**Олег БЫЧКОВ,**
партнер, практика рынков капитала и M&A, АБ ЕМПП

# Non–capital protected instruments: теперь и в России

18 апреля 2018 года был опубликован Федеральный закон № 75-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» (далее — «Закон»), расширяющий список доступных для размещения в России инструментов за счет урегулирования новой разновидности ценных бумаг — структурных облигаций. Теперь у эмитентов появится возможность гибко регулировать выплату номинала и купона по структурным бондам. Первые выпуски должны появиться на рынке после 15 октября. Пока инвестировать в структурные облигации смогут только квалифицированные инвесторы и индивидуальные предприниматели, которым в обмен на повышенную доходность придется более тщательно анализировать условия выплат по таким продуктам.

## ПРЕДПОСЫЛКИ ПОЯВЛЕНИЯ ИНСТРУМЕНТА

До сих пор, для того чтобы обойти положения о выплате номинала облигаций, приходилось структурировать выпуски достаточно сложным образом. В ответ на пробел в правовом регулировании, а также с учетом достаточно серьезных изменений в санкционном законодательстве, которые делают возможности использования зарубежных инструментов непредсказуемыми, был принят закон, который вводит новый вид эмиссионных ценных бумаг — структурные облигации. Они ставят право владельцев бумаг на получение выплат по облигациям в зависимость от наступления или ненаступления определенных обстоятельств.

Эмитенты и инвесторы получают возможность воспользоваться целым рядом преимуществ, которые предоставляет структурная облигация. Это:

- возможность выпуска структурных облигаций в России без дополнительных издержек на иностранную инфраструктуру и без оглядки на санкции;
- имплементация в России уже сложившихся на практике финансовых инструментов и условий их структурирования (структурные ноты с различной степенью защиты капитала);
- надежный с юридической точки зрения инструмент, так как его условия подлежат контролю со стороны ЦБ (как и в отношении классических облигаций).

## СТРУКТУРНЫЕ ОБЛИГАЦИИ: ОСОБЕННОСТИ И СООТВЕТСТВИЕ МЕЖДУНАРОДНЫМ СТАНДАРТАМ

Нужно признать, что Закон соответствует общемировым практикам и те элементы, которых недоставало в России, полноценно имплементированы. Есть ряд особенностей, которых нет в российском праве, например возможность выпуска подобных продуктов трастами, но в целом законодателю удалось выпустить достаточно проработанный закон. Возможность разместить новый инструмент появится в России начиная с 15 октября 2018 года, именно с этой даты практически все положения Закона вступят в силу.

**Ключевые особенности**

*1) выплата номинала не гарантирована, номинал может быть плавающим, привязанным к определенным показателям.*

Такими показателями могут являться наступление или ненаступление одного или нескольких обстоятельств, предусмотренных в рамках п. 1 ч. 29 ст. 2 ФЗ (это положения, касающиеся производных финансовых инструментов):

а. изменения определенных показателей (цен на товары, ценные бумаги, курса соответствующей валюты и т. п.).

б. исполнение или неисполнение обязательств третьими лицами.

в. иные обстоятельства, если они определены ФЗ или ЦБ РФ и относительно которых неизвестно, наступят они или нет.

г. микс: одно или несколько значений из указанных.

Уже сейчас используется аналогичный подход в части нефиксированных (плавающих) выплат — дополнительного дохода, купона или увеличивающегося номинала по классическим облигациям: с привязкой к индексу инфляции (например, облигации ОАО «РЖД» с «плавающим» купоном или облигации федерального займа с индексируемым номиналом ФГУП «Почта России»); с привязкой к цене золота (например, облигации ООО «ВТБ Капитал Финанс»).

Классическим примером из международной практики, который все чаще используется российскими банками при предоставлении инвесторам инструментов с частичной защитой капитала, выступают структурные ноты (structured notes), платежи по которым:

- следуют биржевым индексам рынков развивающихся стран, нефти, разным валютам;
- могут зависеть от наступления определенного кредитного события или изменения кредитного показателя (рейтинга, качества) какого-либо лица или пула активов (кредитные ноты (credit linked notes));

*2) ориентир на «сведущего» (квалифицированного) инвестора и защита неопытных игроков.*

Закон устанавливает следующие ограничения и особенности в отношении структурных облигаций:

- досрочное погашение по усмотрению эмитента: запрещено, за исключением не зависящих от воли эмитента случаев, предусмотренных в решении о выпуске;
- закрытый круг эмитентов: выпускать облигации «без защиты капитала» смогут только:
  - кредитные организации, брокеры, дилеры;
  - специализированные финансовые общества, которые в соответствии с целями и предметом своей деятельности вправе осуществлять эмиссию структурных облигаций;
- наличие обеспечения: структурные облигации, выпускаемые брокерами, дилерами и специализированными финансовыми обществами, всегда должны быть обеспечены залогом денежных требований и (или) иного имущества;
- общее правило: предназначены для квалифицированных инвесторов и индивидуальных предпринимателей. Приобретать структурные облигации смогут только квалифицированные инвесторы и индивидуальные предприниматели, если иное не будет установлено актами ЦБ в отношении структурных облигаций, соответствующих определенным критериям;
- для простых физических лиц — особые условия: предусмотрен 10-дневный «период охлаждения» с даты заключения договора о приобретении размещаемых структурных облигаций для физических лиц — неквалифицированных инвесторов / не индивидуальных предпринимателей (если, как указано выше, ЦБ примет соответствующий акт, позволяющий приобретать структурные облигации неквалифицированным инвесторам). В этот период физические лица вправе: (а) расторгнуть заключение соответствующего договора и (б) требовать возврата внесенных в оплату структурных облигаций денежных средств. Эмитент в таком случае обязан вернуть внесенные в оплату структурных облигаций денежные средства такому физическому лицу в течение 7 рабочих дней с даты получения уведомления о его расторжении.

## РИСКИ ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ, СЛОЖНОСТИ ДЛЯ ЭМИТЕНТОВ И ОРГАНИЗАТОРОВ

Исходя из особенностей нового инструмента, который выходит на рынок в ближайшем будущем, можно выделить следующие ключевые вопросы, которые так или иначе будут возникать у потенциальных организаторов в процессе структурирования сделок.

**А. Присвоение рейтингов, работа с рейтинговыми агентствами**

Для присвоения рейтингов подобным выпускам потребуется плотное взаимодействие с рейтинговыми агентствами. В этой связи важно будет обращать внимание на несколько аспектов:

- кредитное качество самого эмитента (если эмитентом будет выступать специализированное общество проектного финансирования, то скорее всего он не будет учитываться для целей рейтинга);
- кредитное качество лица, обеспечивающего выплаты по облигациям (в том числе если структурные облигации будут выпускаться в рамках секьюритизации. В этом случае будут применимы императивные требования участия оригинатора). Здесь вопрос будет состоять в том, как рассчитывать объем участия лиц, предоставляющих обеспечение в рамках выпуска;
- кредитное качество базового актива, к которому будут привязаны обязательства по выплатам номинала в рамках выпуска облигаций.

Возможно, также потребуется принятие отдельного стандарта для рейтингования подобных инструментов.

**Б. Работа с биржей и ее требования к инструменту для допуска**

В настоящее время возможность размещения биржевых структурных облигаций не предусмотрена. Соответственно, в рамках работы с биржей речь может идти только о допуске к листингу. Очевидно, что в связи со спецификой инструмента биржа может выпустить дополнительные требования к раскрытию информации в рамках листинга структурных облигаций.

**В. Раскрытие информации об инструменте**

В связи с планируемым переходом к ручному регулированию вопроса раскрытия информации со стороны ЦБ, а также в связи с тем, что в ряде случаев при выпуске структурных облигаций возможно возникновение достаточно объемного информационного пласта, связанного с базовым активом, к которому будет привязана облигация (например, CDS), возможно, потребуются дополнительные действия,

связанные с раскрытием информации, как на этапах эмиссии, так и на этапах обращения структурных облигаций.

**Д. Стандарты эмиссии, налоги, технические особенности**

Исходя из действующих стандартов эмиссии, мы не предполагаем, что новый инструмент потребует существенных изменений в стандартах эмиссии. Однако вместе с тем вполне возможно, что Центральный банк будет придерживаться иной позиции и существенным образом скорректирует действующие стандарты эмиссии для целей возможного выпуска структурных облигаций. Не исключено, что будут также внесены технические изменения в Налоговый кодекс в части налогообложения дохода по структурным облигациям.

## КРАТКИЕ ВЫВОДЫ

Очевидно, что принятый Закон — это шаг в сторону уже сложившихся в мировой практике продуктов, для использования которых ранее приходилось обращаться к зарубежному праву и структурам, а значит, это шаг и в сторону рынка. Уверен, что структурные облигации как дополнительный инструмент инвестирования будут набирать популярность в России. Однако следует отметить, что повышенную доходность, которую, как правило, обещают структурные облигации по сравнению с другими инструментами, можно получить только при условии грамотного экономического анализа предлагаемых условий выплат по таким продуктам.

# КОММЕНТАРИЙ

**Павел ВАСИЛЬЕВ,**
директор по инвестиционным и секьюритизированным продуктам департамента глобальных рынков, Sberbank CIB

**— В чем принципиальная новизна такого инструмента, как структурные облигации, и кому он будет интересен в первую очередь?**

— Впервые в российском законодательстве о ценных бумагах появляется инструмент, представляющей собой аналог нот (Notes), используемых в странах с более развитым инвестиционным рынком. С точки зрения закона, структурная облигация позволяет эмитенту отказаться от выплаты части номинала или всей суммы номинала при наступлении условий, не зависящих от эмитента. Это позволяет размещать на рынке гораздо более разнообразные типы инвестиционных инструментов для инвесторов, чем «просто облигации», «просто акции» или «просто ПИФы». Фактически этот продукт занимает промежуточную нишу между инструментами с относительно высоким риском для инвестора (акции, товары) и низкорисковыми инструментами (облигации, депозиты), позволяя инвесторам получить повышенную доходность — но с принятием на себя дополнительного риска.

Структурные облигации будут интересны прежде всего институциональным инвесторам или обеспеченным индивидуальным инвесторам, умеющим оценивать риски таких продуктов. Рынок также ожидает, что регулятор сформулирует (такая возможность допускается изменениями в закон) к моменту вступления закона в действие в октябре 2018 года критерии, которые позволят предлагать структурные облигации и неквалифицированным инвесторам — конечно, это должны быть более защищенные инструменты с более доступной структурой.

**— Каков потенциальный спрос на этот продукт со стороны инвесторской базы?**

— Мы видим значительный спрос на данный продукт. Оцифровать его в настоящее время достаточно сложно, поскольку сейчас ведется работа по формированию нормативной базы (в развитие положений закона), что придаст структурным облигациям законченную форму. В западной практике эти инструменты размещаются в объемах, достигающих сотни миллионов долларов ежегодно в каждой из таких стран, как Швейцария, Голландия и Ирландия, то есть далеко не самых крупных. Мы ожидаем рост спроса, по мере того как рынок будет привыкать к структурным облигациям, научится их оценивать, пройдут первые погашения с доходностью (хотелось бы верить!), превышающей депозиты.

**— Насколько активно будет формироваться рынок этих инструментов в России и что для этого нужно?**

— Необходимы изменения в налоговом законодательстве, приближающие порядок налогообложения подобных инструментов к реальной экономической прибыли инвестора (симметричный подход требуется и для эмитента). Ожидаем, что биржа выделит подобные инструменты в отдельный сектор, сократив накладные расходы эмитентов при допуске структурных облигаций к обращению на бирже и поддержанию их в листинге — для таких инструментов характерны относительно небольшие размеры каждого отдельного выпуска, но частые, практически постоянные размещения. Возможность сокращения time-to-market (времени от формирования рыночной идеи до вывода инструмента на рынок) будет способствовать популярности инструмента для инвесторов.

**— Какие сложности могут возникать у вас как у организатора при структурировании подобных сделок?**

— Наша сложность и задача одновременно — подробно объяснить потенциальным инвесторам риски, которые они принимают при покупке структурных облигаций. Поскольку инструмент сложнее, чем «просто облигации», требуется и более понятный материал.

Необходимо будет оценить, насколько Банк России сочтет возможным включение структурных облигаций в «широкие» инвестиционные портфели основных институциональных инвесторов: негосударственных пенсионных фондов, страховщиков, управляющих компаний — это именно те инвесторы, которые имеют систему риск-менеджмента, знания и опыт для инвестиций в инструменты подобного типа.

**— Есть ли у вас в работе такие сделки?**

— Да, у нас есть в работе близкие по своей экономике и риску сделки, которые мы реализуем на основании действующего в настоящий момент законодательства, но их структура довольно сложная — именно из-за имеющегося (сейчас) требования к защите капитала для «обычной» облигации. Структурный инструмент существенно облегчит создание продукта, снизит расходы на его подготовку к размещению, и мы надеемся, что за счет более прозрачной конструкции структурная облигация будет более понятна инвесторам. А стало быть — привлекательна для них. Сбербанк создает собственную программу выпуска структурных облигаций в достаточно ограниченные сроки после вступления в силу закона. Насколько мы знаем, и другие участники рынка рассматривают такую возможность.