

УДК 336.763.3

ОСОБЕННОСТИ РАЗМЕЩЕНИЯ ЕВРООБЛИГАЦИЙ НА ЕВРОПЕЙСКИХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ

Барышева Л.О.

*ФГАОУ ВО «Казанский (Приволжский) федеральный университет», Казань,
e-mail: liliyabarysheva11235@gmail.com*

В настоящей статье проводится анализ европейского законодательства в сфере размещения долговых ценных бумаг и на его основе определены основные требования к эмитентам еврооблигаций. В результате исследования было дано определение еврооблигации как категории ценной бумаги, а также способы их размещения российскими компаниями. Было установлено, что основной обязанностью является подготовка проспекта эмиссии, также были определены режимы представления проспекта эмиссии в зависимости от типа эмиссионных ценных бумаг, а также категории потенциальных инвесторов. Отмечается, что существуют исключения из данного правила, когда эмиссия ценных бумаг возможна в упрощенном режиме. В статье рассмотрены также необходимые элементы размещения еврооблигаций нерезидентами Европейского союза с учетом последних изменений. Также были проанализированы требования торговых площадок к листингу еврооблигаций. По результатам исследования сделан вывод о том, что существующий сегодня порядок выпуска долговых ценных бумаг на европейских финансовых рынках позволяет эмитентам самостоятельно определять условия облигационного займа. Значение статьи заключается в том, что сегодня эмиссия еврооблигаций является популярным источником финансирования у российских компаний.

Ключевые слова: европейский финансовый рынок, эмиссия еврооблигаций, правовое регулирование размещения еврооблигаций, европейские фондовые биржи, проспект эмиссии

FEATURES OF PLACEMENT OF EUROBONDS ON EUROPEAN FINANCIAL MARKETS

Barysheva L.O.

*Federal Autonomous Educational Institution of Higher Education Kazan (Volga region)
Federal University, Kazan, e-mail: liliyabarysheva11235@gmail.com*

This article analyzes European legislation on the placement of debt securities and, on its basis, determines the main requirements for issuers of Eurobonds. As a result, the study defined Eurobonds as a category of security, as well as ways of their placement by Russian companies. It was established that the main responsibility is to prepare the prospectus for the issue, and the modes for the presentation of the prospectus for the issue were determined depending on the type of issuing securities, as well as the category of potential investors. It is noted that there are exceptions to this rule, when the issue of securities is possible in a simplified mode. The article also considered the necessary elements of the placement of Eurobonds by non-residents of the European Union, taking into account recent changes. Also, the requirements of trading platforms for listing of Eurobonds were analyzed. According to the study, it was concluded that the current procedure for issuing debt securities in European financial markets allows issuers to independently determine the terms of a bond issue. The value of the article lies in the fact that today the issue of Eurobonds is a popular source of financing from Russian companies.

Keywords: European financial market, Eurobond issue, legal regulation of Eurobond placement, European stock exchanges, Eurobond issue prospectus

Поиск новых источников финансирования является постоянной задачей организаций. Международный финансовый рынок предоставляет заемщикам возможность привлечь иностранный капитал в тот момент, когда ресурсов национальных рынков не хватает. Выпуск долговых ценных бумаг можно считать альтернативой синдицированному кредиту, но, в отличие от последнего размещение долга на международных финансовых рынках, происходит на тех условиях, которые выгодны заемщику. Одним из наиболее популярных инструментов являются еврооблигации, к выпуску которых обращаются как частные компании, так и государства с целью покрытия дефицита бюджета.

Актуальность вопроса регулирования обращения ценных бумаг заключается в том, что сегодня растут количество и объемы выпуска еврооблигаций частными компаниями. В то же время обращение евробондов подчиняется юрисдикциям двух и более стран, что непременно ведет к необходимости регулирования коллизионных вопросов. Кроме того, за последние два года были введены новые требования для эмитентов евробумаг, которым следует уделить внимание.

Цель исследования: анализ норм европейского законодательства и практики европейских торговых площадок для установления требований к эмитентам еврооблигаций, в том числе не являющихся резидентами ЕС.

Материалы и методы исследования

Материалами исследования послужили нормы европейского и российского законодательства, а также труды таких специалистов, как А.В. Шамраев, Джей Дехан, Андерс Линдгрэн и т.д. Основными методами исследования являются сравнительно-правовой метод и формально-юридический метод.

Результаты исследования и их обсуждение

Действующая Директива ЕС «2003/71/ЕС» не содержит определения еврооблигации, но отсылает к «Prospectus Directive 89/298/ЕЕС», в котором содержатся следующие требования к евробумагам, к которым относятся еврооблигации:

– андеррайтером и распространителем этих бумаг должен выступать только синдикат, минимум два члена которого имеют зарегистрированные офисы в различных странах;

– бумаги предлагаются в значительных объемах в одной или нескольких странах, отличных от страны эмитента;

– первичная подписка на эти бумаги или покупка может быть осуществлена только через кредитное или иное финансовое учреждение [1].

Такие же требования закреплены и в национальном законодательстве некоторых государств, например Великобритании.

А.В. Шамраев также выделяет следующие признаки выпуска евробондов:

– бездокументарная форма выпуска, форма удостоверения прав – предъявительская;

– владение осуществляется через международные центральные депозитариусы;

– значительное число сделок с еврооблигациями осуществляется на внебиржевом рынке [2].

В данной работе под выпусками еврооблигаций будем понимать такие выпуски долговых ценных бумаг на предъявителя, при которых эмитент и инвесторы принадлежат к разным юрисдикциям, деноминированным в иностранной по отношению к государству эмитента валюте, а владельцами, как правило, выступают институциональные инвесторы [3, с. 153–156].

Российские эмитенты могут разместить еврооблигации несколькими способами.

1. Эмиссия еврооблигаций непосредственно российскими компаниями.

Данная схема предполагает, что выпуск ценных бумаг будет подчинен как российскому законодательству, так и требованиям права страны размещения. Поэтому такой способ размещения ценных бумаг не является популярным среди корпоративных эмитентов, но актуален для выпуска суверенных бумаг.

2. Размещение еврооблигаций через посредника, который осуществляет эмиссию евробондов от своего имени. Конечным заемщиком по данной схеме является российская компания, которая предоставляет обеспечение. Данная схема проще в реализации, так как предполагает выбор наиболее благоприятной юрисдикции заемщиком и отсутствие необходимости решать коллизионные вопросы. Эмиссия ценных бумаг с использованием посредника может быть реализована двумя путями:

а) размещение еврооблигаций путем создания SPV (special purpose vehicle), которая является дочерней компанией российского заемщика. Осуществляет эмиссию еврооблигаций SPV под гарантию российской компании. Листинг эмитированных еврооблигаций чаще всего происходит в стране регистрации SPV по действующим там правилам. Средства, полученные от размещения ценных бумаг, передаются российской компании посредством оформления заемных отношений. Обслуживание и погашение облигационного займа осуществляется эмитентом на средства, полученные от возврата заемных средств.

SPV обычно создается в стране, чье законодательство предусматривает льготное налогообложение доходов от операций с ценными бумагами, например Люксембург, Ирландия. Приоритетом пользуются страны, имеющие соглашения об избежании двойного налогообложения с Россией.

б) размещение еврооблигаций иностранным андеррайтером, в роли которого чаще всего выступает достаточно крупный международный инвестиционный банк, в данной схеме он также выступает в роли кредитора по отношению к российскому заемщику. Обслуживание и погашение займа происходит аналогично предыдущей модели – за счет средств, получаемых от российского заемщика, который является бенефициаром в данных отношениях [4].

Недостатком данного способа выпуска евробондов является необходимость предоставления дополнительных гарантий российской компанией, а также значительная сумма комиссий андеррайтера.

Отметим, что регулирование размещения еврооблигаций регламентируется не только законодательством ЕС и национальными актами, но и нормами международного и корпоративного права.

Примерами международных правовых актов могут служить правила и рекомендации Международной ассоциации рынков капитала (ICMA) и стандарты, разрабатываемые Международной организацией комиссий по ценным бумагам (IOS-

СО), направленные на укрепление рыночной инфраструктуры, защиту инвесторов, обмен опытом национальных регуляторов и т.д.

Проанализируем основные нормативно-правовые акты, регулирующие размещение долговых ценных бумаг в ЕС и выделим характерные особенности. К основным источникам относятся: Директива Европейского Парламента и Совета 2003/71/ЕС («Директива о проспектах»), Директива Европейского Парламента и Совета 2004/109/ЕС («Директива о прозрачности»), Директива о рынках финансовых инструментов (MiFID II).

Основное требование, предъявляемое к эмитенту, – публикация проспекта эмиссии – единый документ, который содержит всю необходимую информацию о предстоящем выпуске евробумаг и эмитенте. Проспект позволяет размещать ценные бумаги во всех государствах-членах ЕС, при условии нотификации компетентных органов государств-членов, где предлагаются ценные бумаги. Таким образом, разрешительный порядок предложения ценных бумаг во всех иных государствах-членах, где уже зарегистрирован проспект, заменен на уведомительный [5, с. 230–252].

Проспектное регулирование в зависимости от вида рынка и класса размещаемых бумаг выделяет специальные режимы предоставления проспекта.

1. Трехсторонний режим (Shelf-registration)

Проспект может быть составлен из трех частей – регистрационной части, краткого описания выпуска и краткого описания резюме, каждая из которых утверждается отдельно. Регистрационный документ содержит информацию о проспекте эмиссии и необходимые сведения об эмитенте и может быть утвержден компетентными органами в любое время. Краткое описание выпуска (securities note) и краткое описание резюме (the summary note) дополняют регистрационную часть и предоставляются эмитентом уже после одобрения регистрационной части проспекта в тот момент, когда рыночные условия благоприятны для привлечения капитала и эмитент готов разместить ценные бумаги.

Такая система позволяет компаниям быстрее получить доступ к рынку капиталов и размещать ценные бумаги на наиболее выгодных для них условиях.

2. Оптовый режим

Данный режим наиболее часто применяется при размещении еврооблигаций. Направлен на размещение ценных бумаг среди квалифицированных инвесторов, обладающих специальными знаниями, по-

этому предусматривает упрощение некоторых требований к составлению проспекта: не требуется составления резюме, эмитент вправе выбрать язык составления документа. Это направлено на стимулирование компаний чаще обращаться к рынку капитала для привлечения средств. Использование оптового режима допустимо при размещении ценных бумаг (non-equity securities) номиналом 100 000 евро на регулируемых рынках.

3. Базовый проспект

Режим базового проспекта является усовершенствованным режимом трехстороннего проспекта. Базовый проспект содержит всю соответствующую информацию об эмитенте и ценных бумагах, которые должны быть предложены публике или допущены к торгам, за исключением окончательных условий [6]. После утверждения базового проспекта эмитент имеет право выпускать ценные бумаги неограниченное количество раз в течение следующих 12 месяцев. Для этого эмитенту необходимо лишь подать окончательные условия на утверждение в компетентный орган перед размещением бумаг или публичным предложением.

Базовый проспект является гибким инструментом, поскольку окончательные условия не подлежат утверждению, и эмитенту нужен только один утвержденный базовый проспект, чтобы приступить к повторным предложениям различных типов ценных бумаг в течение одного года. В 2014 г. почти 40% всех проспектов, утвержденных в ЕС, были базовыми.

Директива о проспектах также регламентирует порядок утверждения проспекта эмитентов третьих стран (не являющихся государствами-участниками ЕС). Она вводит принцип «государства происхождения» (Home Member State principle), в соответствии с которым эмитенты третьих стран обязаны выбрать государство, в котором они планируют получить легализацию проспекта у соответствующего национального государственного органа [6]. Это может быть государство, в котором планируется проведение первичного предложения или первый допуск на регулируемый рынок. Компетентный орган «государства происхождения» уполномочен проверить проспект, который составляется в соответствии с национальным законодательством эмитента, и имеет право утвердить его. Утверждая проспект третьей страны, компетентный орган признает, что требования к раскрытию третьей страны эквивалентны общим европейским требованиям.

Эмитент должен выбрать, для какого типа инвестора он будет размещать ценные

бумаги, поскольку «перспективное регулирование» различает два режима предоставления проспекта: для розничных и квалифицированных инвесторов.

Директива выделяет категорию «квалифицированных» инвесторов, которые могут быть как юридическими, так и физическими лицами, и определяет их признаки.

Так, квалифицированными инвесторами являются кредитные учреждения, управляющие компании, пенсионные фонды, инвестиционные и страховые компании и прочие юридические лица, целью которых является инвестиционная деятельность [6]. К этой группе также относятся национальные правительства, органы, осуществляющие управление государственным долгом, ЦБ, международные и наднациональные институты.

Юридические лица, не специализирующиеся на инвестиционной деятельности, также могут быть признаны квалифицированными инвесторами. Директива делит юридических лиц на две группы: крупные предприятия и малые и средние предприятия – и определяет экономические критерии отнесения юридических лиц к той или иной категории.

Крупные предприятия для получения статуса квалифицированного инвестора должны поддерживать на минимальном уровне следующие требования: общий баланс 20 000 000 евро, чистый оборот 40 000 000 евро, собственные средства 2 000 000 евро.

Для субъектом малого и среднего бизнеса экономические показатели за последний финансовый год не должны превышать следующие значения: среднесписочная численность работников не более чем 250 человек, сводный баланс не превышает 43 000 000 евро и годовой чистый оборот 50 000 000 евро.

Физическое лицо может быть признано квалифицированным инвестором, если имеет соответствующий опыт работы на финансовом рынке, осуществило не менее 40 значительных сделок за прошедший год на рынке ценных бумаг, а размер портфеля ценных бумаг инвестора превышает 0,5 млн евро.

Для признания юридического или физического лица квалифицированным инвестором достаточно выполнять два из трех вышеуказанных требований для соответствующей категории.

В определенных случаях публикация проспекта эмиссии не требуется:

– предложение ценных бумаг адресовано исключительно квалифицированным инвесторам или менее чем 150 физическим или юридическим лицам в одном государстве;

– предложение ценных бумаг, адресованное инвесторам, каждый из которых приобретает ценные бумаги на сумму не менее 100 000 евро за каждое отдельное предложение;

– номинал одной ценной бумаги составляет не менее 100 000 евро;

– предложение ценных бумаг с общим объемом менее 100 000 евро, выпуск которых состоится в течение 12 месяцев.

– размещение евробумаг в рамках одного выпуска.

«Директивой о прозрачности» устанавливаются требования в отношении раскрытия периодической и текущей информации об эмитентах, ценные бумаги которых уже допущены к торгам на регулируемых рынках. К периодической информации относится информация о финансовом положении эмитента ценных бумаг и подконтрольным ему предприятиям [7].

Эмитенты обязаны публиковать годовой финансовый отчет не позднее чем через четыре месяца после окончания каждого финансового года и обеспечивать доступ к нему в течение пяти лет. Эмитенты акций или долговых ценных бумаг также обязаны опубликовать полугодовой финансовый отчет за первые шесть месяцев финансового года в двухмесячный срок [7].

Регламент (ЕС) 2017/1129 предусматривает введение нового универсального регистрационного документа (Universal Registration Document) для ускоренного доступа к рынку для эмитентов, чьи ценные бумаги допущены к торгам на регулируемом рынке или в многосторонней торговой системе (multilateral trading facility). Если у эмитента есть URD, одобренный компетентным органом в течение двух лет подряд, последующие регистрационные документы могут быть поданы или изменены без предварительного одобрения (но подлежат проверке после публикации) [8].

Также URD могут быть опубликованы вместо ежегодных финансовых отчетов (если они публикуются в течение четырех месяцев после окончания года) или полугодовых финансовых отчетов (если они опубликованы в течение трех месяцев после окончания первых шести месяцев года), которые эмитенты обязаны предоставлять в соответствии с Директивой о прозрачности. Это позволит эмитентам публиковать единый документ с целью публичного раскрытия информации, который будет удовлетворять требованиям как Директивы о проспектах, так и Директивы о прозрачности.

Директива MiFID II содержит требование о наличии у компаний-эмитентов ев-

рооблигаций, работающих на европейском рынке, кода идентификации юридического лица (LEI), по которому можно получить базовую информацию об организации (например, юрисдикцию, адрес регистрации, названия на разных языках), которая находится в централизованной базе в свободном доступе [9]. Код LEI позволяет безошибочно идентифицировать контрагента, в том числе и при трансграничных операциях. Российские компании могут получить код LEI, обратившись в Национальный расчетный депозитарий [10].

Регулирование размещения еврооблигаций осуществляется также и торговыми площадками. Чаще всего листинг еврооблигаций осуществляется на Люксембургской, Лондонской или Ирландской фондовых биржах [4]. Наличие листинга позволяет увеличить потенциальный круг инвесторов. Так, во многих странах институциональные инвесторы не могут приобретать ценные бумаги, не имеющие листинга на регулируемой бирже.

Требования к процедуре листинга у каждой торговой площадки собственные. Для допуска к Лондонской фондовой бирже помимо требования законодательства ЕС необходимо соответствовать следующим критериям:

– Предоставленная финансовая отчетность должна содержать информацию за последние 2 года. Финансовая информация, включенная в листинг, должна соответствовать Международным стандартам финансовой отчетности (МСФО).

Отметим, что проспектное регулирование допускает, что эмитенты третьих стран могут предоставлять отчетность в соответствии с GAAP. Общие принципы бухгалтерского учета, применяемые в России, признаются эквивалентными.

– Предоставление документов на английском языке, в то время как проспектное регулирование допускает использование национального языка.

– Долговые ценные бумаги, подлежащие размещению, не должны быть ограничены в обороте.

– Рыночная капитализация выпуска долговых ценных бумаг должна составлять не менее 200 000 фунтов стерлингов. В то же время ограниченные в обороте ценные бумаги можно разместить на фондовой бирже Нормандских островов (CISX). Так, правила листинга допускают следующие исключения:

– в случае, если необходимо ограничить владение ценными бумагами, с целью избегания причинения ущерба эмитенту или держателям ценных бумаг;

– в случае, если существует требование поддерживать минимальное количество ценных бумаг на одного владельца, как указано в листинговом документе.

Заключение

Несмотря на то, что размещение еврооблигаций является более сложной процедурой для российских компаний, эмиссия евробондов предоставляет доступ к рынкам с капитализацией 6 трлн долл. США. Помимо основной функции – привлечения ресурсов – размещение ценных бумаг на европейских фондовых рынках повышает престиж организации. Дополнительными преимуществами выпуска еврооблигаций для российских заемщиков является относительно низкая стоимость привлекаемых ресурсов и широкий выбор финансовых инструментов.

Основной обязанностью эмитента, несмотря на способ размещения еврооблигаций, является необходимость предоставить проспект эмиссии, содержащий полную информацию о компании и выпуске ценных бумаг. Но нормы ЕС позволяют эмитентам самостоятельно выбирать, в каком режиме осуществлять выпуск ценных бумаг, в зависимости от их потребностей.

Изменения в регулировании размещения ценных бумаг в европейском сообществе предусматривают упрощение процедуры публикации проспекта и допуска к торгам, поддержку субъектов малого и среднего предпринимательства. В то же время европейское законодательство направлено на защиту прав инвесторов, в связи с чем появляются новые требования, которые делают процесс эмиссии еврооблигаций более трудоемким, особенно для эмитентов, не являющихся резидентами ЕС.

Список литературы

1. Council Directive 89/298/EEC of 17 April 1989 coordinating the requirements for the drawing-up, scrutiny and distribution of the prospectus to be published when transferable securities are offered to the public [Electronic resource]. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX%3A31989L0298> (date of access: 05.02.2019).
2. Шамраев А.В. Международное и зарубежное финансовое регулирование: институты, сделки, инфраструктура / Под ред. А.В. Шамраева: в 2 ч. Ч. 2. М.: КНОРУС: ЦИПСИР, 2014. 640 с.
3. Выговский А.И. Еврооблигации как инструмент международного рынка капитала: особенности правового режима регулирования // Современное право. 2009. № 11. С. 153–156.
4. Ковалева Н.А. Механизмы выпуска еврооблигации: мировой опыт и российские особенности // Управление в кредитной организации. 2013. № 4. С. 61–64.
5. Лифшиц И.М. Правовое регулирование рынка ценных бумаг в Европейском Союзе: монография. М.: Статут, 2012. 256 с.

6. Директива Европейского Парламента и Совета Европейского Союза 2003/71/ЕС от 4 ноября 2003 г. о публикации проспекта при размещении ценных бумаг среди публичных инвесторов или при допуске ценных бумаг к торгам и об изменении Директивы 2001/34/ЕС [Электронный ресурс]. URL: <http://base.garant.ru/2570049/> (дата обращения: 05.02.2019).

7. Директива Европейского Парламента и Совета Европейского Союза 2004/109/ЕС от 15 декабря 2004 г. о гармонизации требований к прозрачности в отношении информации об эмитентах, чьи ценные бумаги допущены к обращению на регулируемом рынке и внесении поправок в Директиву 2001/34/ЕС (с учетом изменений и дополнений, внесенных Директивой Европейского парламента и Совета ЕС от 11 марта 2008 года 2008/22/ЕС) [Электронный ресурс]. URL: <http://base.garant.ru/2569469/> (дата обращения: 05.02.2019).

8. Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC [Electronic resource]. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017R1129> (date of access: 05.02.2019).

9. Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU [Electronic resource]. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014L0065> (date of access: 05.02.2019).

10. Елесева Ю.А. В Европе начинается новая эра финансового регулирования // Ведомости [Электронный ресурс]. URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/blogs/2017/10/25/739363-evrope-novaya-finansovogo-regulirovaniya> (дата обращения: 05.02.2019).