



## ОБЗОРНЫЙ ДОКЛАД

# СТРУКТУРНЫЕ ОБЛИГАЦИИ В РОССИИ: НОВЫЙ ИНСТРУМЕНТ НА РОССИЙСКОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

Декабрь 2019

## Правовая оговорка

Доклад предназначен только для информационных целей и не может быть использован в качестве юридического, финансового или иного профессионального консультационного документа. Несмотря на то, что информация, содержащаяся в данном докладе, получена из надежных источников, СРО НФА не имеет права гарантировать или утверждать, что она является точной, соответствующей и полной. В обзорном докладе представлена информация о российском и европейском рынке структурных продуктов (облигаций) по состоянию на 14 ноября 2019 года.

**СРО НФА благодарит Павла Васильева, руководителя подразделения инвестиционных и секьюритизированных продуктов Сбербанк КИБ и Ольгу Глушкову, главного эксперта Управления правовой поддержки инвестиционно-банковского бизнеса Юридической дирекции ПАО РОСБАНК, а также других членов Рабочей группы СРО НФА по структурным облигациям, которые внесли существенный вклад в подготовку данного обзорного доклада.**

## Над обзорным докладом работали

- Андрей Крылов, начальник Управления рынков ценных бумаг СРО НФА
- Юлия Зотикова, заместитель начальника Управления рынков ценных бумаг СРО НФА

ISBN 978-5-9902100-4-2



9 785990 210042

Саморегулируемая организация  
«Национальная финансовая ассоциация»  
107045 Москва, Большой Сергиевский  
переулок, 10  
Телефон: +7 (495) 980-98-74  
E-mail: info@nfa.ru  
www.nfa.ru  
www.financevent.ru

ISBN 978\_5\_9902100\_4\_2



## Оглавление

<b>1. Регулирование структурных облигаций в России</b> .....	<b>3</b>
1.1. Появление структурных облигаций на российском финансовом рынке .....	3
1.2. Чем же было обусловлено появление СО на российском финансовом рынке? .....	4
1.3. Краткая хронология принятия Закона 75-ФЗ .....	5
1.4. Нормативные акты Банка России, разработанные в целях исполнения Закона 75-ФЗ .....	5
<b>2. Структурные облигации – отдельный продукт на российском финансовом рынке</b> .....	<b>6</b>
2.1. Особенности продукта и его отличия от обычной («классической») облигации .....	6
2.2. Преимущества структурных облигаций .....	9
<b>3. Международный опыт в регулировании и практике структурных продуктов</b> .....	<b>10</b>
3.1. Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO) .....	11
3.2. Европейский союз .....	13
3.2.1. Структурные продукты для инвесторов - физических лиц .....	15
<b>4. Вызовы для дальнейшего развития структурных облигаций в России</b> .....	<b>22</b>
4.1. Досрочное погашение .....	23
4.2. Расчетный агент .....	23
4.3. Производные финансовые инструменты и структурные облигации .....	24
4.4. Налогообложение структурных облигаций .....	25
4.5. Допуск к структурным облигациям неквалифицированных инвесторов .....	26
4.6. Принятие законопроекта о категоризации инвесторов .....	27



# 1. Регулирование структурных облигаций в России

## 1.1. Появление структурных облигаций на российском финансовом рынке

16 октября 2018 года вступил в силу Федеральный закон от 18 апреля 2018 г. N 75-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» в части регулирования структурных облигаций» (далее – Закон 75-ФЗ). Так в российском правовом поле был законодательно закреплён новый финансовый инструмент – структурная облигация (далее – СО).

Согласно части пятой статьи 1 Закона 75-ФЗ, Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон 39-ФЗ) был дополнен статьей 27.1-1 следующего содержания:

*«Статья 27.1-1. Особенности эмиссии и обращения структурных облигаций*

*1. Эмитент вправе размещать 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 настоящего Федерального закона (далее - структурные облигации). Если от наступления или ненаступления указанных в настоящем пункте обстоятельств зависит только размер дохода (цена размещения и (или) размер процента) по облигациям, такие облигации не являются структурными. Размер выплат по структурной облигации может быть меньше ее номинальной стоимости.».*

Например, если эмиссионными документами будет предусмотрено обязательное получение владельцем облигации ее номинальной стоимости и установленного процента, а также получение дополнительного дохода, установленного в процентах, размер и вероятность получения которого будут зависеть от стоимости акции или иной ценной бумаги, такая облигация не будет являться структурной (поскольку она закрепляет безусловное право владельца на получение ее номинальной стоимости в полном объеме, а от наступления или ненаступления обстоятельств, предусмотренных пунктом 1 части двадцать девятой статьи 2 Закона 39-ФЗ, зависит только размер дополнительного дохода по ней).

В качестве базового актива СО могут выступать как ценные бумаги, кредитный риск, процентные ставки и индексы, так и гибридные и экзотические активы (но в любом случае соответствующие пункту 1 части 29 статьи 2 Закона 39-ФЗ), в зависимости от потребностей и целей инвестора(-ов). Погашение СО может происходить денежными средствами или(и) путем передачи базового актива.

Таким образом, СО представляет собой более сложный по сравнению с традиционными облигациями продукт, несущий в себе риск возможной потери инвестированных средств. Это означает, что данные бумаги потенциально могут иметь большую доходность, чем классические облигации, однако риски для инвесторов будут, как правило, выше.



## 1.2. Чем же было обусловлено появление СО на российском финансовом рынке?

В пояснительной записке к проекту Закона 75-ФЗ было указано, что «объем находящихся в обращении на мировом финансовом рынке так называемых структурных продуктов составляет около 2 трлн долларов, ежегодный объем продаж – около 500 млрд долларов. При этом более 70% всех выпущенных структурных продуктов приходится на продукты с частичной защитой капитала. В рамках российского правового поля выпуск долговых ценных бумаг, не гарантирующих возврата их владельцам полной номинальной стоимости, не допускается, в связи с чем для выпуска подобных инструментов российским банкам или профессиональным участникам рынка ценных бумаг приходится привлекать иностранные юридические лица. И если до введения антироссийских санкций это можно было делать с использованием иностранных дочерних организаций российских компаний, то в настоящее время при выпуске структурных продуктов в обязательном порядке необходимо пользоваться услугами иностранных компаний, не связанных с российскими банками (профессиональными участниками рынка ценных бумаг), и, соответственно, терять часть доходности. В связи с этим меньшую доходность получают и владельцы структурных продуктов.

Поскольку со стороны инвесторов имеется существенный спрос на структурные продукты с частичной защитой капитала, которые в то же время предоставляют возможность получения более высокой доходности по сравнению с традиционными облигациями, представляется актуальным принятие законодательства, регулирующего процедуру выпуска и обращения такого рода инструментов в России.»

Действительно, в мире распространены облигации с частичной или отсутствующей защитой капитала (*non-capital protected bonds*). Получение выплат по ним зависит от наступления или ненаступления одного или нескольких обстоятельств. Причем в зависимости от наступления или ненаступления обстоятельств может выплачиваться или не выплачиваться не только размер дохода, но и номинальная стоимость облигаций. На российском же рынке в связи с наличием спроса на такие инструменты, но при отсутствии правовой базы для их выпуска существовали предложения, структурированные по иностранному праву. Также существовали инструменты, в которых только дополнительный доход (условие его выплаты и/или его размер) зависел от динамики базового актива – имевшие наименование «структурные облигации» (они существуют и в настоящий момент, но маркетинговые наименования более не содержат слова «структурные»).

Таким образом, целями введения инструмента СО в российское законодательство, регулирующее рынок ценных бумаг, явились развитие российского рынка и приближение его инфраструктуры к возможностям развитых рынков, а также замещение части бизнеса иностранных банковских групп по эмиссии Нот по английскому праву<sup>1</sup>, предлагаемых российским клиентам, бизнесом российских финансовых институтов. Немаловажным стимулом при этом явилось распространение российского регулирования деятельности эмитентов на рынке, осуществляемого Банком России, на процесс выпуска и обращения таких инструментов.

<sup>1</sup> *Структурная облигация* – экономически и юридически является наиболее близким аналогом широко используемого в европейских юрисдикциях и в США инструмента – *Notes (Ноты)*.



### 1.3. Краткая хронология принятия Закона 75-ФЗ

28 июня 2017 г. депутатами Государственной Думы А.Г. Аксаковым, И.Б. Дивинским и членом Совета Федерации Н.А. Журавлевым в Государственную Думу был внесен проект федерального закона «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и иные законодательные акты Российской Федерации в части регулирования структурных расписок» (далее - Проект № 211550-7).

8 ноября 2017 г. Проект № 211550-7 был принят в первом чтении. При подготовке ко второму чтению он претерпел значительные изменения. Большая часть поправок была обусловлена заменой понятия "структурные расписки" на понятие "структурные облигации".

21 марта 2018 г. Проект № 211550-7 был принят во втором чтении.

29 марта 2018 г. – в третьем чтении.

11 апреля 2018 г. Проект № 211550-7 был одобрен Советом Федерации Федерального Собрания Российской Федерации.

18 апреля 2018 г. Федеральный закон N 75-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» в части регулирования структурных облигаций» был подписан Президентом Российской Федерации и опубликован на официальном Интернет-портале [www.pravo.gov.ru](http://www.pravo.gov.ru).

### 1.4. Нормативные акты Банка России, разработанные в целях исполнения Закона 75-ФЗ

В целях исполнения Закона 75-ФЗ Банком России было разработано Указание Банка России от 18 декабря 2018 г. № 5020-У «О внесении изменений в Положение Банка России от 11 августа 2014 года № 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» (далее - Указание Банка России № 5020-У). Вступило в силу с 23 февраля 2019 г.

В соответствии с пунктом 6 статьи 27.1-1 Закона 39-ФЗ в настоящее время в рамках специализированной рабочей группы при Банке России совместно с участниками рынка идет обсуждение методологических основ для проекта Указания Банка России «О критериях структурных облигаций, которые могут предлагаться неквалифицированным инвесторам».

Необходимо отметить, что в Инструкцию Банка России от 27 декабря 2013 г. № 148-И «О порядке осуществления процедуры эмиссии ценных бумаг кредитных организаций на территории Российской Федерации» и в Положение Банка России от 30 декабря 2014 г. № 454-П «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» соответствующие изменения не внесены, но Банк России планирует отменить указанные нормативные акты и уже провел публичное обсуждение проектов новых нормативных актов (Положения о стандартах эмиссии ценных бумаг и Положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг).



## 2. Структурные облигации – отдельный продукт на российском финансовом рынке

### 2.1. Особенности продукта и его отличия от обычной («классической») облигации

Российский рынок структурных облигаций находится в самом начале пути своего становления и развития. Так, на сегодняшний день<sup>2</sup> Банком России зарегистрировано менее 10 (десяти) выпусков структурных облигаций.

Необходимо обратить внимание, что 14 ноября 2019 года началось размещение первого выпуска рублевых структурных облигаций серии ОЗ (государственный регистрационный номер 6-03-00508-R)<sup>3</sup> ООО «СФО БКС Структурные Ноты» с частичной защитой капитала, зарегистрированных по российскому праву. Организатором выпуска выступила компания БКС Капитал в рамках совместного проекта с BCS Global Markets<sup>4</sup>. Объем выпуска – 600 млн рублей. Номинальная стоимость одной бумаги – 1 000 рублей. Срок обращения облигаций – 3 года. Цена размещения – 100% от номинала. Облигации размещаются по закрытой подписке среди квалифицированных инвесторов.

Отдельно необходимо отметить, что в настоящее время широкое распространение получили облигации с защитой капитала (далее – ОЗК), которые по своей природе не являются структурными облигациями, но дают инвестору определенную зависимость уровня доходности от принимаемого риска в отношении дохода по таким облигациям (но не номинальной стоимости) в зависимости от его риск-аппетита.

ОЗК гарантируют возврат номинальной стоимости облигации, а также, в зависимости от условий, указанных в эмиссионной документации, дают возможность получения дополнительного процентного дохода при выполнении условий динамики базового актива.

Согласно данным Московской биржи, которые были представлены Анной В. Кузнецовой, Членом Правления, Управляющим директором по фондовому рынку ПАО Московская биржа на Форуме ПФИ-2019, в обращении находится 189 выпусков ОЗК на 177 млрд руб., причем продукты появляются в основном с ориентацией на рублевую доходность (79% выпусков). В части базового актива, большая часть обращающихся ОЗК ориентирована на акции и ADR (38%), на индексы (17%), на валюту (14%) и на ставки (13%).

С учетом того, что 28% от обращающихся на Московской бирже облигаций являются облигациями без защиты капитала, то есть структурными продуктами, выпущенными по иностранному праву<sup>5</sup>, представляется целесообразным выделить ключевые особенности и возможности, которые дает СО по сравнению с «классическими» облигациями и за счет которых у СО имеются значительные перспективы в их дальнейшем развитии и замещении структурных облигаций по иностранному праву.

<sup>2</sup> По состоянию на 13 ноября 2019 года.

<sup>3</sup> Более детальная информация представлена на сайте в сети Интернет ООО «СФО БКС Структурные Ноты»: [http://bcs-sn.ru/upload/iblock/019/СФО%20БКС%20СН\\_Завершение%20размещения.pdf](http://bcs-sn.ru/upload/iblock/019/СФО%20БКС%20СН_Завершение%20размещения.pdf).

<sup>4</sup> <https://bcscapital.ru/news/bks-kapital-i-moskovskaya-birzha-anonsirovali-vypusk-pervykh-strukturnykh-obligatsiy-zaregistrirovan/>.

<sup>5</sup> Согласно данным Московской биржи, которые были представлены Анной В. Кузнецовой, Членом Правления, Управляющим директором по фондовому рынку ПАО Московская биржа на Форуме ПФИ-2019.



Характеристика	«Классическая» облигация	Структурная облигация
<b>Вид финансового инструмента, его признаки</b>	<p>Долговой инструмент, обладающий следующими признаками:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• передача инвестором (кредитором) денежных средств заёмщику (эмитенту) при покупке инструмента в полном объёме;</li> <li>• обязательство заёмщика (эмитента) вернуть полученные денежные средства инвесторам (кредиторам);</li> <li>• отсутствие ограничений на обращение ценной бумаги, удостоверяющей обязательство, на вторичном рынке;</li> <li>• срочность обязательства, установленная путём указания даты погашения (прекращения обязательства);</li> <li>• наличие эмиссионной документации, описывающей права владельцев обязательства и эмитента обязательства.</li> </ul>	<p>Специфический инструмент, существующий в формате ценной бумаги и содержащий в себе как элементы (признаки) долговых инструментов (облигаций), так и следующие элементы производных финансовых инструментов:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• зависимость выплат по инструменту от значений (цен, зависимостей) рыночных индикаторов – так называемых Базовых активов;</li> <li>• использование в качестве Базовых активов значений цен акций, товаров, курсов валют, индексов, процентных ставок, а также «кредитного риска» (обстоятельств, свидетельствующих о неисполнении своих финансовых обязательств заёмщиками);</li> <li>• невозможность заранее точно определить суммы выплат по инструменту (включая выплаты дохода и суммы, выплачиваемые при погашении) и/или сам факт осуществления таких выплат.</li> </ul>
<b>Круг эмитентов</b>	Не ограничен (за исключением облигаций без определения срока их погашения).	<p>Ограничен:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• кредитные организации;</li> <li>• брокеры*;</li> <li>• дилеры*;</li> <li>• СФО*<sup>6</sup>.</li> </ul>
<b>Круг инвесторов</b>	Не ограничен.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Квалифицированные инвесторы.</li> <li>• Неквалифицированные инвесторы (им можно будет предлагать только такие структурные облигации, которые будут соответствовать критериям, разработанным Банком России).</li> </ul>
<b>Выплаты и доход</b>	<p>Предусматривает право ее владельца на получение ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Может также предусматривать право ее владельца на получение установленных в ней процентов либо иные имущественные права. Доходом являются процент и (или) дисконт.</p>	<p>Предусматривает право ее владельца на получение выплат по ней в зависимости от наступления или ненаступления одного или нескольких обстоятельств, предусмотренных пунктом 1 части 29 статьи 2 Закона 39-ФЗ.</p> <p>При этом может быть предусмотрено, что в зависимости от наступления или ненаступления обстоятельств, указанных в решении о выпуске структурных облигаций, выплаты по структурной облигации не осуществляются.</p> <p>Размер выплат может быть меньше ее номинальной стоимости.</p>

<sup>6</sup> \* При обязательном условии обеспечения структурных облигаций залогом денежных требований и (или) иного имущества.



<b>Досрочное погашение по усмотрению эмитента</b>	Возможно, если установлено решением о выпуске облигаций.	Невозможно, за исключением не зависящих от воли эмитента случаев, предусмотренных решением о выпуске структурных облигаций.
<b>Решение о выпуске</b>	Требования к содержанию установлены Законом 39-ФЗ.	Помимо сведений, предусмотренных Законом 39-ФЗ для облигаций, должно содержать: 1) сведения об обстоятельствах, в зависимости от наступления или ненаступления которых осуществляются либо не осуществляются выплаты по структурной облигации с указанием числовых значений (параметров, условий) или порядка их определения либо с указанием на то, что такие числовые значения (параметры, условия) или порядок их определения будут установлены уполномоченным органом эмитента до начала размещения структурных облигаций; 2) размер выплат по структурной облигации или Порядок его определения либо указание на то, что такой размер или порядок его определения будет установлен уполномоченным органом эмитента до начала размещения структурных облигаций. При этом может быть предусмотрено, что в зависимости от наступления или ненаступления обстоятельств, указанных в решении о выпуске структурных облигаций, выплаты по структурной облигации не осуществляются.
<b>Государственная регистрация выпуска</b>	Банк России (за исключением биржевых).	Банк России (выпусков, в том числе в рамках программы).
<b>Дополнительные обязанности эмитента</b>	-	Эмитент структурных облигаций, решение о выпуске которых в соответствии с пунктом 3 статьи 27.1-1 Закона 39-ФЗ предусматривает определение уполномоченным органом эмитента числовых значений (параметров, условий) и (или) размера выплат либо порядка их определения, обязан до начала размещения таких облигаций представить в Банк России уведомление о содержании решения о выпуске структурных облигаций уполномоченного органа эмитента.
<b>Дополнительная защита прав инвесторов</b>	-	Согласно пункту 9 статьи 27.1-1 «Особенности эмиссии структурных облигаций» Закона 39-ФЗ предусмотрен «период охлаждения»: Физическое лицо, не являющееся квалифицированным инвестором или индивидуальным предпринимателем и приобретающее размещаемые структурные облигации, которые не являются ценными бумагами, предназначенными для квалифицированных инвесторов, в течение



		<p>10 (десяти) рабочих дней с даты заключения договора, на основании которого размещаются указанные структурные облигации, вправе расторгнуть его в одностороннем порядке и потребовать возврата внесенных в оплату структурных облигаций денежных средств.</p> <p>Эмитент обязан вернуть внесенные в оплату структурных облигаций денежные средства физическому лицу, расторгнувшему соответствующий договор по основанию, указанному в настоящем пункте, в течение 7 рабочих дней с даты получения уведомления о его расторжении.</p>
--	--	---

При этом СО с учетом своей продуктовой специфики имеет не только ряд отличий от «классических» облигаций, но и признаки встроенного в него производного финансового инструмента<sup>7</sup>, в частности:

1. Зависимость выплат по инструменту от значений (цен, зависимостей) рыночных индикаторов – так называемых, базовых активов;
2. Использование в качестве базовых активов значений цен акций, товаров, курсов валют, индексов, процентных ставок, а также «кредитного риска» (обстоятельств, свидетельствующих о неисполнении своих финансовых обязательств заёмщиками);
3. Невозможность заранее точно определить суммы выплат по инструменту (включая выплаты дохода и суммы, выплачиваемые при погашении) и/или сам факт осуществления таких выплат.

## 2.2. Преимущества структурных облигаций

Таким образом, можно обозначить следующие основные преимущества СО для эмитентов и инвесторов.

Для эмитентов использование СО по российскому праву дает возможность:

- выпуска СО в России без использования иностранной дочерней компании;
- размещение и обращение СО осуществляются по общим правилам для облигаций по российскому праву и практике структурирования финансовых инструментов;
- предоставить своим клиентам комплексный инструмент управления капиталом с учетом их аппетита к риску.

В качестве целевых инвесторов в СО представляются перспективными следующие категории:

- частные инвесторы;
- высокообеспеченные частные лица и специальные компании для управления капиталом таких инвесторов;
- институциональные инвесторы (пенсионные фонды, управляющие компании, страховые организации).

Если рассматривать СО с точки зрения инвестора, то СО являются более рискованным продуктом, чем депозит или «классические» облигации, однако потенциально они имеют большую

<sup>7</sup> Более подробно см. п. 4.3. ПФИ и СО.



доходность. Кроме того, СО - надежный с юридической точки зрения инструмент, т.к. его условия подлежат контролю со стороны Банка России (как и «классические» облигации), а для инвесторов - физических лиц на законодательном уровне закреплено право на последующий отказ от приобретения СО<sup>8</sup> после заключения сделки (в течение «периода охлаждения») (для неквалифицированных инвесторов).

### 3. Международный опыт в регулировании и практике структурных продуктов

В международной практике отсутствует согласованный подход к комплексному регулированию структурных продуктов (далее – СП), однако имеются наработки по синхронизации подходов регулирования со стороны международных организаций.

Международной организацией комиссий по ценным бумагам (далее – IOSCO)<sup>9</sup> был опубликован ряд докладов, в частности, «Регулирование структурных продуктов для физических лиц» (Regulation of Retail Structured Products) от 2013 года и «Лучшая практика в отношении должности осмотрительно управляющих инвестициями при инвестировании в структурные финансовые продукты» (Good Practices in Relation to Investment Managers' Due Diligence When Investing in Structured Finance Instruments) от 2009 года.

В Европейском союзе основополагающим регуляторным документом является Регламент (ЕС) № 600/2014 Европейского парламента и Совета от 15 мая 2014 «О рынках финансовых инструментов и дополняя Регламент (ЕС) № 648/2012»<sup>10</sup> (далее – MiFIR) и Директива 2014/65/ЕС/ Европейского Парламента и Совета от 15 мая 2014 года «О рынках финансовых инструментов с поправками к Директиве 2002/92/ЕС и Директиве 2011/61/ЕС» (далее – MiFID II)<sup>11</sup>, которые дополняются применительно к СП требованиями Регламента ЕС 1286/2014 Европейского Парламента и Совета от 26 ноября 2014 года «О документации по ключевой информации о пакетных розничных и страховых инвестиционных продуктах»<sup>12</sup> (далее – PRIIPs) и Регламента (ЕС) 2017/1129 Европейского Парламента и Совета от 14 июня 2017 года «Об обязательной публикации проспектов в случае, когда ценные бумаги предлагаются общественности или допускаются к торгам и отменяя Директиву 2003/71/ЕС»<sup>13</sup> (далее – Регламент о проспектах).

Представляется также перспективным анализ опыта Европейского союза в части регулирования СП для последующей возможной его адаптации к условиям российского рынка с учетом рекомендаций IOSCO, как на регуляторном уровне, так и на уровне формирования лучшей практики со стороны российских участников рынка.

<sup>8</sup> С учетом действующей регуляторной и законодательной базы.

<sup>9</sup> International Organization of Securities Commissions // <https://www.iosco.org>

<sup>10</sup> Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012 // <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0600&from=EN>

<sup>11</sup> Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU // <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=EN>

<sup>12</sup> Regulation (EU) No 1286/2014 of the European Parliament and of the Council of 26 November 2014 on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs) // <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R1286&from=EN>

<sup>13</sup> Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC // <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R1129&from=EN>



### 3.1. Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO)

В июле 2009 года IOSCO был опубликован доклад «Лучшая практика в отношении должности осмотрительно управляющих инвестициями при инвестировании в структурные финансовые продукты» (Good Practices in Relation to Investment Managers' Due Diligence When Investing in Structured Finance Instruments)<sup>14</sup> (далее – Доклад).

Основной задачей Доклада является определение оптимальных критериев оценки качества процесса инвестирования в структурные продукты. Эти критерии были определены на основе анализа рыночной практики, существующей на момент подготовки Доклада, и носят рекомендательный характер.

В Докладе отдельное внимание обращено на то, что риски по каждому структурному продукту различны, поэтому требуется повышенная осмотрительность при оценке и инвестировании со стороны управляющих инвестициями в структурные продукты:

- не стоит рекомендовать приобретать структурный продукт, если такой инвестор не понимает, как он работает;
- проверка целесообразности инвестирования является комплексным процессом, который строится на понимании базовых активов структурного продукта.

Среди рекомендаций, которые должны быть приняты во внимание инвестиционным менеджером при выборе структурного продукта для инвестора-физического лица, определены, в частности, следующие:

- ✓ должна быть проведена оценка актуальности, достоверности и соответствия информации, на основе которой управляющие инвестициями оценивают как сам структурный продукт, так и базовый актив структурного продукта;
- ✓ управляющий инвестициями должен оценить и снизить риски соответственно, а также решить, является ли полученный уровень доходности приемлемым;
- ✓ управляющие инвестициями должны проводить анализ базовых активов основываясь на информации, которая имеет отношение к данному конкретному типу базовых активов. Они также должны проверить, насколько эти данные детализированы;
- ✓ необходимо четко понимать, соответствует ли цена предполагаемым рискам;
- ✓ при проведении стресс-теста управляющие инвестициями должны сначала оценить достоверность и актуальность используемой информации. Анализ должен основываться на юридических документах или на проспектах этих документов. Проспекты документов должны анализироваться тщательно и осторожно, также следует проверять любые расхождения с проверенными документами;
- ✓ управляющий инвестициями должен понимать роли сторон, участвующих в сделке;
- ✓ управляющий инвестициями должен во всех случаях быть в состоянии объяснить, почему он считает, что цена, которую платит инвестор, является приемлемой по отношению к рискам, которые он понесет.

<sup>14</sup> Good Practices in Relation to Investment Managers' Due Diligence When Investing in Structured Finance Instruments - Final Report of Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions - July 2009 // <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD300.pdf>



Следующим этапом развития со стороны IOSCO анализа практик регулирования национальными уполномоченными органами по регулированию рынка ценных бумаг и рыночной практики стала публикация в апреле 2013 года доклада «О регулировании структурных продуктов для физических лиц»<sup>15</sup> (далее – Доклад о SRP).

*В Докладе о SRP под структурными продуктами понимаются сложные финансовые инструменты, в том числе, структурные ноты, структурные фонды и структурные депозиты, объединяющие характеристики базового инструмента (такого как нота, фонд, депозит или договор страхования) и встроенного производного финансового инструмента, который обеспечивает экономический риск на базовый актив, индекс или портфель. В этой форме структурные продукты предоставляют инвесторам в заранее установленное время выплаты, которые связаны с эффективностью базовых активов, индексов или других экономических значений.*

При этом в данное определение структурных продуктов не входят отдельные опционы, контракты на разницу или фьючерсы, так как дериватив не встроен в другой финансовый инструмент.

В части предложений о лучших практиках регулирования распространения структурных продуктов, Доклад о SRP базируется на результатах итогового доклада IOSCO «Критерии соответствия в отношении распространения сложных финансовых продуктов»<sup>16</sup> (далее – Доклад о СФП).

В Докладе о СФП дан ряд важных определений, который предоставляет возможность определить периметр применения вышеуказанных докладов IOSCO:

- под «распространением сложных финансовых продуктов», в широком смысле этого определения, понимаются услуги по продаже посредником, включая маркетинг, продажи, консультирование, рекомендации и, при необходимости, управление брокерскими счетами/индивидуальными портфелями, что приводит к владению клиентами сложными финансовыми продуктами;
- под «комплексными финансовыми продуктами» понимаются финансовые продукты, чьи условия, особенности и риски вряд ли будут понятны розничному клиенту из-за их сложной структуры (в отличие от более традиционных или простых (plain-vanilla) инвестиционных инструментов), и которые также сложно оценивать (т.е. их оценки требуют определенных навыков и/или систем, особенно когда существует очень ограниченный вторичный рынок или он вообще отсутствует);
- под «критериями соответствия» понимается любой стандарт или требование, которое финансовый посредник обязан или должен соблюдать при распространении финансовых продуктов - в том числе, как указано в предоставлении рекомендаций по инвестициям, управлении индивидуальным портфелем или в предложении к продаже как с рекомендацией, так и без нее, - оценить, соответствует ли продаваемый продукт финансовому положению и потребностям клиента.

<sup>15</sup> Regulation of Retail Structured Products (Final Report) FR14/13 December 2013 // <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD434.pdf>

<sup>16</sup> Suitability Requirements With Respect To the Distribution of Complex Financial Products (Final Report) FR01/13 // <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD400.pdf>



Доклад о SRP предлагает национальным уполномоченным регуляторам финансового рынка использовать разработанный IOSCO набор инструментов для регулирования структурных продуктов для физических лиц.

Данный набор содержит 15 основных высокоуровневых инструментов, среди которых: **регламентационный арбитраж**, влияющий на эффективность регулирования структурных продуктов; **цепочка определения стоимости** для решения проблем, возникающих на каждом или конкретном этапе жизни продукта; **идентификация инвестора**, содержащая применимые к эмитентам требования о продаже структурных продуктов инвестору-физическому лицу, а также анализ и оценку потребностей инвесторов-физических лиц и особенностей продукта; **использование финансового моделирования**, способствующего выявлению рисков и проблем в работе структурных продуктов; **процесс утверждения продукта** для решения проблем формирования продукции с учетом определения дизайна продукции, целевого рынка и урегулирования конфликтов интересов; **стандарты продукта**, представляющие определённые критерии (например, минимальные требования к размеру капитала эмитента); **стандарты раскрытия информации** и их **краткое описание**; **расходы и сборы** по самому структурному продукту и его компонентам (базовым активам); **использование оценки справедливой стоимости**, которая поможет инвесторам понимать ценообразование и сравнивать различные структурные продукты; **возможные сценарии** работы продукта и его будущей отдачи, требование повторного **тестирования** математической формулы продукта и раскрытия результатов инвесторам; повышение уровня **информированного инвестиционного решения**, чтобы оказать помощь инвесторам в определении проблем и рисков, связанных с конкретными структурными продуктами, а также стратегии принятия инвестиционного решения; требования к эмитентам структурного продукта брать ответственность за **канал его продаж**; **пост-продажная практика** принятия регулятивных мер после распределения продуктов.

### 3.2. Европейский союз

MiFID и MiFIR установили регулирование структурных продуктов на уровне Европейского союза и способствуют укреплению защиты инвесторов и улучшению функционирования финансовых рынков, сделав их более эффективными, устойчивыми и прозрачными.

Согласно пункту 28 статьи 2 MiFIR, под структурными финансовыми продуктами понимаются:

- такие ценные бумаги, которые созданы для секьюритизации и передачи кредитного риска, связанного с пулом финансовых активов, и дают держателю этих ценных бумаг право получать регулярные платежи, которые зависят от потока денежных средств от базовых активов.

MiFID содержит: конкретные требования в отношении предоставления инвестиционных услуг; организационные требования к инвестиционным фирмам; организационные требования к торговым площадкам; обязательства, применимые к поставщикам услуг по передаче данных; правила осуществления деятельности по отношению к странам, действующим через филиал.

MiFID установлена следующая категоризация инвесторов:



- профессиональные клиенты<sup>17</sup>;
- розничные инвесторы<sup>18</sup>;
- правомочные контрагенты<sup>19</sup>.

MiFIR содержит требования: о раскрытии данных о прозрачности торговли; об устранении барьеров на пути к доступу к осуществлению клиринговых операций; организационные требования к торговым площадкам; о конкретных надзорных действиях в отношении финансовых инструментов; о предоставлении услуг зарубежным фирмам, не имеющим филиал.

В случае если эмитент структурных продуктов является его структуратором, то он должен учитывать следующие требования европейского регулирования:

- требования к управлению продуктом в рамках MiFID II;
- в случае если СП будет предлагаться инвесторам—физическим лицам, то на него будут распространяться требования PRIIPs, включая KID.

В случае, если эмитент СП является инвестиционной фирмой в рамках MiFID II, то такой эмитент также должен будет определить ключевую аудиторию инвесторов, которым будет предлагаться СП.

Рекомендации ESMA «О комплексных долговых инструментах и структурных депозитах»<sup>20</sup> от «04» февраля 2016 года (далее – Рекомендации ESMA), которые подготовлены в соответствии со статьей 25(4) MiFID и распространяются на уполномоченных регуляторов рынка ценных бумаг и организации<sup>21</sup>, определяют критерии для оценки долговых инструментов со встроенным деривативом<sup>22</sup>, а также уточняют различия между «комплексными» и «не комплексными» финансовыми инструментами.

В Рекомендациях ESMA представлен исчерпывающий перечень примеров ценных бумаг со встроенным деривативом:

- конвертируемые облигации;
- индексные облигации и турбо-сертификаты;
- условно-конвертируемые облигации;
- облигации, которые могут быть погашены досрочно эмитентом или предъявлены к досрочному погашению (по требованию владельца);
- кредитные ноты;
- варранты.

При этом европейский рынок характеризуется широким спектром структурных продуктов, предоставляемых на выбор инвесторам, в том числе включающих в себя встроенный дериватив без защиты капитала, например, дисконтные сертификаты, барьерные дисконтные сертификаты, кредитные ноты, обратно конвертируемые продукты с барьером и без, бонусные сертификаты и другие.

<sup>17</sup> Профессиональные клиенты – это организации, которые должны иметь регуляторную авторизацию на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и ряд других параметров, установленных приложением II MiFID. Также MiFIDом предусмотрено, что статус профессионального клиента может быть присвоен по запросу такого клиента с учетом требования раздела II Приложения II MiFID.

<sup>18</sup> Розничные инвесторы – это те инвесторы, которые не являются профессиональными клиентами.

<sup>19</sup> В зависимости от их активности к инвесторам, как профессиональным, так и к розничным может применяться определение правомочные контрагенты.

<sup>20</sup> ESMA Guidelines on complex debt instruments and structured deposits, 04 February 2016, ESMA/2015/1787//

<https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1787 - guidelines on complex debt instruments and structured deposits.pdf>

<sup>21</sup> Под «организациями» понимают инвестиционные фирмы, кредитные организации и внешние управляющие фондами в рамках их определения в статье 4 MiFID.

<sup>22</sup> Что крайне актуально для российской практики.



### 3.2.1. Структурные продукты для инвесторов - физических лиц

Согласно ежегодному статистическому докладу ESMA «Доходность и стоимость розничных инвестиционных продуктов в ЕС в 2019 году»<sup>23</sup> объем рынка структурных продуктов для инвесторов-физических лиц на конец 2017 года составил около 500 млрд евро (примерно 35 трлн руб. по курсу Банка России на 31 октября 2019 года) — 4% от общих финансовых активов домохозяйств ЕС. При этом большинство СП имели нулевую защиту капитала.

В части развития регуляторной базы на уровне ЕС, в марте 2013 года ESMA опубликовала заключение «О передовой практике механизмов управления структурными розничными продуктами» (далее – Заключение ESMA) 2014/332<sup>24</sup> по некоторым аспектам, связанным с разработкой и распространением СП. Заключение ESMA основано на Докладе о SRP, ключевые детали которого рассмотрены выше.

В Заключении ESMA также предоставлены примеры надлежащей практики, которые могли бы обеспечить защиту инвесторов в отношении характера деятельности и спектра инвестиционных услуг, осуществляемых в ходе этой деятельности; типов инвесторов, на которых они нацелены с учетом масштаба и характера деятельности фирмы (более подробно см. таблицу ниже).

Рекомендации	Практические рекомендации, связанные с использованием структурного продукта	Вопросы, которые могут быть рассмотрены в дополнение к рекомендациям (если имеются)
<b>Организационные меры по структурному продукту</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>Надлежащей практикой для эмитентов и дистрибьюторов структурных продуктов считается применение формальных организационных мер управления продуктом. Данные меры должны разрешать вопросы, связанные с любым потенциальным ущербом для инвестора, возникающие как на ранней стадии, во время выпуска, так и в течение всего жизненного цикла продукта, а также обеспечивать должный учет интересов инвесторов на каждом этапе жизненного цикла продукта.</li> <li>В зависимости от роли (эмитент и/или дистрибьютор) механизмы управления продукцией фирм охватывают следующие области: <ul style="list-style-type: none"> <li>• общую организацию механизмов управления продуктом;</li> <li>• модель продукта;</li> <li>• анализ эффективности продукта;</li> <li>• целевой рынок;</li> <li>• размещение продукции;</li> <li>• цену выпуска и прозрачность расходов;</li> <li>• вторичный рынок и погашение;</li> <li>• обзорную проверку.</li> </ul> </li> <li>Организации, не вовлеченные в процесс эмиссии, но занимающиеся дистрибуцией СП, несут полную ответственность перед инвесторами. Согласно нормам MiFID, организации, предоставляющие инвестиционные услуги, должны действовать честно, открыто и профессионально, в соответствии с интересами клиентов. Более того, такие организации обязаны применять соответствующий комплекс мер и процедур для обеспечения соблюдения законодательных требований, установленных MiFID.</li> <li>Организациям, распространяющим структурные продукты фирм, которые не входят в периметр MiFID, следует принять все возможные меры по проверке эмитента структурного продукта, убедиться, что он обеспечивает надлежащий уровень защиты интересов</li> </ol>	

<sup>23</sup> ESMA Annual Statistical Report “Performance and costs of retail investment products in the EU - 2019”, 10 January 2019 // [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-731-asr-performance\\_and\\_costs\\_of\\_retail\\_investments\\_products\\_in\\_the\\_eu.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-731-asr-performance_and_costs_of_retail_investments_products_in_the_eu.pdf)

<sup>24</sup> Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangements ESMA/2014/332 // [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-332\\_esma\\_opinion\\_u\\_structured\\_retail\\_products\\_-\\_good\\_practices\\_for\\_product\\_governance\\_arrangements.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-332_esma_opinion_u_structured_retail_products_-_good_practices_for_product_governance_arrangements.pdf)



	инвесторов, идентичный тому, который выдвигается надлежащей практикой, включенной в настоящее приложение.	
<b>Общая организация механизмов управления продуктом</b>	<p>1. Механизмы управления продуктом должны быть прозрачными, логичными и подлежащими проверке, в частности:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• определить процедуры, которым надо следовать до того, как СП будет выпущен или размещен, а также подготовить документацию, касающуюся всех важнейших элементов управления продуктом;</li> <li>• убедиться, что руководство организации берет на себя ответственность по выпуску и распространению структурного продукта;</li> <li>• определить роль и обязанности персонала, вовлеченного в процесс управления продуктом;</li> <li>• убедиться, что механизмы управления продукцией не основываются сверх меры на суждениях и дискреционных полномочиях ограниченного числа лиц, а базируются на эффективном вкладе всех вовлеченных сотрудников;</li> <li>• обеспечить надлежащий контроль за механизмами управления продукцией, в частности, за соблюдением законодательных требований;</li> <li>• организовать регулярное обновление и проверку механизмов управления продуктом, чтобы убедиться в их надежности и способности выполнять свои функции и чтобы наилучшим образом обеспечить учет интересов инвесторов.</li> </ul> <p>2. Следует организовать своевременный обмен информацией между структураторами и назначенными ими дистрибьюторами СП. Например, дистрибьюторы должны своевременно сообщать о жалобах, которые они получали в отношении ранее проданных СП.</p>	<p>1. Как можно убедиться, что в принятии мер по управлению продуктами участвуют соответствующие уполномоченные лица, не имеющие конфликта интересов?</p> <p>2. Как определяются и оцениваются соответствующие навыки вовлеченного персонала?</p> <p>3. Понимает ли соответствующий персонал свою роль и обязанности?</p> <p>4. Вовлечен ли независимый персонал в управление продуктом?</p> <p>5. Каким образом учитываются интересы инвесторов?</p>
<b>Разработка продукта</b>	<p>1. При разработке СП рекомендовано надлежащее выполнение инвестиционных задач.</p> <p>2. Функция обеспечения соответствия целям и потребностям инвестора, для которого разрабатывается СП, должна быть включена в модель продукта.</p> <p>3. Надлежащей практикой для эмитентов является учет интересов инвестора при моделировании, оценке и ценообразовании структурного продукта.</p> <p>4. Рекомендуется использовать моделирование и статистический анализ при определении структурного продукта. Это означает, что до выпуска СП структураторы проводят</p>	<p>1. В достаточной ли мере системы и средства управления структуратора поддерживают процесс разработки СП или потребуются новые ИТ-системы и приложения?</p>



	<p>надежное, беспристрастное и независимое от арбитража тестирование СП, чтобы другая сторона могла должным образом оценить ценообразование продукта и найти компромиссный вариант соотношения риск/доходность.</p> <p>5. Рекомендуется убедиться, что дистрибьюторам доступна соответствующая информация о выпускаемых структурных продуктах.</p> <p>6. Структурный продукт может включать сложную финансовую инженерию. Рекомендуется обеспечить доступность ключевых функций СП дистрибьюторам и розничным инвесторам. Это предполагает четкое определение структуры выплат, ожидаемых доходов и потенциальных рисков, включая возможность частичной или полной потери инвестированного капитала.</p>	
<p><b>Тестирование продукта</b></p>	<p>1. Разработчикам СП рекомендовано рассматривать различные характеристики СП (особенно связанные с риском), в том числе ликвидность и уровень риска базового актива.</p> <p>2. Хорошей практикой для разработчиков СП является анализ и проверка эффективности СП, выполненные на прошлых периодах, чтобы понять, каким был бы результат в прошлом. Тестирование СП считается объективным и позволяет разработчикам оценить, является ли показатель риск/доходность справедливым для целевого рынка. Такие оценки учитывают все соответствующие сборы и расходы (включая неявные премии или надбавки и определенные сборы сверх внутренней стоимости) с целью проверки влияния этих сборов и расходов на ожидаемую доходность инвесторов.</p> <p>3. Тестирование должно быть проведено независимо (от торговых и хеджирующих организаций), эмитентам рекомендуется проведение аудита по результатам тестирования продукта. Результаты должны предоставляться уполномоченным органам регулирования финансового рынка по запросу.</p> <p>4. Тестирование должно включать модельные и операционные риски. Методы управления рисками, используемые фирмой при создании структурного продукта, должны соответствовать внутренней структуре управления рисками фирмы. Также рекомендован учет экстремальных экономических условий (проведение "стресс-теста") и количественная оценка внешних рисков (в первую очередь, финансовых).</p> <p>5. Дистрибьюторам рекомендуется удостовериться, что они осведомлены и имеют представление о результатах таких тестов и возможных сценариев производительности.</p>	<p>1. Как результаты тестирования СП влияют на то, каким образом СП предлагается инвесторам?</p> <p>2. Если тестирование выявило, что СП показывает более низкую или отрицательную отдачу, чем ожидалось, как в таком случае происходит раскрытие информации о выплатах?</p> <p>3. Каким образом результаты испытаний влияют на модель рассматриваемого СП и последующих продуктов в целом? Учитываются ли интересы инвестора на каждом этапе?</p> <p>4. Каковы предположения, лежащие в основе модели СП, и насколько они обоснованы? Соответствует ли базовый актив СП потребностям, целям и характеристикам целевого рынка?</p> <p>5. Допускается ли периодический пересмотр мер по управлению СП или же первичные условия фиксированы?</p>



## Целевой рынок

1. Эмитенту рекомендовано определить и проанализировать потенциальный целевой рынок для выпуска СП.
  2. Дистрибьюторам рекомендовано надлежащим образом определить и провести анализ целевого рынка для каждого СП.
  3. При оценке наиболее подходящих инвесторов для вложений в СП рекомендуется рассмотреть следующие критерии:
    - На какой рынок рассчитан данный СП?
    - Каков необходимый инвестиционный период потенциальному инвестору для данного СП?
  4. Дистрибьюторы могут сделать наиболее детальную и точную оценку целевого рынка, когда у них имеется соответствующая информация от клиентов. Опираясь на свой опыт работы с инвесторами, они могут обсудить с эмитентом конкретные запросы целевого рынка.
  5. При принятии решения по выбору целевого рынка СП организациям следует учитывать потенциальные "пределы" вторичных рынков СП, которые не проводят листинг на ликвидном регулируемом рынке. Это означает, что СП предназначен только для тех инвесторов, для которых подходят характеристики СП с точки зрения ликвидности и периода владения продуктом.
  6. Организации должны детально понимать потребности целевого рынка СП, который они выпускают или распространяют. Организациям рекомендовано провести усиленный анализ для определения потребностей инвесторов, их целей и понимания СП, что позволило бы организациям отклонять неподходящие сегменты до выпуска продукта. Рекомендовано проведение анализа расходов до выпуска или распространения структурного продукта.
  7. Понимание целевого рынка особенно важно по следующим причинам:
    - выбор наиболее подходящего способа распространения СП;
    - реклама СП потенциальным инвесторам;
    - предотвращение любой формы эксплуатации поведенческих предубеждений инвесторов;
    - преодоление информационных расхождений путем предоставления, по меньшей мере, маркетинговых материалов, достаточно детализированной информации о результатах анализа возможных сценариев развития (следует
1. Какие меры должен принять дистрибьютор, чтобы убедиться, что у целевых инвесторов имеются соответствующие знания и опыт для понимания устройства структурного продукта, а также структуры выплат для принятия окончательного обдуманного решения?
  2. Удовлетворяет ли СП спрос и инвестиционные задачи определенного дистрибьютором целевого рынка?
  3. Знает ли дистрибьютор о том, сможет ли целевой рынок покрыть риски любых потерь капитала, выявленных при анализе продукта?
  4. Возможно ли определить на основе проведенного дистрибьютором анализа, какой должна быть общая продолжительность времени, в течение которого инвестор планирует держать ценную бумагу на целевом рынке СП?
  5. СП предназначен для общего розничного распространения или для рынка ограниченной емкости?
  6. Каким является предполагаемый объем выпуска СП?



	<p>использовать три сценария развития событий на финансовом рынке: показывает хорошие результаты, нет отдачи и показывает слабую динамику (в том числе при банкротстве вовлеченного контрагента));</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>разработка политики в отношении соответствующих действий, которые должны быть предприняты, если происходит существенное изменение, затрагивающее структурный продукт, или если структурный продукт не функционирует так, как ожидали инвесторы.</li> </ul>	
<p><b>Цена размещения и прозрачность издержек</b></p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>Разработчикам СП рекомендовано устанавливать и обеспечивать розничных инвесторов информацией о цене размещения (на дату выпуска) СП, который они выпускают. Рекомендовано, чтобы цена определялась последовательно с моделированием и статистическим анализом, осуществляемым для структурирования и тестирования продукта, а также с методологиями и стандартами, используемыми разработчиком для оценки собственного портфеля.</li> <li>Рекомендовано устанавливать цену в соответствии с общепринятыми стандартами. Например, цена структурного продукта может быть установлена в соответствии с IFRS 13.</li> <li>Перед распространением СП агентам следует внимательно проверить, соответствует ли он интересам инвесторов, и определить его цену (при необходимости с привлечением третьих лиц).</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>Купил бы квалифицированный инвестор структурный продукт по цене, которая предлагается розничным инвесторам? Как можно объяснить данную разницу?</li> <li>Все ли процедуры расчета затрат и цен выполняются ясно и прозрачно? Какие затраты и комиссии сопряжены со структурным продуктом?</li> <li>Как устанавливаются сообщаемые инвесторам цены? Используются ли идентичные методы оценки и модель ценообразования, что и во время первоначального определения цены, когда были зафиксированы условия структурного продукта? Если нет, то почему?</li> </ol>
<p><b>Вторичный рынок и погашение</b></p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>СП зачастую предназначен для инвестиционных стратегий «покупка/удержание» и в свою очередь должен быть направлен на инвесторов, которые ориентированы на срок инвестиции, совпадающий с соответствующим сроком СП. В случае, если СП не проходит листинг на ликвидном вторичном рынке, то организациям рекомендовано предоставлять возможность выхода инвесторам, которым потребуется погасить или продать СП до истечения срока, а также раскрывать инвестору надлежащим образом суть этих возможностей.</li> <li>Цена погашения не проходящего листинг СП (то есть цена, по которой инвестор может продать структурный продукт до истечения его срока) определяется посредством использования объективных и предопределённых методологий, о которых инвесторы должны быть осведомлены заранее.</li> <li>В случае, если для СП существует вторичный рынок (помимо регулируемого рынка),</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>Осуществляете ли вы листинг СП, которые выпускаете или распространяете, на вторичном рынке? Если нет, то почему? Какие опции предлагаются инвесторам, которые хотят погасить или продать СП?</li> <li>Какие критерии были использованы для определения мер по управлению СП, чтобы обеспечить выпуск или распространение СП в условиях отсутствия возможности выхода? Как может быть разрешен конфликт (с учетом интересов инвестора)?</li> <li>Если поставщиком производной части СП является третья сторона, имеется ли в договоре положение в отношении торговли на вторичном рынке (например, условий досрочного прекращения)?</li> </ol>



организациям рекомендовано проводить политику и осуществлять процедуры, определяющие и регулирующие все соответствующие и связанные с торговлей на этом рынке риски.

4. Если СП торгуется на вторичном рынке, дистрибьюторам продукта рекомендуется своевременно и надлежащим образом раскрывать информацию:
  - об условиях торговли на вторичном рынке;
  - о методах определения цены продукта на вторичном рынке;
  - о способах уведомления инвесторов об установлении цены на интересующий их структурный продукт;
  - о возможных расходах, связанных с осуществлением транзакций.
5. Организациям следует предоставлять актуальную информацию о расходах, сопряженных с погашением или продажей структурного продукта. Кроме того, такая информация должна быть прозрачной в отношении любых штрафов, связанных с предоплатой и возникающих в связи с погашением или продажей СП до окончания установленного в договоре срока.
6. Организации должны убедиться, что готовы и могут обеспечить инвесторов информацией о причинах различий между учетной стоимостью и фактической ценой продукта.
7. Разработчикам СП рекомендуется принимать надлежащие меры и устанавливать соответствующий контроль для гарантии обеспечения точности данных по финальным расчетам выплат. В свою очередь дистрибьюторам продуктов принципиально важно вести наблюдение и контроль за результатами окончательных расчетов.
8. Организациям следует своевременно извещать инвесторов о возврате средств. Инвесторы уполномочены по запросу получать детализированное разъяснение механизмов расчета выплат и стоимости базового актива на определенную дату. Данная информация также должна предоставляться компетентным органам регулирования финансового рынка по их запросу. Организациям рекомендовано обеспечить предоставление надлежащих выплат инвесторам баз каких-либо задержек.
9. Хорошей практикой для организаций является предоставление инвесторам актуальной, своевременной информации, что позволило бы им заранее рассмотреть различные предлагаемые опции по реинвестированию средств.



	10. Рекомендовано согласование опций реинвестирования до момента или в сам момент исполнения обязательств по СП посредством явным образом сформулированного соглашения между инвестором и эмитентом/агентом.	
<b>Процедура пересмотра принятых решений</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. При завершении первоначального предложения по СП, эмитентам рекомендован периодический сбор соответствующей информации о результативности СП для совершенствования модели и выпуска продукта в процессе разработки для соответствия потребностям целевого рынка, а также улучшения механизмов управления продуктом.</li> <li>2. Если существует весомое различие между фактическими и ожидаемыми показателями СП, организациям следует применять надежные системы и механизмы контроля, которые позволяют понять различия и, при необходимости, пересматривать меры по управлению продуктами. Организациям также рекомендовано рассмотрение вопроса о принятии надлежащих мер по смягчению нанесенного инвесторам ущерба в случаях, когда результаты по СП отличаются от ожидаемых.</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Собираете ли вы актуальную и соответствующую информацию (например, данные о продажах, уровне отказов от заключения сделок, раннем выкупе) для осуществления проверки соответствия СП ожиданиям целевого рынка и проверки опыта работы с данным структурным продуктом этого рынка?</li> <li>2. В случае, если продажи оказались выше, чем ожидалось, пытаетесь ли вы определить, из-за чего это произошло (например, применен агрессивный метод продаж или из-за того, что продукт обращается не только на целевом рынке)? Какие меры в таком случае вы принимаете?</li> <li>3. Существуют ли наиболее или наименее эффективные стратегии распространения СП?</li> <li>4. Произошли ли какие-то изменения, которые могут повлиять на эффективность показателей СП, в наиболее широких сегментах, таких как рынок, законодательство, среди контрагентов или изменения непосредственно в самой фирме?</li> <li>5. Прекращаете ли вы распространение СП, если его доходность падает ниже определенного уровня?</li> </ol>

Источник: составлено авторами на основе Заключения ESMA.

В рамках развития регуляторных механизмов по защите розничных инвесторов ЕС 9 декабря 2014 года в официальном журнале Европейского Союза был опубликован **Регламент PRIIPs**<sup>25</sup>, основной целью которого стало повышение стандартов защиты инвесторов и обеспечения прозрачности деятельности на рынке.

Регулирование PRIIPs имеет много общего с MiFID II, но PRIIPs ориентирован на розничных инвесторов (т. е. клиентов, классифицированных в соответствии с MiFID II как «непрофессиональные инвесторы»). Касаясь СП, данные нормы также согласуются с MiFID.

PRIIPs и дополняющий его Делегированный Регламент Комиссии<sup>26</sup> устанавливают требования к форме и содержанию ключевого информационного документа (далее – KID) по инвестиционным продуктам, в том числе СП, которые предлагаются инвесторам – физическим лицам.

<sup>25</sup> Regulation (EU) No. 1286/2014 of the European Parliament and of the Council of 26 November 2014 on key information documents for packaged and insurance-based investment products (PRIIPs) // <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R1286&from=EN>

<sup>26</sup> Commission Delegated Regulation (EU) 2017/653 Of 8 March 2017 supplementing Regulation (EU) No 1286/2014 of the European Parliament and of the Council on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs) by laying down regulatory technical standards with regard to the presentation, content, review and revision of



KID должен четко и кратко излагать информацию, чтобы розничные инвесторы могли легко понять основные характеристики продуктов и возможные риски, а также упростить сравнение аналогичных продуктов. То есть при прочтении KID инвесторы смогут самостоятельно разобраться с основными положениями финансового инструмента без дополнительной документации.

Каждый такой документ должен состоять из 8 разделов, среди которых: **основные данные**, содержащие информацию об эмитенте продукта, наименовании PRIIPs, дате составления; **определение самого продукта; риски**, которые может понести инвестор (от 1 до 7); **информация о покрытии рисков**, если производитель PRIIP не сможет заплатить; **прямые и косвенные затраты**, связанные с обращением продукта; **период обращения актива** и возможность вывести деньги раньше данного срока погашения; **как можно пожаловаться**; и **другая соответствующая информация**.

При этом KID должен быть подготовлен по каждому из СП и быть доступен на сайте структуратора и дистрибьютора<sup>27</sup>.

#### 4. Вызовы для дальнейшего развития структурных облигаций в России

Несмотря на всю перспективность СО в качестве нового инструмента российского финансового рынка, имеется достаточно много регуляторных и законодательных нюансов, связанных с их выпуском и обращением, которые затрудняют развитие и дальнейшее распространение СО на российском рынке.

По итогам опыта прохождения регистрации в Банке России первых выпусков СО представляется возможным выделить ряд моментов, которые затрудняют дальнейшее распространение СО на российском рынке:

1. Длительный срок регистрации выпусков СО Банком России.
2. Отсутствие стандартных или общеприемлемых формулировок, описывающих базовые активы для СО.
3. Ограничения, предъявляемые Банком России в отношении, в частности, перечня базовых активов, которые могут использоваться в качестве определяющих выплаты по СО обстоятельств (невозможно включить в таковые: поступления денежных средств от актива, страховые выплаты, доходы от управления имуществом).
4. Достаточно высокие накладные расходы для небольших (до 50 млн руб.) выпусков:
  - государственная пошлина;
  - для выпусков, допускаемых к биржевому обращению – комиссии Биржи и НРД;
  - для выпусков, эмитентом которых является СФО – расходы на формирование и поддержание инфраструктуры СФО.

Рассмотрим более подробно некоторые из наиболее существенных аспектов, влияющих на развитие и функционирование рынка СО в России.

---

key information documents and the conditions for fulfilling the requirement to provide such documents // <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32017R0653>.

<sup>27</sup> Например, KIDs по СП Erste Group // <https://www.erstegroup.com/en/about-us/erste-group-issues/keyinformationdocuments/isin-products>



## 4.1. Досрочное погашение

В решении о выпуске «классических» облигаций можно предусмотреть досрочное погашение по усмотрению эмитента. В свою очередь, СО могут быть досрочно погашены только в случаях, не зависящих от воли эмитента. Перечень таких случаев должен быть предусмотрен в решении о выпуске. Указанное условие является важной гарантией выполнения обязательств эмитента и реализации выпуска СО.

Сложность с досрочным погашением СО по усмотрению эмитента связана, прежде всего, с невозможностью для лиц, не являющихся кредитными организациями, реализовывать СО в форме Программ структурных облигаций (т.к. Законом 39-ФЗ установлены требования к таким лицам об обеспечении обязательств по СО залогом, а это не допускается для Программ облигаций), что заставляет таких эмитентов действовать следующим путём:

1. Заранее осуществлять государственную регистрацию нескольких отдельных выпусков СО со сроком погашения, заведомо превышающим возможные эффективные сроки обращения выпусков СО;
2. Устанавливать при размещении СО дату их досрочного погашения, соответствующую эффективному сроку обращения выпусков СО.

При этом наступление такой даты не является обстоятельством, не зависящим от воли эмитента, в смысле законодательства и по толкованию данной нормы регулятором (считающим таким обстоятельством только такое событие в будущем, в отношении которого не известно, произойдёт оно или нет).

## 4.2. Расчетный агент

В Положении Банка России от 11 августа 2014 года № 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» (далее – Стандарты эмиссии ценных бумаг) установлено, что если порядок определения размера купона или цены приобретения облигаций устанавливается в виде формулы с переменными, то значения этих переменных не могут изменяться в зависимости от усмотрения эмитента.

По облигациям, предусматривающим выплату дополнительного дохода, который определяется формулой с переменными, сложилась рыночная практика заключения договора между эмитентом и расчетным агентом, в качестве которого зачастую назначается аффилированное лицо эмитента. Не исключены случаи, когда расчетным агентом может выступать сам банк-эмитент, если соблюдается вышеуказанное требование. Однако в случае выпуска СО возникает вопрос о потенциальном конфликте интересов между эмитентом и расчетным агентом.

Дело в том, что базисным активом СО может быть не обращающийся на торгах актив, стоимость которого трудно оценить. Это привносит значительную степень усмотрения расчетного агента при определении размера выплат по СО в случае наступления дефолта по ним и потенциально



может вредить интересам их владельцев. В Стандартах эмиссии ценных бумаг в отношении СО определено, что эмитент должен установить в решении о выпуске СО порядок определения размера выплат.

Конкретные лица, которые вправе осуществлять эти расчеты, или ограничения/требования в отношении таких лиц, не уточняются. Особенно остро этот вопрос может возникнуть в случае необходимости подтверждения какого-либо дефолта, от наступления которого по условиям выпуска зависит размер выплат владельцам СО и в целом возможность их осуществления.

Стандартная документация<sup>28</sup>, разработанная DC Administration Services, Inc. при поддержке Международной ассоциации свопов и деривативов (ISDA) применительно к кредитным дефолтным свопам, предусматривает создание независимого комитета из участников финансового рынка, который определяет факт реализации кредитного риска.

Поскольку СО по своей экономической природе могут рассматриваться как облигации с встроенным деривативом, представляется целесообразным наличие независимого лица, которое могло бы осуществлять функции расчетного агента.

В настоящее время РГ по СО разрабатывает проект концепции регламента Определяющего комитета (далее – ОК) (далее вместе – Регламент ОК), который должен решить указанную выше задачу, стоящую перед российскими участниками финансового рынка – участниками рынка СО. Основой и лучшей практикой для формирования концепции Регламента ОК станет стандартная документация DC Administration Services, Inc с последующей адаптацией под особенности регулирования и практики российского рынка.

Ожидается, что на первоначальном этапе ОК будет принимать только следующие резолюции:

- резолюция о наступлении кредитного события (дате наступления кредитного события);
- резолюция о том, что событие, о котором сообщается в запросе о фиксации кредитного события, не составляет кредитного события в отношении контрольного лица.

С возможностью проведения восстановительных процедур, список резолюций будет дополняться.

#### 4.3. Производные финансовые инструменты и структурные облигации

В определение СО в Законе 39-ФЗ заложена отсылка к производным финансовым инструментам (ПФИ). Существует риск применения к этим отношениям норм, относящихся к ПФИ. Такая квалификация может повлечь за собой риски, исторически присущие российскому рынку деривативов.

Это риск квалификации СО, предусматривающих «плавающие» выплаты в зависимости от наступления каких-либо обстоятельств, в качестве игр и пари, требования из которых по общему правилу являются натуральными и не подлежат судебной защите. Пункт 2 ст. 1062 ГК РФ предоставляет судебную защиту требованиям, носящим алеаторную природу, при условии выполнения нескольких критериев. Требование должно иметь денежный характер. Выплата денежных сумм по данному требованию должна зависеть только от определенного вида базисных активов или событий: от изменения цен на товары, ценные бумаги, курса соответствующей валюты, величины процентных ставок, уровня инфляции, значений, рассчитываемых на основании

<sup>28</sup> 2018 Credit Derivatives Determinations Committees Rules // <https://www.cdsdeterminationscommittees.org/about-dc-committees/>



совокупности указанных показателей; а также от наступления или ненаступления какого-либо обстоятельства, которое предусмотрено Законом 39-ФЗ.

И наконец, хотя бы одна из сторон сделки должна обладать соответствующей лицензией на осуществление банковских операций или на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Риск применения норм о ПФИ к СО сужает допустимый перечень базисных активов и событий, к которым могут быть привязаны выплаты по облигациям, а также сокращает перечень лиц, которые могут заключать сделки с этим видом ценных бумаг. При этом положения ГК РФ содержат отдельную оговорку о допустимости заключения сделок с ПФИ на бирже, однако для этого случая также существует специальная норма в Законе 39-ФЗ. Заключение на бирже сделок в отношении ПФИ может происходить только при условии, что другой стороной по таким договорам является лицо, осуществляющее функции центрального контрагента. Расчетным агентом по такому договору может быть только клиринговая организация, кредитная организация, брокер или депозитарий. Заключение на бирже сделок в отношении ПФИ, базисным активом которого является кредитный риск, допускается, только если продавцом такого дериватива является юридическое лицо — квалифицированный инвестор, а покупателем — юридическое лицо.

Соответственно, при применении правил о ПФИ к СО обращение таких облигаций на организованных торгах будет возможно только при условии централизованного клиринга. Перечень потенциальных приобретателей СО с кредитным риском будет также ограничен.

Для устранения риска перекалфикации СО в ПФИ и применения к ним законодательства о ПФИ целесообразно установить норму, согласно которой положения о ПФИ не применяются к ценным бумагам, включая СО, если иное прямо не предусмотрено законодательством. Таким образом, структурные облигации должны подпадать исключительно под регулирование, относящееся к ценным бумагам, но не к ПФИ<sup>29</sup>.

#### 4.4. Налогообложение структурных облигаций

В части налогообложения структурных облигаций как нового финансового инструмента также имеется ряд неопределенностей на законодательном уровне, в частности:

- получение налогоплательщиком дохода от погашения СО в неденежной форме;
- применение налоговых ставок в отношении накопленного купонного (процентного) дохода, получаемого налогоплательщиком при совершении сделок купли-продажи облигаций на вторичном рынке;
- учет налога на прибыль в случаях, когда СО предусмотрено погашение или выплата дохода путем погашения в объеме меньшем, чем номинальная стоимость облигации;
- установлен высокий, с учетом специфики СО, размер государственной пошлины за регистрацию выпусков СО.

<sup>29</sup> Более подробно смотри запрос СРО НФА в адрес Председателя Научно-консультативного совета при Верховном Суде Российской Федерации д.ю.н., процессору, Заслуженному юристу Российской Федерации // <http://new.nfa.ru/upload/iblock/da6/Otvet-Verkhovnogo-Suda-RF--opredelenie-pravovogo-statusa-strukturnykh-obligatsiy.pdf>.



Отдельно необходимо отметить, что письмом Минфина России от 24 мая 2018 г. № 03-04-06/35287<sup>30</sup> даны общие разъяснения по правилам удержания налога на доходы физических лиц в отношении купонного дохода по облигациям российских организаций.

В настоящее время Комитет СРО НФА по налогообложению<sup>31</sup> ведет работу по подготовке предложений участников рынка по внесению изменений в Налоговый кодекс Российской Федерации в части налогообложения структурных облигаций, которые должны снять вышеуказанные неопределенности при налогообложении структурных облигаций.

#### 4.5. Допуск к структурным облигациям неквалифицированных инвесторов

В соответствии с пунктом 6 статьи 27.1-1. «Особенности эмиссии и обращения структурных облигаций» Закона 39-ФЗ Банк России уполномочен своим нормативным актом установить критерии для СО, которые могут быть предназначены для неквалифицированных инвесторов.

В целях разработки вышеуказанных критериев, Банком России в 2018 году была создана Рабочая группа по разработке критериев отнесения отдельных структурных облигаций к ценным бумагам, которые могут предлагаться неквалифицированным инвесторам (далее – Рабочей группа), в состав которой вошли представители участников рынка, а также саморегулируемых организаций в сфере финансового рынка: СРО НФА и НАУФОР.

По итогам деятельности Рабочей группы было достигнуто общее понимание возможности рассмотрения со стороны Банка России использования в качестве базового актива в рамках СО следующих:

- имеющих рыночную котировку на бирже из перечня, утверждённого Банком России;
- индикатора, в отношении которого любому инвестору доступны без дополнительных затрат правила его расчёта и ежедневные котировки;
- кредитные события, предусмотренные стандартной документацией на рынке кредитных производных инструментов;
- для Индексов – соответствие порядка их расчёта и раскрытия информации по ним принципам IOSCO.

Кроме того, определены возможность выплат неквалифицированным инвесторам денежными средствами и ценными бумагами, допустимыми для приобретения такими инвесторами, и другие параметры.

В настоящее время в рамках Рабочей группы продолжается обсуждение методики определения ряда критериев СО для предложения неквалифицированным инвесторам, в частности:

- установление уровня предельных потерь инвесторов;
- порядок определения конкретных числовых значения параметров, от которых зависит сумма дохода, досрочное погашение, выплаты при досрочном погашении;
- право выбора инвесторами способа погашения СО (денежными средствами, либо активами);

<sup>30</sup> <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/71858766/>.

<sup>31</sup> Более подробная информация о деятельности Комитета СРО НФА по налогообложению // [http://new.nfa.ru/councils\\_and\\_committees/komitet-sro-nfa-po-nalogooblazheniyu/](http://new.nfa.ru/councils_and_committees/komitet-sro-nfa-po-nalogooblazheniyu/)



- минимальный уровень рейтинга контрольных лиц для СО, содержащих в качестве базового актива кредитный риск третьих (контрольных) лиц.

Благодаря плодотворной деятельности Рабочей группы мы надеемся, что соответствующий нормативный акт Банка России может быть принят в 2020 году, и что он будет отражать предложения и инициативы участников финансового рынка, насколько Банк России посчитает это возможным.

#### 4.6. Принятие законопроекта о категоризации инвесторов

В настоящее время среди участников финансового рынка идет дискуссия относительно проекта Федерального закона № 618877-7 «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и отдельные законодательные акты Российской Федерации» (в части введения регулирования категорий инвесторов-физических лиц) (далее – Законопроект), который был принят в первом чтении.

Особые опасения у участников рынка вызывает ряд положений Законопроекта, которые практически ограничат возможность предложения финансовых продуктов, в частности СП, розничным инвесторам:

- требования для признания физического лица квалифицированным инвестором;
- требования к исполнению брокером поручения розничного инвестора;
- периметр инструментов финансового рынка, доступных для розничного инвестора;
- требования к проведению тестирования инвесторов, а также другие положения Законопроекта.

В октябре 2019 года СРО НФА и НАУФОР направили предложения по внесению изменений в Законопроект в адрес Председателя Комитета Государственной Думы по финансовому рынку А.Г. Аксакова и первого заместителя Председателя Банка России С.А. Швецова, отражающие консолидированную позицию индустрии, и надеются на дальнейший плодотворный диалог как с Комитетом, так и с Банком России и другими заинтересованными федеральными органами исполнительной власти.

**Несмотря на то, что данный инструмент уже сейчас возможен в российском праве и с российским регулированием, совокупность проблематики по выпуску и обращению структурных облигаций делает их пока недостаточно конкурентоспособными по сравнению с западными аналогами, а значит исходная задача – сохранение ликвидности, получаемой от вывода на рынок структурных облигаций, внутри российской финансовой системы, а также перевод регулирования эмиссии и обращения структурных продуктов в форме ценных бумаг в российское правовое поле и под надзор российского регулятора (Банка России) — пока не может считаться выполненной в полной мере, что оставляет нам возможность по дальнейшему содействию развитию регулирования и эффективному становлению структурных продуктов в российском праве.**

