Особенности структурирования CLN по российскому праву

Михаил МАЛИНОВСКИЙ,
юрист, адвокатское бюро «Линия права»

Обладает опытом сопровождения проектов IPO, секьюритизации, выпуска долговых инструментов (в том числе иностранных эмитентов) и реструктуризации долговых обязательств.

Консультирует крупнейшие российские и международные инвестиционные банки и корпорации по вопросам структурирования сделок в сфере ГЧП, M&A и корпоративных реорганизаций.

С отличием закончил Московскую государственную юридическую академию, обучался в Российской школе частного права, в настоящее время является аспирантом Института государства и права при Правительстве Российской Федерации. В течение последних трех лет преподает курс «Правовые основы рынка ценных бумаг» на факультете финансов и банковского дела Академии народного хозяйства при Правительстве Российской Федераций.

В России формируется локальный рынок структурированных ценных бумаг. Цель таких инструментов — обеспечить участников рынка механизмами диверсификации рисков. Credit linked notes, с одной стороны, позволяют участникам оборота обмениваться кредитными рисками, с другой, привлекать через облигации ликвидность на рынок кредитных деривативов. В этой статье мы попытались проанализировать правовые вопросы, которые могут возникнуть при выпуске данного инструмента по российскому праву, и описать способы их решения.

Структурированные ценные бумаги оформляют широкий спектр инвестиционных отношений. С функциональной точки зрения они обеспечивают возможность обмена рисками между эмитентом и инвесторами. В результате последние могут рассчитывать либо на более высокую доходность, либо на снижение уровня рисков, связанных с вложением денег. К структурированным продуктам первого типа относятся credit linked notes (CLN). Российское право определяет CLN как облигации, содержащие элементы кредитного деривативa (производного финансового инструмента в терминологии российского законодательства[1]), погашение которых зависит от исполнения третьим лицом указанного в условиях облигационной сделки обязательства (референсного обязательства). Соответственно, по общему правилу, доходность данного инструмента — стоимость займа плюс премия за страховку от риска дефолта должника по референсному обязательству.

На практике CLN могут использоваться:

1) как инструмент привлечения финансирования лицом, которое прямо не хочет или не может выпустить облигации и, получая кредит от банка (или SPV), инициирует выпуск последним ликвидных долговых ценных бумаг (нот)[2];

[1] При этом необходимо принимать во внимание существующие в российском праве специальные правила в отношении кредитных деривативов (п. 6 ст. 51.4 ФЗ «О рынке ценных бумаг»).

[2] К примеру, иностранная компания, которая хочет привлечь финансирование на локальном рынке, но не может получить разрешения на это у своего регулятора в соответствии законом данной юрисдикции.

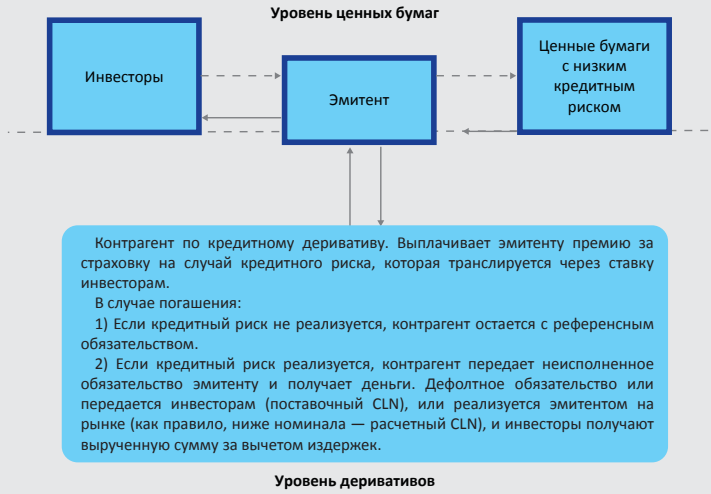

Рисунок 1

Стандартный выпуск CLN

2) как инструмент привлечения средств банком для финансирования собственных деривативных операций, для чего привлекаемый заем используется в качестве источника (гарантии) для обеспечения исполнения банком кредитных деривативов (как правило, credit default swap), обеспечивающих страховку против дефолта по референсным обязательствам какой-нибудь публичной компании.

На основе анализа международной практики можно выделить два основных типа CLN:

1) Расчетные. В случае наступления кредитного события инвестор получает разницу между номинальной стоимостью облигации и рыночной стоимостью референсного обязательства на дату погашения. Для данной формы референсное обязательство, как правило, должно быть выражено в ликвидном инструменте, например в виде обычных облигаций plain vanilla, которые эмитент может продать для погашения своей задолженности.

2) Поставочные. Допускают погашение в случае наступления кредитного события путем передачи инвестору референсного обязательства вместо возврата суммы займа в деньгах.

Примеров выпусков CLN по российскому праву пока нет[1], однако спрос со стороны участников рынка присутствует, поэтому в нашей практике мы периодически возвращаемся к обсуждению возможности выпуска таких инструментов на локальном рынке.

Этот интерес обусловлен рядом причин:

1) Такой инструмент, обладая определенной инвестиционной привлекательностью, позволяет привлечь именно рублевые средства по приемлемой ставке внутри страны.

2) На обращение выпущенных по российскому праву CLN на локальном рынке, в отличие от выпущенных по английскому праву иностранных ценных бумаг, нет регуляторных ограничений.

3) Иностранным эмитентам (к примеру, из стран СНГ), которым сложно получить разрешение на обращение их облигаций в России по тем или иным причинам, связанным с особенностями законодательства страны заемщика, такой инструмент позволил бы через локальный банк или SPV привлекать рублевые пассивы по справедливой цене (к примеру, risk free rate + цена CDS).

В конечном счете, стоимость выпуска локального инструмента всегда в разы ниже, чем при размещении на международных площадках. При этом если имущество конечного должника находится в России, то и обращать взыскание на такое имущество придется через локальную судебную и исполнительную систему. В таком случае ценность английского права зачастую может быть нивелирована применением судом императивных норм российского законодательства.

[1] Несмотря на то что ряд российских банков имеет подобные программы, регулируемые английским правом, в Европе, а некоторые компании, к примеру «РБК ИС», использовали данный инструмент для привлечения финансирования на российском рынке до кризиса.

В настоящее время существует два подхода к возможности выпуска CLN по российскому праву:

1) Это противоречит нормам законодательства о рынке ценных бумаг, где указано, что облигация является лишь договором займа, и ничего не говорится про иные инструменты.

2) Это возможно, поскольку де-факто облигация выражает договор, к которому должны применяться общие правила о новации, уступке, прощении долга и смешанных договорах (т.е. в силу ч. 3 ст. 421 ГК РФ договор займа может содержать элементы опционов, свопов, договора купли-продажи).

Ниже я постарался в общих чертах рассмотреть оба указанных подхода, а также указал те механизмы российского права, которые можно было бы использовать для структурирования подобных инструментов на локальном рынке.

Первая позиция: облигация — это только договор займа. В соответствии со статьей 816 ГК[1], «в случаях, предусмотренных законом или иными правовыми актами, договор займа может быть заключен путем выпуска и продажи облигаций», которые «удостоверяют право ее держателя на получение от лица, выпустившего облигацию, в предусмотренный ею срок номинальной стоимости облигации или иного имущественного эквивалента».

Буквально толкуя данную статью, многие российские юристы приходят к выводу о том, что заключение иных договоров через размещение облигаций невозможно, а цена погашения облигации не может быть ниже номинала (к данному аргументу мы вернемся в заключении статьи).

При таком подходе выпуск облигаций, который не отвечает указанным признакам, априори может быть оспорен как нарушающий императивные нормы законодательства.

Вторая позиция: облигация — это способ возникновения разных договорных обязательств, связанных с инвестированием.

Признание договорной сущности облигаций позволяет утверждать, что к ним могут применяться общие нормы договорного права. Таким образом, если действительно рассматривать облигацию как договор между компанией, привлекающей финансирование, и инвесторами, то к нему должны быть применимы правила Гражданского кодекса о смешанных договорах (ст. 421 ГК РФ), новации[2] (ст. 414 ГК РФ) и прощении долга (ст. 415 ГК РФ).

ТИПЫ СМЕШАННЫХ ДОГОВОРОВ, ЗАКЛЮЧАЕМЫХ ПРИ РАЗМЕЩЕНИИ ОБЛИГАЦИЙ

Проанализировав условия обращающихся на российском рынке облигаций, можно сделать вывод, что при размещении долговых ценных бумаг происходит заключение как минимум нескольких договоров: залога (раздел 12 решения о выпуске), купли-продажи ценных бумаг (раздел 10 решения о выпуске — пут-опцион облигаций в случае изменения процентной ставки), поручительства (раздел 12 решения о выпуске).

Кроме того, ФЗ «О рынке ценных бумаг» и ГК допускают погашение облигации «иным имущественным эквивалентом». Это означает, что допускается погашение облигаций, к примеру иными облигациями или акциями (как в случае облигаций Обибанка). С точки зрения гражданского права это означает исполнение скорее договора купли-продажи, нежели займа (предметом договора является «поставка эмитентом ценных бумаг в счет уплаты инвестором их номинальной стоимости при размещении»).

В последние годы достаточно часто на российском рынке стали появляться примеры договоров на размещение облигаций, условия которых воспроизводят различные деривативные договоры (в том числе положения, содержащиеся в ISDA Master agreement).

---

[1] Схожее определение содержится и в ст. 2 ФЗ «О рынке ценных бумаг».

[2] За допустимость новации обязательств, вытекающих из решения о выпуске облигаций, уже высказывалась судебная практика (Постановление ФАС Московского округа от 13.04.2011 № КГ-А41/1713-11 по делу № 41-13129/10, ФАС Московского округа от 30.05.2011 № КГ-А40/2633-11-1, 2, 3). Именно данный подход позволил в пик кризиса провести реструктуризацию многих крупных публичных дефолтов (только в нашей практике таких проектов было около 20, более подробно о способах реструктуризации облигаций: http://lp.ru/files/filemanager/docs/news/307.pdf, http://www.rcb.ru/lp/2009-00/22935/).

В качестве примера можно привести содержащиеся в облигациях ЕБРР деривативные элементы, зафиксированные через привязку доходности по облигациям шестой серии к стоимости корзины металлов[1](товарный коэффициент). Пример рассчета коэффициента показан на Рисунке 2.

Исходя из приведенных условий, если цена корзины металлов в течение срока обращения облигации растет, владелец бумаг получает компенсацию в виде разницы между первоначальной и конечной стоимостью корзины. В свою очередь, если цена будет снижаться, держатель не получит никакого дохода от предоставленного займа, что и будет являться платой за защиту (цена гарантии).

Описанный пример еще раз подтверждает, что в современном обороте облигации перестали быть чистым договором займа.

ВЫПУСК РАСЧЕТНЫХ CLN

Стандарты эмиссии прямо допускают возможность определения в условиях выпуска облигаций такой величины, как цена досрочного погашения облигации. Законодательство не содержит никакого императивного предписания о минимальном или максимальном размере такой цены. Иными словами, исходя из положений стандартов эмиссии, цена досрочного погашения облигации по усмотрению сторон может быть любой, в том числе ниже номинала.

Практика погашения облигаций ниже номинала через данное условие пока не применялась в российском обороте. Косвенно погашение облигаций ниже номинала иногда происходило через публичный выкуп бумаг.

В сущности, нет принципиальных отличий между погашением облигаций и их выкупом эмитентом. (Попадая на его баланс, обязательства в виде облигаций прекращаются, та как кредитор и должник представлены в одном лице. В результате облигации могут быть погашены по воле эмитента через перевод их в соответствующий раздел эмиссионного счета.) В кризисный период, когда рыночная цена облигаций опускалась существенно ниже номинала, эмитенты, располагающие достаточным количеством свободных средств, прямо либо через дочерние компании объявляли о выкупе своих бумаг по принципу голландского аукциона (бумаги выкупались у держателей, готовых продать облигации за наименьшую цену). Таким образом, по факту выкупа облигаций происходил возврат долга с определенным убытком для инвестора.

ПОСТАВОЧНЫЙ CLN

Как было сказано выше, законодательство предусматривает, что облигации могут быть погашены через предоставление имущества.

В соответствии со ст. 128 ГК РФ, к имуществу относятся «вещи, включая деньги и ценные бумаги, иное [имущество], в том числе имущественные права».

На российском рынке уже были случаи регистрации и размещения облигаций, предусматривающих погашение в форме передачи такого имущества, как акции публичной компании. Держатель одной облигации предоставил эмитенту 1000

[1] Для расчета показателей в подобных сделках могут использоваться разные источники — котировки товарных бирж, стоимость фьючерсов, котировки трейдеров, ориентиры банков и т.д.

$$\text{Товарный коэфициент} = \sum_{i=1}^{3}\left[\text{Коэффициент}(i) \times \frac{\text{Товар}_{\text{конечн}}(i)}{\text{Товар}_{\text{первоначальн}}(i)} - 100\%\right]$$

I	Товар (i)	Коэффициент (i)	Описание
1	Золото	45%	Цена золота в долл. США за одну унцию (Bloomberg: GOLDLNPM <Comdty>)
2	Серебро	35%	Цена серебра в долл. США за одну унцию (Bloomberg: SLVRLN <Comdty>)
3	Платина	20%	Цена платины в долл. США за одну унцию (Bloomberg: PLTMLNPM <Comdty>)

Рисунок 2

Расчет товарного коэффициента по облигациям ЕБРР шестой серии

руб., что соответствовало ожидаемой сторонами стоимости акций. Теоретически, исходя из определения имущества, условия облигаций могли бы допускать также погашение (1) облигациями[1] или (2) правами к такой публичной компании (референсные обязательства). Такая бумага с точки зрения функционального назначения вполне могла бы использоваться как поставочный CLN.

ВОПРОС ЭКВИВАЛЕНТНОСТИ ПОГАШЕНИЯ

При дословном толковании понятия эквивалентности погашения, которое включено в законодательное определение облигации, не до конца понятно, из-за чего у владельца облигаций может возникнуть убыток, если произойдет дефолт третьего лица (reference entity), к кредитному качеству которого привязан инструмент.

Здесь важно ответить на следующий вопрос: должна ли рассмотренная выше сделка, предусматривающая погашение облигаций поставкой акций, быть признана недействительной, поскольку в будущем цена этих акций, возможно, упадет?

Очевидно, что ответ на этот вопрос должен быть отрицательным. Возможность погашения облигаций имуществом прямо предусмотрена законодательством. Стоимость этого имущества в течение срока обращения облигаций действительно может как расти, так и падать. Однако делает ли это недействительным заключенный сторонами облигационный договор?

Такой вывод вступал бы в прямое противоречие с общим положением о недействительности сделок. Ст. 167 ГК[2] устанавливает, что недействительная сделка недействительна с момента ее заключения. Из этого следует, что любой заключенный договор действителен или недействителен изначально, о чем сторонам, как правило, известно либо очевидно должно быть известно. Это правило в том числе устанавливает, что любая сделка должна допускать возможность предварительной оценки рисков, связанных с ее заключением.

Таким образом, эквивалентность погашения облигации, на мой взгляд, должна определяться сторонами в любом случае не позднее размещения ценных бумаг. Если номинал облигации эквивалентен референсному обязательству на момент ее размещения, договор, заключенный на основании ее размещения, действителен. Облигация не может вдруг стать недействительной из-за падения цены референсного обязательства, поскольку, как сказано выше, сделки могут быть недействительны лишь с момента их заключения.

Более формализованное понимание эквивалентности как некого равенства встречного предоставления при погашении в какой-то степени противоречит природе фондового рынка и логике гражданского оборота в целом. Ценность миллиона долларов до кризиса и в его разгар не может быть одинаковой. Исходя из этого, возврат даже обычного денежного займа по номиналу часто неэквивалентен.

Поэтому установленный в законодательстве принцип эквивалентности обязательств по облигациям должен рассматриваться скорее в качестве общего подхода для определения сторонами условий возмездности в облигационных обязательствах (какие риски и за какую плату принимает на себя та или иная сторона).

В свою очередь, возмездность в облигационных отношениях обычно определяется через ставку купона, которая отражает риски, принятые инвестором. Вознаграждение инвестора может быть тем выше, чем выше принятые им риски[3]. На данном выводе и базируется практика структурированного финансирования.

---

[1] На практике погашение облигаций другими облигациями уже встречалось. В ряде сделок по реструктуризации дефолтных бумаг их погашение производилось путем предоставления инвесторам отступного, в том числе в виде новых облигаций.

[2] «Ст. 167. Общие положения о последствиях недействительности сделки

1. Недействительная сделка не влечет юридических последствий, за исключением тех, которые связаны с ее недействительностью, и недействительна с момента ее совершения».

[3] В какой-то мере для квалификации условий облигационных отношений, не отвечающих принципу эквивалентности в указанном понимании, применимы подходы о недействительности «кабальных» сделок, всегда существовавшие в гражданском праве.

CBONDS-EM

ИНФОРМАЦИОННАЯ УСЛУГА CBONDS ПО РЫНКУ ЕВРООБЛИГАЦИЙ СТРАН EMERGING MARKETS

ПОДПИСКА НА ПЛАТНЫЙ СЕРВИС CBONDS-EM ВКЛЮЧАЕТ:

- доступ к базе эмиссий еврооблигаций стран Emerging Markets
- доступ к ежедневным котировкам еврооблигаций фондовых бирж и внебиржевого рынка
- индикаторы рынков Emerging Markets
- новостную ленту по выпускам еврооблигаций и макроэкономике