



О.В. Гриценко*

ВПЛИВ ЮРИДИЧНИХ АСПЕКТІВ НА ВИПУСК ЄВРООБЛІГАЦІЙ УКРАЇНСЬКИМИ ЕМІТЕНТАМИ

Сучасні процеси трансформації економіки вносять значне пожвавлення серед українських емітентів на зовнішніх ринках капіталу. Особливо цілеспрямованого і системного характеру це набуло з демократичними змінами в українському суспільстві, які спостерігаються останнім часом.

Проте, активізація ролі українських позичальників на зовнішньому ринку, яка цілеспрямовано вирішує корінне питання економічної політики — підвищення життєвого рівня населення України — ще чекає свого вирішення. І тим швидше це відбудеться, чим швидше підуть законодавчі зміни у суспільстві, а разом з ними процеси реструктуризації підприємств, ефективної і законної приватизації, розширення сфери підприємницької діяльності, особливо малого та середнього бізнесу, підвищення ефективності виробництва в цілому.

Саме тому у фінансовій системі України на нинішньому відповідальному етапі ринок цінних паперів займає особливе місце. Активний вихід українських емітентів на зовнішній ринок — це новий, специфічний, і водночас, перспективний напрямок. Діяльність на зовнішніх ринках цінних паперів, пов'язується з підвищеним фінансовим ризиком, вимагає від усіх професійних учасників глибоких економічних і юридичних знань, високого матеріального та інформаційного забезпечення, вивчення багатого зарубіжного досвіду у цій сфері.

Протягом останніх десятиріч питання впливу ринку цінних паперів на розвиток економіки в тому чи іншому аспекті розглядалися в роботах М. Гольцберга, Ю. Кравченка, Ю. Лисенкова, О. Медрул, І. Шевчук, О. Мозгового, В. Ющенко, В. Міщенко¹.

Як свідчить аналіз, вихід українських підприємств на зовнішні ринки капіталу, вимагає ґрунтовної фахової підготовки для його учасників, оскільки юридична специфіка зарубіжних країн вимагає її чіткого дотримання. Зрештою, не менше важливими є такі аспекти як вибір категорії інвесторів, суми випуску Єврооблігацій.

У цій статті ми спробуємо дати відповідь на ці питання, розглянути механізм виходу облігацій на зарубіжний ринок, розглянути основні інструменти, що використовуються у світі на фондових ринках.

Існує декілька факторів, які пояснюють феномен того, що українські позичальники віддають перевагу здійсненню запозичень на зовнішніх ринках перед залученням капіталу на ринку внутрішньому.

По-перше, найголовнішим чинником є відсутність достатніх коштів на внутрішньому ринку. Протягом 2004 року на зовнішніх ринках шляхом випуску Єврооблігацій українськими недержавними емітентами було залучено коштів на 1,122.5 млрд. доларів США, що становить майже 6 млрд. грн. чи 7% від суми всіх наданих кредитів. Крім того, Мінфіном були випущені облігації на 1,1 млрд. доларів США².

Іншим важливим чинником є *відносна дешевизна коштів*: як видно з таблиці, найвища ставка, за якою залучались кошти, склала 12,75 % річних у доларах США у 2002 року під час

© Гриценко О.В., 2005

* начальник управління Міністерства фінансів України

¹ Див. напр.: Гольцберг М.А. Акционерные товарищества. Фондовая биржа. Операции с ценными бумагами. — К., 1992; Кравченко Ю. Рынок ценных бумаг в вопросах и ответах. — К.: Эльга Ника-Центр, 2003; Лысенков Ю.М. и др. Международный финансовый рынок. — К., 1995; Медрул О.Г., Шевчук І.А. Ринок цінних паперів. — К., 1998; Мозговой О.Н. Фондовый рынок Украины. — К.: Феникс, 1997; Ющенко В.А., Міщенко В.І. Управління валютними ризиками: Навчальний посібник. — К.: Знання; КОО, 1998.

² Деркач М., Фролов С., Криштор В. Фінансовий контроль в експортно-імпорتنих операціях // Економіка України. — 2004. — № 12. — С. 90.



дебютного випуску Єврооблігацій Київ стару — на той час це був перший вихід на міжнародні ринки капіталу недержавного емітента. У 2004 році — найвища ставка склала лише 10,375 %³.

Таблиця 1.

Випуски Єврооблігацій українськими емітентами

Дата випуску	Емітент	Дата погашення	Купон	Сума емісії, \$ млн.
2002	Київстар	2005	12,75 %	160
2003	Кабінет Міністрів України	2013	7,65 %	1 000
	Приватбанк	2006	10,875 %	100
2004	Південмаш	2009	8 %	107,5
	Кабінет Міністрів України	2011	6,875 %	600
	Кабінет Міністрів України	2009	6-міс.LIBOR + 3,375 %	500
	Київстар	2009	10,375 %	265
	УкрСиббанк	2007	10,5 %	100
	Укрексімбанк	2009	7,75 %	150
	НАК "Нафтогаз України"	2009	8,125 %	500

Згідно з даними НБУ, ставка за кредитами комерційних банків складає в середньому 17 %. Звичайно, позичальники мають зважати на валютний ризик, однак аналіз стану платіжного балансу за останні роки та його позитивне сальдо у 4 млрд. дол. США за 6 міс. цього року (15 % від ВВП) не дає підстав сумніватися у малоймовірності сценарію девальвації гривні. Нагадаю, що у червні НБУ здійснив ревальвацію гривні на 0,28 %. Третім важливим фактором є *зацікавленість позичальників у формуванні власної кредитної історії*. Емітент, який вперше виходить на ринок, завжди стикається з труднощами переконуючи інвестора вкласти кошти в його цінні папери. Інвестори завжди вимагають премію за інвестування в „дебютантів”. Яскравими прикладами служить зниження рівня доходності позичальників, які здійснили декілька випусків на ринку зовнішніх запозичень.

До того ж, для здійснення випуску Єврооблігацій необхідно пройти досить складні юридичні процедури, які вимагають детального розкриття інформації про емітента. Для кожної емісії необхідно написати проспект емісії, що, зазвичай, налічує понад сотню сторінок, в якому детально описати всі аспекти діяльності компанії, принципи управління та структуру компанії, основні ринки збуту, надати фінансову звітність тощо.

³ Там само. — С. 91.



Таким чином, сам факт здійснення компанією запозичень на зовнішньому ринку вказує на її зрілість та здатність надати інвесторам прозору та всеохоплюючу інформацію про себе. Це, відтак, служить хорошою рекламою для прямих інвесторів.

Слід зазначити, що під час здійснення запозичень, емітент діє лише частково в українському правовому полі, більшість проблем та непорозумінь виникають, коли позичальник стикається з проблематикою міжнародного права.

Взагалі, можна виділити два ключові юридичні аспекти випуску Єврооблігацій.

1. **Вибір права**, яким регулюється випуск.
2. **Вибір “правила” реєстрації випуску** у Комісії з цінних паперів та фондової біржі США (Securities Exchange Commission).

Щодо права, то майже у більшості випадків, емітент використовує Англійське право чи Нью-Йоркське право. Всі українські емітенти застосовували англійське право. Слід зазначити, що право, за яким відбувається випуск та складаються всі документи, є набагато менш важливим, ніж вибір правила випуску. Головна відмінність між Англійським та Нью-Йоркським правом, на яку слід зважати емітенту під час складання документації полягає в тому, що останнє вимагає включення до Проспекту емісії інформації про умови випуску облігацій, а саме про форму випуску, номінал, нарахування процентів, погашення викуп та анулювання облігацій, здійснення платежів, збори власників облігацій та ін. Якщо ж випуск здійснюється за англійським правом, така інформація може надаватись не в Проспекті емісії, а інших документах. Однак, зазвичай емітенти наводять цю інформацію у Проспекті емісії навіть у випадку застосування англійського права — зокрема, Україна надавала всі умови випуску облігацій у Проспекті емісії всіх випусків облігацій зовнішньої державної позики.

Набагато більшу роль відіграє вибір емітентом “правила”, за яким вони розміщують свої папери. Зважаючи на лідируючі позиції та еміність американського ринку капіталу, кожен емітент так чи інакше взаємодіє з інвесторами з США. Тому, будь-який випуск цінних паперів не повинен порушувати законодавство цієї країни.

Емітенти у різній мірі зацікавлені у проникненні на американський ринок та залученні інвесторів США. В зв'язку з цим, можна виділити 3 ступені глибини взаємодії емітента з американськими регулюючими органами.

Якщо емітент зацікавлений у постійній присутності на ринку США та здійснює декілька значних випусків щороку (на суму, що як правило перевищує 1 млрд. дол. США щороку), він повинен додержуватись правил реєстрації та обігу цінних паперів на ринку США, що регулюється Законом США з Цінних Паперів 1933 року (U.S. Securities Act of 1933).

Цінні папери можуть пропонуватися до продажу в США лише після реєстрації та прийняття Комісією з Цінних Паперів та Фондової Біржі у відповідності з вимогами Закону, чи з вимогами щодо звільнення від реєстрації за Законом (exemptions from registration under the Securities Act).

Основними “звільненнями” від вимог реєстрації за Законом з Цінних Паперів для пропозицій облігацій цінних паперів емітентів є **Правило 144А (Rule 144A)** **Правило S (Reg S)**.

Головною відмінністю між вимогами реєстрації у КЦПФР та “звільненнями” за Правилами 144А та Правилом S є вимоги до повноти надання інформації, можливої міри відповідальності за надання неточної чи неповної інформації інвесторам, витрати часу, додаткові матеріальні витрати та ін.

Тому перед прийняттям рішення про вибір правила, емітент повинен бути добре обізнаний із специфікою процедур, через які він повинен пройти та вимогами, що будуть до нього висуватись. Нижче наведений короткий аналіз основних відмінностей між трьома головними правилами здійснення випуску Єврооблігацій.



1. Реєстрація емісії в Комісії США з Цінних Паперів та Фондового Ринку. (Registration with the US Securities and Exchange Commission).

Така реєстрація розглядається інвесторами як знак „зрілості” емітента, який виходить на американський ринок. Комісія не вимагає застосування якогось певного права для емісії позичальників з поза меж США, більшість емітентів застосовують Нью-Йоркське право.

Якщо для корпоративних позичальників чи банків вимоги щодо розкриття інформації та звітності можуть бути значно обтяжливішими в порівнянні з вимогами правила 144А чи Правила S, то для суверенних позичальників єдиною значною різницею між вимогами реєстрації в Комісії та вимогами правила 144А є необхідність надання більш детальної інформації щодо заборгованості емітента.

Реєстрація в Комісії дозволяє отримати доступ до всіх інвесторів в США. Зважаючи на те, що американські інвестори проявляють особливу активність на ринку цінних паперів з терміном обігу понад 5 років, виключення їх з кола потенційних інвесторів у цінні папери обов'язково матиме негативний вплив на встановлення рівня дохідності що, зважаючи на значні обсяги емісій в сотні мільйони доларів, може коштувати позичальнику мільйони.

Останнім часом спостерігається тенденція до випусків емітентами з ринків, що розвиваються шляхом повної реєстрації в Комісії — цією можливістю вже скористалися Чилі, Мексика та Південна Африка та ін. Остання здійснила надзвичайно вдалий випуск на суму 1,25 млрд. Євро та отримала 22% замовлень з США.

Хоча Комісія і не вимагає використання якогось певного права для реєстрації, аналіз останніх випусків показує, що під час реєстрації емітенти віддають перевагу випуску за Нью-Йоркським правом — з останніх емісій можна назвати випуски таких країн як Аргентина, Бразилія, Чилі, Колумбія, Мексика, Уругвай, Китай, Філіппіни, Угорщина, Польща та ін.

Сама процедура реєстрації емісії у Комісії складається з двох етапів.

1. Попередня реєстрація (*shelf*) у КЦПФР.

При цьому існують дві альтернативи — з поданням щорічного звіту та без такого подання. Якщо емітент вирішує подати звіт, то він повинен:

- здійснювати посилання на майбутні випуски облігацій в рамках попередньої реєстрації;
- дотримуватись формату, що використовується певними фінансовими установами;
- надавати в Проспекті емісії вимагається лише розділ „останні події”.

Разом з тим, емітент може не оновлювати заяву про реєстрацію, а лише інкорпорувати нову інформацію.

В разі використання другої альтернативи, а саме без подання щорічного звіту до КЦПФР, річна звітна інформація повинна включатись до кожного Проспекту емісії і внаслідок цього буде необхідно складати більш об'ємний Проспект в рамках попередньої реєстрації. Також має здійснюватись щорічне оновлення інформації в Заяві про реєстрацію, а оновлена інформація повинна включатись до Проспекту емісії.

Під час здійснення дебютних випусків можна рекомендувати застосування схеми, при якій новий емітент повинен спочатку здійснити так звану пропозицію “зонд” чи “акліматизація”, яка практично “вводить” емітента на ринок та повинна бути зареєстрована в Комісії. Обсяг такої пропозиції має бути незначним — звичайно не більше 100 млн. дол. США. Відразу ж після завершення цієї пропозиції можна здійснювати пропозицію основної значної суми, яка у більшості випусків сягає 1 млрд. дол. США. Така схема була застосована Італією під час здійснення випуску Єврооблігацій на суму 5,5 млрд. дол. США, Південною Кореєю (випуск на суму 4 млрд. дол. США), Малайзією (1 млрд. дол. США) та іншими.

2. Реєстраційна процедура за Додатком Б.

Заява, подана відповідно з вимогами Додатку Б, який містить опис документів, необхідних



для реєстрації, звичайно містить таку інформацію:

- опис організації;
- її відносини з урядом (у випадку корпоративних позичальників);
- внутрішня або зовнішня заборгованість уряду та гарантії уряду;
- доходи та видатки уряду за останні три роки;
- умови пропозиції облігацій.

Для емітента відповідність вимогам попередньої реєстрації досягається шляхом використання двохетапного підходу: — по-перше, має бути зареєстрована пропозиція “зонд”, при цьому повинна бути передбачена можливість зміни обсягу емісії та має бути розповсюджений базовий проспект емісії. Після процесу “акліматизації” може бути встановлена глобальна попередня реєстрація. Заява на таку попередню реєстрацію повинна містити документацію для первинної пропозиції, та також включати угоду про підписку та угоду з фіскальним агентом.

Після здійснення такої попередньої реєстрації випусків, емітентом можуть здійснюватись подальші глобальні пропозиції.

2. Правило 144 А (Rule 144A).

Правило 144А дозволяє не здійснювати реєстрацію цінних паперів за Законом про Цінні Папери 1933 року та дозволяє приватний нереєстрований перепродаж цінних паперів Кваліфікованим Інституційним Інвесторам (Qualified Institutional Buyers). До цієї категорії належать страхові та інвестиційні компанії, певні трастові компанії, організації та корпорації, що звільнені від певних видів оподаткування, та інші інвестори, які здійснюють інвестиції на суму, що перевищує 100 млн. дол. США в цінні папери емітентів, які не є афілійованими компаніями до самих інвесторів. Брокери, дилери, банки, ощадні та кредитні фонди також можуть вважатися КІІ.

Також, правило дозволяє перепродаж в США цінних паперів, випущених не Казначейством США якщо: (і) такий перепродаж здійснюється КІІ; (ii) цінні папери не належать до того ж класу, що й цінні папери емітента, які мають котирування в NASDAQ чи мають лістинг на фондових біржах США; (iii) покупець проінформований про те, що продавець використовує правило 144А.

Здійснення випуску за правилом 144А відкриває можливість доступу до переважної більшості американських інституційних інвесторів.

З поміж усіх українських емітентів лише Міністерство фінансів випускає облігації відповідно до Правил 144А. Так, у 2003 році були випущені Єврооблігації на суму 1 млрд. дол. США з дохідністю 7,65 % та терміном обігу 10 років. Делегацією Міністерства фінансів було проведено ряд зустрічей з найкрупнішими європейськими та американськими інвесторами в провідних світових фінансових центрах і в попит на облігації перевищив 5 млрд. дол. США. В результаті, інвестори США придбали 44 % всієї емісії. Подібна картина спостерігалась і під час здійснення двох випусків Єврооблігацій України у 2004 році на загальну суму 1,1 млрд. дол. США — частка інвесторів США склала вже 50 %.

Взагалі, особливу активність американські інвестори проявляють на ринку цінних паперів з терміном обігу понад 5 років. Виключення їх з кола потенційних інвесторів у цінні папери обов'язково матиме негативний вплив на встановлення рівня дохідності що, зважаючи на значні обсяги емісій в сотні мільйони доларів, може коштувати позичальнику мільйони.

Разом з тим, випуск за більш складними правилами потребує додаткових юридичних витрат, які можуть сягати декількох сотень тисяч доларів. Однак, економія коштів за рахунок здешевлення обслуговування боргу значно перевищить додаткові юридичні витрати.

3. Правило S (Reg S).

Відповідно до Правил S, пропозиція та продаж цінних паперів, що здійснюється поза



межами США не підлягає реєстраційним вимогам за Законом про Цінні Папери.

Правило S накладає дві основні вимоги: (i) пропозиція чи продаж цінних паперів відбувається шляхом укладання “офшорної угоди” у значенні Правила S та (ii) не відбувається ніяких “прямих зусиль з продажу” щодо цінних паперів в США.

До того ж, можуть застосовуватись різні обмеження щодо пропозиції, чи проведення процедур в залежності від категорії емітента, виду цінних паперів та їх розповсюдження, та ступеня вже існуючої зацікавленості в цінних паперах емітента в США.

Як правило, емітент цінних паперів, гарантованих урядом іншим, ніж уряд США, включаючи й Україну, має право користуватися виключенням з реєстрації за Законом про цінні папери відповідно до Правила S, якщо воно стосується “офшорної трансакції” та відсутні вимоги щодо “прямих зусиль з продажу” (також відомі як обмеження “Категорії 1”).

За певних умов, можуть вимагатись додаткові обмеження (так звані обмеження “Категорії 2”), хоча вони не вимагаються спеціально у відповідності до Правила S.

В контексті останніх пропозицій єврооблігацій України, вимоги обмежень Категорії 2 задовольнялись шляхом включення певних легенд до облігацій та шляхом отримання згоди лід-менеджера, що будь-який продаж цінних паперів протягом 40 днів з дня їх розміщення може бути здійснений лише у відповідності з вимогами Правила S.

Всі українські емітенти окрім Міністерства фінансів застосовували саме Правило S. Такий вибір пояснюється труднощами складання відповідної документації та надання всієї інформації, що вимагається відповідно до Правила 144A. З іншого боку, обсяг емісій не був таким значним, щоб не бути повністю поглинутим лише європейськими інвесторами.

Деякі аспекти щодо розкриття інформації.

Як правило, зміст та обсяг інформації, яку необхідно включити в заяву на реєстрацію для публічної пропозиції цінних паперів в США визначається Комісією досить детально та наводиться в спеціальних формах.

У випадку ж застосування правил 144A чи Правила S зміст та обсяг інформації, що має бути включена до проспекту емісії визначається такими чинниками:

- рівнем розкриття інформації, що зазвичай використовується на міжнародному ринку та, з різним ступенем застосування, на внутрішньому ринку емітента;
- вимогами фондової біржі, на якій буде здійснений лістинг облігацій;
- законами, що діють у будь-якій юрисдикції, в якій можуть бути запропоновані цінні папери, включаючи й законодавство країни емітента;
- певними вимогами щодо відповідальності емітента.

У більшості випадків, вже стало загальноприйнятною ринковою практикою надавати інвесторам, які купують цінні папери, що випускаються за правилом 144A, інформацію про емітента та цінні папери, яка по своїй суті повністю відповідає вимогам, що висуваються під час реєстрації у Комісії.

Завжди вважалось, що в разі розміщення випуску за межами США відповідно до Правила S від емітента не вимагається такого детального розкриття інформації як під час застосування правила 144A чи реєстрації в Комісії. Однак, практика останніх років свідчить про неповну об'єктивність такого припущення.

У липні 2003 року, Радою Європи була прийнята “Директива про Проспекти” (“Prospectus Directive”), яка передбачає гармонізацію вимог щодо розкриття інформації у країнах-членах ЄС.

В разі дотримання вимог Директиви, проспект емісії, наданий для затвердження емітентом з країни, що не є членом ЄС, може бути складений відповідно до вимог країни емітента за умови, якщо такі вимоги відповідають міжнародним стандартам (за визначенням Європейської Комісії)



та проспекти відповідає мінімальним вимогам Директиви щодо розкриття інформації, які базуються на стандартах міжнародного лістингу, прийнятих Міжнародною Організацією Комісій з Цінних Паперів (МОКЦП) (International Organization on Securities Comissions).

Разом з тим, Комісія інкорпорувала стандарти МОКЦП у свої вимоги щодо надання інформації неамериканськими приватними емітентами під час здійснення пропозиції їх цінних паперів в США чи як частину їх щорічного звіту до Комісії.

Зважаючи на це, можна зробити висновок, що міжнаціональні стандарти щодо розкриття інформації будуть практично уніфіковані, зважаючи на ступінь інтеграції світової економіки.

На нинішньому етапі спостерігається значне зростання української економіки — за останні три роки воно склало в середньому 7%, що є одним з найвищих показників в Європі. Динамічно розвиваються банківська система, підприємства в секторі телекомунікацій, металургійні кондери та ін. Їх стрімке зростання потребує значних коштів, які часто не можуть бути забезпечені фінансовими ресурсами всередині країни. Як наслідок, найкрупніші підприємства та міста виходять на зовнішні ринки капіталу, де стикаються з певною юридичною специфікою, недодержання якої може завадити здійснити випуск.

Передовсім, це стосується вимог до розкриття інформації про емітента. В цьому контексті особливо важливим є вибір правового поля, у якому здійснюватиметься випуск, тому що від цього залежить, які категорії інвесторів братимуть в ньому участь. Це, в свою чергу має прямий вплив на обсяг емісії та встановлення рівня дохідності — чим більше коло інвесторів охоплюється, тим більше можна сподіватися на залучення бажаного обсягу коштів за нижчої дохідності.

З огляду те, що як правило Єврооблігації не випускаються на суми менші за 100 млн. дол., емітент може зекономити мільйони, якщо зробить правильний аналіз своєї здатності задовольнити ті чи інші юридичні вимоги.

Наразі, більшість українських емітентів здійснюють випуски лише за Правилom S, будучи впевненими, що не варто докладати зусиль до додаткового розкриття інформації та нести додаткові юридичні витрати, щоб залучити американських інвесторів. Це може мати певний сенс лише для тих емітентів, які залучають невеликі суми (100-150 млн. дол. США) та збираються вийти на ринок лише один раз.

Якщо ж емітенту потрібні значні ресурси (понад 200-250 млн. дол. на рік) і він збирається бути постійно присутнім на ринку зовнішніх запозичень, то безумовно слід рекомендувати випуск за Правилom 144A. Особливо це стосується тих підприємств і банків, які вже здійснили випуски за Правилom S та пройшли певний “етап навчання” за простішою процедурою. Отримання доступу до ринку капіталів США з його просто колосальними ресурсами безумовно відкриє можливість для лідерів української індустрії та банківської системи залучати мільярди доларів на реалізацію проектів, що працюватимуть на українську економіку.

