

УДК 339.727.22

РЕГУЛЮВАННЯ ПРОЦЕСУ ЕМІСІЇ ТА РОЗМІЩЕННЯ ЄВРООБЛІГАЦІЙ**Криворучко О.В.**

Дніпропетровський національний університет

Рассмотрен вопрос нормативно-правового регулирования эмиссии и размещения еврооблигаций в Украине. Определены проблемные вопросы законодательного регулирования использования инструментов международного рынка ссудных капиталов деноминированных в иностранной для эмитента валюте. Исследованы варианты практической реализации привлечения финансирования через эмиссию еврооблигаций с учетом особенностей национальной нормативной базы.

This article is devoted to the question of the emission legislative regulation and Eurobond floatation in the world and in Ukraine. The legislative management problem questions of the international market instruments use of loanable funds, denominated in foreign currency for the emitter, are determined. The practical realization variants of the financing utilization with the Eurobonds issue according to the national standard base characteristics.

Вступ. На відміну від національних ринків боргових зобов'язань, де провідна роль в регулюванні відносин належить органам державної влади, ринок єврооблігацій характеризується істотною перевагою значення рекомендацій міжнародних установ, об'єднань та саморегульованих організацій. Проте державні органи влади також беруть активну участь у формуванні ринку єврооблігацій відповідної країни, що здебільшого здійснюється опосередковано, через реалізацію фіскальної, кредитно-фінансової та боргової політики держави. Таким чином, дослідження характерних особливостей норм законодавства у сфері упорядкування відносин, які виникають при організації емісії та розміщення єврооблігацій, – важлива складова процесу оцінки ризиків, які несе економіка при запозиченні ресурсів в іноземній валюті, що в результаті дозволить прогнозувати та відповідно реагувати на можливе наростання кризових явищ.

Аналіз норм законодавства України, які стосуються залучення фінансування з міжнародних фінансових ринків, дозволить виділити неврегульовані моменти, що уповільнюють цей процес та можливо зменшують його ефективність. Крім того, результати такого аналізу дозволять сформулювати пропозиції для нормотворчих органів держави та приватних емітентів з оптимізації процесів виходу на ринок єврооблігацій як складової міжнародного ринку позичкових капіталів.

Постановка задачі. Для ефективного використання можливостей міжнародного ринку позичкових капіталів (зокрема ринку єврооблігацій як його складової) обов'язковою умовою є створення відповідно впорядкованої нормативно-правовими документами системи відносин в сфері емісії, розміщення та обігу відповідних активів. Тому необхідно дослідити питання законодавчої регламентації механізму виходу українських компаній на ринок єврооблігацій, виявити відповідні колізійні або неврегульовані питання та окреслити шляхи реалізації випуску єврооблігацій з урахуванням сучасного стану нормативної бази.

Результати. З розвитком ринку єврооблігацій проходило формування його інфраструктурних елементів. У 1969 році було створено Асоціацію дилерів міжнародних облігацій (Association of International Bond Dealers), котра у 1992 році отримала назву International Securities Market Association (ISMA). До її функціональних завдань належало регулювання діяльності учасників ринку єврооблігацій (розробка правил торгівлі, типових договорів купівлі-продажу, регламентація вирішення спорів, навчання та сертифікація фахівців ринку тощо).

Оскільки значна частина угод з єврооблігаціями укладається у Лондоні, законодавство Великобританії відіграє важливу роль у регулюванні правовідносин на ринку. Відповідно до нормативно-правової бази Великобританії ISMA – водночас спеціалізована біржа і Рада з цінних паперів та ф'ючерсів (SFA – міжнародна саморегульована організація). Професійні учасники ринку єврооблігацій, які провадять свою діяльність у Лондоні, зобов'язані дотримуватись вимог двох органів: Управління з цінних паперів та інвестицій (SIB – Securities and Investment Board) та вже згаданої вище Ради з цінних паперів та ф'ючерсів (SFA), тобто ISMA [www.isma.org].

З 1984 року розпочала свою діяльність інша установа – International Primary Market Association (IPMA) – асоціація професійних учасників ринку (інвестиційних банків, керуючих фондами, дилерів), які виступають як менеджери. До головних напрямків діяльності установи належать розробка та впровадження правил, які стосуються механізму розміщення єврооблігацій, та стандартизація документів.

У липні 2005 року внаслідок завершення злиття International Primary Market Association (IPMA) та International Securities Market Association (ISMA) регулювання ринку єврооблігацій здійснює International Capital Market Association (ICMA).

Розглядаючи ступінь втручання держави у процес залучення інвестиційних ресурсів з міжнародного ринку позичкових капіталів, відзначимо, що він визначається урядом, виходячи з фінансово-економічного стану країни та кон'юнктурних особливостей ринку на даний проміжок часу. За загальним правилом, безпосередній емітент облігацій, особливо це стосується дочірніх компаній (SPV), має виконувати вимоги законодавства країни, в межах якої він зареєстрований.

Здебільшого втручання у діяльність ринку єврооблігацій держава здійснює в процесі реалізації своєї внутрішньої та зовнішньої економічної політики. Перш за все, на запозичення на зовнішніх, у тому числі міжнародних фінансових ринках, впливає вартість інвестиційних ресурсів в межах національних кордонів. За низьких відсоткових ставок в межах держави (незначного перевищення вартості ресурсів на міжнародному ринку позичкових капіталів) частина компаній переорієнтується на залучення внутрішніх інвестицій. Проте, оскільки на сучасному етапі розвитку світової економіки вихід на міжнародний ринок позичкових капіталів надає більші переваги (доступ до більш широкого кола інвесторів, можливість залучення коштів на триваліший термін, формування міжнародної кредитної історії тощо), частина емітентів навіть за вигідних внутрішніх умов фінансування обере зовнішні джерела коштів як оптимальні.

Серед суттєвих опосередкованих факторів впливу – курс національної валюти. Зміни курсу національної валюти відносно інших валют призводять до коливань дохідності цінних паперів деномінованих у них, що дозволяє за певних умов (наприклад, зростання вартості національної валюти відносно валюти номіналу єврооблігацій призводить до зменшення ефективної ставки в іноземній валюті) раціональніше використовувати запозичення.

Політика держави у сфері суверенних зовнішніх запозичень також здійснює істотний опосередкований вплив на корпоративний сектор. Кредитна історія держави впливає на оцінки ризику інвестування в країну, що призводить до визначення вартості фінансових ресурсів для її резидентів на певному рівні: за позитивної кредитної історії премії за ризик від інвестицій в конкретну країну зменшуються – здешевлюючи запозичення і навпаки. Крім того, державні цінні папери використовуються як еталон (мінімум) вартості запозичення для резидентів країни. Отже, вдале розміщення урядових єврооблігацій може значною мірою вплинути на зменшення вартості корпоративних запозичень. Тобто, кожен емісію суверенних єврооблігацій можна вважати заходом опосередкованого впливу на відповідний ринок країни в цілому.

Іншим, суто ринковим опосередкованим заходом впливу є можливість скорочення обсягу державних цінних паперів в обігу, що може за певних ринкових умов (наявності достатнього попиту на ризик інвестицій в країну) привести до зростання попиту на єврооблігації корпоративного та фінансового секторів.

Регулювання ринку єврооблігацій державою може виражатися у наданні гарантій під конкретні випуски. Через гарантування держава впливає на вартість запозичення, що дозволяє відійти від субсидіарної форми підтримки підприємств, збільшуючи ефективність використання фінансових ресурсів.

Законодавство України не містить чітко встановленого визначення єврооблігацій. Проте необхідно підкреслити, що протягом останніх 2-3 років відбуваються важливі перетворення в нормативно-правовій базі з приводу регулювання ринку цінних паперів. У редакції Закону України "Про цінні папери та фондову біржу" від 19 червня 1991 року (втратив чинність 23.02.2006 року) встановлено можливість емісії облігацій резидентами України тільки в національній валюті, що, фактично, унеможливило випуск єврооблігацій за прямою схемою [1]. Відповідні зміни, які закріплені новою редакцією Закону від 23.02.2006 р.у пункті 6 статті 7: "облігація має номінальну вартість, визначену в національній валюті, а якщо це передбачено умовами розміщення облігацій – в іноземній валюті", стали істотним поліпшенням умов емісії [2].

Іншим обмеженням, яке створювало перепони на шляху емісії єврооблігацій, було встановлення граничного обсягу випуску облігацій на рівні 25 % статутного капіталу. Таким чином, за умови використання прямої схеми емісії, єврооблігації, фінансовий ефект від використання яких діє при обсягах більших за 75-100 млн дол. США, мали можливість емітувати лише резиденти, показник статутного капіталу яких перевищував 300-400 млн дол. США, тобто дуже обмежена незначна кількість компаній. Це обмеження також було змінено новою редакцією Закону "Про цінні папери та фондову біржу": юридична особа має право розміщувати облігації на суму, яка не перевищує трикратного розміру власного капіталу або розміру забезпечення, що надається їй з цією метою третіми особами.

Оскільки два наведені вище положення вітчизняного законодавства унеможлилювали класичну емісію єврооблігацій резидентами України за прямою схемою емісії, вітчизняні емітенти використовували

вали опосередковані схеми залучення коштів: схему емісії єврооблігацій від імені банку та від імені спеціально створеної дочірньої компанії. Обидва наведені варіанти передбачають укладення кредитної угоди з іноземним позичальником фінансових ресурсів (безпосереднім емітентом цінних паперів). До 1 січня 2004 року умова про обов'язковість залучення фінансових ресурсів в іноземній валюті лише через фінансові установи стосувалася виключно банків відповідно до Постанови правління Національного банку України "Про затвердження Положення про порядок реєстрації договорів, які передбачають виконання резидентами боргових зобов'язань перед нерезидентами за залученими від нерезидентів кредитами, позиками в іноземній валюті" від 22.12.1999 року (положенням також встановлено необхідність реєстрації кредитного договору до фактичного отримання кредиту, а також необхідність отримання резидентом відповідної індивідуальної ліцензії, у разі здійснення розрахунків за кредитами через валютний рахунок боржника у іноземному банку) [3]. З початку 2004 року таке обмеження покладено на всіх резидентів України: п. 1 ст. 388 Господарського кодексу України встановлює що суб'єкти зовнішньоекономічної діяльності можуть одержувати в іноземних фінансових установах валютні кредити на договірній основі [4]. Пунктом 2 тієї ж статті встановлено обмеження щодо участі резидентів України, у статутному фонді яких є частка держави, у валютно-кредитних відносинах з іноземними позичальниками, в які такий резидент може вступати лише за згоди Фонду державного майна України. Таке формулювання призводить до того, що, будучи міноритарним акціонером, держава може блокувати залучення зовнішніх джерел надходження фінансових ресурсів, що безумовно може вважатися надмірним втручанням у господарсько-фінансову діяльність компанії.

Цивільним кодексом України (п. 1 ст. 1054) також встановлено, що за кредитним договором банк або інша фінансова установа зобов'язується надати грошові кошти (кредит) позичальникові у розмірі та на умовах, встановлених договором, а позичальник зобов'язується повернути кредит та сплатити проценти [5]. Тобто вітчизняне законодавство чітко окреслює коло установ, через які резиденти України мають змогу залучати кредитні ресурси в іноземній валюті.

Таким чином, нормативно-правове поле України істотно ускладнює використання схеми емісії єврооблігацій від імені дочірньої компанії (SPV) – яка в загальному випадку не є фінансовою установою.

Говорячи про практичний аспект опосередкованої (через дочірню компанію) емісії відзначимо, що існує два варіанти її реалізації з урахуванням особливостей законодавчого регулювання цього питання:

- оскільки Господарським кодексом України не встановлено юрисдикцію, в якій кредитор має вважатися фінансовою установою, існує можливість створення, з дотриманням відповідних вимог, дочірньої компанії, яка в країні реєстрації має необхідний статус фінансової установи. Крім того, через те, що вітчизняне законодавство також не визначає коло документів, які необхідно надавати для підтвердження статусу кредитора, достатнім для цього буде юридичний висновок про отримання статусу фінансової установи;
- проблема необхідності використання фінансової установи як безпосереднього позичальника резиденту України, на практиці може бути вирішена через включення до схеми надходження фінансових ресурсів від дочірньої компанії до кінцевого позичальника додаткової ланки – фінансової установи, яка фактично буде посередником з чіткою задачею провести через себе отримані дочірньою компанією (SPV) до резидента України кошти. Безумовно, збільшення кількості суб'єктів задіяних у процесі емісії єврооблігацій призводить до зростання витрат на його організацію з боку емітента.

При виборі юрисдикції основним питанням є наявність відповідних угод між Україною та країною реєстрації про запобігання двосторонньому оподаткуванню, відповідно до яких встановлено незначну ставку податку (можливо нульову). У разі, якщо для емісії було обрано країну з нульовою ставкою оподаткування, додаткових змін до схеми емісії та її умов здійснювати не треба; у іншому випадку, коли емітент має запропонувати відповідну компенсацію позичальникам через сплату ними податків – необхідно внести зміни до кредитного договору, зазначивши, що розміри виплат від емітента мають додатково покривати утримання з суми боргу для забезпечення кредитору (безпосередньому емітенту єврооблігацій) достатній для здійснення виплат рівень доходу. Вказане збільшення відсоткових виплат пов'язане з утриманням податку на репатріацію може вважатися таким, що суперечить законодавству України: п. 2 ст. 18 та п. 14 ст. 16 Закону України "Про оподаткування прибутку підприємств" від 28 грудня 1994 року. Крім того, банки при здійсненні відповідних переказів коштів діють відповідно до параметрів реєстраційних свідоцтв кредитних договорів [6].

При виборі оптимальної юрисдикції важливе питання займає не тільки рівень оподаткування: емісії єврооблігацій здійснюються переважно через спеціально створені дочірні компанії у Великобританії, Німеччині, на Кіпрі тощо, при чому якщо у Великобританії ставка податку на репатріацію капіталу дорівнює нулю, то у Німеччині аналогічний показник складає 2 %.

Проте в податковому законодавстві Німеччини існує інша особливість, яка суттєво змінює пріоритети при обранні оптимальної юрисдикції: на відміну від конвенції про запобігання подвійному оподаткуванню між Україною та Великобританією, аналогічний документ з Німеччиною не містить правила про те, що пільгові умови оподаткування не діють у разі якщо угода була структурована через сприятливу юрисдикцію з основною метою використання податкових пільг у відношенні репатріації капіталу (*treaty shopping clause*) [7]. Безумовно, існує низка способів мінімізації ризиків застосування такого правила конвенції між Україною та Великобританією: зокрема за п. 2 ст. 5 Конвенції встановлюється низка характеристик, яких має дотримуватися підрозділ для отримання статусу постійного представництва (може включати місцезнаходження дирекції, відділення, контору тощо), який дозволяє використовувати переваги в оподаткуванні.

Опосередковані схеми емісії єврооблігацій на практиці реалізуються через підписання кредитної угоди, яка за законодавством України підлягає реєстрації в Національному Банку, згідно з положенням "Про затвердження Положення про порядок реєстрації договорів, які передбачають виконання резидентами боргових зобов'язань перед нерезидентами за залученими від нерезидентів кредитами, позиками в іноземній валюті" від 22.12.1999 року № 602 [3]. Проте, у разі залучення коштів строком більше одного року вітчизняний банк має лише повідомити НБУ. Крім того, на вартісну характеристику зовнішнього запозичення вітчизняним позичальником покладено обмеження: його вартість не має перевищувати середньозважену відсоткову ставку за кредитами банків на внутрішньому ринку України в іноземній валюті, що у загальному випадку не має істотного значення для емітента єврооблігацій.

Іншим обов'язком емітента єврооблігацій (ті ж правила здебільшого застосовуються і до інших інструментів залучення фінансових ресурсів з міжнародного ринку капіталу) є необхідність здійснення та отримання акту цінової експертизи (відповідно до Постанови правління НБУ "Про перерахунку коштів у національній та іноземній валюті на користь нерезидентів за деякими операціями" від 30 грудня 2003 року № 579) [9]. Отримання акту цінової експертизи не є необхідним у разі попереднього здійснення реєстрації кредитного договору відповідно до положення № 602, проте, оскільки у нормативно-правовій базі чітко не обумовлено, що здійснення позичальником повідомлення НБУ про залучення коштів із зовнішніх джерел на строк більше 1 року є достатньою умовою для скасування вимоги про проходження цінової експертизи, її проходження є в даному випадку також обов'язковим [10].

Висновки. В цілому нормативно-правове регулювання діяльності емітентів єврооблігацій в Україні перебуває в стадії становлення і характеризується наявністю значної кількості нерегульованих питань та прогалин. Проте останні зміни законодавства дозволяють зробити висновок, що поступово ситуація починає змінюватися в сторону збільшення прозорості та встановлення адекватних правил поведінки учасників ринку.

ЛІТЕРАТУРА

1. Закон України "Про цінні папери та фондову біржу" від 18.06.1991 року № 1201-ХІІ.
2. Закон України "Про цінні папери та фондову біржу" від 23.02.2006 року № 3480-15.
3. Постанова НБУ "Про затвердження Положення про порядок реєстрації договорів, які передбачають виконання резидентами боргових зобов'язань перед нерезидентами за залученими від нерезидентів кредитами, позиками в іноземній валюті" від 22.12.1999 року № 602.
4. Господарський кодекс України від 16.01.2003 № 436-IV.
5. Цивільний кодекс України від 16.01.2003 № 435-IV.
6. Закон України "Про оподаткування прибутку підприємств" від 28.12.1994 року № 334/94-вр.
7. Угода між Україною і Федеративною Республікою Німеччина про уникнення подвійного оподаткування стосовно податків на доход і майно від 04.10.1996 року № 276-001.
8. Конвенція між Урядом України і Урядом Сполученого Королівства Великобританії і Північної Ірландії про усунення подвійного оподаткування та запобігання податковим ухиленням стосовно податків на доход і на приріст вартості майна від 10.02.1993 № 826-648.
9. Постанови правління НБУ "Про перерахунку коштів у національній та іноземній валюті на користь нерезидентів за деякими операціями" від 30 грудня 2003 року № 579.
10. Хачатурян А., Поканай І. "Практичні аспекти випуску корпоративних і муніципальних єврооблігацій: кризь юридичні терні до фінансового успіху" // <http://www.justinian.com.ua/article.php?id=897>.