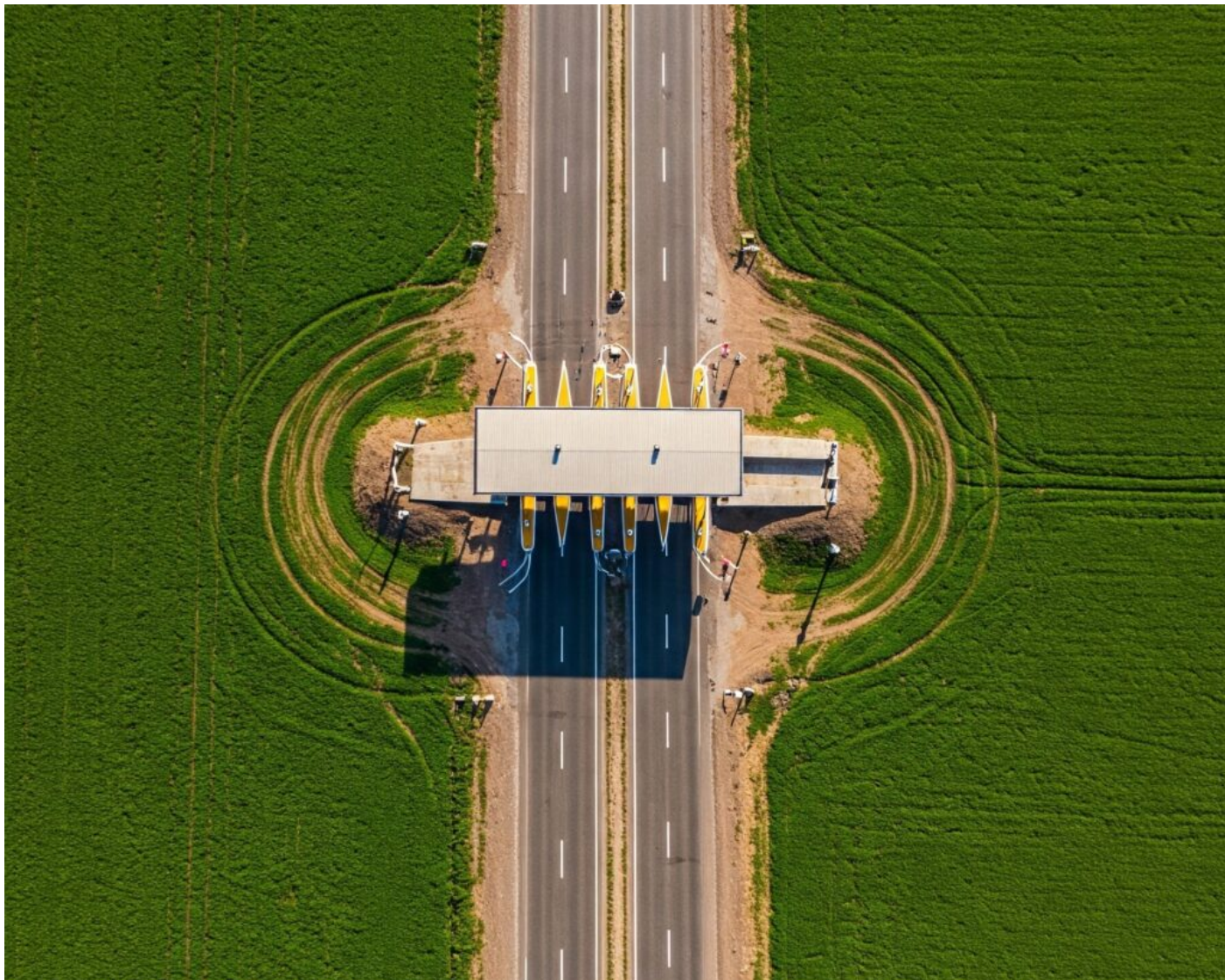


Непобедимый юридический инжиниринг

Автор: Валерий Тутыхин

Адрес статьи: <http://vvtlaw.com/articles/nepobedimyj-yuridicheskij-inzhiniring/>



Весело у нас устроен мир. Глобальная бюрократия и её корпоративные спонсоры делают всё, чтобы независимая коммерция схлопнулась до размеров сельского базара, а податное сословие платило гигантские налоги, проценты и что там ещё. Народ безмолвствует, изредка пыхтя в соцсетях, с оглядкой на цензуру. Но есть такие рыцари в белых плащах, невидимые герои, которые постоянно делают так, чтобы тяжёлая рука мировой финансовой олигархии как можно чаще ударяла мимо цели. Это я про нас, юристов на финансовых рынках. Такое впечатление, что только благодаря нашей героической партизанщине мир ещё не скатился в зарегулированный

до смерти финансовый тоталитаризм.

Вообще, как ни странно, я это пишу про **эмиссионные сервисы**. Скучный такой предмет, непонятный даже большинству юристов, что уже говорить об остальных. Но позволю себе набросать актуальных примеров, и вы поймёте, насколько наше скучное ремесло помогает независимому бизнесу выживать и развиваться.

Для тех, кто с нами не знаком. В этом году исполняется 30 лет, как я с дружным коллективом John Tiner & Partners начал придумывать и создавать всякие волшебные вещи для финансовых рынков. Мы создаём ценные бумаги – именно *создаём*, а не размещаем. То есть придумываем и юридически конструируем их для заказчиков и доводим «под ключ» до возможности совершать с ними сделки. Ценные бумаги — это не только инвестиционные инструменты. Они, как ни странно, позволяют обойти очень большое число неудобств, регуляторных барьеров и налоговых капканов. Мало кто про это знает, поэтому и пишу эту статью.

Почему так получилось

Всё очень просто. Индустрия ценных бумаг всегда была профессиональной «вещью в себе», и все, кто хотел её регулировать, должны были для начала в ней хорошо разобраться. Если до правил размещения акций ещё можно додуматься, имея базовое экономическое образование, то для регламентации внебиржевых синтетических деривативов второго порядка неизбежно надо разбираться именно в них. В результате регламентацию сложных в понимании вещей писало само же профессиональное сообщество. Что делает регулятор в США, в Европе, в Британии, когда хочет что-то такое отрегулировать? Объявляет консультации в профессиональном сообществе. И получает в результате правила, зубастые на вид, но содержащие мастерски вставленные туда лазейки.

Отличный пример – система автоматического обмена налоговой информацией CRS, которая вызвала столько депрессивных психозов десять лет назад. Я помню, читал тогда 330 страниц их «стандарта» и смеялся в голос. Всё, что в Стандарте CRS касается индустрии ценных бумаг, очень профессионально снабжено лазейками. Иногда просто забавными. Там есть, например, такая категория лиц, о счетах которых не нужно «стучать» в налоговые органы – Retirement Funds, то есть пенсионные фонды. Смотрим

определение – что это за зверь такой. Пять подпунктов там строгие и по делу, но вот шестой... «Любой фонд, который взимает штраф за выход из него». Причём пункты все альтернативные, можно соответствовать любому, и ваша офшорная живопырка, на которую оформлен счёт, будет считаться закрытым от налогового обмена пенсионным фондом, даже если у неё один «пенсионер». Только сделайте сами себе штраф в 100\$ за досрочное погашение пая. И вот таких приколов на 330 страниц Стандарта – вагон и маленькая тележка. И все из области фондового рынка 😊.

Как ценные бумаги победили UCITS и AIFMD

В 2013-2014 годах евробюрократы решили порадовать своих спонсоров – крупные банки и финансовые дома – и выдавить или обанкротить весь малый и средний бизнес по управлению активами (asset management) в Евросоюзе. Приняли новые редакции двух директив – UCITS и AIFMD, которые зарегулировали управление фондами и частными портфелями до смерти. Содержать свою управляющую активами компанию в Европе стало рентабельно при активном портфеле от миллиарда евро. Закрылись тысячи некрупных компаний, управляющих активами.

Но произошло непредвиденное. Появились рыцари в белых плащах – креативные юристы – и перезапустили только что растоптанную бюрократами индустрию управления портфелями, но уже не через *фонды*, а через *ценные бумаги*.

В нашей родной Швейцарии через регулятора протянули разъяснение, что если управляемый портфель «упаковать» в ценную бумагу, то это будет не «коллективная инвестиционная схема» типа фонда, а... просто ценная бумага. С тех пор тот, кто хочет управлять коллективными инвестициями без необходимости исполнять написанные с подачи финансовых монополистов регуляторные требования, может выпустить под швейцарской юрисдикцией **ценную бумагу, воплощающую права на управляемый портфель**. Мы таких бумаг создаём десятки в год. Вся индустрия их выпускает тысячи. Названия разные – Actively Managed Certificates, Asset-backed Notes, Portfolio-linked Notes, Tracker Certificates, и так далее. Так юридический креатив победил олигархов-монополистов.

Ценные бумаги как расчётные инструменты и «анонимизаторы»

Для всех очевидно, что деньги в банковской системе двигаются

последовательно. Сначала списание со счёта клиента, потом с корреспондентского, потом расчёты между корреспондентами, потом, наконец, зачисление получателю. На любом из этих этапов могут быть заданы вопросы, чьи это деньги и зачем вы их платите. На любом из этих этапов платёж может зависнуть. А вот ценные бумаги двигаются не так: для них предусмотрен перевод путём встречных ордеров – на перевод и на приём. Это имеет побочный эффект: что в системах расчетов за ценные бумаги информация о бенефициаре и сути сделки есть только на самых концах – у брокеров, которые обслуживают конечных клиентов. Всё, что в середине, по сути, анонимно. Любимая профессиональная шутка: «в стакане нет бенефициаров». В смысле, в биржевом «стакане» все сделки исполняются автоматически при совпадении заявок, и там просто *логически* нет места для традиционных вопросов комплаенса.

В свете этого логично, что использование ценных бумаг как инструментов для расчётов позволяет исполнять свои обязательства быстрее и с большей гарантией, чем при расчётах чисто денежных. Креативные юристы при этом создают под заданную ситуацию оптимальные ценные бумаги, которые фактически являются носителями необходимой суммы расчётов.

Инвестирование в неформатные активы

Есть миллион разнообразных активов, в которые можно захотеть вложить свои деньги. Но не во все активы можно зайти напрямую – по миллиону же разнообразных причин. Ограничения в стране инвестора, ограничения в стране актива, ограничения при расчётах. А что делать, если очень хочется?

Вот вам пример. Обратилась управляющая компания российского ЗПИФа, который захотел вложить набухшую у него ликвидность в застройку посёлка в Эмиратах. А напрямую нельзя: эмиратский застройщик привлекает деньги по договору заказа или инвестирования, а спецдепозитарий ЗПИФ не может принять такой договор к учёту. Ну и, плюс, деньги не ходят между РФ и Эмиратами в силу всем понятной геополитики. Мы нашли решение через ценные бумаги: выпустили для застройщика исламские инвестиционные сертификаты под юрисдикцией Кыргызской Республики, которые ЗПИФ смог купить и принять к учёту. Застройщик доволен: получил инвестиции и заодно ещё продал этих бумаг другим инвесторам – фэмили-офисам, которым тоже удобнее купить бумагу с ISIN, чем держать контракт со строительной компанией.

И так почти с любым неформатным активом. Как только вы инвестиции в него упаковываете в формат ценных бумаг, вы сразу открываете этот актив для фондов, семейных офисов и просто ленивых частных инвесторов, которые хотят все свои вложения видеть на одной выписке.

Самый неформатный из возможных активов – конечно же, крипто. Но об этом в следующей главе.

Крипта и мир ценных бумаг

Криптовалюты продвигаются под либертарианским лозунгом избавления от государственного и корпоративного контроля; отчасти это достижимо, отчасти сказка, готовящая всех к «электронному концлагерю». Но конспирологию в сторону; крипто – реальность нашей жизни, и поэтому так или иначе, между миром крипты и миром традиционных финансов установилась система взаимных перетоков.

Есть два разнонаправленных процесса, происходящие на стыке криптомира и обычных финансов, которые оптимизируются с помощью ценных бумаг.

Ещё с 2020-2021 годов, когда энтузиасты раскачали криптоинвестиционный рынок DeFi (стейкинг, фарминг и пр.), туда ринулись и традиционные деньги. В том числе институциональные. Распорядители которых горели желанием получить аномально высокие прибыли от DeFi операций, но отнюдь не горели желанием изучать для этого блокчейн и заводить криптокошельки, со всеми сопутствующими техническими и хакерскими рисками. И тут опять –

креативные финансовые юристы. Менее, чем за год были созданы ценные бумаги, на одном конце которых находились профессионально управляемые инвестиции в крипто-протоколах, а на другом – довольные ленивые инвесторы, которые видели свои инвестиции в виде выписки по банковскому или брокерскому счёту, не трогая блокчейн. Мы создали несколько таких ценных бумаг на разные стратегии заработка в криптомире. А также серию ценных бумаг, «зеркалящих» основные криптовалюты – биткойн, эфир, и так далее. Раскупили их в основном европейские и арабские фэмили-офисы и несколько инвестиционных фондов.

С тех пор доходность в DeFi существенно просела, и пошёл обратный процесс. Владельцы крипты захотели инвестировать в «активы реального мира» – от ценных бумаг до недвижимости, но при этом не выходя из комфортной для них крипто-среды. Что в переводе на русский означает, не натываясь на доставший всех комплаенс. Но тут определяется другая проблема. Криптомир очень плохо стыкуется с юридическими гарантиями. Собственно, лозунгом криптомира и является 'Code is Law', то есть признание, что сила программного кода должна заменить собой право. Это хорошо работает (если код не «дырявый», конечно) внутри крипто-среды. А как обеспечить, что владелец токена с неизбежностью получит экономическую выгоду от реального актива, который организаторы схемы пообещали «прицепить» к токenu? Да ещё если владельцы токенов не хотят ограничивать обращаемость своих токенов, то есть фактически просят сделать их анонимными? Решили креативные юристы и эту проблему. Описывать здесь решение займёт слишком много букв, скажу только, что в мире есть несколько юрисдикций, где понятие финансового инструмента и токена может в некоторых ситуациях юридически совпадать. Гонконг, например. И на токен можно даже получить ISIN и провести его выпуск со всеми правовыми гарантиями холдерам. При этом минимально напрягая их комплаенсом.

Закрытые рынки

Читаю тут недавно новости, улыбнуло. «Goldman Sachs, JPMorgan и другие банки предлагают больше сделок, связанных с Россией – Bloomberg». Несмотря на все действующие ограничения, банки запустили торговлю деривативными контрактами, привязанными к рублю. Достаточно экзотический формат – NDF, non-deliverable forwards (беспоставочные форварды). Опять креативные юристы поработали. «Американские горки»

российской валюты, гос- и корпоративных облигаций привлекают рискованных инвесторов, которые при удачно сделанной ставке могут вытащить сейчас из российского рынка до 70% годовых в твёрдой валюте. Нужны только юридически надёжные инструменты доступа.

Это, кстати, не первая новость о том, как иностранные инвесторы стремятся на российский рынок. Арабские и азиатские фонды давно протоптали туда дорогу, минуя инструменты под юрисдикцией западных государств, чтобы не раздражать ни ту, ни другую сторону нынешних геополитических баталий.

Что же до обратного потока – с полузакрытых рынков Азии, России, из крипто-среды и из прочих дальних уголков инвестиционного мира, на первоклассные глобальные (западные) рынки – он в принципе никогда не иссякал. И если инвестор не может открыть прямой счёт в Interactive Broker, это ещё совсем не значит, что он не может купить желанные акции, облигации, фонды или даже поспекулировать на фьючерсах. Для этого креативный юридический мир придумал множество инструментов. Как пример (всё по списку мы с удовольствием делаем, причём с необременительной себестоимостью):

Депозитарные расписки под юрисдикцией Гонконга

Asset-backed notes в различных юрисдикциях

Частные (нерегулируемые) фонды в различных юрисдикциях

Форвардные контракты (Гонконг, Кыргызстан и пр.)

Исламские инвестиционные сертификаты (Кыргызстан)

Многое другое.

Почитаешь мировые новости – торговые войны, фрагментация рынков, горячие конфликты. Ужас-ужас. А капитал постоянно находит обходные тропы для того, чтобы инвестироваться в наиболее привлекательные активы, как будто всего этого нет. А множественность форматов ценных бумаг, в которые можно обернуть инвестиции, позволяет ему ходить по этим обходным тропам без попадания на мины. Во всемирной базе данных кодов ISIN, поддерживаемой ассоциацией нумерирующих агентств ANNA, сейчас больше 18 миллионов активных ISIN-ов. Пять лет назад их было 12 миллионов. Это

говорит о том, что финансовая индустрия мира всё больше и больше упаковывает свои сделки и активы в ценные бумаги. Я горд, что нахожусь на передовой создания новых инвестиционных форматов, и в этой глобальной базе есть и множество наших инструментов.

Искренне Ваш,
Валерий Тутыхин

Для желающих подробнее узнать об использовании ценных бумаг для решения актуальных задач – коллекция презентаций:

Сервис по созданию ценных бумаг и финансовых инструментов. Для привлечения инвестиций, продажи финансовых продуктов, структурирования активов и расчетов

Инструменты привлечения средств для управляющих активами

Швейцарские ценные бумаги с глобальным клирингом. Привлекайте инвестиции и продавайте инвестиционные продукты по всему миру

Выпуск исламских ценных бумаг и финансовых инструментов (материал для финансовых организаций, создающих / продающих финансовые продукты)

Выпуск исламских ценных бумаг в Кыргызской Республике

Создание финансовых продуктов для крипто-бизнеса (на англ. языке)

Способы оплатить недвижимость в ОАЭ через инструменты фондового рынка (покупка недвижимости, инвестиционные проекты)

Материал для обучения. Использование ценных бумаг для решения инвестиционных и расчетных задач: основы. Это обучающий материал для тех, кто лучше хочет понимать наш бизнес, начиная с основ.

Скачать статью в PDF

Распечатать

Отправить статью по email

Авторский материал с сайта vvtlaw.com

Написать сообщение автору можно по адресу vt@tiner.ch