Юридические и налоговые аспекты выпуска еврооблигаций

Михаил ТУРЕЦКИЙ,
партнер,
московское представительство Baker & McKenzie

Михаил Турецкий специализируется в области банковского и финансового права и рынков капитала. Он регулярно консультирует по различным вопросам, связанным с международными схемами финансирования, регулированием рынка ценных бумаг, управлением активами, банковским регулированием и валютным контролем.

Мария ЛАЗАРЕВА,
младший юрист,
московский офис Baker & McKenzie

Мария Лазарева специализируется в области финансовых рынков, банковской деятельности, валютного контроля и валютного регулирования, а также других областях банковского и финансового права.

Анна КУНИНА,
стажер,
московский офис Baker & McKenzie

Анна Кунина специализируется в области банковского и финансового права. Занимается сделками по кредитованию с обеспечением, секьюритизацией, а также операциями на рынках капитала.

В последние годы многие российские компании и банки стали регулярно привлекать средства путем выпуска еврооблигаций. В общей сложности начиная с 2002 г. было осуществлено более 150 выпусков еврооблигаций различных эмитентов. Сегодня в результате финансового кризиса количество и объем сделок по выпуску еврооблигаций резко сократились. В ожидании «открытия» рынка есть время внимательно проанализировать юридическую структуру выпуска еврооблигаций и обратить внимание будущих эмитентов на юридические и налоговые аспекты использования этого инструмента.

Исторически термин «еврооблигации» возник для обозначения выпусков долговых ценных бумаг, осуществляемых за пределами страны, в которой зарегистрирована компания-эмитент. В современной российской практике под термином «еврооблигации» принято понимать выпуск долговых ценных бумаг на международных рынках капитала. Как правило, выпуск еврооблигаций сопровождается листингом на одной из европейских бирж и предлагается к покупке широкому кругу институциональных инвесторов. Еврооблигации отличают от «кредитных нот» (Credit-Linked Notes, CLN), выпуск которых обычно предлагается инвесторам в ходе частного размещения и не сопровождается листингом. Также термин «еврооблигации» обычно не применяется к структурированным долговым инструментам, выпускаемым в результате сделок секьюритизации и т.п.

СТРУКТУРА

На сегодняшний день существуют различные структуры размещения еврооблигаций для российских компаний. При этом каждая из используемых структур предполагает выпуск облигаций иностранной компанией. Эмиссия еврооблигаций российскими компаниями от своего лица является затруднительной. Выпуску еврооблигаций напрямую препятствуют особенности российского налогового и валютного законодательства. Ряд требований также выдвигает законодательство по ценным бумагам. Например, для размещения и организации обращения ценных бумаг российских эмитентов за пределами РФ требуется разрешение ФСФР. Кроме того, российское законодательство о ценных бумагах плохо сочетается с механизмами европейского облигационного рынка.

НАИБОЛЕЕ ЧАСТО ИСПОЛЬЗУЮТСЯ СЛЕДУЮЩИЕ СТРУКТУРЫ ВЫПУСКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ

1. Выпуск через дочернюю компанию

При данной структуре российская компания, желающая разместить еврооблигации, создает дочернюю компанию за рубежом. Эта дочерняя компания выпускает еврооблигации, погашение которых (и выплату процентов) гарантирует российская компания.

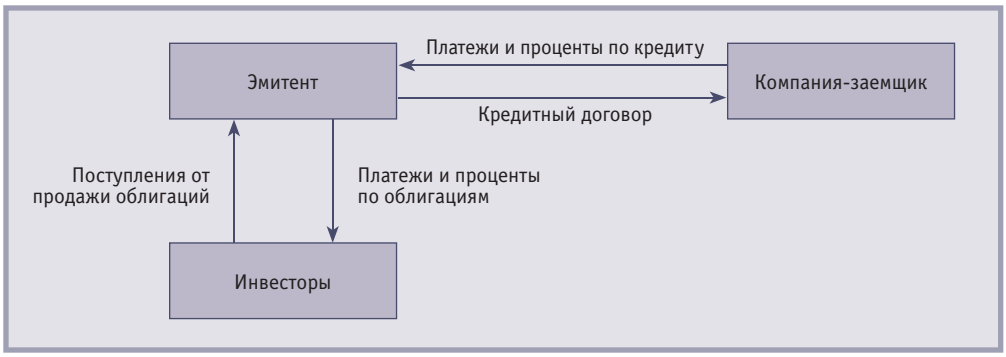
2. Выпуск через неаффилированную («сиротскую») компанию

Альтернативным и более распространенным среди российских компаний вариантом является структура LPN (Loan Participation Notes, облигации участия в кредите). Типичная схема структуры LPN изображена на Рисунке 1. При данной структуре для целей выпуска создается специальная неаффилированная компания-эмитент (Special Purpose Vehicle, SPV). Данная компания выпускает еврооблигации и в дальнейшем осуществляет все платежи по их обслуживанию и погашению. На практике такие компании чаще всего регистрируют в Люксембурге, Ирландии или Нидерландах.

Все полученные от размещения еврооблигаций (LPN) средства за вычетом расходов на подготовку и размещение выпуска используются эмитентом для выдачи кредита российской компании — заемщику. Случаи неисполнения обязательств по LPN привязаны к конкретному кредитному договору между эмитентом и заемщиком. Кредит, как правило, выдается в валюте размещения еврооблигаций. Условия эмиссии и обращения еврооблигаций в форме LPN аналогичны условиям кредита, выданного эмитентом российской компании — заемщику.

В обеспечение исполнения своих обязательств по еврооблигациям эмитент передает в залог инвесторам свои права (требования) по кредиту, выданному российской компании — заемщику. Как правило, для защиты интересов инвесторов назначается трастовый управляющий — специальная трастовая компания или соответствующее подразделение банка. Трастовый управляющий представляет интересы инвесторов при обращении взыскания на предмет залога — права (требования) по кредиту.

Рис. 1. Структура LPN



В структуре LPN также задействован основной платежный агент (principal paying agent), который, в отличие от трастового управляющего, представляет интересы эмитента. Основной платежный агент выплачивает проценты держателям облигаций и осуществляет погашение облигаций из средств, полученных от эмитента.

Иногда LPN выпускаются сериями в рамках программы среднесрочных нот (Medium-Term Notes, MTN). Данный способ позволяет снизить сопутствующие издержки — в первую очередь, юридические.

ЛИСТИНГ

Чаще всего листинг еврооблигаций осуществляется на Люксембургской, Лондонской или Ирландской фондовой бирже.

Наличие листинга позволяет увеличить потенциальный круг инвесторов. Так, во многих странах институциональные инвесторы не могут приобретать ценные бумаги, не имеющие листинга на регулируемой бирже.

Для получения листинга компании-эмитенту необходимо соответствовать определенным правилам раскрытия информации. В частности, к таким правилам, согласно европейской директиве о проспектах (Prospectus Directive), относится требование о публикации проспекта эмиссии.

ПРОСПЕКТ ЭМИССИИ

Проспект эмиссии готовится юридическими консультантами компании-заемщика совместно с компанией-заемщиком и банками — организаторами выпуска еврооблигаций. Проспект эмиссии содержит существенную информацию об эмитенте, компании-заемщике, ее бизнесе, о связанных с ним рисках и т.п.

При подготовке выпуска еврооблигаций юридические консультанты банков-организаторов совместно с юридическими консультантами компании-заемщика проводят предварительную юридическую проверку с целью определения объема сведений о заемщике и его деятельности, которые необходимо будет раскрыть в проспекте эмиссии.

Проспект эмиссии необходим как для целей маркетинга сделки, так и для целей соответствия с правилами раскрытия информации о компании-эмитенте. Следует иметь в виду, что проспект эмиссии — это официальный документ, к которому предъявляется целый ряд формальных требований.

Также необходимо учитывать, что даже если еврооблигации не будут размещаться в США, на них будут распространяться требования закона США о ценных бумагах 1933 года (Securities Act). Если еврооблигации не предлагаются американским инвесторам, на такие облигации будет распространяться «положение С» (Regulation S) указанного закона. Если же в размещении еврооблигаций могут участвовать американские квалифицированные институциональные инвесторы (Qualified Institutional Buyers, QIB), к таким еврооблигациям будет применяться «правило 144А» (Rule 144A), которое предусматривает более подробное раскрытие информации, а соответственно, и более подробную юридическую проверку эмитента.

Также в случае листинга на одной из европейских бирж проспект эмиссии должен соответствовать упомянутой выше европейской директиве о проспектах. Эта директива устанавливает ряд требований к проспекту эмиссии, которые должны быть выполнены для получения листинга.

ДОКУМЕНТАЦИЯ

В состав документации по выпуску еврооблигаций, как правило, входят следующие основные документы: трастовый договор (включая условия выпуска облигаций — Terms & Conditions), договор о подписке на еврооблигации, агентское соглашение, а также кредитный договор. Данная документация регулируется английским законодательством.

Особое внимание компании-заемщику следует обратить на условия кредитного договора (Loan Agreement) и договор подписки (Subscription Agreement).

1. Кредитный договор

В кредитном договоре, как правило, дается широкий круг заверений и гарантий в отношении компании-заемщика и ее дочерних компаний или участников группы. Необходимо

убедиться, насколько каждое из таких заверений соответствует действительности, а если нет — убрать такое заверение либо сделать необходимые оговорки. Примером таких заверений может быть: заверение о соответствии требованиям законодательства, об отсутствии судебных исков. Также могут присутствовать заверения, которые касаются непосредственно бизнеса компании (например, заверение о наличии прав на интеллектуальную собственность).

В кредитном договоре также содержится обширный круг обязательств (covenants) компании-заемщика. В частности, эти обязательства часто включают в себя:

- обязательство не передавать имущество в залог третьим лицам, за исключением случаев, предусмотренных в договоре (negative pledge);
- обязательство не выдавать поручительств за третьих лиц за исключением случаев, предусмотренных договором;
- ограничения на уровень дивидендов;
- ограничения на продажу активов (например, если сумма отчуждаемых активов превышает 10% активов группы компании-заемщика), а также ограничения на сделки с аффилированными лицами и т.д.

Кредитный договор обычно также предусматривает финансовые обязательства, которые должны выполняться компанией-заемщиком. Такие обязательства включают в себя, как правило, поддержание определенного отношения объема долговых обязательств компании к показателю EBITDA (или аналогичному). Эти показатели используются инвесторами для оценки уровня долговой нагрузки компании-заемщика.

Кредитным договором также предусматриваются случаи, при наступлении которых компания-заемщик будет обязана досрочно полностью погасить свои обязательства по кредиту (Events of Default). Круг таких случаев, обычный для таких договоров, включает в себя неисполнение обязательств по договору, неуплату какой-либо суммы по договору, несостоятельность компании-заемщика либо дочерних компаний, а также невыполнение обязательств по другим кредитным соглашениям (cross-default).

2. Договор подписки на еврооблигации

Договор подписки является соглашением между эмитентом, компанией-заемщиком и банками-организаторами, цель которого — обозначить основные обязательства сторон в связи с предстоящим выпуском облигаций.

В договоре подписки дается обширный круг заверений и гарантий в отношении компании-заемщика. Стандартным в таком договоре будет, в частности, заверение об отказе от распространения облигаций в США и других странах, где такое распространение запрещено, заверение о том, что проспект эмиссии содержит всю необходимую информацию в отношении эмитента, компании-заемщика и ее дочерних компаний и о достоверности такой информации, и т.д.

В договоре подписки содержатся также дополнительные обязательства (undertakings) компании-заемщика и эмитента. В частности, эти обязательства в отношении компании-заемщика могут включать в себя:

- обязательство согласовать любые изменения и дополнения к проспекту эмиссии с банком-организатором;
- обязательство не делать никаких публичных заявлений, которые могут повлиять на рынок данных облигаций, без письменного согласия банка-организатора;
- обязательство содействовать банкам-организаторам и эмитенту в размещении облигаций на рынке и прочее.

НАЛОГОВЫЕ ВОПРОСЫ

При выпуске еврооблигаций важно понимать, какова будет налоговая нагрузка на участников сделки. В этой связи необходимо рассмотреть порядок налогообложения в РФ процентов, перечисляемых в пользу эмитента российской компанией — заемщиком по кредитному договору.

Выплата процентов по кредитному договору не облагается налогом на добавленную стоимость. Кроме того, такие процентные выплаты, по общему правилу, считаются расходом, уменьшающим налоговую базу по налогу на прибыль российской компании.

Основной интерес представляет вопрос о применении правил об удержании налога на прибыль, взимаемом в связи с получением

иностранной компанией доходов «от источников в Российской Федерации». Несмотря на то что, по общему правилу, доход, выплачиваемый российской компанией иностранной компании, не имеющей в РФ постоянного представительства, облагается налогом на прибыль по ставке 20%, на практике налоговая нагрузка на эмитента еврооблигаций может быть значительно меньше. Дело в том, что эмитент в большинстве случаев является налоговым резидентом государства, с которым у РФ действует соглашение об избежании двойного налогообложения (как, например, с Люксембургом или Ирландией). В соответствии с такими соглашениями доход иностранной компании, получаемый в виде процентов по займу, может быть частично или полностью освобожден от налога на прибыль в РФ. Право на подобные льготы у иностранной компании возникает лишь в случаях, когда ее деятельность и параметры сделки отвечают определенным критериям. К примеру, ее деятельность не должна создавать постоянного представительства в РФ, а ставка процента по кредитному договору не должна существенно отклоняться от рыночной.

Кроме того, одним из требований для получения налоговых льгот по процентным доходам (например, по соглашению об избежании двойного налогообложения с Ирландией) является наличие у эмитента «фактического права на получение дохода». К сожалению, в российском законодательстве значение этого термина не определено, а разъяснения Минфина России по этому вопросу противоречивы, что, в свою очередь, может поставить под сомнение право эмитента на налоговые льготы.

Так, согласно рекомендациям Минфина России, изданным для налоговых органов, наличие договора займа является основанием для признания иностранной компании имеющей «фактическое право» на процентный доход, однако согласно одному из писем Минфина России этого недостаточно и необходимо выяснить, может ли иностранная компания определять «экономическую судьбу» процентного дохода. Последний подход, по мнению сотрудников Минфина России, основан на международной практике применения термина «лицо, имеющее фактическое право на доход» (который в английском эквиваленте звучит как beneficial owner), в том числе в документах ОЭСР.

Однако представляется, что применение международного опыта к российской действительности в данном случае не вполне уместно. Во-первых, документы международных организаций, таких как ОЭСР, членом которой РФ не является, не имеют в РФ никакого правового значения и носят лишь информационный характер. Во-вторых, точечное заимствование международного опыта может необъективно отражать общую картину происходящего в действительности. Так, правовое регулирование выпусков еврооблигаций как уникального инструмента привлечения финансирования, которое недоступно иными путями, за рубежом достаточно развито. В Великобритании, например, выпуск еврооблигаций даже поощряется с помощью налоговых льгот, тогда как в России специальное правовое поле для этого отсутствует. В связи с чем, по нашему убеждению, концепция beneficial owner («лица, имеющего фактическое право на доход») в России не должна приобретать искаженное значение и ставить под сомнение право эмитента на налоговые льготы.

В отсутствие однозначного регулирования данного вопроса российским компаниям, планирующим осуществить выпуск еврооблигаций, следует провести тщательный анализ данного вопроса, при возможности подкрепив анализ налоговым заключением своих консультантов.

* * *

Несмотря на то что еврооблигации уже можно назвать одним из «традиционных» средств привлечения финансирования, компаниям-заемщикам необходимо привлекать к работе над каждой сделкой целый ряд консультантов. Одну из главных ролей в процессе подготовки выпуска играет юридический консультант компании-заемщика, который совместно с юридическим консультантом банков-организаторов выпуска работает над всеми необходимыми документами по сделке. Учитывая сложность используемой документации, юридический консультант помогает компании-заемщику разобраться в особенностях структуры сделки, подробно разъясняет компании-заемщику все условия выпуска и обеспечивает соблюдение и защиту его интересов.