Искусство инвестирования на глобальных рынках из-за «железного занавеса»

Автор: Валерий Тутыхин
Адрес статьи: http://vvtlaw.com/articles/iskusstvo-investirovaniya-na-globalnyh-rynkah-iz-za-zheleznogo-zanavesa/

События последних трёх лет отгородили российский бизнес от мировых инвестиционных рынков стеной нерыночных запретов и ограничительных мер. Большинство этих ограничений с западной стороны носят явно выраженный шизофренический характер и уж точно ни на шаг не служат заявленной там политической цели. Ограничения с российской стороны тоже, как минимум, не блещут последовательностью и сочетают с одной стороны волю резко ограничить активность западного капитала в России, а с

другой — выражают подспудное желание регулятора не сжигать дотла мосты с иностранными рынками («а вдруг всё восстановится»).

Вот и получается причудливая матрица правил, в рамках которой российские инвесторы до сих пор могут инвестировать в акции американских военных подрядчиков, но китайская компания, купившая российские акции до 2022 года, должна пройти семь кругов ада, чтобы вывести средства от их продажи. По европейским правилам бумаги в Европе покупать россиянам нельзя — на пять лет посадят, а вот американские в Америке — можно. Поди пойми их всех.

Но что есть, то есть; работать приходится с реальностью. Нарушать ничего ни там, ни там, не хочется — хотя бы из прагматических соображений, и путь российского инвестиционного капитала на иностранные рынки из-за этого требует немало юридического и организационного креатива.

Причем я тут говорю не только об инвестировании на собственно финансовых рынках – Тесла там всякая, Амазон и S&P 500. Разговор в основном просто **о создании легальных мостиков для вложения в самые разные активы и проекты за пределами России**. Застройка недвижимости в Эмиратах или Таиланде, финансирование собственного производства за границей, оборотного капитала своих иностранных трейдеров и так далее. От всех введённых за последние годы мер инвестиционный мир не перестал быть глобальным; он стал шизофреническим, но остался по-прежнему глобальным. Вторая характеристика (глобальность) — главная, а с первой так или иначе справляются креативные юристы.

Тайный смысл написания этого поста

Моя команда уже тридцать лет как славится тем, что мы в разных странах умеем создавать и под ключ выпускать ценные бумаги и прочие финансовые инструменты. Прямое инвестирование из России сейчас затруднено – как на биржевых рынках ценных бумаг, так и частное (когда надо просто перевести капитал в свой или партнёрский иностранный бизнес). Опытным путём обнаружилось, что удобнее **выпустить в нейтральной стране ценную бумагу,** и уже влитым в неё капиталом финансировать конечный актив или бизнес. В чём мы и являемся непревзойдёнными (за слова отвечаю) специалистами.

Но сначала попробую простыми словами расписать действующую матрицу ограничений.

Иностранные ограничения

В Америке всё просто: формальных запретов на входящие прямые и фондовые инвестиции нет (кроме лиц из списка SDN и покупки крупных стратегических активов). Ограничения на российский капитал являются фактическими, а не юридическими. По факту никто из участников фондового рынка и банков не желает иметь дела со структурами, где есть какие-либо российские корни или следы. Отдельные исключения лишь подтверждают правило.

В Европе (включая Британию и Швейцарию) есть запрет на вложение российскими гражданами и резидентами средств в ценные бумаги, под страхом уголовного наказания. Участники фондового рынка и банки с энтузиазмом контролируют российское происхождение капитала и российские следы. Отгораживание Европы от российского частного, по определению инвестиционно-лояльного, капитала — тема диссертаций будущего в сфере психопатологии.

Инвестирование российского капитала в «дружественные» РФ страны тоже происходит не без сложностей; все сложности при этом имеют неформальный характер, так как прямых запретов нет. Начнем с того, что число иностранных банков, пусть даже из «дружественных» РФ стран, которые готовы принять из РФ *прямые* денежные переводы, можно пересчитать по пальцам. Да и корреспондентских «мостиков» осталось не так много. В основном это ВИП-каналы Очень Правильных Структур, которые нет смысла обсуждать,

поскольку они недоступны широкому рынку.

Российские ограничения

В России основные ограничения на инвестирование в зарубежные активы мотивированы не столько политикой, сколько защитой непрофессиональных инвесторов, для которых из-за всех «событий» резко возросли риски блокирования купленных ими иностранных ценных бумаг. ЦБ РФ пытается умерить пыл особо активных инвестиционных посредников, предлагающих иностранные финансовые инструменты, заставляя их оценить риски депозитарной цепочки владения такими инструментами. Что, в общем-то, весьма разумно.

За рамками ограничений на прямой маркетинг иностранных активов неквалифицированным инвесторам ограничения с российской стороны в основном проявляются на уровне валютного / риск-контроля внутри самого банка. Вложения в финансовые инструменты «недружественных» стран не поощряются, и российский банк может запросто отказаться проводить соответствующий платёж.

Действует и Указ Президента РФ «О дополнительных временных мерах экономического характера по обеспечению финансовой стабильности РФ в сфере валютного регулирования» от 18 марта 2022 г. №126, вводящий запрет без разрешения ЦБ на операции «по оплате резидентом доли, вклада, пая в имуществе (уставном или складочном капитале, паевом фонде кооператива) юридического лица-нерезидента» и «по взносу резидентом нерезиденту в рамках выполнения договора простого товарищества с инвестированием в форме капитальных вложений (договора о совместной деятельности)». А вот ценные бумаги покупать можно. Казуистика, однако.

Также резиденту-физическому лицу позволительно вывести на иностранные счета (брокерские счета приравнены к банковским) в иностранной валюте не более эквивалента 1 млн. долларов в месяц. А вот в рублях (чтобы потом на иностранном счёте их сразу сконвертировать в валюту) — можно сколько угодно. Ещё одна казуистика.

Наконец, существуют правила, ограничивающие предложение определённых иностранных инструментов неквалифицированным инвесторам.

Подчёркиваю, предложение, а не приобретение. Если неквалифицированный инвестор хочет получить неограниченный доступ к иностранным акциям, облигациям и фондам — он открывает счёт в иностранном брокере, не страдающем «русофобией», переводит туда рубли, покупает валюту и — пожалуйста, все рынки в одном приложении. Российские правила о квалифицированных инвесторах туда уже не достают.

Инвесторы особого статуса – ПИФы и др.

Для особо регулируемых в РФ лиц (инвестиционные фонды, страховые компании, банки и др.) существует дополнительный слой регулирования, который надо иметь в виду, разрабатывая «мостики», через которые их средства могут быть инвестированы за пределами РФ.

Дополнительные ограничения касаются учёта прав на приобретённые иностранные активы (инвестфондам требуется специализированный депозитарий, а тот в свою очередь ограничен критериями того, что он может в принципе принять к учёту). Есть правила оценки — когда можно учесть актив по рыночной цене, а когда нужно копаться, определяя его справедливую стоимость с участием оценщика.

Сразу скажу, все эти правила выполнимы, хотя порой вызывают споры среди профессиональных участников рынка.

Удобные «мостики» для вложений за рубежом

Как писал выше, практика показала, что российским инвесторам нет смысла стучаться в закрытые двери, пытаясь оплатить желанные зарубежные активы напрямую. Проще использовать «мостик» в виде покупки ценных бумаг, специально выпускаемых в «дружественных» РФ странах для секьюритизации таких активов. Эти бумаги можно конфигурировать под применимые российские правила и наполнять в российских рублях.

Наша практика показывает, что стран, где можно выпустить оптимальные для РФ ценные бумаги, не так много: большинство международных финансовых центров находятся у РФ в «недружественном» списке, а из оставшихся стран только несколько позволяют выпускать удобные ценные бумаги для

транзитного инвестирования. Сделаю здесь обзор доступных вариантов, с комментариями.

То есть, ещё раз. Мы ищем «дружественные» РФ страны, где можно создать SPV или фонд, выпустить от него бумаги, которые могут купить российские резиденты за рубли, чтобы профинансировать переведённым в SPV/фонд капиталом какие-либо проекты, активы или деятельность по всему миру.

Объединённые Арабские Эмираты: ценные бумаги от SPV

ОАЭ – ценная для России страна из «дружественного» списка. И не поддерживает впрямую санкции, и является первоклассным международным финансовым хабом.

В ОАЭ выпуск ценных бумаг для секьюритизации активов и проектов возможен, но по общему правилу для этого нужно согласие национального регулятора рынка ценных бумаг — Securities and Commodities Authority. Получать его, разумеется, никому не хочется: непредсказуемы сроки и расходы.

Есть исключение из правил – если бумаги выпускаются в одной из *финансовых* фризон (их две — **DIFC** в Дубае и **ADGM** в Абу Даби) и выпуск делается исключительно для резидентов самой фризоны или иностранных инвесторов за пределами ОАЭ, то регулятора надо только уведомить об основных параметрах выпуска. Разумеется, бумаги должны быть предметом частного размещения (*private offering*), никакой рекламы и рассылки проспектов.

По такой облегчённой процедуре можно выпускать только *«bonds, sukuks, or securitized financial instruments»* — облигации, исламские ценные бумаги типа сукук и секьюритизованные финансовые инструменты. Ну, в принципе, нам это подходит. Но вот при более детальной проработке начинаются сложности.

Для начала надо иметь в виду, что в особых **финансовых** зонах ОАЭ нельзя создать компанию с неограниченным перечнем видов деятельности (как, например, в РФ и подавляющем числе других стран). Компания в финансовой фризоне может выбрать вид деятельности только из разрешенного для этой

зоны списка.

В DIFC список таких видов деятельности сильно ограничен и, например, не включает *general trading*. Вот список разрешенных бизнесов: (DIFC Non-Retail Permitted Activities): https://www.difc.com/business/non-retail-activities-guide.

Из разрешенных в DIFC видов деятельности представляет однозначный интерес категория «инвестиции в недвижимость» (*Investment in Real Estate*) — для инвестирования в девелоперские проекты. Многие российские ЗПИФы желают диверсифицировать свой портфель и вкладывать часть своей ликвидности в иностранную стройку. Однако по непонятной причине арабы решили сильно ограничить привлечение такими фирмами капитала со стороны. Предусмотрено: *«However, this activity does not allow the firm to directly create and develop real estate projects or act as a real estate broker, agent or developer. This activity does not permit the collection of fund from third parties to invest in Real Estate activities»*. То есть привлекать инвестиции в недвижимость путём выпуска ценных бумаг такие структуры не могут. И сами строить ничего не могут. Нафиг они нужны тогда.

Единственный другой вид деятельности, под который в DIFC можно по упрощённой процедуре выпустить ценные бумаги, это «Инвестиции в коммерческие предприятия и менеджмент» (*Investment in Commercial Enterprises & Management*). Надо только иметь в виду следующее:

• Открытие компании в DIFC предполагает обязанность арендовать офис именно внутри DIFC, а это немалые ежегодные расходы;
• Фирма, выпустившая ценные бумаги, будет дополнительным слоем для того бизнеса, который она будет финансировать. Если вы инвестируете в сторонние бизнесы, то ОК, если в свой же — придётся содержать обе компании;
• Фирме в DIFC нужен убедительный бенефициар, и даже если таковой имеется, то эмиратский банк вряд ли будет гореть желанием открыть счёт структуре, чей заявленный вид деятельности будет «мы выпустим нерегулируемые ценные бумаги и транзитом вложим деньги в другие компании».

Пойдём во вторую финансовую фризону ОАЭ – абу-дабскую **ADGM**, вдруг там лучше.

Список разрешённых видов деятельности в Абу-Даби действительно гораздо шире, чем в Дубае. Убедитесь сами: https://www.adgm.com/setting-up/permitted-activities. Есть даже оптовая торговля товарами (это в финансовой-то фризоне...). Самое главное — есть такой вид деятельности как SPV (*«Special Purpose Vehicle – holding ownership of equity and non-equity assets...»*). SPV в частности разрешено выполнять функции холдинговой компании, инвестирования в недвижимость и иные активы и секьюритизации активов или долга. Бинго, это то, что нам нужно.

Практические сложности, правда, почти всё те же, что и с дубайскими фризоновскими компаниями. Расходы, расходы, расходы. И непонятно как открывать местный банковский счёт для обслуживания потоков от нерегулируемого выпуска бумаг и транзитного вложения этих средств в другие компании.

Подводя черту под рассказом о возможности выпускать в Эмиратах нерегулируемые ценные бумаги, следует ещё подчеркнуть, что в ОАЭ очень строго контролируется привлечение средств в формате коллективного инвестирования. Определение коллективной инвестиционной схемы (там это называется *«collective investment fund»*) настолько широко, что почти любые бумаги, доходность которых привязана к доходу базового актива, считаются такими схемами. Однозначно вне подозрения только процентные облигации. Это очень сильно сужает диспозитивность при структурировании таких бумаг. Нам известен случай, когда регулятор признал коллективной инвестиционной схемой облигации с плавающим процентом, процентная часть которых зависела от доходности базового актива – динамичного портфеля финансовых инструментов. Организаторов выпуска наказали, фирму ликвидировали.

Поэтому самое время перейти к фондам — той форме, которая легально предполагает именно управление коллективными инвестициями.

Объединённые Арабские Эмираты: инвестфонды

Помимо выпусков ценных бумаг от SPV, есть в Эмиратах ещё одна форма, которая может выступить «мостиком» для вложения российского капитала в различные иностранные проекты. Это инвестиционные фонды для квалифицированных инвесторов (их акции/паи может купить российский

резидент). Называются эти формы **QIF** (фонд для квалифицированных инвесторов) и **Exempt Fund** (освобождённый фонд).

Из основных проблем — требуется одобренная регулятором в ОАЭ управляющая компания и местный администратор (который отвечает за KYC и будет выспрашивать о происхождении капитала). По нашей практике, эмиратский фонд — достаточно дорогое удовольствие в запуске и поддержании, хотя при суммах инвестированного капитала от 50-100 млн. долларов относительные издержки не такие высокие.

Говоря об эмиратских ценных бумагах SPV и фондов, нужно всегда иметь в виду «слона в комнате», о котором многие забывают. Прямая покупка эмиратских бумаг российскими инвесторами возможна только через нейтрального брокера и то если эмиратский банк, принимающий средства, не задаст вопрос о покупателях бумаг. Задаст — может как минимум отказаться обслуживать счёт дальше, а при более строгом подходе — заблокирует средства.

Гонконг

Мы выпускаем ценные бумаги от гонконгских эмитентов уже лет двадцать, если не больше, и могу вам сказать, что более казуистичного законодательства, регулирующего финансовые операции, в мире надо ещё поискать. Почему так сложилось — очень понятно. Гонконг — одна из топовых стран по доходу на душу населения, и финансовые жулики, авантюристы и строители пирамид предсказуемо желают прорваться на гонконгский внутренний рынок вводить в заблуждение местных пенсионеров и прочих легко внушаемых инвесторов. На страже накоплений местных жителей крепко стоит гонконгский регулятор финансового рынка.

В то же время, общий настрой гонконгского законодательства таков, что если финансовый инструмент выпускается не для внутреннего рынка (за исключением, может быть, самой продвинутой категории — *Professional Investors*), не в маленьких номиналах и не предлагается публично, то через гонконгские компании можно секьюритизовать практически любые активы. Ещё, правда, не надо забывать, что нужно правильно структурировать деятельность такой SPV, чтобы не попасть на гонконгский налог на прибыль (это вопрос *“substance”* и не только), а также на гербовый сбор, взимаемый с

выпуска *equity*. И внимательно читать законодательство о ведении реестра владельцев определённых типов ценных бумаг: некоторые корпоративные правила Гонконга столь архаичны, что не изучив их впрямую, вы вряд ли даже предположите об их существовании.

Что однозначно хорошо в Гонконге?

• Это страна «общего права», поэтому в отличие от всего бывшего СССР, значительной части Европы и пр. позволяет создавать **любые типы ценных бумаг**, а не только те, которые упомянуты в законе. Мы за свою историю работы в этой стране создали и запустили несколько видов бумаг, ранее неизвестных местной эмиссионной практике.

• Регулирование криптоиндустрии не следует слепо «Рекомендациям ФАТФ», а является до предела прагматичным. По сути, лицензируются только обменные площадки (биржи); обычных операторов пока оставили в покое. Что важнее всего для нас — эмиссионных специалистов — регулятор в письменном виде подтвердил, что не видит юридической разницы между инвестиционными инструментами, обладающими признаками ценных бумаг, выпускаемыми в виде токенов на блокчейне и обычными ценными бумагами. Это вам не шизофреническая европейская **MiCA**, создающая двойной слой регулирования инвестиций в крипто-формате. Как результат — мы научились выпускать под юрисдикцией Гонконга токены с ISIN — по сути ценные бумаги, но только в виде блокчейн-токенов. Для криптоинвесторов это прекрасный инструмент для инвестирования на обычных рынках, не выходя при этом из комфортной для них крипто-среды.

• Хотя налоговые правила Гонконга сложны, всё равно имеется возможность полностью безналоговой работы. Многие страны, имевшие эту привилегию ранее, либо лишились её почти полностью (Кипр, Люксембург), либо попали в имеющие плохие последствия списки офшоров (Сейшелы, BVI). Гонконг и сохранил безналоговый формат работы, и избежал попадания в нехорошие списки.

Гонконгские ценные бумаги являются «дружественными» для российских инвесторов и в силу своей гибкости являются чуть ли не лучшим промежуточным вариантом для инвестирования капитала на мировых рынках.

Казахстан, МФЦ Астана

Правила работы в МФЦ Астана несут на себе родовую печать грандиозных идей и амбиций Нурсултана Назарбаева, который был «крёстным отцом» этого финансового офшора. Изначально МФЦ развивался под лозунгом, что он ничуть не хуже любого реального международного финансового центра — Лондона, Нью-Йорка, Сингапура. А поэтому должен иметь все правила и регулирование «на уровне».

Из-за этой амбициозной установки МФЦ Астана страдает от чрезмерно детального и обременительного регулирования, которое вполне оправданно в реальном международном финансовом центре, но совсем лишнее в отсутствие ликвидного рынка и реальных процессов формирования капитала. Если бы я был начальником МФЦА, я бы собрал всех и сказал: новый Нью-Йорк вы не создадите, здесь нет и не будет такой ликвидности; ищите свою реальную, а не фантастическую нишу. А реальная ниша у начинающего регионального финансового центра только одна — снижение регуляторного бремени настолько, насколько возможно.

Как пример, актуальный для рассматриваемой нами темы, в МФЦА можно создавать **фонды** для транзита инвестиций (наиболее приемлемый формат — *Exempt Fund*), но нужен лицензированный управляющий (местный или аккредитованный в МФЦА иностранный), а также администратор фонда и кастодиан (депозитарий активов) фонда. Последние две роли подлежат одобрению со стороны регулятора МФЦА так же, как и управляющий. Получается недешёвая конструкция — если всё, что вам нужно, это инструмент, который можно купить за рубли из России, а на конце получить институциональную инвестицию в желаемый актив.

Кыргызская Республика

Я люблю кыргызские горы, поэтому эмоциональное отношение к Кыргызстану у меня субъективно, но то, что инвестиционная инфраструктура этой страны является оптимальной для решения описанной в этой статье задачи — это объективный факт.

Кыргызы не страдают манией глобального финансового величия, как

создатели МФЦА, поэтому правила регулирования инвестиционного рынка тут занимают раз в пять меньше страниц, чем в Казахстане. И к лучшему. Чем меньше мелочной регламентации, тем лучше участникам рынка. Рад, кстати, написать, что моя команда имеет прямое отношение к разработке некоторых прогрессивных элементов этих правил за прошедшие 15 лет.

СУКУК. Кыргызское законодательство позволяет «упаковывать» почти любые инвестиции в один из пяти видов исламских инвестиционных сертификатов (сукук). Это ценные бумаги, выпускаемые через кыргызскую компанию-SPV, создаваемую под каждый выпуск. Такие бумаги имеют ISIN, учитываются через обычные депозитарии. С российской стороны их покупка не вызывает сложностей; равно как и учёт специализированными депозитариями ПИФов.

Лицензированная управляющая компания для таких бумаг не нужна (если только не выпускать один особый тип сукук, позволяющий по ходу определять финансируемые им инвестиции — тут да, нужна местная фирма с лицензией, которая согласится «избирать» такие инвестиции). Аудитор не нужен. Местный брокер (на разовой основе, для покупки), регистратор и депозитарий нанимаются по рыночной цене. Биржевой листинг не представляет никакой сложности: мы сами писали правила листинга таких бумаг на нескольких биржах.

В целом, упаковка иностранных инвестиций в исламские бумаги под юрисдикцией Кыргызской Республики — наиболее гибкий, недорогой и не зависящий от капризных институциональных подрядчиков вариант.

АО/SPAC. Российский паевой инвестиционный фонд (да и любой другой инвестор) может вытолкать свои инвестиционные средства в мировое инвестиционное пространство и через наделение капиталом кыргызского АО. Столкнувшись с вопросом сроков запуска такого проекта, мы на одной из кыргызских бирж запустили возможность листинга акций АО без бизнеса — по американской модели компаний SPAC. Всё, что остаётся инвестору, это выделить средства на покупку уже готового ISIN (он единый для всех выпусков акций). Забыл написать выше, в Кыргызской Республике нет значимых валютных ограничений (разве что нельзя местную недвижимость и прочие товары продавать за иностранную валюту). Поэтому выбор валюты, которую можно принимать в стране и в которой можно инвестировать из Кыргызстана — на усмотрение инвестора.

ПРОИЗВОДНЫЕ КОНТРАКТЫ. Мы приложили свою руку к созданию кыргызского нормативного регулирования производных финансовых инструментов в 2017 году; благодаря этому в законодательстве дано чёткое разграничение эмиссионных инструментов (для выпуска которых нужно согласие регулятора — Госфиннадзора) и инструментов контрактного типа, о торговле которыми регулятор только уведомляется в течение 15 дней от начала торгов. Почти любой иностранный инструмент, который хочется купить, и почти любой актив, который хочется профинансировать, можно «обернуть» в финансовый контракт, который можно купить через одну из кыргызских фондовых бирж. Как и ценные бумаги, такие инструменты легко покупаются через кыргызских брокеров. *Obiter dictum*, ЦБ России разрешил продавать беспоставочные (расчётные) форварды на иностранные финансовые инструменты неквалифицированным инвесторам.

* * *

Пути инвестировать иностранные проекты из России есть, несмотря на усложнения по обе стороны границы, возникшие за последние годы. Моё мнение — наиболее элегантный способ — наполнить капиталом специально выпускаемые для этого ценные бумаги в «дружественной» РФ стране и использовать их эмитента как нейтрального инвестора на мировых рынках. Такие выпуски очень гибко настраиваются под конкретный тип российского инвестора и под конкретный тип инвестируемого зарубежного актива.

16 августа 2025 г.

Скачать статью в PDF

Распечатать

Отправить статью по email

Авторский материал с сайта vvtlaw.com
Написать сообщение автору можно по адресу vt@tiner.ch