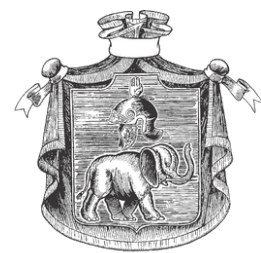


208 Markets



JOHN TINER & PARTNERS

Материал для обучения

**Использование ценных бумаг для решения
инвестиционных и расчетных задач: основы**

© John Tiner & Partners, 2025



Кто мы такие

- У нас очень узкая специализация – юридическое создание ценных бумаг в разных странах и обеспечение их запуска до дистрибуции. Это специализация позволяет решать сложные, почти нерешаемые проблемы с использованием правильно структурированных ценных бумаг. Поэтому она не такая скучная, как кажется.
- John Tiner & Partners (Швейцария), 30 лет в бизнесе, обеспечила сотни выпусков ценных бумаг на десятки миллиардов долларов. Отделения в ключевых юрисдикциях, собственные эмиссионные платформы. Партнерские брокеры, депозитарии, аккредитации на биржах. В некоторых странах – пишем законодательство и обслуживаем ключевые институты фондового рынка.
- Мы не инвестиционная компания в рыночном смысле, то есть мы не продаем свои финансовые продукты инвесторам и не привлекаем финансирование. Все финансовые лицензии, которые имеются в нашем периметре, используются для юридического конструирования финансовых продуктов под заказ *для наших клиентов*.
- Несколько лет назад мы запустили глобальный сервис **208 Markets**, смыслом которого является дать инструменты для дистрибуции максимума финансовых продуктов на максимуме финансовых рынков. В едином центре мы собрали экспертизу по тому, какими инструментами доступа можно проникнуть на какие рынки и к каким категориям инвесторов. Собирайтесь предложить инвестиции в казахский рудник состоятельным инвесторам из Бразилии и Вьетнама – это к нам.

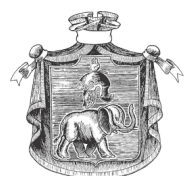


Для кого этот материал


Изначально этот методический материал готовился для наших коммерческих представителей в русскоязычных регионах и русскоязычных деловых сообществах других стран. Мы хотим, чтобы они – даже несмотря на отсутствие тематического правового образования в сфере ценных бумаг – лучше понимали наши продукты и пожелания заказчиков.

Совершенно очевидно, что этот материал полезен и для нынешних и потенциальных пользователей нашего сервиса. Даже если вы имеете профессиональные познания в финансовой индустрии, определенные сведения могут оказаться для вас новыми.

Этот материал доступен в интернет; цитировать его мы не запрещаем, но ставьте, пожалуйста ссылку на «методический материал фирмы John Tiner & Partners по выпуску ценных бумаг» - так будет правильно.



«Эмиссионная фабрика»: мы создаем ценные бумаги и другие финансовые инструменты для профессиональных клиентов по всему миру.

 John Tiner & Partners, основана в 1995 г. | <https://208markets.com> | <https://tiner.ch>

 John Tiner & Partners Eurasia, Кыргызская Республика (с 2006 г.) | <https://tiner-kyrgyzstan.com>

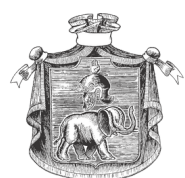
Мы создаём

еврооблигации | кредитные ноты | обеспеченные ноты | управляемые инвестиционные сертификаты | исламские инвестиционные сертификаты (сукук) | структурные продукты (ноты) | депозитарные расписки / ноты | акции с пре-листингом (SPAC) | инвестфонды | расчетные форварды | валютные контракты | опционные продукты | товарные инструменты | и десятки других финансовых инструментов

Атрибуты: ISIN; Euroclear / Clearstream / др. системы; листинг; брокеры; любые валюты

Юрисдикции выпуска финансовых продуктов

- Финансовые центры Европейского Союза
- Великобритания
- Швейцария
- Гонконг
- Офшорные финансовые центры
- Кыргызская Республика



Оглавление

- 6. Что такое ценная бумага?
- 8. Для чего нужны ценные бумаги?
- 9. Как фиксируются права на ценные бумаги?
- 11. Расчёты на рынке ценных бумаг
- 12. Как переводятся ценные бумаги
- 13. Как идентифицируются ценные бумаги?
- 14. Как функционирует биржа?
- 15. Номинал, валюта и цена ценной бумаги
- 16. Что такое алгоритмическая торговля?
- 17. Что такое высокочастотная торговля?
- 18. Центральный контрагент
- 19. Что даёт листинг ценных бумаг на бирже?
- 21. Как создаются ценные бумаги?
- 24. Где обычно выпускаются ценные бумаги?
- 25. Депозитарные расписки
- 26. Акции SPAC
- 27. Облигации
- 28. Еврооблигации (евробонды)
- 29. Ноты (Notes)
- 31. Ноты, обеспеченные активами (Asset-backed notes)
- 32. Структурированные ноты (структурированные продукты)
- 34. Инвестиционные фонды
- 35. Ценные бумаги – аналоги инвестиционных фондов
- 37. Исламские ценные бумаги
- 40. Информационные и методические ресурсы



Что такое ценная бумага?

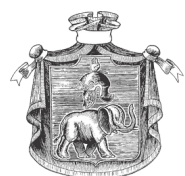
Несколько десятков лет назад всё было просто: ценная бумага была *бумагой*, то есть бумажным документом. В котором были зафиксированы определённые права, которые можно реализовать или передать только с *предъявлением* самой этой *бумаги*. Такие бумаги сейчас, конечно, остались, но скорее в роли пережитка. Ценные бумаги сейчас – **комплексы прав**, владельцы которых зафиксированы в **электронном реестре**. А содержание прав описывается в **условиях выпуска** или «проспектах выпуска».

То есть: ценная бумага — это зафиксированный в реестре инструмент, который **можно передавать только через записи в этом реестре**. И который даёт лицу, записанному в реестре как владелец бумаги, определённые права. Ценные бумаги на *предъявителя остались*, но их настолько мало в мировой практике, что мы о них не упоминаем.

Права, воплощённые в ценных бумагах, не уникальны. Большинство из них можно создавать и осуществлять **и без всяких бумаг и реестров**. В долг можно дать просто под договор займа или расписку – облигации тут не нужны. Деньги в управление можно дать по договору на управление, не обязательно создавать фонд и выпускать его акции (паи). Ценная бумага – **это просто удобство**. Создать некий стандартный набор прав, нарезать его на части и дать возможность передавать эти единицы прав простым изменением реестра. Вместо того, чтобы каждый раз заключать отдельный договор, а для его передачи заключать еще и договор уступки.

Ценная бумага – это всегда право. *Или комплекс прав:*

- **Облигация** – право получить номинал бумаги с процентами.
- **Акция** – право участвовать в управлении компанией и получать дивиденды, когда они начисляются.
- **Акция (пай) фонда** – право получить стоимость соответствующей доли в активах фонда и иногда – часть зарабатываемого по ходу жизни фонда дохода.
- **Структурированная нота** – право получить выплаты в зависимости от того, как меняются цены на определенные ценные бумаги на рынке.



Что такое ценная бумага? (2)

Существует ли закрытый список видов ценных бумаг? Нет. Видов ценных бумаг – безграничное множество. Вы, кстати, можете создать свой вид, со своими условиями (со своим *комплексом прав* для владельцев). Мы создаём новые виды ценных бумаг в нашем бизнесе постоянно. И придумываем им оригинальные названия.

Повторяем, ценная бумага – это комплекс прав. Их владельцы внесены в реестр. И могут передать эти права другим только через этот реестр. Фактически, ценная бумага – это инструмент управления записью в реестре, которая гарантирует наличие у вас определённых прав.

А права по отношению к кому? По отношению к тому, кто выпустил ценную бумагу. Такое лицо называется *эмитентом*. У акций эмитентом является акционерное общество. У облигаций – тот, кто взял в долг в обмен на выпуск этих бумаг. У пая инвестиционного фонда – инвестиционный фонд.



Для чего нужны ценные бумаги?

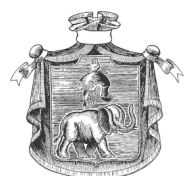
Для удобства. Инвестировать деньги и давать в долг можно и без них. Но через них – удобнее.

Поскольку ценные бумаги **учитываются через реестры**, вы можете выбрать из списка бумаг те, которые вас интересуют, и вложить в них деньги, просто дав соответствующее распоряжение своему брокеру. Составить себе *инвестиционный портфель*.

Покупая ценную бумагу, вы инвестируете в чьё-то *обязательство*. Помните, что ценная бумага воплощает право? Каждому праву соответствует обязательство. – Чьё обязательство? – Эмитента этой ценной бумаги. Право получить по облигации основную сумму и проценты \longleftrightarrow обязательство эти суммы выплатить. Право участвовать в управлении акционерным обществом и получать дивиденды \longleftrightarrow обязательство допустить к участию в управлении и выплатить дивиденды. И так далее.

Составляя себе портфель ценных бумаг, вы фактически приобретаете набор обязательств разных лиц – *эмитентов* купленных вами ценных бумаг. – А эти лица (эмитенты) исполняют свои обязательства по выпущенным ими ценным бумагам? – Мы не знаем. Могут и не исполнить; надо анализировать их надёжность и множество других факторов. Ровно так же вам могут не отдать долг, предоставленный по обычному договору. Или не допустить к управлению бизнесом, куда вы вложили деньги по письменному соглашению.

Иногда ценные бумаги могут использоваться для расчетов. Вместо денег можно передать контрагенту ценную бумагу, а он уже сам её продаст или получит по ней деньги.



Как фиксируются права на ценные бумаги?

Как вы уже поняли, ценная бумага – явление во многом *виртуальное*. Есть электронный реестр, и тот, кто в нём записан, тот и признаётся обладателем комплекса прав, который признаётся ценной бумагой.

А кто ведёт реестр владельцев ценных бумаг?

Как правило, специализированная организация (**регистратор**) по поручению эмитента. Это очень ответственная функция, от неё зависит сохранность прав на ценные бумаги, поэтому закон требует, чтобы регистратор имел соответствующую лицензию.

Иногда функция ведения реестра владельцев ценных бумаг доверяется **депозитарию**. У депозитария, о котором подробнее мы пишем далее, функций больше, чем у регистратора. Депозитарий может открывать владельцам счета и учитывать на этих счетах в пользу владельцев не только ценные бумаги, но и деньги.

В некоторых случаях реестр владельцев ценных бумаг ведёт сам эмитент. Законы некоторых стран в этом случае иногда требуют, чтобы копия реестра передавалась в Реестр компаний для сохранности.



Как фиксируются права на ценные бумаги? (2)

Каждый владелец ценной бумаги внесён в её реестр?

Нет. На практике это неудобно. Обычно в реестрах ценных бумаг числятся профессиональные операторы фондового рынка – депозитарии, брокеры, управляющие, и так далее. А они уже в свою очередь учитывают права на ценные бумаги для своих *клиентов*.

Фактически, многие владельцы ценных бумаг находятся на расстоянии нескольких юридических лиц от реестра этих ценных бумаг. Получается как бы цепочка прав, или «матрёшка». Типовая ситуация: вы клиент регионального брокера, брокер – клиент другого (*глобального*) брокера, тот – клиент депозитария, а депозитарий учитывает права на ценные бумаги уже непосредственно у их регистратора. Так сложилась структура фондового рынка на сегодня. Удобно это? Скорее, да, так как ваши бумаги лучше учитывать у того, кто их может быстро продать, а это – брокер. А он уже сам найдёт оптимальную (или возможную для него) цепочку учитывать на них права. В годы крипто-бума велись активные дискуссии о разумности перевода реестров ценных бумаг на блокчейн, но пока они не привели к каким-то значимым проектам в этой сфере.

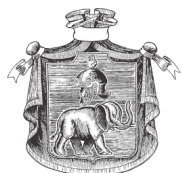
Что является свидетельством прав на ценные бумаги?

Выписка того, кто для вас учитывает на них права. Если вы учитываете свои ценные бумаги непосредственно у их регистратора, тогда ваше право собственности будет подтверждено выпиской из самого реестра ценных бумаг, которую выдаст вам регистратор. Если вы держите ценные бумаги через депозитарий, то выписку выдаст депозитарий. Если через брокера, то доказательством ваших прав на ценные бумаги будет выписка, выдаваемая брокером.

Важно понять, что при учёте ценных бумаг по цепочке вас как конечного владельца знает только то лицо, которое выдало вам выписку (например, брокер). Следующее лицо в цепочке в качестве владельца ценных бумаг видит только брокера. А регистратор, как правило, вообще не знает и не может знать ни одного конечного владельца ценных бумаг. Впрочем, это удобно для конфиденциальности владения.

Функции депозитария

Депозитарий не ищет продавцов и покупателей на ценные бумаги, этим занимается брокер. Единственная функция депозитария – держать для вас ваши ценные бумаги от своего имени и помогать с расчетами по этим ценным бумагам. Например, если на ваши акции, учитываемые через депозитарий, начислятся дивиденды, то депозитарий их заберёт у эмитента и зачислит вам на ваш счёт. В депозитарии вы можете держать не только ценные бумаги, но и деньги.



Расчёты на рынке ценных бумаг

Как и в любой торговле, при купле-продаже ценных бумаг возникает вопрос доверия. Если покупатель и продавец не доверяют друг другу (а при рыночной торговле ценными бумагами они могут вообще не знать друг друга), **кто исполняет своё обязательство первым?** Покупатель заплатит деньги и будет ждать, пока ему переведут ценные бумаги? Или продавец переведёт ценные бумаги покупателю и будет ждать, пока ему заплатят за них деньги? Ни первый, ни второй вариант не является комфортным.

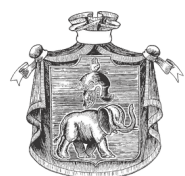
Поэтому на рынке ценных бумаг давно принят такой формат расчетов, при котором никто не исполняет своё обязательство первым – эти обязательства **исполняются одновременно**. Для того, чтобы так произошло, как ценные бумаги, являющиеся предметом сделки, так и деньги, которые за них должны быть заплачены, **помещаются в распоряжение единого лица**. Это может быть брокер, может быть депозитарий, но вообще для таких расчетов существует особое лицо – *клиринговый центр*.

Немного полезного жаргона. Расчеты по формуле «поставка против платежа» называются **DvP** (по английской аббревиатуре: *Delivery versus Payment*). Поставка ценных бумаг без синхронной оплаты внутри одного центра называется **FoP** (*Free of Payment*).

Клиринговый центр – это особая организация, в функцию которой входит обеспечение расчетов за ценные бумаги. Клиринговые центры во всём мире строго регулируются государством, так как в их держании могут находиться активы на астрономические суммы. Иногда клиринговая организация выполняет еще и функции депозитария (или наоборот – депозитарий может выполнять функции клирингового центра).

В мире есть четыре международных, то есть глобальных, клиринговых центра, которые обслуживают ценные бумаги эмитентов со всего мира. В США находится **DTCC**, в Европе – **Euroclear, Clearstream** и швейцарский **SIX-SIS**. Их ещё называют «международные центральные депозитарии». Клиринговые центры есть и при биржах; в некоторых странах есть клиринговые центры, которые обслуживают только местных эмитентов. Иногда они же являются местными депозитариями.

Активы, которые держит международный клиринговый центр и депозитарий Euroclear, на конец 2024 г. превышали *40 триллионов евро*. Годовой оборот сделок, обслуженных этой организацией, составляет около *1000 триллионов евро*.



Как переводятся ценные бумаги

Мы все знаем, как переводятся деньги со счёта на счёт, если счета открыты в разных банках. Сначала клиент даёт поручение банку, потом банк – своему корреспонденту, тот ищет «мостик» до корреспондента получателя, и через какое-то время деньги (дай Бог) доходят до получателя в его банке. То есть деньги по финансовой системе двигаются *последовательно*.

Ценные бумаги переводятся по иному алгоритму. Разумеется, если вы переводите ценные бумаги внутри одного брокера или депозитария, всё просто: число операций будет минимальным. А вот если вы переводите бумаги между разными депозитариями, всё происходит гораздо сложнее. В отличие от денег, которые переходят со счёта на счёт последовательно, ценные бумаги двигаются через механизм *встречных поручений*: поручения на перечисление и поручения на приём. Поручение на приём должен дать депозитарий получателя. Если они находятся в разных странах или отстоят от общего «мостика» на несколько слоёв, перевод бумаг может быть очень трудоёмким.

Известны случаи, когда брокер закрывал счёт своему клиенту и требовал вывести бумаги, а клиент не мог добиться синхронизации встречных поручений между различными депозитариями и вынужден был продавать свой портфель, чтобы вывести деньги, а не ценные бумаги. Если при этом в портфеле оказывались неликвидные инструменты, клиент терпел убытки.



Как идентифицируются ценные бумаги?

У одного эмитента могут быть сотни выпусков ценных бумаг одного типа. Например, у банка Citibank есть сотни выпусков облигаций. Также в мире много эмитентов с одинаковыми или почти одинаковыми названиями (в мире 206 стран, так что...). Как не запутаться в их ценных бумагах?

Для того, чтобы каждая ценная бумага в мире могла иметь свой уникальный **международный номер**, давно создана система присвоения кодов **ISIN** – расшифровывается как «международный идентификационный номер ценной бумаги». Есть организация – **ANNA** (Ассоциация национальных нумерирующих агентств), которая ведёт глобальную базу данных. На сегодня в ней – несколько десятков миллионов ценных бумаг. В каждой стране есть минимум одно национальное нумерирующее агентство, которое непосредственно присваивает ценным бумагам международные номера (зачастую это местная биржа или местный центральный депозитарий). Правила присвоения номера ISIN следуют единому международному стандарту ISO.

У всех ли бумаг есть международные номера?

Нет. Эмитенты, которые не планируют, что их бумаги могут купить иностранные инвесторы, довольствуются наличием у их бумаг номера, присвоенного национальным регулятором. Это неудобно, но для торговли на местной бирже – достаточно.

Есть ли у ценных бумаг какие-то еще коды?

Конечно. В целях стандартизации ценные бумаги могут получить еще и международный код типа финансового инструмента – **CFI**. Его присваивает то же нумерирующее агентство, что и ISIN. Есть и другие коды, менее значимые для этого краткого пояснения.



Как функционирует биржа?

Простыми словами, биржа — это **доска объявлений** плюс **удобный механизм для заключения сделок и расчетов по ним**. Участники торгов могут размещать в торговой системе заявки на покупку и продажу ценных бумаг, и если заявки совпадают по условиям, они *автоматически* удовлетворяются. Биржа тогда фиксирует сделку, и внутри клирингового центра и депозитария биржи покупатель получает купленные ценные бумаги, а продавец — уплаченную покупателем цену этих бумаг. Ключевое слово — *автоматически*. Биржевая торговая система работает электронно, и как только заявка введена в систему, её удовлетворение гарантированно произойдёт, когда в системе появится обратная заявка с теми же условиями.

Кто участвует в биржевых торгах?

В основном только профессиональные участники фондового рынка — брокеры, дилеры, управляющие компании, банки, фонды. Частные инвесторы очень редко могут получить прямой доступ к торгам.

Как быстро происходят расчёты на бирже после удовлетворения заявки?

Как правило, в течение одного-двух дней. Почему не моментально? Потому что биржа в своём клиринговом центре проводит расчёты по результатам всех заключённых сделок. А сделок может быть очень много, с одними и теми же бумагами. Одно и то же лицо может много раз продавать и покупать одну и ту же бумагу. Есть смысл суммировать все эти операции и по результатам определенного дня зачислить участнику торгов финальное число бумаг, которое у него оказалось. В ходе этого процесса неизбежно происходит «**неттинг**» - зачёт одинаковых взаимных требований.



Номинал, валюта и цена ценной бумаги

Номиналом называется присваиваемое ценной бумаге при её выпуске ценовое значение, которое, как правило, равно той сумме, за которую ценная бумага продаётся («размещается») первым покупателям.

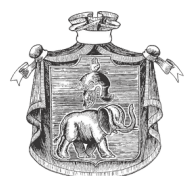
Может ли ценная бумага размещаться по цене **ниже или выше номинала**? – Да, пожалуйста. Это происходит постоянно.

Может ли ценная бумага **не иметь номинал**? – Да, во многих правовых системах это возможно, хотя и не является типичным.

В какой **валюте** обычно выпускаются ценные бумаги? – Валютой номинала ценной бумаги, размещаемой на внутреннем рынке, обычно является **национальная валюта**. Часто это требование следует из закона. Ценные бумаги, выпускаемые для международных инвесторов, могут иметь номинал в одной из мировых валют.

Как определяется **цена** ценной бумаги? – При купле-продаже ценной бумаги **на бирже** цена определяется в ходе электронного биржевого торга, при **внебиржевых сделках** – по соглашению сторон. Номинал бумаги при определении её цены в ходе сделки не имеет значения.

Как **оценить** ценную бумагу, не выставив её на продажу? – Во многих случаях, это сложный вопрос. Если бумага котируется на бирже, можно ориентироваться на текущую биржевую цену. Однако, следует иметь в виду, что если в день на бирже с этой ценной бумагой заключаются сделки на малый объём, цена при попытке продать на бирже сразу большой пакет может «просесть» из-за отсутствия покупателей на такой объём. Если ценная бумага не котируется на бирже, её оценка является в любом случае очень субъективной. Для целей учёта может приниматься оценка по последней сделке. В некоторых случаях следует анализировать рыночную цену тех прав или активов, к которым привязана ценная бумага.



Что такое алгоритмическая торговля?

Уже много лет основной (> 80%) объём торговли на мировых рынках ценных бумаг совершают не люди, а торговые роботы. Робот, то есть компьютерный алгоритм, действует по правилам, которые в него заложены. Эти правила постоянно меняются (роботов «настраивают»). Также робот может быть обучен и сам менять свои правила, исходя из анализа рынка и того, как торгуют другие участники торгов. Сейчас почти все роботы используют при принятии торговых решений искусственный интеллект, в той или иной мере. Фактически, на мировых финансовых рынках идёт «война роботов». Наиболее богатые компании и фонды, могущие привлечь самых талантливых программистов и позволить себе самые крутые вычислительные мощности, традиционно обыгрывают на рынке роботов с меньшими ресурсами.

Существует множество коллективов, состоящих из программистов и финансовых аналитиков, которые привлекают деньги инвесторов, обещая совершение сделок с помощью написанного ими торгового робота. Некоторым удается поддерживать разумный уровень доходности, но изначально определить, насколько качественный алгоритм вам рекламируют, очень сложно.

Инвестор, который хочет испытать своё счастье, доверив управление своими средствами *алготрейдеру*, может либо вложиться в его фонд или ценную бумагу (мы выпускаем такие бумаги и делаем такие фонды для алгоритмических стратегий), либо разрешить подключить «робота» к своему брокерскому счёту.

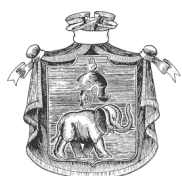


Что такое высокочастотная торговля?

Высокочастотная торговля (*high frequency trading*) – разновидность роботизированной торговли, при которой робот совершает огромное число операций в единицу времени, как правило, изыскивая и эксплуатируя минимальнейшие ценовые движения на рынке.

Некоторые биржи искусственно ограничивают число операций в секунду, которые может совершить участник торгов, создавая тем самым более честное поле конкуренции для всех.

Ключевое условие для того, чтобы высокочастотная торговля могла быть успешной, - минимальные комиссии за совершаемые операции. В противном случае комиссии просто «съедят» всю возможную прибыль.



Центральный контрагент

Мало кто из покупающих на бирже ценные бумаги через брокера задумывается о том, а у кого эти бумаги всякий раз покупаются. «У других участников биржевой торговли», – скажете вы и будете неправы. То есть, правы только в экономическом смысле, а не в юридическом.

Как ни странно, все ценные бумаги и финансовые инструменты, торгующиеся в биржевой системе, покупаются биржей и продаются биржей. Вернее, не самой биржей (как правило), а специальным юридическим лицом, которое именуется «центральный контрагент». Это лицо – продавец для всех покупателей и покупатель для всех продавцов. То есть между всеми продавцами и покупателями в каждую совершаемую ими сделку искусственно вставляется «центральный контрагент». На экономическом результате это никак не отражается, поэтому об этом мало кто знает из людей, не вовлеченных в биржевую инфраструктуру.

Зачем нужен такой искусственный «центральный контрагент»? Для избежания каскадного неисполнения обязательств, если свои обязательства не смог выполнить кто-либо из участников торгов. Представьте, что из-за резкого скачка рынка у участника торговли не хватило обеспечения, и он остался должен. Если он должен другому участнику торгов, у того может так же возникнуть дефицит денег. Представьте себе участников торговли, совершающих десятки тысяч операций в день (те же высокочастотные роботы, например), и вы поймёте, что возникает реальный риск лавинообразного неисполнения сделок.

Чтобы снизить этот риск, биржа, то есть её центральный контрагент берёт этот риск на себя. В роли центрального контрагента, как правило, выступает наделённое большим капиталом лицо с банковской лицензией, чей капитал формируют своими взносами все участники торгов. Если одно лицо не выполнило свои обязательства, их исполняет центральный контрагент, и торговля продолжается. Потом уже он юридически истребует неполученное от участника торгов, а если не сможет получить – принимает убыток.

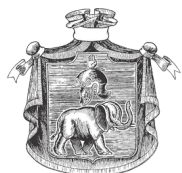


Что даёт листинг ценных бумаг на бирже?

Для начала, что такое «листинг». Листингом называется включение ценной бумаги в список торгуемых на данной бирже. Листинги бывают разных категорий, но в любом случае включение ценной бумаги в список означает, что с ней можно **совершать автоматически исполняемые сделки** в той или иной секции биржи.

Вопреки очень распространённому заблуждению, листинг ценной бумаги на бирже вообще **никак не гарантирует**, что на эту ценную бумагу могут найтись на этой бирже покупатели. Листинг всего лишь даёт возможность участникам торгов совершать **сделки с этой ценной бумагой через биржевую торговую систему**. То есть листинг просто делает заключение сделок удобным и, разумеется, позволяет выставлять по этой бумаге на этой бирже предложения на покупку и продажу. Для того, чтобы на ценную бумагу был постоянный спрос, нужно потратить много энергии – привлечь к ней интерес инвесторов и договориться с кем-то на постоянное поддержание заявок на выкуп этой ценной бумаги на бирже («**маркет-мейкер**»).

Тем не менее, листинг ценной бумаги на бирже сам по себе всё же увеличивает инвестиционную привлекательность ценной бумаги – в основном, из-за распространённого заблуждения, описанного выше. Также поскольку листинг обязательно сопряжен с обязательством эмитента публично раскрывать на бирже важную информацию о деятельности эмитента, считается, что прошедшие листинг бумаги более привлекательны, чем предлагаемые частным образом, поскольку их эмитент более открыт.



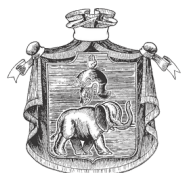
Что даёт листинг ценных бумаг на бирже? (2)

Листинг ценных бумаг в некоторых категориях (высшие категории) в принципе возможен только если на ценную бумагу уже есть гарантированный спрос. Например, если несколько крупных инвесткомпаний объявили о желании стать маркет-мейкерами по этой бумаге, то есть постоянно поддерживать свои предложения по покупке предлагаемых на бирже бумаг. Тогда действительно листинг говорит о большой инвестиционной привлекательности данной ценной бумаги, но первична здесь всё же инвестиционная привлекательность, а не листинг сам по себе.

В некоторых случаях листинг ценной бумаги желателен с регуляторной или налоговой точки зрения. Дело в том, что сделки на бирже формируют «рыночную» цену ценной бумаги, а многие регуляторные правила, стандарты учёта и налоговые нормы опираются на такую цену в своих калькуляциях.

Стоит упомянуть и неочевидные выгоды листинга:

- Ваши бумаги может купить любой инвестор через своего брокера
- Используйте биржу как рекламную площадку финансовых показателей вашего бизнеса/проекта
- В ваши бумаги можно инвестировать фактически анонимно
- Многие страны дают биржевым бумагам налоговые льготы



Как создаются ценные бумаги?

Юридически, создавая ценную бумагу, вы создаёте инструмент, который может быть объектом инвестирования, продажи, залога и так далее. Но разве можно просто так взять и выпустить ценные бумаги на 100 миллионов долларов? Как ни странно, можно. По закону **государство не всегда участвует в создании ценных бумаг**.

Если юридическое лицо создается только фактом его регистрации в государственном реестре, то ценная бумага далеко не обязательно требует государственной регистрации выпуска, чтобы начать своё существование в инвестиционном обороте. За исключением, наверное, акций и бумаг, для размещения которых необходимо согласовать проспект эмиссии.

Для того, чтобы выпустить акции, должно состояться решение соответствующего органа эмитента (собрание акционеров или совет директоров), после чего решение о выпуске в большинстве стран должно пройти государственную регистрацию. Только после этого акции можно продавать инвесторам.

Однако, чтобы выпустить облигации и другие долговые инструменты (например, кредитные ноты), обращаться за государственной регистрацией нужно не во всех случаях.

Такие обязательства создаются решением органа компании-эмитента, после чего эмитент, как правило, обращается в национальный нумерирующий орган (биржа или иной институт рынка ценных бумаг) за получением учетного номера бумаг — ISIN. После этого эмитент может либо вести реестр владельцев бумаг самостоятельно (что допускается во многих странах), либо доверяет его ведение специально лицензированному реестродержателю (депозитарию).

В некоторых странах создание ценной бумаги считается завершённым в силу факта передачи её начального реестра в депозитарий (например, по швейцарскому закону *Bucheffektengesetz*). То есть там ценную бумагу создает факт размещения ее реестра у профессионального кастодиана.



Как создаются ценные бумаги? (2)

Если для публичного предложения ценных бумаг закон требует одобрения их проспекта выпуска у регулятора, то распространение таких бумаг среди инвесторов будет возможно только после того, как государственный регулятор одобрит их проспект.

Этапы создания и запуска в оборот ценной бумаги можно свести к такой последовательности (сразу оговоримся, что для упрощенных выпусков некоторые этапы не применимы):

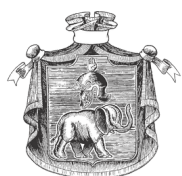
- Составление юридической документации условий ценной бумаги, а также текста корпоративных одобрений ее выпуска (выполняет юридическая фирма). Если готовится проспект эмиссии или иной документ, в составе которого должны приводиться финансовые показатели эмитента или базового актива выпуска, то клиент должен предоставить эти данные. В некоторых случаях требуется аудированная отчетность (для публичных выпусков).
- Если в обслуживание ценных бумаг вовлечены сторонние лица — депозитарий, инвестиционный управляющий, платежный агент, клиринговый центр, биржа, калькуляционный агент (независимый расчет стоимости чистых активов), trustee для определенных функций (например, для управления залоговым или иным обеспечением бумаг) и пр. и пр., то условия сотрудничества с ними согласовываются на этом этапе. Впрочем, некоторые бумаги обращаются без обязательного участия каких-либо третьих лиц.
- Регистрация эмитента, если для выпуска ценных бумаг создается отдельный эмитент (иначе называемый «компанией специального назначения» — SPV). Для последующего получения ISIN на ценную бумагу большинству эмитентов необходимо сначала получить код LEI.



Как создаются ценные бумаги? (3)

- Определение структуры контроля эмитента — SPV. Например, при выпуске долговых ценных бумаг эмитентами часто являются компании, не принадлежащие никому (их акционером является траст в пользу благотворительности или целевой траст в пользу обслуживания выпуска). Это делается для того, чтобы при дефолте выпуска не было возможности привлечь его организаторов к субсидиарной ответственности, а также чтобы «сбросить» передаваемый в SPV актив за баланс основной компании.
- Назначение аудитора эмитента (для SPV), если это необходимо.
- Принятие корпоративного решения о выпуске ценных бумаг (как правило, совет директоров эмитента).
- Получение ISIN и прочих необходимых кодов (CFI и пр.) на выпуск ценных бумаг.
- Формирование реестра владельцев ценных бумаг (может быть электронным или бумажным).
- Кто ведет реестр владельцев ценных бумаг? Если сам эмитент, то на этом «создание» ценных бумаг заканчивается; сам эмитент может уже принимать деньги или иные активы в обмен на бумаги и вносить владельцев бумаг в реестр, выдавать из него выписки. Как правило, реестр владельцев ценных бумаг все же передается специализированному регистратору (депозитарию). Для этого с депозитарием должен быть заключен соответствующий договор. В некоторых странах (например, в Швейцарии) передача бумаг регистратору является актом, создающим ценные бумаги.
- На этом этапе ценные бумаги существуют. Все дальнейшие действия связаны уже с их обращением. Это (возможно) согласование проспекта эмиссии с регулятором или документа для биржевого допуска (admission document) с биржей, листинг, включение их в клиринговую систему, и так далее.

Все описанные этапы мы умеем проходить очень быстро. Иногда для выпуска ценной бумаги в обращение хватает всего нескольких дней.



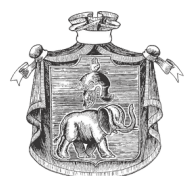
Где обычно выпускаются ценные бумаги?

Как правило, ценная бумага выпускается в стране, где находится лицо, привлекающее финансирование через этот выпуск ценных бумаг.

Однако, есть множество случаев, когда страна выпуска отличается от страны, куда в результате идут деньги. Это случается, когда компания хочет привлечь деньги иностранных инвесторов в иностранной валюте, а местное законодательство не разрешает выпуски в иностранной валюте. Или не устраивает глобальные клиринговые организации, которые могут взять бумаги на обслуживание. Тогда единственный выход – выпускать бумаги не у себя дома, а в другой стране. В которой выпущенные бумаги могут быть легко проданы любым инвесторам.

Например, существует такой тип ценных бумаг как **еврооблигации (евробонды)**. Это бумаги, выпускаемые в одном из удобных финансовых центров (Люксембург, Ирландия, Каймановы острова, и так далее), чтобы в них легче было инвестировать инвесторам со всего мира. И выпускаются они там через специально для этого создаваемую компанию. Она именуется **SPV** (*special purpose vehicle*: компания специального назначения).

Схема при этом выглядит так. SPV выпускает облигации, например, под 7% годовых в долларах США на пять лет. С помощью международного банка, обслуживающего выпуск, собирает средства инвесторов, выдавая им облигации. Потом собранные деньги эта компания (SPV) передает в займ инициатору выпуска – на зеркально тех же условиях. Инициатор выпуска платит проценты на счет SPV-компании, а она – распределяет их инвесторам. То же с погашением основной суммы. То есть, SPV – по определению не зарабатывающая прибыли «прокладка», единственная роль которой – «взять в аренду» удобное законодательство другой страны, чтобы выпуск для иностранных инвесторов мог состояться.



Депозитарные расписки

Существует особый тип бумаг для решения той же проблемы, которая (см. раздел «Где обычно выпускаются ценные бумаги?» на стр. 24) решается выпуском ценных бумаг в другой юрисдикции.

Допустим, существуют привлекательные акции в стране, которая не интегрирована полностью в мировые фондовые рынки. Например, это золотодобывающая корпорация в Кыргызстане. Инвесторы из других стран рады бы эти акции купить, но им для этого надо найти в своей стране брокера, который бы имел отношения с кыргызским брокером. Или поискать кыргызского брокера, в котором можно открыть прямой счет. И найти, в каком депозитарии хранить эти бумаги, чтобы не принимать риск банкротства неизвестного кыргызского брокера. Очень мало кто будет это делать.

Поэтому золотая корпорация в Кыргызстане, которая хочет, чтобы ее акции покупали международные инвесторы, обращается к крупному инвестиционному банку, допустим, в США, и они совместно реализуют следующую схему.

Американский инвестбанк выступает единым покупателем всех акций, которые хотят купить иностранные инвесторы, и ради этого открывает соответствующий депозитарный счет в Кыргызстане. На каждую акцию, которую он купил, он выпускает свою ценную бумагу – **депозитарную расписку**. Полностью зеркально. Такие бумаги могут котироваться на крупной международной бирже. Если владелец расписки хочет получить в обмен на неё саму акцию компании, он может «расконвертировать» расписку, и инвестбанк поставит ему акцию. Обратный процесс тоже возможен. Все дивиденды на акции инвестбанк передаёт насквозь инвесторам в свои депозитарные расписки. Подобно евробондам, такие ценные бумаги – всего лишь **юридическое удобство для инвестирования**, не меняющее экономической сути инвестиции.

В Америке депозитарные расписки называются **ADR** – американские депозитарные расписки. В Европе – **GDR** (глобальные депозитарные расписки). Бывают и иные депозитарные расписки, в том числе выпускаемые не инвестбанком, а **SPV** под управлением инвесткомпания. Мы, например, выпускаем такие международные депозитарные расписки в Гонконге.



Акции SPAC

SPAC расшифровывается как *Special Purpose Acquisition Company* – специальная компания для поглощения.

Выход на качественную биржу всегда сложен: нужно согласовать огромный объём документации у регулятора, и это может занять много месяцев. Что делать, если хочется оказаться на бирже (получить листинг) сразу?

В 1990-х годах в США финансовые посредники стали торговать акциями так называемых компаний-пустышек (*shell company*) – компаний, которые утратили весь свой бизнес, имели почти нулевые котировки, но пока ещё не были лишены листинга биржей. И, что важно, не были банкротами, то есть не имели кредиторов. Такие «компании-призраки» хороши только одним – у них есть листинг на бирже, попасть куда обычная компания очень быстро не может.

Сложилась практика: компания, желающая получить быстрый листинг на бирже, выкупает за небольшую цену все акции листингованной компании-пустышки, а потом сама продаётся ей, фактически меняя свои акции на акции пустышки. Только теперь это уже не пустышка, а компания с полноценным бизнесом и активами. Юридически это называется «обратное поглощение» (*reverse merger*). Регулятор, разумеется, должен быть поставлен в известность о такой манипуляции, но эти согласования легче, чем получение разрешения на публичную эмиссию и листинг с нуля. И, самое главное, инвесторам можно сразу же предложить акции обновлённой компании.

Впоследствии от выкупа разорившихся пустышек почти отказались, и на рынке появился специальный тип корпорации – SPAC. Это компании, в активах которых есть только деньги, но нет никаких других активов и бизнеса. Регуляторы и биржи подтянули под SPAC свои правила, и SPAC заняли свое место в перечне финансовых инструментов развитых рынков. Сейчас через обратное слияние с SPAC-компаниями на рынок выходят десятки компаний в год. Например, криптобиржа *Coinbase* и социальная сеть Дональда Трампа *Truth Social* вышли на биржу именно через слияние со SPAC. Такие компании есть в Канаде, Великобритании, Сингапуре и пр. Мы разрабатывали биржевые правила для SPAC-компаний для двух бирж в Кыргызской Республике и вывели на биржу около десятка таких компаний.



Облигации

Облигация – это воплощённое в ценную бумагу **долговое обязательство** эмитента. Как правило, предполагает, что номинал облигации будет возвращён инвестору с процентами – либо *фиксированными* (например, 7,5% годовых), либо *плавающими* (например, зависящие от динамики ставки LIBOR).

Облигации могут выпускаться как для общей поддержки бизнеса, так и для финансирования конкретного проекта. Когда облигации выпускает государство, оно также может либо просто заимствовать на рынке средства для общей поддержки бюджета, либо указать конкретный проект, на который пойдут собранные средства (инфраструктурные облигации).

Известны тематические облигации – например, «зелёные» (банк-эмитент направляет собранные средства на кредитование «зелёных» проектов), а также более экзотические – когда собранные средства направляются на кредитование специфического типа бизнесов (например, принадлежащих женщинам или социальным / этническим меньшинствам).

С юридической точки зрения обычная облигация проста: обязательством эмитента является вернуть основную сумму и уплатить проценты. Тем не менее, есть особые типы облигаций, юридическая структура которых не столь однозначна:

- **Конвертируемые облигации.** В случае дефолта эмитента (или иного случая) принудительно конвертируются в акции эмитента по определённой формуле.
- **Структурированные облигации.** Доход по таким облигациям зависит от динамики цен на определённый базовый актив.

Поскольку эмиссионная практика толерантно относится к «растягиванию» традиционных определений ценных бумаг, эмитенты иногда называют облигациями даже те финансовые продукты, по которым не предусмотрено абсолютное обязательство вернуть номинал бумаги.



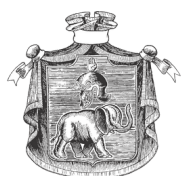
Еврооблигации (евробонды)

Еврооблигации – не всегда *облигации* и далеко не обязательно выпускаются в Европе или для европейских инвесторов. Этот термин происходит из 1960-х годов, когда усилиями лондонских инвестиционных банков был создан рынок облигаций по сути международного характера. Сейчас это – облигации, которые могут выпускаться в валюте, иной, нежели национальная валюта привлекающего финансирование лица. И, как правило, размещаемые среди инвесторов, иностранных по отношению к тому, кто привлекает финансирование. Корректнее было бы их назвать «офшорные облигации», но закрепился термин «евробонды».

Еврооблигации – не обязательно облигации по своей юридической форме. Большинство их выпускается в форме нот, так как термин «нота» более широкий и включает весь тот функционал, который нетипичен для традиционной облигации.

Значительный объём еврооблигаций выпускается через компании специального назначения – SPV. Почему? А это следует из самой сути еврооблигации. Этот формат актуален для привлекающих финансирование компаний, которые не могут легко продать собственные национальные бумаги международным инвесторам. Просто из-за того, что такие инвесторы не хотят связываться с неизвестной их юристам (как минимум, у них нет там своего брокера и счетов в депозитариях), им нужны стандартные условия известного им права (например, английского или ирландского), а также желателен ввод покупаемых бумаг в мировые клиринговые системы (такие как Euroclear и Clearstream). Иначе такие бумаги неудобно покупать. Поэтому компания, привлекающая деньги на мировом финансовом рынке, вынуждена не стать эмитентом облигаций сама, а согласиться с тем, что их выпустит структура-пустышка (SPV) из юридически комфортной инвесторам юрисдикции, а сама компания уже получит все собранные средства от SPV на зеркальных условиях.

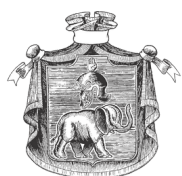
Мы за свою историю выпустили достаточно большой объём евробондов. Заказчики этой работы в основном некрупные компании из третьих стран – так как для крупных (выпуски от 100 млн. \$) эти услуги обычно оказывает сам глобальный инвестиционный банк, организующий размещение выпуска (с вычетом стоимости выпуска – сотни тысяч \$\$\$ - из эмиссионного дохода). Наше рыночное преимущество – мы выпускаем такие бумаги дешевле и быстрее, чем кто-либо из известных нам операторов.



Ноты (Notes)

В эмиссионной практике «нотами» традиционно именуется бумага **долгового характера**, где обязательства эмитента состоят не в выплате фиксированной суммы с процентами (тогда это – облигации, *bonds*), а в выплате суммы, определённой в результате более сложных расчётов. Тем не менее, встречаются и «ноты», в которых заключено обычное кредитное обязательство (основная сумма плюс проценты).

Если облигации обычно представляют собой долговые обязательства, где **подлежит возврату основная сумма (номинал)**, а доходность может быть или фиксированной или варьироваться (например, облигации с плавающим купоном – *floating-rate bonds*), то по условиям нот выплата номинала может быть поставлена под те или иные условия. То есть в случае с нотами принципиально важно разобраться, с каким набором обязательств эмитента вы имеете дело.



Ноты (Notes) (2)

Типовые форматы нот:

Кредитные ноты – Credit-linked Notes (CLNs)

По кредитной ноте эмитент платит инвесторам повышенный купон, но возврат основной суммы зависит от того, останется ли состоятельной компания или компании, которые избраны в качестве референсных. Совсем не обязательно эмитент должен вкладывать полученные от эмиссии средства именно в референсные компании – он может использовать деньги в своём бизнесе, а для хеджирования риска использовать деривативы (кредитно-дефолтные свопы), страхующие дефолт референсного лица.

Ноты участия в займе – Loan Participation Notes (LPNs)

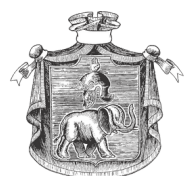
Ноты участия в займе – это очень часто «еврооблигации», то есть облигации, выпущенные не в стране лица, которое привлекает финансирование. Как следует из названия, полученные от выпуска такой ноты деньги финансируют займ определённого лицу, и доходность этого займа передаётся инвесторам. Как правило, LPNs выпускаются через специально создаваемые под единственный выпуск SPV-компании.

Ноты, обеспеченные активами – Asset-backed Notes

В американской и европейской эмиссионной практике так именуется ноты, базовым активом которых являются портфели долгов. Базовым активом, к доходности которого привязывается доходность ноты, могут быть и иные активы. В практике нашей фирмы значительное место занимает выпуск таких нот, где базовый актив может не иметь долгового характера.

Структурные (или «структурированные») ноты – Structured Notes

Это способ для обычных инвесторов делать ставку на то или иное изменение цены базового актива, не покупая опционы и фьючерсы. Ноты могут давать гарантию возврата номинала или нет, в зависимости от условий. По ноте выплачивается повышенный купон, но только в случае, если цена базового актива выполняет заложенные в ноту условия. Подробнее про структурированные продукты – см. стр. 32.



Ноты, обеспеченные активами (Asset-backed notes)

В американской эмиссионной практике таким термином называются долговые обязательства, доходность которых привязана к доходности портфелей долгов, например займов на покупку автомобилей. Европейская практика знает выпуск таких инструментов, где финансируются иные обязательства долгового характера.

Наша фирма под названием нот, обеспеченных активами, выпускает целый спектр финансовых продуктов, где доходность (и иногда – возвратность основной суммы) привязана к доходности:

- Портфеля инвестиций, например, в private equity;
- Единого актива (например, акций компании, планирующей выход на IPO);
- Портфеля долговых обязательств любого характера.

В 2020 году мы запустили этот формат для секьюритизации участия в капитале стартапов поздней стадии развития в США и других странах и выпустили таких нот совокупным номиналом в десятки миллионов долларов под швейцарской юрисдикцией для глобальной дистрибуции частным и институциональным инвесторам.

Аналогично большинству других типов нот, ноты, обеспеченные активами, выпускаются через SPV. Типовые юрисдикции – Каймановы острова (особенно удобно из-за благоприятного законодательства), Гонконг, европейские финансовые центры.

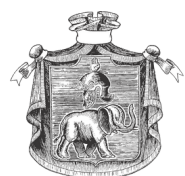


Структурированные ноты [1] (структурированные продукты)

Структурированные продукты стали популярными в последние 20 лет – сначала на развитых финансовых рынках США и Европы, а потом и по всему миру. Традиционно, их предлагают крупные брокеры и отделы управления частным капиталом крупных банков. Это спекулятивные продукты с не всегда понятным ценообразованием, поэтому они почти никогда не котируются на биржах. Инвестор, купивший ноту, держит её до погашения.

Структурированные продукты – способ для обычных инвесторов делать ставку на то или иное изменение цены базового актива, не связываясь с покупкой внебиржевых опционов (они могут быть сложны для понимания, и обычный инвестор вряд ли поймёт, как формируется их цена) и фьючерсов (нужно постоянно поддерживать у брокера депозит для пополнения «вариационной маржи» - если цена базового актива пойдёт не в предсказанную при покупке фьючерса сторону).

Типовая структурированная нота выглядит следующим образом. Покупаете ноту за номинал – 10,000\$. Если на контрольные точки календаря – а именно в конце каждого квартала – цена акций компании Boeing будет не ниже такой-то, то вы будете ежеквартально получать купон по ставке 9% годовых на вложенную сумму. Если цена ниже – не получаете купон. Если на момент погашения ноты (например, через три года) цена акций Boeing будет выше как минимум на 10% цены сейчас, вы получаете номинал ноты обратно. Если она ниже – то (допустим) только 80% от номинала ноты. Вариантов таких условий – бесконечное множество. Очевидно, что описанную ноту может купить инвестор, который верит в рост акций Boeing в трехлетней перспективе, но не желает покупать на них опционы или фьючерсы.



Структурированные ноты (структурированные продукты) (2)

Анатомия ноты обычно такова. Тот, кто её создаёт (структуризатор), покупает один или несколько опционов в качестве ставки на изменение цены базового актива ноты (в примере выше – акций Boeing). На это уходит небольшая часть номинала ноты. На основную часть номинала ноты покупаются процентные облигации или размещается процентный депозит. Это нужно, чтобы в срок погашения ноты инвестору можно было выплатить номинал (или часть номинала) ноты обратно. Гарантия выплаты обратно номинала ноты (называемая в маркетинге «гарантия капитала») является маркетинговым ходом при продаже структурных продуктов. Хотя разумный инвестор увидит, что он получает назад капитал без процентов, изъеденный инфляцией, и его единственная надежда окупить приобретенный структурный продукт – если сработает ставка на изменение цены базового актива, ради которой он купил продукт.

Для структуризатора и дистрибутора такие продукты – самые выгодные из того, что можно продать инвесторам. Причина в том, что цена опциона, заложенная в продукт, совершенно непрозрачна для инвестора. Инвестор покупает ноту за номинал; часть номинала структуризатор тратит на опционы, часть – на инструмент, приносящий фиксированный процент, а вот оставшаяся часть – его чистый доход (которым он делится со сторонним дистрибутором, если не продает ноту сам конечным инвесторам). Доход от продажи ноты может достигать до 5-7% сразу при продаже ноты, плюс брокерская комиссия дистрибутора. Очень мало финансовых продуктов могут дать такую гарантированную доходность их создателям, при отсутствии риска (риски захеджированы опционами и «вложены» в ноту, то есть переложены на инвесторов). Также если создателем ноты является структура крупного банка, то основную часть номинала ноты получает сам банк, в качестве фактического безотзывного депозита на срок ноты.

Мы помогаем продавцам финансовых продуктов создавать собственные структурированные продукты для максимизации их прибыли.



Инвестиционные фонды

Глобальная индустрия инвестиционных фондов представлена фондами, ориентированными на местную аудиторию в стране выпуска, и фондами, которые рассчитаны прежде всего на международных инвесторов. Мы специализируемся на создании второй категории фондов.

В большинстве случаев создание фонда требует лицензии от регулятора инвестиционного рынка – на управляющую компанию или на сам фонд, если он управляется собственным аппаратом. В небольшом числе стран существуют возможности создания инвестиционного фонда, не требующего регулируемой «обвязки». Такие фонды, как правило, ограничены в публичном предложении своих долей и допускают вхождение не более определенного числа инвесторов. Может быть также предусмотрено, что инвесторами могут быть только профессиональные, «квалифицированные» инвесторы.

Для дистрибуторов финансовых продуктов с небольшим пулом состоятельной клиентуры выгодно использовать нерегулируемые фонды для упаковки инвестиционных стратегий, активов и т. д. с минимальными затратами на администрирование. Мы оказываем такой сервис для всех представителей индустрии по управлению частным капиталом с самого основания фирмы в 1995 году.

Следует акцентировать внимание на том, что практически любой инвестиционный фонд можно заменить на выпуск ценной бумаги, в которой воплощены права на управляемый портфель или актив. Пожалуйста, см. стр. 35 - материал «Ценные бумаги – аналоги инвестиционных фондов».



Ценные бумаги – аналоги инвестиционных фондов

Управление инвестиционным фондом в стране со строгим регулированием коллективных инвестиций (а это почти – все страны) может быть очень затратным. Как минимум, требуется лицензированная (или иначе регулируемая) управляющая компания, выделенный депозитарий. Управляющая компания – это регуляторный капитал и минимум несколько сотрудников с соответствующей квалификацией на полной занятости. Также для многих фондов есть строгие ограничения по составу инвестиций. Ограничен и маркетинг долей (акций) инвестиционных фондов. Данные нормы созданы прежде всего для обеспечения доминирования на финансовом рынке крупных монополистов и только во вторую очередь – для защиты инвесторов.

Рыночная практика 2010-х годов нашла ответ на резкую монополизацию рынка коллективных инвестиций и законодательное выбивание с него независимых управляющих. Были разработаны несколько видов ценных бумаг, которые по своему функционалу ничем не отличаются от инвестиционных фондов, но при этом имеют статус обычной ценной бумаги, без создания громоздкой конструкции под названием «инвестиционный фонд».



Ценные бумаги – аналоги инвестиционных фондов (2)

Прежде всего речь идёт о следующих типах ценных бумаг:

Активно управляемые сертификаты – Actively Managed Certificates

Тип бумаг, ставший очень популярным в Швейцарии с 2010-х годов как замена привлечению денег в управление по контрактам на доверительное управление и созданию инвестиционных фондов.

Ноты, обеспеченные активами – Asset-backed Notes

Этот тип ценных бумаг активно разрабатывался нашей фирмой и сейчас используется для секьюритизации в том числе управляемых инвестиционных портфелей. Пожалуйста, см. стр. 31 - материал про этот тип ценных бумаг.

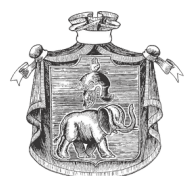
Ноты, привязанные к портфелю – Portfolio-linked Notes

Этот тип ценных бумаг практически полностью аналогичен нотам, обеспеченным активами. Разница почти целиком – в маркетинговом названии.

Сертификаты-трекеры – Tracker Certificates

Ценная бумага, выплаты по которой «зеркальны» доходности на определенный инвестиционный портфель. Формально, такой портфель может не приобретаться, и доходность может быть достигнута синтетически (т. е. через производные инструменты). Чаще всего базовый актив всё же покупается в полном объёме, для более качественной гарантии инвестированного капитала.

Все указанные типы ценных бумаг могут получить листинг на бирже. Наша фирма выпускает все типы указанных бумаг для профессиональных инвестиционных управляющих, а также обладателей авторских стратегий инвестирования и бизнесов по разработке алгоритмических торговых роботов.

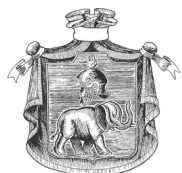


Исламские ценные бумаги

В 1970-1980-е годы рост религиозного самосознания в монархиях Персидского Залива вкупе с получаемыми в этом регионе сверхдоходами от экспорта нефти вызвал появление такого феномена как «исламские ценные бумаги» (сукук). До этого сукук был скорее предметом академического интереса узкого круга ученых. С указанного времени состоятельные инвесторы исламских стран всё больше предпочитают вкладываться только в продукты, сертифицированные как соответствующие правилам Шариата.

Ключевое слово – «сертифицированные». До сих пор в мусульманском мире идут активные дискуссии о том, насколько этично покупать некоторые финансовые продукты, аттестованные как допустимые, но которые, однако, практически полностью копируют аналоги из мира обычных финансов, запрещенные по Шариату. Например, распространены исламские «облигации» в формате сукук, которые, несмотря на запрет гарантированных процентов в исламе, практически гарантируют определённую доходность и при этом продаются с указанием такой доходности. Этические вопросы Шариата не являются предметом этого материала; наша фирма выпускает почти все виды исламских инвестиционных продуктов, следуя признанным стандартам и заключениям привлекаемых к их выпуску шариатских советов.

Итак, к исламским ценным бумагам относятся финансовые продукты, которые дают инвесторам право на доход от определенного бизнеса или актива (или от доверительного управления), и формат и базовый актив которых не противоречит установлениям Шариата.



Исламские ценные бумаги (2)

Отбрасывая нюансы, Шариат запрещает следующее в инвестиционной деятельности:

- Инвестирование в бизнесы и активы, которые являются предметом прямого религиозного запрета, например, производство алкоголя или продуктов из свинины, в бизнес по организации азартных игр, и так далее. Сами по себе эти запреты абсолютны, но в контексте инвестирования допустимы вложения в компании, которые имеют указанные виды доходов в своем бизнесе, не превышающие определенного показателя (например, не более 5% выручки).
- Привлечение и выдачу займов под гарантированные проценты. Ключевое слово – «гарантированные». Если доход на предоставленные средства зависит от результатов бизнеса, то такие «проценты» не запретны. Главное – чтобы обе стороны несли риск, и одна сторона не получала непропорциональных гарантий за счет второй (что будет иметь место в случае, если проценты придется выплачивать даже при убыточном бизнесе).
- Шариат, за рамками чисто религиозных аспектов, направлен на то, чтобы жизнь общины была как можно более гармоничной и бесконфликтной. Вышеописанный запрет на проценты несёт именно эту функцию, не позволяя формироваться классу ростовщиков. Ещё Шариат запрещает такое использование финансовых ресурсов, которое основано на чрезмерном риске, а также необеспеченной спекуляции. Все торгуемые права не должны быть оторваны от реальных активов или работы. В плоскости современных финансов это означает запрет на активный трейдинг финансовых инструментов (FX, например), а также на использование обычных деривативов (опционы, фьючерсы и пр.) В то же время, поскольку Шариат поощряет минимизацию рисков в бизнесе (опять-таки, принцип поощрения стабильности и приращения капитала органичным путём), в мире исламских финансов существуют деривативы, направленные на хеджирование рисков. Они структурируются иначе, чем традиционные опционы, но это явно выходит за рамки этого пояснительного материала (John Tiner & Partners структурирует такие инструменты для использования в соответствующих продуктах).

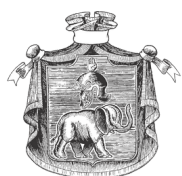


Исламские ценные бумаги (3)

Основным классом соответствующих Шариату ценных бумаг являются сукук – исламские сертификаты (иногда несколько неаккуратно называемые «исламскими облигациями»). Сукук – множественное число от арабского «сакк» - финансовый документ, квитанция.

Эмиссионная практика знает множество видов сукук (о чем у нас есть отдельная презентация). Достаточно сказать, что большинство исламских видов ценных бумаг в том или ином виде повторяют неисламские аналоги по функции, при этом будучи совершенно различными по своему юридическому содержанию. Например, существуют исламские структурированные продукты, позволяющие получить повышенный доход от роста определенного базового актива. Однако, так как оба элемента такого продукта в традиционном финансовом мире запрещены по Шариату (процентные облигации и опционы), исламские продукты структурируются с использованием чисто шариатских типов контрактов вместо запретных. Функционально результат один: повышенная доходность при «угадывании» движения рынка.

Множество банков, фондов и семейных офисов, а также розничных инвесторов в мусульманских странах и международных финансовых центрах соблюдают добровольные ограничения инвестировать только по Шариату. Соответственно, выпуск финансового продукта в формате исламских ценных бумаг – способ предложить его уникальной аудитории, которая инвестирует только в шариатские финансовые продукты. Инвестиционный потенциал этой аудитории – несколько триллионов долларов в мировом масштабе. Объем выпусков исламских ценных бумаг, находящихся в обращении на конец 2024 года, оценивается в 930 миллиардов долларов, и считается, что в 2025 году он превысит 1 триллион долларов.



Информационные и методические ресурсы

Ресурс о глобальном сервисе по выпуску ценных бумаг

<https://208markets.com>

Сервис по выпуску ценных бумаг в Кыргызской Республике

<https://tiner-kyrgyzstan.com>

Ресурс по иностранным ценным бумагам для российского рынка

<https://securities.expert>

YouTube – выступление Партнера фирмы Валерия Тутыхина о выпуске исламских ценных бумаг

<https://www.youtube.com/watch?v=JRVScm8rOUw>

Исламские ценные бумаги в Кыргызской Республике

<https://kyrgyzstan-finance.com/securities>

