

К ВОПРОСУ О ПРАВОВОЙ ПРИРОДЕ ДЕПОЗИТАРНЫХ РАСПИСОК И КРЕДИТНЫХ НОТ ЧЕРЕЗ ПРИЗМУ ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Исследуется проблема соотношения производных финансовых инструментов с такими инструментами финансового рынка, как депозитарные расписки и кредитные ноты. Анализируя депозитарные расписки, автор приходит к выводу о невозможности квалификации последних в качестве производных финансовых инструментов. По вопросу квалификации кредитных нот выводы автора различаются в зависимости от того, являются кредитные ноты по своей правовой природе ценными бумагами или договорами. Лишь в случае признания кредитных нот договорами возможна их квалификация в качестве производных финансовых инструментов.

Ключевые слова: депозитарные расписки; кредитные ноты; производные финансовые инструменты; ценные бумаги.

Производные финансовые инструменты в настоящее время составляют необходимый и весьма крупный сегмент рынка ценных бумаг. Состояние оборота производных финансовых инструментов оказывает непосредственное влияние как на весь финансовый рынок, так и на общее состояние не только отечественной, но и международной экономики¹. Несмотря на то обстоятельство, что рыночные отношения на территории Российской Федерации имеют весьма непростительную историю, производные финансовые инструменты прекрасно прижились на отечественных рынках наравне с акциями, облигациями и другими ценными бумагами. Вместе с тем до сих пор остается нерешенным вопрос о том, какие именно инструменты рынка ценных бумаг следует относить к производным финансовым инструментам, а какие инструменты не должны учитываться в качестве разновидностей данной категории. И вообще допустимо ли относить некоторые разновидности ценных бумаг к производным финансовым инструментам? Вроде бы на данных вопросах следовало бы поставить точку ввиду внесения изменений в отдельные нормативно-правовые акты², однако с доктринальной точки зрения этот вопрос представляется не столь однозначным, учитывая различие во мнениях исследователей. В частности, отсутствует единство мнений относительно того, можно ли отнести к производным финансовым инструментам такие инструменты рынка ценных бумаг, как депозитарные расписки и кредитные ноты. Для ответа на поставленные вопросы необходимо очертить виды производных финансовых инструментов, относительно природы которых дискуссий не возникает.

К числу таких инструментов можно отнести следующие виды:

- фьючерсы;
- опционы;
- свопы;
- форварды.

Основания выделять конкретные разновидности производных финансовых инструментов в отечественном правовом порядке предусмотрены действующими нормативными актами. Так, вышеуказанный перечень производных финансовых инструментов поименован в указании Банка России от 16.02.2015 № 3565-У «О видах производных финансовых инструментов»³, который содержит характеристику отдельных разно-

видностей производных финансовых инструментов. Также общая характеристика производных финансовых инструментов предусмотрена Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – ФЗ «О рынке ценных бумаг»). До принятия вышеуказанных нормативных актов в отечественном правовом регулировании отсутствовали сведения о конкретных видах производных финансовых инструментов.

Вместе с тем в условиях неопределенности относительно того, какие инструменты следует относить к видам производных финансовых инструментов, отечественные исследователи стали относить к производным финансовым инструментам кредитные ноты и депозитарные расписки. Итак, можно ли с точки зрения отечественного правового порядка квалифицировать депозитарные расписки и кредитные ноты в качестве производных финансовых инструментов?

Депозитарные расписки. Весьма продолжительный период времени вопрос о правовой квалификации депозитарных расписок оставался нерешенным, что порождало соответствующую дискуссию. Также возникали споры относительно соотношения депозитарных расписок с производными финансовыми инструментами. Те авторы, которые отождествляли производные финансовые инструменты и ценные бумаги, квалифицировали депозитарные расписки в качестве производных финансовых инструментов. При этом такой позиции отдельные авторы могли придерживаться уже после внесения изменений в ФЗ «О рынке ценных бумаг», которыми была закреплена договорная природа производных финансовых инструментов. К числу таких авторов стоит отнести А.А. Кирилловых [1. С. 28], С.С. Абдулкадырова [2. С. 22], которые квалифицировали депозитарные расписки в качестве производных финансовых инструментов. Кроме того, такие исследователи, как С.В. Ротко и Д.А. Тимошенко [3. С. 38], отождествляя правовую природу депозитарных расписок и производных финансовых инструментов, в принципе задались вопросом о том, почему законодатель не признает фьючерсы и опционы такими же производными ценными бумагами, как и депозитарные расписки?

Что же стало причиной таких выводов? Для ответа на данный вопрос следует уделить весьма пристальное внимание вопросам правовой квалификации депозитарных расписок.

Итак, говоря о депозитарных расписках, прежде всего необходимо отметить, что речь идет именно о ценных бумагах, а не о каких-либо других объектах гражданских прав. При этом, как следует из ст. 2 ФЗ «О рынке ценных бумаг», депозитарной распиской является именная эмиссионная ценная бумага, удостоверяющая право собственности ее владельца на определенное количество ценных бумаг. Иными словами, речь идет об объекте гражданских прав, общие положения о правовой природе которого урегулированы в ст. 142 Гражданского кодекса РФ.

Являясь именной эмиссионной ценной бумагой, депозитарная расписка удостоверяет следующие права:

- право собственности владельца депозитарной расписки на определенное количество ценных бумаг;
- право требовать получения определенного количества ценных бумаг взамен депозитарной расписки;
- право требовать оказания услуг, сопутствующих депозитарной расписке.

По своей природе данная ценная бумага является бездокументарной, размещается выпусками, удостоверяет равный объем имущественных и иных прав в рамках одного выпуска. Индивидуализация владельца депозитарной расписки происходит посредством внесения записи в специальный реестр, который ведется для учета прав на ценные бумаги.

Принимая во внимание особенности правовой квалификации депозитарной расписки, возникает закономерный вопрос: каким образом между собой соотносятся производные финансовые инструменты и депозитарные расписки?

В качестве общей черты необходимо выделить наличие некоторого базисного актива⁴ у обоих инструментов. Однако в контексте правовой природы депозитарных расписок в качестве базисного актива могут выступать лишь ценные бумаги, в то время как для производных финансовых инструментов в роли таких активов могут быть любые вещи, права, а также какие-либо внешние обстоятельства (погода, рост или падение цен на нефть, изменение значения инфляции и т.д.). Вместе с тем в отличие от депозитарных расписок⁵ правовая природа классических производных финансовых инструментов напрямую зависит от характеристик лежащего в основе базисного актива. Так, например, если базисным активом производного финансового инструмента выступает золото, то производный финансовый инструмент может опосредовать в равной степени и поставку, и взаиморасчеты между сторонами. Вместе с тем, если базисным активом выступает значение инфляции, производный финансовый инструмент будет опосредовать лишь взаиморасчеты.

Рассматривая различия между депозитарными расписками и производными финансовыми инструментами, необходимо отметить, что депозитарные расписки – это исключительно ценные бумаги. В свою очередь, производные финансовые инструменты, – это, прежде всего, договоры. Данный вывод следует из анализа правовой и экономической природы производных финансовых инструментов, порождающих у сторон комплекс прав и обязанностей, что составляет содержание обязательственного правоотно-

шения. Производные финансовые инструменты далеки от ценных бумаг, они не могут выступать объектами гражданских прав, на них нельзя установить владение или право собственности или каким-либо иным образом привязать существование права. Производный финансовый инструмент выступает лишь юридическим фактом, порождающим правоотношение.

Депозитарная расписка же выступает классической поименованной ценной бумагой, удостоверяющей исключительно права ее владельца и обязанности лица, выступившего эмитентом данного вида ценных бумаг. В связи с этим речь о депозитарной расписке необходимо вести в контексте объектов вещных прав, которой участники оборота могут владеть на праве собственности. Более того, попадание депозитарной расписки во владение конкретного лица само по себе обусловлено совершением меновой сделки, по которой бумага попадает в распоряжение приобретателя. В силу своих особенностей применение категории «распоряжение» к производным финансовым инструментам выглядит абсурдным.

Отдельный интерес также представляет тот факт, что депозитарная расписка, согласно положениям ФЗ «О рынке ценных бумаг», удостоверяет не что иное, как право собственности обладателя депозитарной расписки на определенное количество ценных бумаг. В свою очередь, такая структура отношений для производных финансовых инструментов исключена, поскольку последние порождают лишь обязательственные правоотношения, в содержание которых входит право одной стороны требовать от другой стороны совершения активных действий и корреспондирующая такому праву обязанность.

Таким образом, принимая во внимание различия, присущие производным финансовым инструментам и депозитарным распискам, полагаем, что позиции исследователей, указывающих депозитарные расписки в качестве разновидности производных финансовых инструментов, являются несостоятельными и обусловлены смешением понятия производных финансовых инструментов и производных ценных бумаг, к числу которых надлежит относить и депозитарные расписки.

Аналогичная логика рассуждений касается и таких ценных бумаг, как опцион эмитента, владелец которой вправе требовать от эмитента в установленный срок продажи ему определенного количества ценных бумаг. Правовой статус данного вида ценных бумаг также закреплен ФЗ «О рынке ценных бумаг».

Кредитные ноты. В отличие от иных видов ценных бумаг, вопрос отнесения кредитных нот к производным финансовым инструментам не столь однозначный, как может показаться на первый взгляд. В отличие от депозитарных расписок, которые удостоверяют вполне определенную группу прав и обязанностей и являются, ко всему прочему, поименованной ценной бумагой, кредитные ноты в отечественном правовом порядке не имеют самостоятельного правового статуса. И это несмотря на тот факт, что данная категория инструментов имеет широкое распространение на российских рынках ценных бумаг⁶.

Что такое кредитная нота? Это инструмент, выпускаемый лицом с целью рефинансирования своей

задолженности. Логика использования кредитных нот состоит в следующем: лицо А, являющееся кредитной организацией, в силу особенностей своего правового статуса систематически выдает займы. Объединив несколько десятков, а то и сотен займов, это лицо выпускает некий инструмент (кредитная нота), который продается и гарантирует его приобретателю – лицу В, право на получение некоторого дохода, выплата которого находится в зависимости от погашения займов займодавцу – лицу А. Если допускаются просрочки исполнения заемного обязательства или его неисполнение, то со стороны А выплаты по кредитным нотам стороне В прекращаются (возможны иные последствия, предусмотренные в решении о выпуске).

Квалифицируя кредитные ноты с использованием известного отечественному гражданскому праву инструментария, часть исследователей относят их к ценным бумагам [4. С. 31; 5. С. 21] или к производным финансовым инструментам [6; 7. С. 20].

Вместе с тем, отдельно анализируя возможность квалификации кредитных нот в качестве ценных бумаг, нельзя не отметить то обстоятельство, что все ценные бумаги в отечественном правовом порядке должны быть законодательно поименованы. Поскольку кредитные ноты не поименованы в качестве ценных бумаг, то и являться ими не могут. Однако в таком случае каким образом на отечественном рынке ценных бумаг появляются инструменты, которые в контексте гражданского права и объектами прав-то не являются?

Для разрешения данной проблемы стоит отойти от сугубо российского нормативно-правового регулирования и задаться вопросом: могут ли иностранные ценные бумаги, признаваемые таковыми зарубежными правовыми порядками, оборачиваться на территории Российской Федерации, если они в качестве ценных бумаг в отечественном законодательстве не поименованы? Да, могут.

Данный вывод следует из анализа положений ст. 51.1 ФЗ «О рынке ценных бумаг», согласно которым иностранные финансовые инструменты допускаются к обращению в Российской Федерации в качестве ценных бумаг иностранных эмитентов при одновременном соблюдении следующих условий:

- 1) присвоения иностранным финансовым инструментам международного кода (номера) идентификации ценных бумаг и международного кода классификации финансовых инструментов;

- 2) квалификации иностранных финансовых инструментов в качестве ценных бумаг в порядке, установленном Банком России.

Таким образом, несмотря на то обстоятельство, что отечественное законодательство не содержит сведений о кредитных нотах как о ценных бумагах, они могут быть признаны таковыми, если пройдут предусмотренную ст. 51.1 ФЗ «О рынке ценных бумаг» процедуру легализации. В подтверждение данного тезиса стоит привести пример с кредитными нотами ПАО НБ «Банк Траст», которое с использованием цепочки контролируемых лиц организовало эмиссию кредитных нот, выпускаемых иностранным лицом в качестве ценных бумаг, а сама кредитная организация

занималась лишь их продажей на территории Российской Федерации. При этом кредитные ноты прошли легализацию и признавались по отечественному праву в качестве ценных бумаг.

В таком случае следует говорить о том, что кредитные ноты есть ценные бумаги, а не производные финансовые инструменты. Однако данный вывод является достоверным лишь в том случае, если кредитные ноты эмитируются иностранным лицом в рамках правового порядка, который признает кредитные ноты в качестве ценных бумаг⁷. В ином случае кредитные ноты недопустимо относить к ценным бумагам с точки зрения российского правового регулирования, поскольку они не поименованы в качестве таковых. Но, может быть, в таком случае кредитные ноты – это производные финансовые инструменты?

Для установления возможности такой квалификации необходимо привести отношения из производных финансовых инструментов и кредитных нот под один знаменатель. Сделать это можно лишь в том случае, если отойти от того, что кредитная нота – это некая ценная бумага по иностранному правовому порядку, а лишь представить, что речь идет о договоре. Так, в силу достигнутого между сторонами А и В соглашения сторона В передает денежные средства стороне А и имеет право на получение доходности, размер и допустимость выплаты которой напрямую зависят от некоторого стороннего фактора, связанного с возвратом третьими лицами стороне А денежных средств, предоставленных по договору займа. Таким образом, если третьи лица исполняют денежные обязательства перед лицом А, то последний уплачивает денежные средства стороне В, если лицо А не получает исполнения обязательства, то В лишается права на получение дохода.

Первый вывод, который напрашивается из анализа вышеуказанной схемы, свидетельствует о том, что кредитные ноты обеспечивают оборот денежных средств, уплата которых находится в прямой зависимости от наступления некоторого условия. В контексте правовой природы производных финансовых инструментов кредитные ноты могут сравниваться лишь с расчетными производными финансовыми инструментами, но не поставочными.

Имеется ли в такой схеме, в контексте расчетных производных финансовых инструментов, признак производности или рисковости? Для ответа на данный вопрос следует установить наличие базисного актива, который в расчетных производных финансовых инструментах выполняет функцию условия, относительно которого устанавливаются права и обязанности. Таким базисным активом, согласно положениям указания Банка России, может выступать любое внешнее обстоятельство, которым вполне может быть факт невозврата заемщиками денежных средств. Невозврат является отменительным условием, которое влечет прекращение или сокращение выплат по кредитным нотам, т.е. влияет на объем прав и обязанностей. В этом контексте кредитные ноты обладают признаком производности, имея в своей основе базисный актив. При этом данное обстоятельство дает еще один признак производных финансовых инстру-

ментов – рисковой характер, выраженный в том, что разрешение вопроса о правах и обязанностях сторон и, как следствие, осуществление взаиморасчетов напрямую ставятся в зависимость от случая. Более того, кредитным нотам можно приписать и такой классический признак производных финансовых инструментов, как срочность, поскольку момент возникновения отношений из кредитных нот оторван от момента его исполнения.

Вместе с тем, если анализировать кредитные ноты как ценные бумаги (эмитированные по иностранному праву), то вывод будет аналогичным тому, который следовал при анализе правовой природы депозитарных расписок.

Учитывая вышеизложенное, если рассматривать кредитные ноты как некоторую договорную конструкцию⁸, то при анализе их внешних признаков препятствий для признания кредитных нот в качестве

производных финансовых инструментов нет. Вместе с тем в отечественных нормативных актах кредитные ноты не поименованы в качестве одной из разновидностей производных финансовых инструментов, что создает определенные препятствия для их квалификации в качестве таковых.

Таким образом, принимая во внимание то обстоятельство, что производные финансовые инструменты по своей природе – это договоры, а не ценные бумаги, относить депозитарные расписки и кредитные ноты, квалифицируемые в качестве ценных бумаг, к производным финансовым инструментам с точки зрения отечественного правопорядка некорректно. Однако, учитывая сложную правовую природу кредитных нот, вопрос об их отнесении к производным финансовым инструментам может быть положительно разрешен лишь в том случае, если анализировать кредитные ноты также в контексте договоров.

ПРИМЕЧАНИЯ

¹ Для того чтобы в этом убедиться, достаточно посмотреть на последствия финансово-экономического кризиса 2008 г., произошедшего во многом по причине недальновидного использования данной категории инструментов.

² Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», Указание Банка России от 16.02.2016 № 3565-У «О видах производных финансовых инструментов», Налоговый кодекс РФ.

³ Аналогичные положения о видах производных финансовых инструментов ранее содержались в приказе Федеральной службы по финансовым рынкам «Об утверждении положения о видах производных финансовых инструментов» от 04.03.2010.

⁴ Объекты материального мира, оборот которых обеспечивается посредством поставочных производных финансовых инструментов, либо какие-либо внешние обстоятельства (уровень инфляции, рост или падение цены на акции, банкротство), относительно которых определяется лицо, обязанное производить платежи своему контрагенту по сделке.

⁵ Правовая природа актива, лежащего в основе депозитарной расписки, остается неизменной, поскольку таковым может выступать лишь ценная бумага и ничего более, в том время как в основе производных финансовых инструментов может лежать гораздо более широкий круг явлений, зачастую даже не носящих материальный характер.

⁶ Подтверждением данного обстоятельства являются особенности санации ПАО «НБ «Банк Траст», который стал известен широкой публике благодаря схемам «эмиссии» кредитных нот и неисполнения обязательств.

⁷ Как правило, такие правопорядки не делают особых различий между, собственно говоря, статусом ценной бумаги и производного финансового инструмента, квалифицируя все инструменты в качестве ценных бумаг.

⁸ Данный вывод далеко не бесспорный и приведен лишь в целях сравнения кредитных нот с производными финансовыми инструментами. Для более подробного анализа потребуются отдельная публикация.

ЛИТЕРАТУРА

1. Кирилловых А.А. Сделки с ценными бумагами в фондовой торговле: механизм и правовые конструкции // Законодательство и экономика. 2014. № 3. С. 20–32.
2. Абдулкадыров С.С. Новации гражданского законодательства о долговых ценных бумагах // Российский судья. 2011. № 12. С. 22–25.
3. Ротко С.В., Тимошенко Д.А. Перспективы развития рынка производных финансовых инструментов (на примере депозитарных расписок) // Юридический мир. 2007. № 12. С. 35–39.
4. Смирнов К. Концепция банковской инвестиционной деятельности (investment banking) // КонсультантПлюс : справ. правов. система. Юридическая пресса. М., 2006. Доступ из локальной сети Науч. б-ки Том. гос. ун-та.
5. Цыганкова Е.В. Правовые аспекты финансирования сделок по слиянию и поглощению в международном обороте // КонсультантПлюс : справ. правовая система. Юридическая пресса. М., 2012. Доступ из локальной сети Науч. б-ки Том. гос. ун-та.
6. Букирь М.Я. Кредитные ноты для начинающих // КонсультантПлюс : справ. правовая система. Юридическая пресса. М., 2006. Доступ из локальной сети Науч. б-ки Том. гос. ун-та.
7. Ротко С.В. Кредитные производные финансовые инструменты в свете Концепции гражданского законодательства и Концепции о ценных бумагах и финансовых сделках // Налоги. 2011. № 5. С. 20.

Статья представлена научной редакцией «Право» 11 декабря 2016 г.

ON THE LEGAL NATURE OF DEPOSITORY RECEIPTS AND CREDIT NOTES IN TERMS OF FINANCIAL DERIVATIVES

Vestnik Tomskogo gosudarstvennogo universiteta – Tomsk State University Journal, 2017, 415, 164–168.

DOI: 10.17223/15617793/415/23

Oles S. Gruzdev, Tomsk State University (Tomsk, Russia Federation). E-mail: monopolist1@mail.ru

Keywords: depository receipts; credit notes; derivatives; securities.

The present article deals with some problems relating to derivatives correlation with such financial instruments as depository receipts and credit notes. The relevance of the problem is caused by the fact that the position of the derivatives turn-round has a direct influence not only on the whole financial market, but also on the overall status of domestic economy as well as on the status of international economy. In spite of the wide use of derivatives, the matter about the examples of derivatives is settled by halves. The author mentions some instances of derivative financial instruments, whose legal nature does not provoke discussion. These are

futures, options, swaps, forwards. However, the article states new examples of derivatives. The legal nature of such instruments is still not clear. These are credit notes and depository receipts. In view of their wide use, scholars believe it necessary to determine their legal nature and the aspects of their usage. The author stated these objectives by writing this article. The article compares the characteristics of these instruments in order to reach the stated objectives. As a result, the author comes to a conclusion that depository receipts, being securities, do not have features of derivatives, because derivative instruments are qualified as contracts. The author makes this conclusion by the analysis of current legislation. It provides that depository receipts are securities. The author's conclusion is also confirmed by the analysis of derivatives characteristics: they are contracts, under them one party is obliged to take some actions, for example, to pay money or to deliver goods, and the other party is entitled to require performance. The article also reviews the special aspects of the legal nature and practical use of credit notes. The author adduces a thesis about their qualification as a certain non-defined contractual structure. As a result of this analysis, the author reaches a conclusion about the possibility of their qualification as derivative instruments, but only in case of the consideration of such instruments as contracts. The present article gives examples of the practical use of such financial instruments, the author draws the conclusions.

REFERENCES

1. Kirillovykh, A.A. (2014) Sdelki s tsennymi bumagami v fondovoy torgovle: mekhanizm i pravovye konstruktssii [Transactions with securities in stock trading: mechanism and legal structure]. *Zakonodatel'stvo i ekonomika*. 3. pp. 20–32.
2. Abdulkadyrov, S.S. (2011) Novatsii grazhdanskogo zakonodatel'stva o dolgovykh tsennykh bumagakh [Innovations in civil legislation on debt securities]. *Rossiyskiy sud'ya – Russian Judge*. 12. pp. 22–25.
3. Rotko, S.V. & Timoshenko, D.A. (2007) Perspektivy razvitiya rynka proizvodnykh finansovykh instrumentov (na primere depozitarnykh raspisok) [Prospects of development of the market of derivative financial instruments (by example of depository receipts)]. *Yuridicheskiy mir*. 12. pp. 35–39.
4. Smirnov, K. (2006) *Kontseptsiya bankovskoy investitsionnoy deyatel'nosti (investment banking)* [The concept of banking investment activity (investment banking)]. Moscow: Konsul'tantPlyus.
5. Tsygankova, E.V. (2012) *Pravovye aspekty finansirovaniya sdelok po sliyaniyu i pogloshcheniyu v mezhdunarodnom oborote* [Legal aspects of the financing of mergers and acquisitions in the international turnover]. Moscow: Konsul'tantPlyus.
6. Bukir', M.Ya. (2006) *Kreditnye noty dlya nachinayushchikh* [Credit notes for beginners]. Moscow: Konsul'tantPlyus.
7. Rotko, S.V. (2011) Kreditnye proizvodnye finansovye instrumenty v svete Kontseptsii grazhdanskogo zakonodatel'stva i Kontseptsii o tsennykh bumagakh i finansovykh sdelkakh [Credit derivative financial instruments in the light of the concept of civil law and the concept of the securities and financial transactions]. *Nalogi*. 5. pp. 20.

Received: 11 December 2016