Александр КУЗНЕЦОВ,
юрист, адвокатское бюро «Линия права»

Елизавета ЛИМОНОВА,
юрист, адвокатское бюро «Линия права»

Структурные облигации: новый институт в российском праве

Развитие экономических отношений в последние годы послужило причиной появления новых нестандартных финансовых инструментов, одним из которых является структурная облигация (или так называемая «структурная нота»). Данный инструмент появился за рубежом, где в начале девяностых годов двадцатого века получил широкое распространение. В России сегмент структурных продуктов также существует не первое десятилетие, но в связи с отсутствием нормативного регулирования структурные продукты с частичной защитой капитала либо с отсутствием такой защиты выпускались российскими компаниями по иностранному праву. Теперь же, с 16 октября 2018 года, выпуск таких продуктов возможен и по российскому праву. Мы описываем сложившуюся до сих пор практику выпуска в России структурных нот, новые нормы Закона о рынке ценных бумаг (РЦБ), по которым возможен выпуск структурных продуктов с частичной защитой капитала и без защиты капитала, а также законодательные пробелы, которые еще предстоит устранить.

Под структурной нотой в зарубежных правопорядках понимается комплексный инструмент, включающий в себя элементы «классической» долговой ценной бумаги и производного финансового инструмента. Зарубежная практика сформировала различные разновидности структурных нот, выплаты по которым привязаны к тем или иным обстоятельствам: показатели индексов, процентные ставки, котировки, наступление определенных событий, например неисполнение обязательств третьего лица (в последнем случае речь идет о широко известных кредитных нотах, или credit-linked notes). Основное преимущество, предоставляемое таким «симбиозом», — гибкость, позволяющая удовлетворять специфические потребности участников рынка путем регулирования соотношения риска и доходности за счет комбинирования различных активов и включения особых условий, что в итоге дает возможность получения более высокой доходности по сравнению с традиционными корпоративными облигациями или банковскими депозитами.

В России сегмент структурных продуктов существует не первое десятилетие. В последние годы со стороны инвесторов наблюдался особенный спрос на данный

инструмент, однако в силу отсутствия специального нормативного регулирования при реализации проектов, направленных на выпуск структурных ценных бумаг по российскому праву, использовались следующие модели:

• для выпуска структурных ценных бумаг с негарантированной доходностью — традиционные, поименованные в законе «классические» облигации, решение о выпуске которых предусматривало несколько видов доходов по облигациям (например, фиксированный купонный доход и плавающий дополнительный доход, фактический размер которого был обусловлен значениями индикаторов или обстоятельствами, которые не зависят от усмотрения эмитента);

• для выпуска структурных ценных бумаг с частичной гарантией номинала — облигации специализированного финансового общества (далее СФО) с заранее недостаточным объемом обеспечения по облигациям, в решении о выпуске которых на основании пункта 8 статьи 15.1 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее Закон о РЦБ) закреплялось, что требования владельцев облигаций, не удовлетворенные за счет обеспечения, считаются погашенными. Обязательными элементами данной модели являются наличие залогового обеспечения по облигациям (в залог передаются денежные требования, уступленные СФО оригинатором), а также участие оригинатора в риске по выпуску в форме прямого финансирования или отложенного финансирования в объеме не менее 20% от общего размера обязательств по облигациям СФО (более подробно см. Указание Банка России от 07.07.2014 № 3309-У «О формах и способах принятия рисков по облигациям с залоговым обеспечением специализированного финансового общества и специализированного общества проектного финансирования»).

Несмотря на описанные выше законодательные возможности, структурные продукты с частичной защитой капитала либо с отсутствием такой защиты (non-capital protected instruments) выпускались, как правило, в соответствии с иностранным правом.

В ответ на сложившуюся рыночную ситуацию и потребность в соответствующем нормативном регулировании были разработаны изменения в Закон о РЦБ[1], которые предусматривают новый вид облигаций — структурные облигации. Указанные изменения в Закон о РЦБ вступили в силу с 16 октября 2018 года.

Согласно нововведенной статье 27.1-1 Закона о РЦБ, под структурными облигациями понимаются облигации, предусматривающие право их владельцев на получение выплат по ним в зависимости от наступления или ненаступления одного или нескольких обстоятельств, предусмотренных пунктом 1 части двадцать девятой статьи 2 Закона о РЦБ. Введение данного института в правовое поле потребовало фундаментальных изменений в определение облигации как вида эмиссионных ценных бумаг. Согласно новой редакции части третьей статьи 2 Закона о РЦБ:

• облигация — это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение, если иное не предусмотрено Законом о РЦБ, в срок, предусмотренный в ней, от эмитента облигации ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента;

• облигация при соблюдении условий, установленных Законом о РЦБ, может не предусматривать право ее владельца на получение номинальной стоимости облигации в зависимости от наступления одного или нескольких указанных в ней обстоятельств.

Таким образом, появление в российском праве структурных облигаций ознаменовало уход от концепции выпуска и продажи облигаций как договора займа с присущим ему признаком возвратности.

Согласно новой редакции Закона о РЦБ ключевые черты структурной облигации заключаются в следующем.

Во-первых, это отсутствие гарантии выплаты номинала. Выплаты по облигации теперь можно привязать к наступлению одного или нескольких обстоятельств. Согласно Закону о РЦБ, такими обстоятельствами могут быть:

1) внешние индикаторы:

• изменение цен на товары, ценные бумаги, курса валюты, величины процентных ставок, уровня инфляции;

• изменение значений, рассчитываемых на основании цен производных финансовых инструментов;

• изменение значений показателей, составляющих официальную статистическую информацию;

• изменение значений физических, биологических и (или) химических показателей состояния окружающей среды;

2) неисполнение или ненадлежащее исполнение одним или несколькими юридическими лицами, государствами или муниципальными образованиями своих обязанностей (за исключением договора поручительства и договора страхования);

3) иные обстоятельства, предусмотренные законом или Банком России и относительно которых неизвестно, наступят они или не наступят;

4) изменение значений, рассчитываемых на основании параметров, указанных выше.

В зависимость от наступления/ненаступления одного или нескольких вышеуказанных обстоятельств можно поставить не только размер дохода по облигациям, но и получение номинальной стоимости облигации. При этом, если от наступления/ненаступления указанных выше обстоятельств зависит только размер дохода, такие облигации не являются структурными.

Во-вторых, круг эмитентов структурных облигаций ограничен. Структурные облигации могут выпустить только кредитные организации, брокеры, дилеры и специализированные финансовые общества, которые в соответствии с целями и предметом их деятельности вправе осуществлять эмиссию структурных облигаций (то есть участники финансового рынка, являющиеся предметом дополнительного регулирования со стороны государства). В этом есть определенная гарантия надежности финансового инструмента для потенциальных инвесторов.

В-третьих, в законе установлен запрет на досрочное погашение структурных облигаций по усмотрению эмитента, за исключением не зависящих от воли эмитента случаев, предусмотренных в решении о выпуске.

В-четвертых, обязательным является обеспечение облигаций залогом в случае, если структурные облигации выпускаются брокерами,

[1] Федеральный закон от 18.04.2018 № 75-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» в части регулирования структурных облигаций».

№	Характеристика	Структурная облигация	«Классическая» облигация
1.	Выплата номинальной стоимости	Не гарантирована, зависит от наступления или ненаступления обстоятельств, предусмотренных в решении о выпуске	Гарантирована
2.	Круг эмитентов	Кредитные организации, брокеры, дилеры, СФО	Прямые ограничения отсутствуют
3.	Круг приобретателей	Только квалифицированные инвесторы, если иное не установлено нормативным актом Банка России	Прямые ограничения отсутствуют
4.	Досрочное погашение по усмотрению эмитента	Запрещено, за исключением не зависящих от воли эмитента случаев, предусмотренных в решении о выпуске	Допускается, если это предусмотрено решением о выпуске
5.	Обеспечение по облигациям	Обязательно залоговое обеспечение (кроме случая, когда эмитент – кредитная организация)	Может быть предоставлено по усмотрению эмитента
6.	Иные условия выпуска, размещения, обращения и погашения облигаций	Регулируются нормами Закона о РЦБ, действующими в отношении «классических» облигаций	

Таблица 1
Отличия структурных облигаций от «классических»

ПОЯВЛЕНИЕ В РОССИЙСКОМ ПРАВЕ СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ОЗНАМЕНОВАЛО УХОД ОТ КОНЦЕПЦИИ ВЫПУСКА И ПРОДАЖИ ОБЛИГАЦИЙ КАК ДОГОВОРА ЗАЙМА С ПРИСУЩИМ ЕМУ ПРИЗНАКОМ ВОЗВРАТНОСТИ

дилерами или специализированными финансовыми обществами. Предметом залога могут являться денежные требования и (или) иное имущество.

В-пятых, в силу высокорисковой природы обсуждаемого инструмента приобрести структурные облигации могут только квалифицированные инвесторы (исключения из указанного правила могут быть предусмотрены в нормативных актах Банка России). Неквалифицированные инвесторы в будущем смогут также приобретать структурные облигации, но только если эти бумаги соответствуют определенным критериям. Эти критерии сейчас разрабатываются Банком России. В таком случае для физических лиц — неквалифицированных инвесторов, приобретающих структурные облигации, предусмотрен «период охлаждения» с возможностью расторгнуть договор в одностороннем порядке в течение 10 рабочих дней с даты заключения договора, на основании которого размещаются указанные структурные облигации, и потребовать возврата внесенных в оплату структурных облигаций денежных средств (эмитент обязан вернуть указанные средства в течение 7 рабочих дней с даты получения уведомления о расторжении договора). Таким образом, рядовым потребителям структурных облигаций предоставлена дополнительная защита: возможность отказаться от принятия чрезвычайно рискованного инвестиционного решения.

В-шестых, Закон о РЦБ устанавливает некоторые процедурные моменты выпуска структурных облигаций. Так, регистрация выпусков структурных облигаций осуществляется только Банком России. Также в Законе о РЦБ определяются довольно широкие полномочия Банка России, касающиеся регулирования условий и порядка допуска неквалифицированных инвесторов к структурным облигациям, а также в области контроля над содержанием решений о выпуске структурных облигаций в части определения эмитентом числовых значений (параметров, условий) и (или) размера выплат либо порядка их определения. Наконец, Законом о РЦБ предусматривается возможность размещения структурных облигаций в рамках программы облигаций.

Более наглядно отличия структурной облигации от «классической» облигации отражены в Таблице 1.

Как видно из представленной таблицы, при регулировании института структурных облигаций законодатель стремится создать механизмы, защищающие инвестора в условиях повышенного риска. При этом с экономической точки зрения привлекательность такого сложного и высокорискованного инструмента, как структурная облигация, обусловлена более высоким уровнем доходности по сравнению с «классическими» корпоративными облигациями и банковскими вкладами.

Закрепление структурной облигации в Законе о РЦБ является долгожданным событием, однако следует понимать, что без детальной регламентации порядка выпуска таких ценных бумаг реализация подобных проектов пока технически затруднена. Изменения требуется внести в ряд нормативных актов Банка России, среди которых Стандарты эмиссии ценных бумаг[1], Порядок эмиссии ценных бумаг кредитных организаций[2]. Кроме того, согласно прямой отсылке, содержащейся в статье 27.1-1 Закона о РЦБ, Банк России должен будет утвердить порядок представления уведомления о содержании решения о выпуске структурных облигаций и требования к его форме.

Следующий момент, требующий доработки законодателем, касается реализации права на размещение структурных облигаций в рамках программы облигаций.

---

[1] Положение Банка России от 11.08.2014 № 428-П «О стандартах эмиссии ценных бумаг, порядке государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, государственной регистрации отчетов об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг».

[2] Инструкция Банка России от 27.12.2013 № 148-И «О порядке осуществления процедуры эмиссии ценных бумаг кредитных организаций на территории Российской Федерации».

С одной стороны, законодатель упоминает программу структурных облигаций в контексте полномочий Банка России по регистрации эмиссионной документации (пункт 7 статьи 27.1-1 Закона о РЦБ[1]). С другой стороны, из положений пункта 8 статьи 17 Закона о РЦБ[2] следует, что в рамках программы облигаций могут выпускаться следующие облигации:

1) облигации, которые одновременно соответствуют следующим критериям:

- без залогового обеспечения;
- не предоставляют иных прав, кроме права на получение номинала/права на получение номинала и процента;
- выплата номинала и процента осуществляется денежными средствами.

2) иные облигации в случаях, предусмотренных законом. К таким случаям относятся:

- жилищные облигации с ипотечным покрытием (часть 3.1 статьи 12 Федерального закона от 11.11.2003 № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах»);
- облигации специализированного общества проектного финансирования (пункт 10 статьи 15.1 Закона о РЦБ);
- биржевые и коммерческие облигации (пункты 1 и 14 статьи 27.5-2 Закона о РЦБ).

По нашему мнению, пункт 7 статьи 27.1-1 Закона о РЦБ не может рассматриваться как один из случаев выпуска иных облигаций, предусмотренных федеральными законами о ценных бумагах применительно к пункту 8 статьи 17 Закона о РЦБ. В случае с жилищными облигациями и облигациями специализированного общества проектного финансирования законодатель прямо указал: «Решение о выпуске... может состоять из первой части... и второй части...». Аналогичной формулировки в отношении структурных облигаций нет.

С учетом вышеизложенного получается, что:

БЕЗ ДЕТАЛЬНОЙ РЕГЛАМЕНТАЦИИ ПОРЯДКА ВЫПУСКА СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ РЕАЛИЗАЦИЯ ПОДОБНЫХ ПРОЕКТОВ ПОКА ТЕХНИЧЕСКИ ЗАТРУДНЕНА

- СФО, брокер и дилер не вправе выпускать структурные облигации в рамках программы структурных облигаций, поскольку структурные облигации указанных эмитентов в обязательном порядке должны иметь залоговое обеспечение;
- кредитная организация вправе выпускать структурные облигации в рамках программы структурных облигаций только в том случае, если условия выпуска будут предусматривать право владельцев облигаций на получение номинала/право владельцев облигаций на получение номинала и процента. При этом инструмент с подобными характеристиками не будет отвечать признакам структурной облигации, поскольку он ничем не отличается от «классической» облигации, гарантирующей номинал. Таким образом, кредитная организация по сути не может выпустить структурные облигации в рамках программы облигаций.

По нашему мнению, отсутствие возможности выпуска структурных облигаций в рамках программы облигаций — это явный пробел законодательства.

Вместе с тем необходимо отметить, что 24.01.2018 Государственная дума приняла в первом чтении законопроект об упрощении процедуры эмиссии (проект Федерального закона № 319413-7 «О внесении изменений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" и отдельные законодательные акты Российской Федерации в части совершенствования правового регулирования осуществления эмиссии ценных бумаг»). Среди прочего указанный законопроект предусматривает поправки в Закон о РЦБ, допускающие эмиссию любых облигаций в рамках программы облигаций (кроме облигаций, конвертируемых в акции) вне зависимости от наличия и вида обеспечения по облигациям. С принятием упомянутого законопроекта будет разрешена правовая коллизия между нормами пункта 7 статьи 27.1-1 Закона о РЦБ и пункта 8 статьи 17 Закона о РЦБ.

Несмотря на отмеченные недостатки регулирования, сам факт появления в российском праве института структурных облигаций однозначно представляется позитивным событием. Закон о РЦБ предоставил российским эмитентам возможность воспользоваться преимуществами структурной облигации, среди которых:

- имплементация в Закон о РЦБ уже сложившихся на практике финансовых инструментов и условий их структурирования;
- возможность выпуска структурных облигаций по российскому праву без дополнительных издержек, связанных с созданием и обеспечением деятельности эмитентов в зарубежных юрисдикциях;
- относительная простота с точки зрения процедуры эмиссии: выпуск, размещение и обращение структурных облигаций осуществляются по тем же правилам, что и для «классических» облигаций.

Привлекательность структурных облигаций для инвесторов определяется следующими факторами:

- контроль со стороны Банка России над условиями выпуска структурных облигаций и, следовательно, надежность инструмента с юридической точки зрения;
- возможность при удачном инвестиционном решении получить более высокий финансовый результат, чем при инвестировании в «классические» облигации или депозиты.

---

[1] Пункт 7 статьи 27.1-1 Закона о РЦБ: «Государственная регистрация выпусков структурных облигаций, в том числе в рамках программы структурных облигаций, осуществляется Банком России».

[2] Пункт 8 статьи 17 Закона о РЦБ: «Решение о выпуске документарных облигаций с обязательным централизованным хранением без залогового обеспечения, если такие облигации не предоставляют их владельцам иных прав, кроме права на получение номинальной стоимости или номинальной стоимости и процента от номинальной стоимости, и выплата номинальной стоимости и процентов по таким облигациям осуществляется только денежными средствами, а также решение о выпуске иных облигаций в случаях, предусмотренных федеральными законами о ценных бумагах, может состоять из первой части, содержащей определяемые общим образом права владельцев облигаций и иные общие условия для одного или нескольких выпусков облигаций (далее — программа облигаций), и второй части, содержащей конкретные условия отдельного выпуска облигаций».