



**АНТОН СЕРГЕЕВИЧ
СЕЛИВАНОВСКИЙ**

профессор НИУ
«Высшая школа
экономики», декан
факультета права
Московской высшей
школы социальных и
экономических наук,
кандидат юридических
наук

СТАВКА КУПОННОГО ДОХОДА ПО ОБЛИГАЦИЯМ: СУЩЕСТВУЮЩИЕ ПРАВИЛА И ВОПРОС ДОБРОСОВЕСТНОСТИ ЭМИТЕНТА*

В статье представлено исследование существующих на рынке условий начисления процентов на номинальную стоимость облигаций. Обсуждается вопрос о добросовестности эмитентов облигаций при установлении размера купонных платежей по формулам, установленным самими же эмитентами.

Ключевые слова: облигации, рынок ценных бумаг, эмитент, купоны по облигациям, квалифицированный инвестор, розничный инвестор, процентные облигации

DOI 10.37239/0869-4400-2024-21-1-148-158

Введение

В последнее время широко обсуждаются правила совершения физическими лицами сделок с ценными бумагами, включая критерии признания граждан квалифицированными инвесторами, которым открыт доступ к более рискованным финансовым инструментам. Неискушенным (неквалифицированным) инвесторам доступ открыт только к простым финансовым инструментам. Подразумевается, что облигации являются именно простыми ценными бумагами, так как риск инвесторов, которые их покупают, потерять все вложенные средства минимальный. Однако на практике облигации, как правило, вовсе не являются простыми аналогами вкладов: в них таятся неожиданные для инвесторов сюрпризы. О многих из них мы уже рассказывали на страницах журнала «Закон»¹.

* Большая благодарность Наргиз Рамазановой за помощь в поиске примеров из практики размещения облигаций и их анализе.

¹ См.: Селивановский А.С. Классические облигации — альтернатива банковским вкладам для граждан? // Закон. 2020. № 2. С. 142–157.

В настоящей статье основной фокус исследования направлен на условия начисления процентов на номинальную стоимость облигаций. Мы хотим привлечь внимание к тому факту, что существует значительное разнообразие правил, по которым определяется размер купонных платежей по облигациям, причем во многих долгосрочных выпусках облигаций размер ставки купона определяется эмитентами по формулам, установленным самими эмитентами. В связи с этим встает вопрос о добросовестности эмитента в плане устройства купонных выплат и о наличии у него конфликта противоположных интересов: заплатить поменьше, с одной стороны, но сохранить репутации надежного и привлекательного эмитента — с другой.

Мы полагаем, что данное исследование может быть использовано для ранжирования финансовых инструментов и для защиты инвесторов на финансовом рынке.

1. Общие положения об облигациях

Облигация — это долговая эмиссионная ценная бумага, которая закрепляет право инвестора на получение номинальной ее стоимости. Также в ней может быть закреплено право на получение процентов.

Как правило, инвесторы приобретают облигации ради сохранения своего капитала и получения дохода. В зависимости от формы дохода облигации подразделяются на *дисконтные* и *процентные*.

По **дисконтным облигациям** эмитент не выплачивает проценты на сумму основного долга, но при размещении такие облигации реализуются с дисконтом, т.е. ниже своей номинальной стоимости, а погашение облигаций производится по номинальной стоимости; таким образом, доход инвестора представляет собой разницу между номиналом и ценой размещения. К классическим примерам дисконтных облигаций относятся российские облигации ОФЗ-46005, краткосрочные долговые обязательства правительства США (*T-notes*), Великобритании (*T-bonds*).

По **процентным облигациям** эмитент выплачивает владельцам облигаций к сумме основного долга (номинальной стоимости) еще и проценты (купо-

ны)², начисляемые на номинальную стоимость. Купоны обычно выплачиваются раз в квартал или раз в полгода. Например, ООО «Обувь России» разместило биржевые облигации сроком 1800 дней с ежемесячными выплатами купонного дохода по ставке 12% годовых³.

На первый взгляд может показаться, что все предельно просто, прозрачно и бесппроблемно. Однако есть много любопытных деталей, которые таятся в условиях конкретных выпусков облигаций и могут оказаться сюрпризом для инвестора.

Оговоримся, что в этой статье разговор пойдет только про купонные облигации.

Ни Федеральный закон от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»⁴, ни ГК РФ, ни другой закон не содержат понятия «ставка купонного дохода». Не установлено особых правил в отношении формулы процентов, размера процентов по облигациям, периодичности их выплат. Эти отношения между эмитентом и владельцами облигаций регулируются гражданским правом. Следовательно, к ним применяется принцип свободы договора.

Условия договора облигационного займа определяют в эмиссионной документации. Основными документами, регулирующими установление ставки купонного дохода по облигациям, являются решение о выпуске ценных бумаг⁵, условия размещения облигаций и программа облигаций. Они формируются на основании требований Банка России, которые закреплены в стандартах эмиссии⁶.

Условия договора облигационного займа формирует эмитент. Очевидно, что если ставка купона будет

² Традиционно эти проценты называют «купонным доходом» или «купоном». Выражение «стричь купоны» как раз произошло от выплат по бумажным облигациям, у которых при очередной выплате отрезали купон — часть бумажной облигации.

³ Здесь и далее по тексту указывается регистрационный номер ценной бумаги, а потом код ISIN: 4B02-02-00412-R-001P, ISIN RU000A1015P6.

⁴ Далее — Закон об РЦБ.

⁵ Обычно содержится в п. 5.4 решения о выпуске ценных бумаг.

⁶ Положение Банка России от 19.12.2019 № 706-П «О стандартах эмиссии ценных бумаг».

слишком низкой, а выплаты редкими — такие облигации будут малопривлекательны; а если ставка будет высокой, выплаты частыми — это будет интересно для инвесторов, но обременительно для эмитента. Поэтому эмитенты ищут баланс между привлекательностью для инвесторов и собственными возможностями.

2. Виды купонов по размеру

По тому, как определяется размер купонных платежей, все облигации можно разделить на две группы: облигации с фиксированными купонами и облигации с переменными купонами.

В решении о выпуске облигаций с **фиксированными (постоянными) купонами** размер купона может быть определен следующим образом:

1) в самой документации. Например, по облигациям МОСКВА-25072 предусмотрено 6 купонных периодов длительностью 182 дня каждый. Ставка купонов — 6,55% годовых⁷;

2) в документации указывается, что ставка первого купона определяется при размещении облигаций, а второй и последующие купоны равны ставке первого. Например, по облигациям МОСКВА-26074 предусмотрено 14 купонных периодов длительностью 182 дня каждый. Ставка 1-го купона устанавливается при размещении облигаций, а ставка 2–14-го купонов равна ставке 1-го купона⁸.

В решениях о выпуске облигаций с **переменными купонами** ставки купона определяются по формуле (плавающей ставке). В отличие от твердого размера процентов формула может быть разной, что предоставляет эмитенту широкие возможности как для привлечения инвесторов, так и для управления своими расходами.

Выделим следующие варианты определения размера купонных платежей на облигации с переменным купоном.

⁷ RU25072MOS0, ISIN RU000A1030S9.

⁸ RU26074MOS0, ISIN RU000A1033Z8.

1. Ставка привязана к одному показателю, например к ключевой ставке Банка России, ставке *RUONIA*, индексу *MosPrime Rate* и т.д. Такие облигации часто называют «флоатеры»⁹.

Например, облигаций «ВЭБ.РФ»¹⁰. Доход по облигациям определяется как ставка *RUONIA*¹¹, *увеличенная на спред* — 1,7% годовых¹². Ставка *RUONIA* рассчитывается каждый день Банком России и официально раскрывается. Таким образом, доход по облигациям будет меняться каждый купонный период, в зависимости от изменения показателя ставки *RUONIA*.

В 2023 году ОАО «РЖД» разместило облигации РЖД-001P-26R¹³ сроком обращения 5 лет, с ежемесячными купонными выплатами по ставке, равной *RUONIA* + спред — 1,3% годовых.

АО «ДОМ.РФ» в 2015 году разместило облигации серии А31 с купонами, рассчитываемыми по формуле «значение кривой бескупонной доходности государственных ценных бумаг со сроком погашения 2 года + 2,5%»¹⁴.

2. Ставка меняется по воле эмитента.

Например, ПАО «Роснефть» разместило биржевые облигации серии 002P-06. Срок обращения облигаций — 3640 дней. По облигациям предусмотрено 40 купонных периодов длительностью 91 день каждый. Ставка первого купона устанавливается по итогам сбора заявок. Она составила 8,7% годовых. Ставка второго — двадцатого купонов равна ставке первого купона, ставка остальных купонов определяется *эмитентом*¹⁵.

3. Фиксированная ставка плюс дополнительная ставка.

В последние годы нередко выпускают так называемые инвестиционные облигации (**облигации с опци-**

⁹ От англ. *float* — плыть.

¹⁰ 4B02-03-00004-T-002P, ISIN RU000A105YH8.

¹¹ Ruble Overnight Index Average.

¹² 4B02-03-00004-T-002P, ISIN RU000A105YH8.

¹³ 4B02-26-65045-D-001P, ISIN RU000A106K43.

¹⁴ 4-31-00739-A, ISIN RU000A0JV4R9.

¹⁵ 4B02-06-00122-A-002P, ISIN RU000A1008P1.



оном или **квазиструктурные облигации**¹⁶). Эмитент, безусловно, обязуется при их погашении выплатить инвестору номинальную стоимость облигации и минимальный доход, а дополнительный доход обязуется выплатить лишь при наступлении какого-то условия, определенного в решении о выпуске: эта выплата не гарантирована и при отсутствии условия не производится¹⁷.

Отметим, что активной торговли инвестиционными облигациями нет — сделки с ними редки, а цены, по которым потенциальные покупатели готовы их купить, значительно ниже номинала.

Например, Банк ВТБ 20 февраля 2023 года разместил трехлетние биржевые облигации ВТБ-Б-1-292 с фиксированной ставкой купона 0,01% годовых и дополнительным доходом, рассчитываемым по формуле, привязанной к цене золота *LBMA (AM)*¹⁸.

3. Виды купонов в зависимости от периодичности выплат

Кроме размера купонных выплат, важным фактором является периодичность выплаты купонов. Выделим следующие группы облигаций:

1) ежемесячные выплаты. Например, по облигациям ОАО «РЖД» (РЖД-001P-26R) установлен срок обращения облигаций — 5 лет, 59 купонных периодов длительностью 31 день каждый¹⁹;

2) раз в квартал. ПАО «ЛК „Европлан“» разместило двухлетние облигации ЕВРОПЛАН-001P-06 с полугодовыми фиксированными купонами 10,25% годовых²⁰;

3) раз в полгода;

4) раз в год;

5) только в конце срока обращения. В октябре 2020 года ООО «СФО БКС Структурные Ноты» разместило структурные облигации номинальным объемом 600 млн руб. По облигациям предусмотрен только один купон, который выплачивается одновременно с погашением облигаций 17 октября 2023 года²¹;

6) встречаются облигации с весьма странной периодичностью выплат купонов, что всегда вызывает вопросы. Так, в решении о выпуске облигаций ООО «О1 Груп Финанс» два купона: первый — всего через 2 недели после размещения в размере 1% годовых, второй — через 15 лет в размере 11,5% годовых²².

4. Изменение ставки в течение жизни облигации

Ставка купона во многих облигациях меняется по воле эмитента. С одной стороны, это справедливо по отношению к эмитенту. Очевидно, что при размещении десятилетних облигаций эмитент не может предугадать, как будут меняться процентные ставки на рынке. Право устанавливать размер купона дает эмитенту свободу в управлении стоимостью привлеченного финансирования. С другой стороны, очевидно, что владельцы таких облигаций принимают на себя риск того, что эмитент в какой-то момент определит ставку купона, которая будет значительно ниже рыночных значений.

С практической точки зрения эмитент вроде бы не должен устанавливать ставку купона ниже рынка, поскольку это приведет к тому, что инвесторы утратят доверие к долгам данного эмитента, ему будет сложно (или затратно) размещать новые выпуски облигаций. Однако на практике встречаются случаи, когда эмитенты устанавливают такие ставки.

АО «ДОМ.РФ» по облигациям серии А31 установил ставку купонного дохода 0,05% годовых (предыдущая была 7,8% годовых)²³. При этом согласно решению о выпуске размер купонных платежей был привязан

¹⁶ О квазиструктурных облигациях см. далее.

¹⁷ Такие ситуации случались; например, биржевые облигации ПАО «Сбербанк» серии СберИОС94 предусматривали выплату дополнительного дохода в случае, если ключевая ставка Банка России превысит 6,9% годовых. Этого не произошло, и выплаты дополнительного дохода не было. См.: 4B029501481B001P, ISIN RU000A100GG8.

¹⁸ 4B02-292-01000-B-001P, ISIN RU000A104DB8.

¹⁹ 4B02-26-65045-D-001P, ISIN RU000A106K43.

²⁰ 4B02-06-16419-A-001P, ISIN RU000A106F40.

²¹ 6-04-00508-R, ISIN RU000A102945.

²² 4B02-04-00326-R-001P, ISIN RU000A0JXY10.

²³ См. информацию: ДОМ.РФ-А31 // Финанс. URL: <https://bonds.finam.ru/issue/details0194000002/default.asp> (дата обращения: 17.12.2023)

к значению кривой бескупонной доходности государственных ценных бумаг со сроком погашения 2 года, которая составляла 4,59% годовых²⁴.

В некоторых случаях эмитенты резко снижают ставку купона для того, чтобы побудить всех владельцев облигаций предъявить их к выкупу по оферте. Так, например, АО «ДОМ.РФ» выкупил упомянутый ранее выпуск серии А31²⁵.

|| Однако отметим, что нормативного ограничителя снижения ставки купонов нет.

5. Купон фиксированный, а номинал индексируемый

В России сложился обычай, по которому номинальная стоимость облигаций почти всегда равна 1000 руб., хотя эмитент вправе установить иной размер номинальной стоимости облигаций, а проценты начисляются на ту номинальную стоимость, которая и была изначально, — 1000 рублей. Однако иногда номинальная стоимость облигации впоследствии индексируется на величину инфляции, установленную в эмиссионных документах. Купонный доход тогда выплачивается уже исходя из проиндексированного номинала. Такие облигации часто называют *линкерами*.

Так, например, ОФЗ-52002-ИН, размещенные в 2018 году, первоначально имели номинал 1000 рублей²⁶. Фиксированный купон — 2,5% годовых. Номинал данных облигаций ежедневно индексируется на величину инфляции, взятую с трехмесячным лагом. Для индексации номинала используется индекс потребительских цен РФ, ежемесячно публикуемый Росстатом. Купонный доход выплачивается исходя из проиндексированного номинала. В результате первая купонная выплата составила 10,22, вторая — 12,87, третья — 12,3, одиннадцатая — 17,44 рубля на облигацию.

²⁴ Кривая бескупонной доходности государственных облигаций // Банк России. URL: https://cbr.ru/hd_base/zcyc_params/zcyc/?DateTo=12.01.2021 (дата обращения: 17.12.2023).

²⁵ «ДОМ.РФ» выкупил по оферте весь выпуск бондов А31 на 7 млрд рублей // Финмаркет. URL: <http://www.finmarket.ru/bonds/news/5051302> (дата обращения: 17.12.2023).

²⁶ 52002RMFS, ISIN RU000A0ZY26.

В 2023 году на рынке появились так называемые золотые облигации. Компания «Селигдар» разместила пятилетние облигации, номинальная стоимость которых составляет 1 г золота. Значение номинала на дату начала размещения — 4961,49 руб.²⁷ Ставка купонов равна 5,5% годовых, вот только начисляются они на денежную оценку 1 г золота, определяемую согласно текущей учетной цене на золото, которая устанавливается Банком России. Таким образом, номинал этих облигаций меняется вместе со стоимостью золота, а она может как расти, так и падать.

6. Купонный доход в зависимости от вида облигаций

Купонные ставки зависят также и от вида облигаций. Долгое время облигации понимались исключительно как долговые ценные бумаги. Однако к настоящему времени понятие «облигация» расплылось: появились «особые облигации», владелец которых не имеет безусловного права получить их номинальную стоимость. Это право вызвано рядом событий или не предусмотрено совсем: у эмитента есть обязательство выплатить владельцу облигации номинальную стоимость при отсутствии негативных событий или обязательство конвертировать облигации в другие ценные бумаги (обычно в акции).

|| Особые облигации содержат повышенные риски по сравнению с классическими, поэтому законодатель установил общее правило, согласно которому особые облигации (за исключением конвертируемых) могут приобретать только квалифицированные инвесторы.

К особым облигациям отнесем вечные, субординированные и структурные.

Вечные облигации (облигации без определения срока их погашения) закрепляют пожизненное (вечное или неотменяемое) право их владельца на периодическое получение от эмитента процентов, начисляемых на номинальную сумму облигации. В вечных облигациях нет срока погашения их номинальной стоимости.

²⁷ 4-01-32694-F-001P, ISIN RU000A1062M5.



У вечных облигаций есть ряд существенных характеристик, среди которых следующие²⁸.

1. Эмитентами таких облигаций могут выступать лишь непубличные общества²⁹, получившие наивысшие рейтинги российских рейтинговых агентств, к примеру ОАО «Российские железные дороги»³⁰.

Инвесторами в такие облигации могут выступать только квалифицированные инвесторы, а в некоторых случаях только квалифицированные инвесторы — юридические лица³¹.

2. Решение о выпуске вечных облигаций может предусматривать право эмитента отказаться в одностороннем порядке от выплаты процентов по таким облигациям, и такой отказ не приводит к появлению у владельцев облигаций права на их предъявление к погашению.

3. В случае банкротства эмитента требования по вечным облигациям удовлетворяются после требований всех иных кредиторов.

Очевидно, что риски по вечным облигациям выше, чем по классическим облигациям, поэтому и ставки по ним также выше. Так, ставки по вечным облигациям ОАО «РЖД» в августе 2023 года была установлена на уровне 13% годовых (тогда как ключевая ставка Банка России составляла 12%)³².

Субординированные облигации³³ — особые облигации со следующими характеристиками:

²⁸ Подробнее про «вечные облигации» см. ст. 27.5-7 Закона об РЦБ.

²⁹ На общих собраниях акционеров публичных акционерных обществ практически невозможно получить *большинство в 95% голосов* всех акционеров, так как на собрании присутствуют обычно акционеры с общим количеством голосов не более 80%.

³⁰ 4-05-65045-D-001P, ISIN RU000A102E37.

³¹ Например, указанный выпуск РЖД-001Б-05.

³² Ставка 6-го купона по бессрочным облигациям «РЖД» серии 001Б-05 составит 13% годовых // Финам. URL: <https://bonds.finam.ru/news/item/stavka-6-go-kupona-po-bessrochnym-obligatsiam-rzd-serii-001b-05-sostavit-13-godovykh/> (дата обращения: 17.12.2023).

³³ Субординированные облигации — один из видов субординированных долгов (обязательств), наряду с субординированными кредитами, займами и депозитами. Подробнее см. ст. 25 Федерального закона от 02.12.1990 № 395-1 «О банках и банковской деятельности».

1) эмитент — только кредитная организация;

2) срок погашения облигаций составляет не менее пяти лет, либо срок погашения облигаций не установлен (тогда это вечные субординированные облигации);

3) без согласования с Банком России невозможно досрочно погасить облигации или уплатить проценты по ним;

4) выплачиваемые по облигациям проценты и условия их пересмотра существенно не отличаются от среднего уровня процентов по аналогичным облигациям в момент их размещения или внесения изменений в решение о выпуске облигаций;

5) при наступлении определенных обстоятельств обязательства по таким облигациям могут быть аннулированы. Этими обстоятельствами могут быть снижение норматива достаточности собственных средств (капитала) кредитной организации ниже уровня, определенного нормативным актом Банка России, передача кредитной организации в санацию и др.;

6) при банкротстве эмитента владельцы таких облигаций получают выплаты после всех кредиторов, перед акционерами (участниками). То есть требования владельцев облигаций оказываются субординированы по отношению к другим кредиторам, например владельцам классических облигаций той же самой кредитной организации — эмитента. Поэтому данные облигации называются субординированными;

7) средства, привлеченные по таким облигациям, учитываются при расчете капитала банка³⁴;

8) решение о выпуске субординированных облигаций может содержать условие о праве кредитной организации — эмитента отказаться в одностороннем порядке от уплаты процентов по облигациям. При этом реализация указанного права не влечет за собой ни финансовых санкций к эмитенту за неисполнение обязательств по уплате процентов, ни права владельцев облигаций предъявить требование о погашении облигаций.

³⁴ См.: Положение Банка России от 04.07.2018 № 646-П «О методике определения собственных средств (капитала) кредитных организаций („Базель III“)».

Банки используют это право на практике. Например, в решении о выпуске субординированных облигаций ВТБ, выпущенным в марте 2022 года, предусмотрено право отказаться в одностороннем порядке от уплаты процентов по облигациям³⁵. И этим правом ВТБ в декабре 2022 года воспользовался³⁶. Или другой пример: Тинькофф Банк разместил субординированные облигации, номинальная стоимость одной облигации составляет 1000 долл. США, размер купонного дохода составляет 6% годовых, периодичность выплат составляет 4 раза в год. Согласно эмиссионной документации Тинькофф Банк вправе в одностороннем порядке отказаться от выплаты купонного дохода³⁷. 10 марта 2023 года Тинькофф Банк уведомил держателей облигаций об отмене выплаты купона по своим облигациям.

Риски по субординированным облигациям выше, чем по классическим, поэтому и ставки по ним выше. Например, ставка 1-го купона по упомянутым субординированным облигациям ВТБ установлена на уровне 13% годовых³⁸.

Структурные облигации — ценные бумаги, закрепляющие право их владельца на получение от эмитента выплат по ним в зависимости от наступления или ненаступления одного или совокупности нескольких (деривативных) и неизвестных обстоятельств, таких как изменение цен на товары, курсы валют и т.п. Структурные облигации являются производными ценными бумагами и ценными бумагами — деривативами³⁹ и обладают следующими особыми характеристиками.

1. Их эмитентами могут быть только кредитные организации, брокеры, дилеры и специализированные финансовые общества (СФО), которые в соответствии с целями и предметом своей деятельности вправе осу-

ществлять эмиссию структурных облигаций. При этом брокеры, дилеры и СФО вправе размещать только структурные облигации, обеспеченные залогом денежных требований и (или) иного имущества.

2. Решение о выпуске структурных облигаций, помимо обычных сведений, должно содержать правила выплаты номинальной стоимости и процентов (купонов), включая указание на обстоятельства, в зависимости от наступления или ненаступления которых осуществляются либо не осуществляются выплаты по структурной облигации.

3. Структурная облигация не может предусматривать право на ее досрочное погашение по общему правилу.

4. По общему правилу инвесторами в структурные облигации могут быть только квалифицированные инвесторы. Исключения могут быть введены Банком России (по состоянию на 1 сентября 2023 года такие исключения не вводились).

Понять, как определяется ставка по структурным облигациям, практически невозможно, поскольку соответствующие условия в решениях о выпуске таких облигаций обычно сформулированы крайне сложно и туманно.

7. Условия купонных выплат и доступность облигаций

Между тем условия о купонных выплатах имеют большое практическое значение. Законодатель, понимая, что некоторые ценные бумаги таят в себе значительные риски, с которыми неподготовленный обыватель разобраться не в силах, стал вводить правила об ограничении доступа простых инвесторов к рисковому бумагам.

В 2021 году были введены правила о подразделении всех инвесторов на пять групп⁴⁰:

— квалифицированные инвесторы — юридические лица;

³⁵ См. п. 4.2.3 решения о выпуске: ВТБ-СУБ-Т1-13 // Финам. URL: <https://bonds.finam.ru/issue/details0321900002/default.asp> (дата обращения: 17.12.2023).

³⁶ Банк ВТБ (ПАО). События (действия), оказывающие, по мнению эмитента, существенное влияние на стоимость или котировки его ценных бумаг. URL: <https://e-disclosure.ru/portal/event.aspx?EventId=untlDwHGKEeyP5f-ANLXhMg-B-B&q=UIUwMDBBMTAyUUo3> (дата обращения: 17.12.2023).

³⁷ ISIN XS2387703866.

³⁸ ISIN XS0810596832.

³⁹ См.: Селивановский А.С. Правовое регулирование рынка производных финансовых инструментов: учеб. М., 2022.

⁴⁰ Федеральный закон от 11.06.2021 № 192-ФЗ.



- квалифицированные инвесторы — физические лица;
- неквалифицированные инвесторы — юридические лица,
- неквалифицированные инвесторы — физические лица, успешно прошедшие тестирование;

– прочие неквалифицированные инвесторы — физические лица.

В зависимости от группы инвесторы вправе приобретать разные облигации. По этому признаку облигации тоже можно разделить (см. таблицу).

Виды облигаций

Доступность	Виды облигаций
Простые облигации, доступные для всех инвесторов	Государственные облигации (ОФЗ). Облигации российских эмитентов на биржевых торгах 1-го и 2-го списка. Облигации иностранных эмитентов, торгуемые на российских биржах
Усложненные облигации, доступные для неквалифицированных инвесторов, успешно прошедших тестирование, и квалифицированных инвесторов	Облигации российских эмитентов без кредитного рейтинга либо с низким рейтингом: ниже рейтинга ruAAA — Рейтингового агентства «Эксперт РА» или AAA(RU) — Аналитического кредитного рейтингового агентства (АКРА). Структурные облигации по критериям Банка России*. Облигации со структурным доходом (квазиструктурные облигации). Облигации иностранных эмитентов, исполнение обязательств по которым обеспечивается или осуществляется за счет российского юрлица без кредитного либо с низким кредитным рейтингом
Сложные облигации, доступные только для квалифицированных инвесторов	Структурные облигации. Облигации микрофинансовых компаний. Субординированные облигации. Вечные облигации. Облигации иностранных эмитентов**

* По состоянию на 1 января 2024 г. не установлены.

** Указание Банка России от 09.01.2023 № 6347-У «О ценных бумагах и производных финансовых инструментах, предназначенных для квалифицированных инвесторов».

Источник: авторская разработка

8. Интересы инвесторов и добросовестность эмитента

Как было показано, во многих облигациях условие о купонных выплатах зависит от воли эмитента (должника по облигационному займу). В некоторых выпусках предусмотрено, что эмитент определяет ставку следующего купона по формуле, привязанной к каким-либо показателям (индекс инфляции, ключевая ставка Банка России и пр.), а в других нет вообще никаких ориентиров.

Правила установления размера купона по облигациям заключены в эмиссионной документации — объемистой и трудной для понимания не только для обычных инвесторов, но и для специалистов. Условия о ставке там зачастую утоплены в огромном объеме технической информации, неважной и

бесполезной для инвестора, но забивающей смысл всего остального. В брокерских приложениях, через которые торгуют большинство инвесторов, формулы не приводятся, а указывается только, что купон переменный.

Само условие об установлении ставки последующих купонов эмитентом не является условием, заведомо нарушающим права и интересы владельцев облигаций. Инвесторы, приобретая облигации, рассчитывают, что ставка купона будет соответствовать рыночным значениям, т.е. полагаются на добросовестное поведение эмитента. Так, может быть, вообще нет никакой проблемы в подобном положении дел, и инвесторам ничто не угрожает? Для ответа на этот вопрос следует обратить внимание на поведение инвесторов в разных ситуациях и на последствия этого для инвесторов.

Ситуация 1. Изменение ставки + оферта.

Эмитент разместил биржевые облигации, в решении о выпуске которых содержится условие об установлении ставки пятого и последующих купонов эмитентом. В четвертом купонном периоде эмитент определяет низкую ставку пятого купона и выставляет оферту о выкупе облигаций по цене 100% номинала + НКД. Это пример реальный: ООО «ИКС 5 ФИНАНС»⁴¹ в марте 2020 года объявило ставку пятого купона по облигациям ИКС 5 ФИНАНС-001P-03⁴² в размере 0,01% годовых и выставило оферту по выкупу по цене 100% номинала + НКД. Все облигации были предъявлены к выкупу. Облигации были погашены.

Эта ситуация не такая уж редкая. При подготовке настоящей статьи анализировались восемь случаев резкого снижения процентной ставки. В каждой ситуации эмитент выставлял оферту по выкупу облигаций.

Обычно рыночная цена облигаций после раскрытия информации о низком купоне сильно проседает. Если инвестор постоянно отслеживает свои инвестиции, то он обратит внимание на ставку и оферту и реализует облигации (предъявит к выкупу или продаст на рынке). Но если он оферту пропустит, то цена принадлежащих ему облигаций существенно снизится: вероятно, на биржевых торгах ликвидность таких бумаг упадет фактически до нуля, и когда он захочет реализовать эти облигации, то понесет значительные потери. Если же он будет держать их до погашения (а это может быть значительный срок), то получит фактически только возврат номинальной стоимости облигаций.

Инвестор может пропустить информацию об изменении ставки и оферте по разным причинам. В частности, нередко бывает так, что гражданин — неквалифицированный инвестор, разместив некоторые свои сбережения в облигации, в дальнейшем не уделяет им достаточного внимания и не отслеживает информацию по ним. В результате резкого изменения ставки купона такой невнимательный инвестор может понести значительные потери, хотя в его действиях, а вернее, бездействии, нет ничего, за что его следовало бы «наказывать».

Ситуация 2. Изменение ставки без оферты.

Возможна ситуация, когда эмитент установил низкую ставку купона без выставления оферты по выкупу облигаций. В этом случае владельцы облигаций оказываются в ловушке. Они остаются с облигациями, которые не приносят доход. Правомерно ли в данном случае ставить вопрос о нарушении прав облигационеров?

С формальной точки зрения эмитент действовал в рамках эмиссионной документации, нарушений с его стороны нет. Однако он обманул ожидания инвесторов, так как первые купоны были рыночными, и владельцы облигаций имели основание рассчитывать на то, что эмитент будет и впредь устанавливать рыночную ставку.

Ситуация 3. Изменение ставки в нарушение эмиссионной документации.

Бывают случаи, когда эмитент установил низкую ставку купона в нарушение эмиссионной документации. Например, в решении о выпуске облигаций установлено, что ставка купонов определяется как ключевая ставка ЦБ РФ + 3%, а эмитент установил ставку 0% годовых. Налицо очевидное нарушение условий договора облигационного займа, нарушены права облигационеров.

Возникает несколько групп вопросов.

Первая. Является ли такое действие *существенным* нарушением исполнения обязательств по облигациям?⁴³ Возможно ли на основании такого нарушения предъявить облигации к досрочному погашению?

Ответ прост — нет.

Законодатель связывает существенное нарушение с событиями неплатежа или утратой обеспечения по облигациям⁴⁴. Очевидно, что установление нулевой или низкой ставки купона не является таким событием, а значит, и право на досрочное погашение облигаций не возникает.

⁴¹ 100% дочерняя структура Группы X5 Retail Group N.V.

⁴² 4B02-03-36241-R-001P ISIN RU000A0ZZ083.

⁴³ Или «событием дефолта по облигациям».

⁴⁴ Пункт 5 ст. 17.1 Закона об РЦБ.



Вторая группа. Кто вправе заявить о нарушении? Что должно быть в таком заявлении, кроме констатации факта нарушения? К кому должно быть обращено заявление? Какое требование должно содержаться в нем, дабы исправить нарушение?

Представляется, что только владельцы облигаций имеют право заявлять о нарушении их прав. Вероятно, такое заявление должно быть обращено к эмитенту и содержать требование об установлении ставки купона в соответствии с решением о выпуске. Конечно же, владельцы облигаций вправе пожаловаться на эмитента в Банк России, однако неясно, чем он мог бы им помочь в данном случае: ЦБ РФ не может дать указание эмитенту повысить ставку.

Третья группа вопросов. Поскольку эмиссионная документация по облигациям зарегистрирована в Банке России или на бирже, должна ли регистрирующая организация контролировать соблюдение условий эмиссионной документации?

Ответ: факт регистрации вовсе не является каким-либо инструментом защиты прав инвесторов. Возлагать подобные ожидания на регистрирующую организацию не стоит, так как:

- 1) регистрирующая организация проверяет эмиссионную документацию на предмет формального соблюдения нормативных требований и не оценивает защищенность прав владельцев облигаций;
- 2) условие об изменении ставки купона по воле эмитента не нарушает установленные требования;
- 3) резкое изменение размера ставки происходит, как правило, не при размещении облигаций, а в течение ее жизни, при установлении размера пятого или последующих купонов.

Таким образом, не стоит ожидать, что биржа или Банк России будут предпринимать какие-либо действия в защиту прав владельцев облигаций.

Четвертая группа вопросов. Имеет ли право владелец таких облигаций на предъявление судебного иска к эмитенту? Если да, то каково должно быть требование: установить правильную ставку или возместить убытки? Каковы шансы, что такое требование будет удовлетворено?

Прежде всего обратим внимание на то, что право владельца облигаций на судебный иск в подобных случаях прямо не установлено нормативными актами и эмиссионной документацией. Такое право придется обосновывать ссылками на общие нормы законодательства.

Непросто будет сформулировать и требование. Обращение в суд с требованием к эмитенту о корректировке ставки выглядит не слишком перспективным: сомнительно, чтобы суд вынес решение, обязывающее эмитента установить какую-то правильную ставку по купонным периодам, которые уже истекли к моменту вынесения решения.

Требование о взыскании убытков также непросто будет сформулировать, поскольку в этом случае инвестору придется доказывать неполученные процентные платежи по облигациям как разницу между ставкой, которая должна была бы быть установлена, и реально установленной ставкой.

Таким образом, судебные перспективы потенциально-го иска весьма туманные.

Ситуация 4. Эмитент не установил ставку следующего купона.

Возможна ситуация, когда эмитент по каким-либо причинам вообще не установил ставку на новый купонный период. Какое требование и кому должен предъявить владелец облигаций?

Логично было бы предоставить владельцам облигаций право на предъявление их к погашению и взысканию номинальной стоимости и процентов по правилам ст. 395 ГК РФ. Однако такое последствие не установлено ни нормативными актами, ни эмиссионной документацией. ☹

Заключение

Можно констатировать, что в ситуации с облигациями, предусматривающими установление ставки купона эмитентом, владельцы облигаций (включая физических лиц — неквалифицированных инвесторов) оказываются заложниками добросовестности эмитента.

Они фактически не защищены от риска изменения эмитентом ставки купонного дохода до уровня значительно ниже рыночных ставок.

На текущий момент неизвестны громкие случаи, когда инвесторы ставили бы вопрос о добросовестности эмитента, который «уронил» ставку купона. Вероятно, это связано с тем, что во всех случаях резкого изменения ставки купона был предложен выкуп облигаций, а число владельцев облигаций было небольшим. С такой проблемой, вероятно, еще придется столкнуться на практике.

Coupon Rate on Bonds: Existing Rules and the Issuer's Good Faith

The article presents a research of the conditions for calculating interest on the nominal value of bonds. The question is raised about

the integrity of issuers when establishing the amount of coupon payments according to the formulas established by the bond issuers themselves.

Keywords: *bonds, securities market, issuer, bond coupons, qualified investor, retail investor, interest-bearing bonds*

INFORMATION ABOUT THE AUTHOR

Anton S. Selivanovskiy

Professor at the HSE University, Dean of the Faculty of Law at the Moscow Higher School of Social and Economic Sciences, Candidate of Juridical Sciences (e-mail: a.selivanovsky@mail.ru)

REFERENCES

Selivanovskiy, A.S. Classical bonds – an alternative to bank deposits for citizens? [*Klassicheskie obligatsii – alternativa bankovskim vkladam dlya grazhdan?*]. Statute [*Zakon*]. 2020. No. 2. P. 142–157.

Selivanovskiy, A.S. Legal regulation of the derivative financial instruments market: Textbook [*Pravovoe regulirovanie rynka proizvodnykh finansovykh instrumentov: ucheb.*]. Moscow, 2022.