг предполагает детальное раскрытие информации о заемщике. Кроме того, требуется юридическое заключение, удостоверяющее, что указанные в проспекте данные являются достаточными и точными по итогам проверки, проведенной юристами (due diligence). При этом еврооблигации должны пройти листинг на европейской бирже.

Чтобы выпуск был ликвидным и приобретался фондами по управлению активами, его необходимо включить в Индекс облигаций развивающихся рынков (Emerging Market Bond Index, EMBI), рассчитываемый JPMorgan. Это возможно в случаях, когда объем эмиссии составляет не менее 500 млн. USD.

В Беларуси корпоративные заемщики не используют механизм «прямой эмиссии». Это обусловлено действующим налоговым законодательством: доходы нерезидентов от долговых обязательств любого вида, независимо от способа их оформления (кредит, заем, ценная бумага), облагаются 10%-ным налогом.

Вместе с тем согласно принципам работы на международном долговом рынке выплата процентного дохода по еврооблигациям осуществляется в пользу держателей указанных ценных бумаг в полном объеме без каких-либо удержаний. В этой связи заемщику придется увеличивать размер купона для «компенсации» инвесторам потерь. Это существенно увеличивает стоимость заимствования.

РИС. 2. СХЕМА ПРЯМОЙ ЭМИССИИ ЕВРООБЛИГАЦИЙ



Исключение сделано только для суверенных бондов и еврооблигаций ОАО «Банк развития Республики Беларусь», доходы по которым освобождены от налогообложения.

АЛЬТЕРНАТИВНАЯ ВОЗМОЖНОСТЬ

Вышеуказанные вопросы налогообложения приводят к тому, что корпоративные заемщики предпочитают использовать механизм эмиссии еврооблигаций через компанию специального назначения (SPV). Последовательность действий в таком случае следующая:

1. SPV осуществляет эмиссию еврооблигаций и передает их синдикату банков-организаторов.
2. Банки-организаторы продают еврооблигации инвесторам.
3. Инвесторы оплачивают полученные еврооблигации.
4. Банки-организаторы переводят полученные от инвесторов средства SPV.
5. SPV предоставляет заемщику займ на условиях, повторяющих условия выпущенных еврооблигаций.
6. Заемщик осуществляет обслуживание и погашение предоставленного SPV займа.
7. SPV осуществляет обслуживание и погашение выпущенных еврооблигаций через платежного агента.

В данном контексте SPV можно определить как юрлицо, учреждаемое для выполнения определенной функции, в частности выпуска ценных бумаг. Оно может создаваться непосредственно эмитентом или принадлежать банку-организатору, который использует ее для структурирования выпуска еврооблигаций своих клиентов.

Как правило, предложенная схема предусматривает существование доверенного лица (trustee), действующего в интересах и от лица инвесторов. В таком случае SPV уступает свои права по договору в его пользу, и в случае дефолта trustee вправе потребовать досрочного исполнения займа, как если бы он являлся кредитором. Кроме того, любые платежи должны направляться на специальный счет, права по которому обременены в пользу trustee.

Особенность механизма в том, что одновременно с выпуском ценных бумаг SPV заключает с фактическим заемщиком кредитный договор, процентные выплаты и погашение основного долга в соответствии с которым полностью синхронизированы с платежами по облигациям. Соответственно, инвесторы при принятии решения о приобретении таких ценных бумаг будут анализировать риски, связанные с деятельностью и финансовым положением фактического заемщика, а не SPV, что в конечном итоге определяет стоимость привлекаемых ресурсов.

Использование описанной схемы позволяет обеспечить держателям ценных бумаг получение процентных доходов в полной сумме без каких-либо налоговых удержаний. Для этого SPV создаются в государствах, законодательство которых не предусматривает налогообложения процентных доходов. При этом между странами регистрации факти-

ческого заемщика и SPV должно быть заключено соглашение об избежании двойного налогообложения.

Следует обратить внимание, что механизм эмиссии через SPV позволяет структурировать сделку посредством выпуска еврооблигаций в виде кредитных нот (Credit Linked Notes, CLN) или нот участия в кредите (Loan Participation Notes, LPN). Разница фактически в требованиях, предъявляемых инвесторами к эмитенту.

CLN – это «упрощенный» вид еврооблигации. В связи с тем, что проспект эмиссии не предполагает детального анализа деятельности, а также ввиду отсутствия необходимости получать кредитные рейтинги, выпуск можно организовать быстро и с минимальными затратами. Обратной стороной медали является необходимость предлагать инвесторам более высокую доходность (своеобразную компенсацию за риск). CLN чаще всего встречаются в рамках частных размещений (private placement), средний размер которых значительно меньше, а вторичный рынок практически отсутствует. Также данный формат используется, когда есть некий «дружественный» инвестор (например, акционер), готовый дать деньги в долг, и просто нужен удобный, быстрый и гибкий механизм «ввода» средств в компанию или банк.

Структурирование сделки в виде LPN занимает больше времени и является более дорого-

РИС. 3. СХЕМА ЭМИССИИ ЕВРООБЛИГАЦИЙ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ SPV

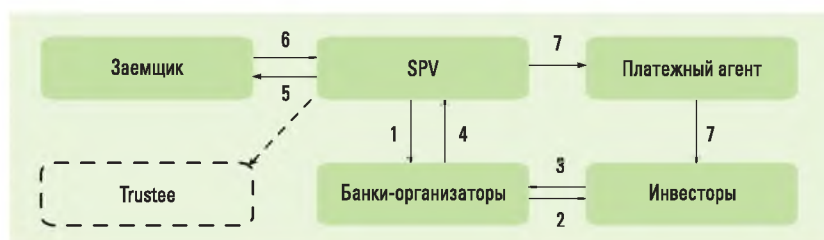


ТАБЛИЦА 1. СРАВНИТЕЛЬНАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА CLN И LPN

	Кредитные ноты (Credit Linked Notes)	Ноты участия в кредите (Loan Participation Notes)
Объем выпуска	до 150 млн. USD	более 100 млн. USD
Срок обращения	до 3 лет	до 10 лет
Время для подготовки и размещения	3–4 месяца	5–12 месяцев
Расходы эмитента	0,3–0,7% от объема выпуска	0,7–1% от объема выпуска
Кредитный рейтинг	не требуется	требуется как минимум от одного рейтингового агентства
Проспект эмиссии	минимальное раскрытие информации о заемщике	детальный анализ деятельности заемщика
Листинг	не требуется	листинг обязателен

Источник: собственная разработка на основе [2]

стоящим. Но в этом случае инвестор приобретает ценную бумагу, обладающую всеми атрибутами «классической» еврооблигации: проспектом эмиссии, достоверность которого подтверждена юристами, кредитным рейтингом и листингом на бирже. Бонды в формате LPN – универсальный, стандартизированный продукт. Они размещаются среди широкого круга инвесторов в форме открытой подписки (public issue) и поэтому обыч-

но обладают хорошей ликвидностью на вторичном рынке, что в свою очередь позволяет снизить стоимость заимствования.

Опыт российского и украинского рынка корпоративных еврооблигаций показывает, что по мере его становления и приобретения эмитентами опыта, происходит постепенный переход от «штучных» сделок в виде CLN к выпуску LPN в рамках программ среднесрочных нот (Medium-Term Notes, MTN). Это позволяет

эмитентам быстро заимствовать значительные объемы ресурсов, снижая издержки, связанные с подготовкой проспекта.

Белорусские банки также начинали с выпусков CLN в 2006–2010 годах. Однако еврооблигации ООО «Евроторг» 2017 года структурированы в виде LPN. Бумаги прошли листинг на Ирландской фондовой бирже и имеют хороший вторичный рынок.

Полагаем, активность ретейлера не станет исключением из правил. Сформированная суверенной эталонной кривой доходности позволяет отечественным компаниям рассчитывать на привлекательную стоимость заимствования при использовании еврооблигаций. Успех ООО «Евроторг» показывает значительный интерес инвесторов к белорусскому риску. Таким образом, крупным предприятиям и банкам следует рассмотреть еврооблигации в качестве альтернативы кредитам иностранных банков.

ТАБЛИЦА 2. ВЫПУСКИ КРЕДИТНЫХ НОТ БЕЛОРУССКИМИ КОРПОРАТИВНЫМИ ЗАЕМЩИКАМИ

Эмитент	Белагпропромбанк	Беларусбанк	Приорбанк	Белагпропромбанк	Евроторг
SPV	White Nights Finance B.V.	White Nights Finance B.V.	White Nights Finance B.V.	Mosaic Structured Products B.V.	Bonitron Designated Activity
Тип бумаги	Credit Linked Notes	Credit Linked Notes	Credit Linked Notes	Credit Linked Notes	Loan Participation Notes
Объем эмиссии	70 000 000 EUR	125 000 000 USD	100 000 000 USD	100 000 000 USD	350 000 000 USD
Ставка купона	6m Euribor + 4,0%	3m Libor + 3,75% (+25bp каждый купонный период)	6m Libor + 3,125%	9,95%	8,75%
Дата начала начисления дохода	17.12.2006	23.05.2007	06.07.2007	02.11.2010	30.10.2017
Дата погашения	17.12.2007	23.05.2008	06.07.2009	02.11.2013	30.10.2022
Тип погашения	единовременно	единовременно	единовременно	единовременно	амортизация: 2021 г.: 100 млн. USD; 2022 г.: 250 млн. USD
Листинг	отсутствует	отсутствует	отсутствует	Франкфуртская ФБ	Ирландская ФБ
Организаторы	ВТБ Капитал, Banco Finantia	ВТБ Капитал, Banco Finantia, DZ BANK	ВТБ Капитал, Banco Finantia, RBI Group	RBS, Sberbank CIB	JP Morgan, Ренессанс Капитал, Sberbank CIB

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ:

1. Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC / Official Journal L 345, 31/12/2003 P. 0064 – 0089.
2. Рубан, А. Спецпроект «Корпоративные финансы»: Бонд. Евробонд / А. Рубан // «КОНТРАКТЫ» Украина. – 2006. – № 50 <http://archive.kontrakt.ua/gc/2006/50/15-sпецproekt-korporativni-finansi-bond-evrobond.html?lang=ru>