

# Альтернатива офшорным лицензиям для управляющих активами

Автор: Валерий Тутыхин

Адрес статьи: <http://vvtlaw.com/articles/alternativa-ofshornym-litsenziyam-dlya-upravlyayushhih-aktivami/>



Спойлер. В современном мире почти не осталось вариантов приобрести легкую и недорогую в поддержании офшорную (то есть без переезда команды в другую страну) лицензию на управление инвестиционными активами. Регуляторы всего мира постарались изжить этот инструмент, на который есть такой большой спрос со стороны некрупных частных финансовых управляющих. В этой статье я рассказываю, что есть хорошая альтернатива: «упаковка» управляемого портфеля в ценные бумаги. Выпустить их и продавать инвесторам проще, чем искать по миру возможность стать полноценной лицензированной управляющей

компанией и брать средства в доверительное управление.

По мере того, как инвестиционные рынки всё дальше разогреваются, а инфляция подстегивает людей к выводу денег из банковских депозитов в более энергичные инвестиции, частные инвестиционные управляющие расширяют свою аудиторию за счет новых и новых клиентов. Этот процесс проходит не без проблем. Самая главная – для того, чтобы привлечь новых инвесторов именно к себе, помимо успешной истории управления, финансовый менеджер должен как-то убедить их в своей надежности. В понятие «надежность», разумеется, входит в том числе и легальность его деятельности. Никому не нужен управляющий, которого могут в любой момент прикрыть за партизанщину.

С группой близких и давно знающих тебя инвесторов еще можно работать по принципу личного доверия (деньги наличными, либо на офшор, простой договор – и всё). А вот при расширении аудитории приходится отвечать на неудобные вопросы: есть ли реальные гарантии, что деньги не пропадут без следа, есть ли правовые механизмы заставить управляющего выполнять согласованные условия, и так далее.

И вот у управляющих возникает спрос на покупку хотя бы какой-то «регуляции». И на этот спрос возникает предложение – подчас совершенно абсурдных вариантов.

## **О реальном смысле регулирования**

Современные регулирующие правила давно превратились из инструмента защиты инвесторов в инструмент защиты крупных финансовых игроков от конкуренции. Законы о регулировании услуг на финансовом рынке имеют основной целью уничтожение малых и средних инвестиционных операторов. Остаются только крупные – которые, собственно, эти правила и лоббировали.

Процесс выдавливания малого и среднего бизнеса из финансовых услуг за счет постепенного повышения его регуляционных издержек начался давно. Значимой вехой в Европе было принятие в 2013-2015 годах новых редакций регулирующих инвестиционный рынок директив, в результате чего резко взлетели затраты на содержание лицензированных компаний.

До этого регулирование финансовых услуг было более справедливым. Если у тебя маленький семейный бизнес с несколькими десятками клиентов, то зачем получать полноценную лицензию, аналогичную регулированию крупного брокера? Работай себе помаленьку. А с введением новых норм все маленькие бизнесы на несколько клиентов были приравнены к огромным финансовым концернам. От всех требуется капитал, минимальный штат, внутренние процедуры, и так далее.

В результате тысячи небольших инвестиционных бутиков по Европе закрылись. Клиенты ушли в крупные фирмы. Ради чего это всё и затевалось.

## **Оставшиеся варианты получения международной лицензии**

Для получения лицензии на профессиональное инвестиционное посредничество можно, конечно, попытаться счастья в странах Евросоюза. Очень популярен Кипр, а также бывшие соцстраны.

Однако, по нашим подсчетам, содержание полноценной брокерской компании в Европе обходится в не менее, чем 700 тысяч евро в год. Минимум пять специалистов в штате (местных; так как иностранные не прошли местную аттестацию). Причем часть этих обязательных специалистов – не помогающие продавать и обеспечивать сервис, а навязанные законодательством непродуктивные штатные единицы. Штатный специалист по соблюдению правил об «отмывании терроризма», штатный специалист по выполнению бумажной работы по директиве MiFID, специалист по защите персональных данных, и так далее.

Содержание «облегченной» лицензии на управление активами в формате *registered*, а не *licensed* AIF (по европейской директиве AIFMD) обходится дешевле, чем брокера или полноценно лицензированного AIF-управляющего,

но не на порядок. И правила, предписанные директивой AIFMD, ограничивают свободную работу с инвесторами так, что то одно рискуешь нарушить, то другое. Одни нормы по кастодиальному обслуживанию активов чего стоят.

Да, я не упомянул обязательное поддержание минимального уставного и регуляторного капитала.

В офшорных зонах правила лицензирования финансовых компаний представляют другую проблему. Там действуют навязанные международными бюрократами из OECD правила «реального экономического присутствия» (*substance*). Из-за этого основной штат компании по закону должен находиться в офшорной зоне. Ясно, что это не реально (прикиньте – переехать в Белиз или на Каймановы острова?)

Частично уйти от действия этого правила можно только при управлении фондами – некоторые страны соглашаются признать, что вы поддерживаєте «экономическое присутствие», если у фонда будет местный лицензированный администратор. Но он стоит десятки тысяч долларов в год и за эти деньги еще взрывает мозги из-за каждого нового клиента, упражняясь в своем *due diligence*.

Спектр еще оставшихся доступными офшорных вариантов выглядит очень блёкло.

Самый адекватный, на мой взгляд, это получение статуса *Approved Manager* на Британских Виргинских островах. Он (*по состоянию на сегодня – декабрь 2021 г.*) выведен из-под действия правил «экономического присутствия» и требует всего трех сотрудников: двух директоров и одного «антиотмывщика». Директора должны быть должной квалификации и репутации (*fit-and-proper*), но могут находиться в любой стране; антиотмывочный контроль можно в принципе вынести на аутсорс.

Требований по минимальному капиталу нет (!) Можно управлять активами открытых фондов до 400 млн. \$, закрытых до 1 млрд. \$ и отдельными портфелями (управляемыми счетами) до 1 млрд. \$.

Однозначный минус – эта лицензия не дает право управлять любыми активами сама по себе: для ее использования каждый отдельный фонд или

управляемый портфель надо регистрировать (по сути – согласовывать) у местного регулятора (FSC). Это как минимум потеря времени и расходы на местные юридические услуги.

Другой вариант, который нам постоянно попадает на глаза – лицензия инвестиционного советника (*Investment Advisor*) на Сейшельских островах. 25,000\$ минимальный капитал, один квалифицированный сотрудник (*fit-and-proper*), антиотмыв можно вынести на внешний контракт. Плюс этой лицензии в том, что по ней можно не только давать советы, но и управлять активами. Правда, без возможности хранить клиентские активы у себя, что очень печально. Также на Сейшелах введены достаточно запутанные правила обязательного экономического присутствия (*substance*), которые совершенно точно будут распространяться на такую инвесткомпанию.

Похожую упрощенную регуляцию инвестиционной компании (в виде инвестиционного советника) можно получить и на Каймановых островах (статус *registered*, а не *licensed*). Но и там главная засада – требование экономического присутствия. И если на Сейшелы еще можно долететь с российским или украинским паспортом без визы, то на Кайманах строгий визовый режим, и разрешение на трудовую деятельность получить нереально. Приходится идти уже упомянутым выше путём и нанимать местного администратора, который обязательно добавит вашей голове седых волос неуёмной активностью по проверке ваших клиентов.

Другие попадающиеся варианты либо анекдотичны, либо нереальны.

Из анекдотичных предлагается получить лицензию *match-principal broker* на Вануату... Может быть, на доверчивых клиентов форексных кухонь это и произведет впечатление, но уж точно не на фэмили-офис состоятельного инвестора.

Из нереальных предлагается попытать счастья в лицензировании своего управляющего в ЕС (огромные затраты), либо вовсе в Гонконге или Сингапуре, где на моей памяти еще никто из небольших компаний, связанных с Россией, Украиной или Казахстаном, лицензии не получил.

Да, забыл упомянуть: в нашей милой Швейцарии до сих пор есть возможность управлять активами без лицензии, опираясь на регистрацию в СРО (саморегулируемой организации). Этой лазейкой пользуются сотни

управляющих инвестиционными активами (а в последнее время еще и крипто-бизнесы). Проблема только в том, что швейцарская CPO-регуляция доживает последний год. По вступившему недавно в силу закону такие компании должны к 2023 году либо получить полноценную лицензию FINMA, либо прекратить финансовую деятельность. Содержание лицензии FINMA это минимум 500,000 франков в год в расходах. Специально просчитывали одному клиенту этот вариант, так что в цифрах я уверен на уровне строчек Эксель-таблицы.

## Альтернативный вариант – ценные бумаги с ISIN

В последнее время модным и стремительно набирающим популярность вариантом стало привлечение капитала в управление через ценные бумаги. Вместо договора доверительного управления инвестиционными активами клиент покупает ценную бумагу, в которую «упакован» управляемый портфель. Экономически ничего не меняется, а юридически всё упрощается на порядок.

«Упаковать» в ценную бумагу можно любой инвестиционный актив и любой активно управляемый портфель. Акции американских компаний, ожидающих IPO? – Пожалуйста. Портфель ранних стартапов? – Легко. Стратегии активного управления на фондовых рынках, включая опционы и фьючерсы? Криптовалютные портфели и стратегии управления? – Нет проблем. Любой, подчеркиваю, любой инвестиционный актив можно «обернуть» в ценную бумагу. Мы туда заворачиваем даже строящуюся недвижимость, просроченные долги и *litigation funding*, а наши коллеги по индустрии – винные коллекции и искусство.

Юридически это делается так. Инвестируемые активы оформляются в собственность специально создаваемой для этого компании (*SPV – special purpose vehicle*). Как правило, это офшор, так как она не должна увеличивать налоговую нагрузку при выводе прибыли, но можно использовать и ирландские, британские, кипрские и пр. компании. Эта компания-SPV выпускает ценные бумаги, чья доходность и риски полностью привязаны к базовому активу (потому как иного актива у компании нет – она создана исключительно для выпуска конкретных ценных бумаг). По такой схеме выпускается 100% евробондов, кстати.

Если речь идет об активно управляемом портфеле традиционных или криптовалютных финансовых активов, то совершенно нет никаких проблем выпустить ценную бумагу, которая постоянно открыта для подписки и погашения (ввод дополнительных денег в портфель и вывод – аналогично открытому паевому фонду). Формат бумаг может быть самый разный – и акционерного типа (*investment shares*), и долевого (*investment certificate / actively managed certificate*), и условно-долгового (*asset-backed notes*).

В отличие от частных инвестиционных соглашений (договоров доверительного управления), для которых нужен личный контакт инвестора с управляющим, ценные бумаги может купить любой инвестор, который знает код ISIN нужной бумаги и имеет счет у брокера.

Все условия и ограничения, которые обычно закрепляются в договоре доверительного управления, фиксируются в условиях выпуска ценной бумаги. Любой потенциальный инвестор может с ними ознакомиться, попросив своего брокера получить соответствующий файл, либо просто скачав с сайта организатора выпуска.

Особенность юридической схемы выпуска ценных бумаг позволяет обойтись без лицензированного управляющего. Лицо, ответственное за то, какие активы покупаются в портфель, обычно фигурирует в условиях выпуска как «автор стратегии» или «управляющий стратегией». Брокерские счета в этом сценарии открываются на самого эмитента (SPV). Он же может быть обозначен как *Calculation Agent* (агент по расчету стоимости чистых активов – NAV). Для большей маркетинговой эффективности можно нанять стороннего расчетного агента – спектр предложений этой услуги на рынке очень широк.

Такие ценные бумаги для частных управляющих мы выпускаем в основном в Швейцарии, с швейцарским ISIN и обслуживанием швейцарским платежным агентом в местном банке. С точки зрения маркетинга это выглядит гораздо солиднее, чем офшорные выпуски (при этом эмитент может оставаться офшорным, но это не так важно: значение имеет не юрисдикция SPV, а насколько солидная инфраструктура используется для обслуживания выпуска).

В общем, вот. Рассказал технологию. Будет нужно и вам сделать что-то подобное, обращайтесь.

**Полезные ссылки:**

На русском языке про выпуск и продажу иностранных ценных бумаг в России: <https://securities.expert>

Сервис по выпуску самых разных ценных бумаг: <https://tinertrust.com>

Отдельно про выпуск ценных бумаг, привязанных к акциям компаний, ожидающих выхода на IPO (pre-IPO equity): <https://offer.tinertrust.com>

**Валерий Тутыхин**

**Авторский материал с сайта vvtlaw.com**

**Написать сообщение автору можно по адресу [vt@tiner.ch](mailto:vt@tiner.ch)**