

Юридическая практика

Non capital protected instruments. Теперь и в России

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

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 инструментов в России за счет урегулирования новой разновидности ценных бумаг – структурных облигаций, которые так давно ждал рынок. 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 ИП, 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:

- ❖ 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

В целом, нужно признать, что Закон соответствует общемировым практикам и те элементы, которых не доставало 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

Таковыми 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):

- | | | | | |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------|------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|
| <p>а. изменения определенных показателей (цен на товары, ценные бумаги, курса соответствующей валюты и т.п.)</p> | <p>б. исполнения или неисполнения обязательств третьими лицами</p> | <p>или</p> | <p>в. иные обстоятельства, если они определены ФЗ или ЦБ РФ и относительно которых неизвестно, наступят они или нет;</p> | <p>г. микс: одно или несколько значений из указанных.</p> |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------|------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|

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 индексированным 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 его 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-тидневный «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 важных аспектов:

- кредитное качество самого эмитента (если эмитентом будет выступать специализированное общество проектного финансирования, скорее всего, для целей рейтинга он не будет учитываться);
- 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 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.