Михаил МАЛИНОВСКИЙ,
партнер, LECAP

Анна ГОРЕЛОВА,
юрист, LECAP

Иван МАХАЛИН,
консультант, департамент развития финансовых рынков, Банк России

Что нам стоит дериватив встроить:

практика, риски и преимущества структурных облигаций

По сложившейся практике под структурными облигациями понимают облигации, выплаты по которым могут быть привязаны к индексам либо могут зависеть от поведения определенного базового актива, например портфеля кредитов, а также от наступления того или иного события.

Базовый актив, в свою очередь, может представлять собой определенный набор прав (требований), попадающих в залог по облигациям (такие облигации, как правило, выпускаются в рамках секьюритизации финансовых активов), или быть предметом дополнительных имущественных прав, предоставляемых владельцам облигаций согласно условиям их выпуска (синтетические структурные облигации, в большинстве своем с финансовой точки зрения рассматриваемые как облигации со встроенным в них деривативом[1]).

В настоящей статье структурными облигациями мы будем называть второй тип таких облигаций (derivatives embedded notes), проанализируем практику их выпуска, законодательное регулирование и присущие им юридические риски.

[1] См.: Alan Rechtschaffen, Capital Markets, Derivatives and the Law // Oxford University Press, 2009. P. 303.

ОСНОВНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ И ВИДЫ СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Выплаты по структурным облигациям могут, в частности, зависеть от следующих переменных:

- процентных ставок и индексов инфляции;
- курсов валют;
- котировок ценных бумаг или иных инструментов;
- фондовых индексов;
- котировок драгоценных металлов, сырья или иных товаров;
- товарных индексов.

Выплаты по структурным облигациям также могут быть привязаны к наступлению или ненаступлению определенных событий. Наиболее распространенным из таких событий на практике является неисполнение обязательств третьего лица. В случае привязки к такому событию структурные облигации обычно называются кредитными нотами, credit linked notes. Сложности выпуска кредитных нот в российском правовом поле могут быть предметом отдельной статьи. Тем не менее, в целом есть основания говорить о возможности выпуска подобных инструментов в соответствии с российским законодательством. В международной практике встречаются и привязки к более экзотическим событиям, например к погодным условиям или возникновению определенных стихийных бедствий (catastrophe bonds)[1].

Чаще всего структурные облигации предусматривают плавающую выплату дохода. В российской практике такой доход может закрепляться в эмиссионных документах как плавающий купон[2] или дополнительный доход[3].

Мы также допускаем, что плавающая выплата может закрепляться в форме «иного имущественного права», хотя на момент написания настоящей статьи такие примеры на практике отсутствуют.

В российской практике также можно встретить примеры облигаций с номиналом, увеличивающимся в зависимости от определенных показателей. Так, яркими событиями прошлого года стали размещения облигаций федерального займа с индексируемым на инфляцию номиналом и аналогичных облигаций ФГУП «Почта России»[4].

В международной практике допускается размещение структурных облигаций, в которых сумма, выплачиваемая при погашении, может в зависимости от колебаний базового актива становиться меньше, чем величина номинальной стоимости или цена продажи облигаций при их размещении (облигации без защиты капитала/non-capital protected bonds).

[1] Так, в прошлом году в США был зарегистрирован один из самых крупных выпусков облигаций компании GC Securities с привязкой к тропическим циклонам. В отечественной практике примеры таких привязок пока не встречались.

[2] Например, в облигациях ОАО «РЖД» серии 32 с привязкой к индексу инфляции.

[3] Например, во всех выпусках структурных облигаций ООО «ВТБ Капитал Финанс» и нескольких сериях структурных облигаций ПАО «Росбанк».

[4] Биржевые облигации серии БО-01 общей номинальной стоимостью 3 млрд руб.

ОСНОВНЫЕ НОРМЫ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА О ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТАХ

Гражданско-правовые правила, посвященные деривативным инструментам, можно условно разделить на три группы.

Во-первых, это правила, относящиеся к ограничению судебной защиты обязательств, предусматривающих плавающие выплаты (игры и пари).

Требования по обязательствам из игр и пари по общему правилу не пользуются судебной защитой. До 2007 года судебная практика относила к обязательствам из игр и пари обязательства по деривативным сделкам и отказывала в предоставлении судебной защиты по ним[5].

В этой связи в законодательстве было предусмотрено специальное исключение из общего правила об отсутствии судебной защиты для игр и пари. Такое исключение действует в отношении обязательств по уплате денежных сумм в зависимости от ограниченного набора базовых активов или событий, перечисленных в п. 2 ст. 1062 Гражданского кодекса Российской Федерации (далее ГК РФ), определении термина «производные финансовые инструменты» в ст. 2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» (далее Закон о рынке ценных бумаг) и в соответствующем акте Банка России. К указанным активам отнесены, в частности, изменение цен на товары, ценные бумаги, курсы валют, процентные ставки, уровень инфляции, а к событиям — кредитное событие.

Также закон предъявляет определенные требования к субъектам, являющимся сторонами по сделкам, предусматривающим «плавающие» обязательства. Так, для предоставления судебной защиты по «плавающему» обязательству хотя бы одной из сторон сделки должно быть юридическое лицо, обладающее лицензией на осуществление банковских операций, лицензией на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг либо лицензией, на основании которой возможно заключение сделок на бирже.

При этом в отношении обязательств по инструментам, привязанным к базовым активам, не названным в нормативных актах либо заключенным с участием субъектов, не удовлетворяющих требованиям закона, существует риск отказа в судебной защите.

Во-вторых, это правила о заключении и исполнении деривативных сделок, установленные ст. 51.4 Закона о рынке ценных бумаг:

– заключение на организованных торгах деривативных сделок допускается только при условии, что другой стороной по таким договорам является лицо, осуществляющее функции центрального контрагента;

– расчетным агентом при исполнении обязательств по деривативному договору могут быть только клиринговая организация, кредитная организация, брокер или депозитарий;

– кредитные деривативные сделки могут заключаться только при условии, что продавцом кредитной защиты является, по общему правилу, юридическое лицо — квалифицированный инвестор, а покупателем кредитной защиты является юридическое лицо.

[5] См., в частности, Определение Конституционного суда РФ от 16.12.2002 № 282-О.

В-третьих, это правила о ликвидационном неттинге[1], которые применимы к деривативам, но, очевидно, не применимы к структурным облигациям.

Что же касается норм об играх и пари и норм о деривативах (помимо правил о неттинге), то применение данных норм к обязательствам, возникающим из структурных облигаций, теоретически можно допустить.

Это связано, в частности, с тем, что, исходя из положений гражданского законодательства, облигации удостоверяют права из договора. В соответствии с ГК РФ, этим договором является договор облигационного займа. Тем не менее, мы полагаем, что в случае судебного спора, с учетом воли сторон договора и фактических обстоятельств дела, структурные облигации могут быть квалифицированы судом в качестве смешанного договора облигационного займа (ч. 3 ст. 421 ГК РФ), в котором содержатся элементы договора займа и производного финансового инструмента. При этом суд может также сослаться на возможность фиксации в эмиссионной документации «иного имущественного права», кроме права требовать возврата номинала и дохода по облигациям. Последнее, как мы уже упоминали, прямо допускается ст. 2 Закона о рынке ценных бумаг.

В этой связи возможно возникновение юридических рисков, на которых мы остановимся ниже.

ВОЗМОЖНЫЕ ЮРИДИЧЕСКИЕ РИСКИ СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

В отношении структурных облигаций отсутствуют хоть сколько-нибудь устоявшаяся судебная практика и специальное регулирование. На наш взгляд, с правовой точки зрения этот инструмент пользуется максимальной защитой, которую законодательство специально предусмотрело для договорных отношений, выраженных в форме ценной бумаги. Ниже мы привели результат анализа исков и возражений, которые потенциально мог бы заявить инвестор или эмитент структурных облигаций. Следует отметить, что риск удовлетворения того или иного иска в конечном счете, разумеется, зависит от фактических обстоятельств дела и хода процесса.

1. Применение к отношениям по структурным облигациям положений законодательства об играх и пари

Можно допустить, что структурные облигации в процессе их обращения будут приобретены субъектами, не указанными в п. 2 ст. 1062 ГК РФ, либо сделки по их приобретению будут заключены с нарушением условий, указанных в данном пункте. Кроме того, структурные облигации могут предусматривать привязку к базовым активам, которые не упомянуты в законодательстве.

Тогда в случае судебного спора требования о выплате плавающего дохода или иного платежа по структурным облигациям могут быть признаны судом подпадающими по действие правил об играх и пари и, соответственно, лишенными судебной защиты. Вместе с тем, возможное отсутствие судебной защиты не влечет недействительности выпуска облигаций или каких-либо связанных с ним сделок и не является с точки зрения законодательства Российской Федерации препятствием для надлежащего исполнения эмитентом принятых им на себя обязательств.

2. Применение к отношениям по облигациям положений законодательства о производных финансовых инструментах

Признание структурных облигаций смешанным договором может привести к тому, что к требованиям о выплате дополнительного дохода по облигациям будут применимы описанные выше правила о заключении и исполнении деривативных сделок, установленные ст. 51.4 Закона о рынке ценных бумаг. Часть из указанных правил может не соблюдаться при выпуске структурных облигаций. Правило о том, что стороной по биржевым деривативным договорам должно являться лицо, осуществляющее функции центрального контрагента, не может быть соблюдено для облигаций в силу самой конструкции этого инструмента. В этой связи при самом худшем сценарии применение правил о деривативных сделках к структурным облигациям может привести к признанию выпуска структурных облигаций недействительным.

В то же время, на наш взгляд, в действующем законодательстве предусмотрены положения, существенно ограничивающие указанный риск.

Во-первых, в Указании Банка России о видах производных финансовых инструментов определен исчерпывающий перечень видов договоров, являющихся производными финансовыми инструментами. В данном указании отсутствуют положения, квалифицирующие дополнительный доход по займам или облигациям в качестве производного финансового инструмента.

Во-вторых, требование о признании недействительным выпуска облигаций по общему правилу может быть заявлено в суд до раскрытия эмитентом информации о начале размещения таких ценных бумаг[2].

При этом сделки по размещению облигаций могут быть признаны недействительными по искам, поданным в течение срока исковой давности, составляющего шесть месяцев с момента совершения таких сделок[3]. В случае пропуска указанный срок исковой давности восстановлению не подлежит. На наш взгляд, положения Закона о рынке ценных бумаг об оспаривании сделок по размещению должны применяться только к оспариванию именно отдельных сделок (например, в случае заключения отдельных сделок под влиянием насилия, обмана, угрозы и т.п.), а не всего выпуска в целом. Исходя из систематического толкования закона, оспаривание выпуска в связи с несоответствием законодательству его условий (в том числе в части несоответствия нормам о деривативах) должно осуществляться по правилам о признании выпуска недействительным. Однако такое толкование пока еще не закреплено в судебной практике и официальных разъяснениях.

Указанные ограничения на признание недействительным выпуска облигаций и сделок в процессе их размещения связаны с самой природой эмиссионных

[1] Ст. 51.4 и ст. 51.5 Закона о рынке ценных бумаг, ст. 4.1 Федерального закона от 26.10.2002 № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)».

[2] П. 9 ст. 26 Закона о рынке ценных бумаг.

[3] П. 10 ст. 26 Закона о рынке ценных бумаг.

Таблица 1. Примеры структурных облигаций, которые были размещены на российском рынке.

Эмитент	Вид	ISIN	Дата начала размещения/ Дата погашения	Привязка доходности
Европейский Банк Реконструкции и Развития (ЕБРР)	Облигации серий 06 и 07	RU000A0JR183, RU000A0JR191	30.09.2010/ 28.09.2018	Базовый актив по дополнительному доходу – корзина ценных металлов (золото, серебро и платина).
ОАО «РЖД»	Облигации серии 32	RU000A0JSGV0	20.07.2012/ 25.06.2032	Ставки купонов рассчитываются по формуле с переменными, переменной выступает индекс потребительских цен.
Международная финансовая корпорация (IFC, инвестиционное подразделение группы Всемирного банка)	Облигации серии 01	RU000A0JSLP2	27.11.2012/ 26.11.2017	Базовый актив по дополнительному доходу – индекс РЭШ «Российская инфляция» (NES Russian Inflation Target Index).
ПАО «Росбанк»	Биржевые облигации серии БСО–02	RU000A0JTTF4	04.04.2013/ 04.04.2016	Дополнительный доход зависит от базового актива, которым является стоимость динамической корзины. Стоимость динамической корзины рассчитывается исходя из стоимости рисковых и безрисковых активов. Рисковыми активами являются паи открытого паевого инвестиционного фонда облигаций «Тройка Диалог – Илья Муромец» под управлением УК «Сбербанк Управление Активами». Под безрисковыми активами подразумеваются активы динамической корзины, размещенные в условный депозит в рублях, проценты по которому начисляются, если значение показателя фактической подверженности финансовому риску составляет менее 100%. Безрисковые активы определяются с учетом ставки MosPrime на три месяца.
ООО «ВТБ Капитал Финанс»	Облигации серии 15	RU000A0JU7A9	14.10.2013/ 20.05.2015	Дополнительный доход привязан к стоимости акций «Норильского никеля».
ООО «ВТБ Капитал Финанс»	Облигации серии 14	RU000A0JUDL4	30.12.2013/ 22.12.2014	Дополнительный доход зависит от двух базовых активов. Первым базовыми активам является индекс Euro Stoxx 50. Вторым базовым активом выступает индекс S&P 500.
АО «Россельхозбанк»	Облигации бессрочные серии 06Т1	RU000A0JWMZ1	15.07.2016/ бессрочные	Ставка купонов привязана к доходности по облигациям федерального займа.

ценных бумаг как юридически надежного инструмента, предназначенного для публичного обращения, в отличие, например, от внебиржевых деривативов. Ограничения также вызваны предварительным (ex ante) контролем за условиями выпуска со стороны Банка России либо организатора торговли в случае выпуска биржевых структурных облигаций. Такие ограничения существенно снижают риски недействительности для структурных облигаций.

Наконец, действующая редакция ГК РФ предусматривает ряд ограничений на признание сделок недействительными, которые дополнительно защищают эмитента и инвесторов от данного риска.

Таким образом, при правильном структурировании документации вероятность реализации описанных выше правовых рисков может рассматриваться как незначительная.

СЛОЖНОСТЬ РАСЧЕТА КОМИССИИ ЗА ВЫПУСК СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Структурный продукт предполагает формирование пакетного решения для инвестора. В связи с этим расходы продавца и его комиссия зачастую не раскрываются инвесторам. Полагаем, что данная проблема актуальна прежде всего при продаже структурных облигаций розничным инвесторам и должна решаться через повышение прозрачности механизмов реализации таких продуктов на внебиржевом рынке.

Стоит отметить, что Банк России готовит законопроект о структурных облигациях, который, возможно, позволит снизить или полностью исключить потенциальные риски, связанные с их размещением.

ПРЕИМУЩЕСТВА СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Исходя из сказанного выше, мы можем выделить следующие преимущества структурных облигаций:

– Структурные облигации проходят предварительную проверку со стороны регистрирующего органа (Банка России), что предполагает дополнительный контроль за юридической чистотой их условий. Команда LECAP участвовала в выпуске нескольких десятков таких продуктов, значительной части которых присваивался рейтинг международного рейтингового агентства. Такие агентства анализируют условия сделки и связанные с ней риски значительно лучше, чем обычные участники рынка. Это обеспечивает дополнительную юридическую надежность структурных облигаций.

– Ограниченный срок оспаривания. Как отмечалось выше, по общему правилу требования об оспаривании размещения структурных облигаций могут предъявляться, в зависимости от толкования закона, до начала их размещения или в течение шести месяцев после начала их размещения.

– Защита капитала. Плавающий доход в структурных облигациях с защитой капитала означает возможность инвестора потерять выгоды от инвестирования капитала, но не сам инвестированный капитал, защищенный, как правило, надежным рейтингом эмитента.

– Доступ к глобальному финансовому рынку. Выпуск структурных облигаций осуществляется на значительный объем. Выпуская такие облигации, эмитент часто одновременно хеджирует свои риски, используя лучшие условия на глобальном рынке финансовых активов, доступ к которому может быть закрыт отдельному локальному инвестору. Значительный объем привлекаемых средств зачастую дает эмитенту возможность совершить хеджирующую сделку с крупнейшими финансовыми домами. Это позволяет предусматривать в структурных облигациях более выгодные условия по сравнению с иными продуктами, доступными локальным инвесторам, либо предоставлять доступ к базовым активам, которые вообще не представлены на локальном уровне.

– Оборотоспособность. Несмотря на то что структурные облигации зачастую менее ликвидны, чем биржевые инструменты с фиксированной доходностью, они могут быть значительно более оборотоспособны, чем внебиржевые деривативы, в особенности, если они размещаются с невысоким номиналом.