

Управляемый сертификат: инструмент уникальной гибкости

Управляемый сертификат — это ценная бумага, чья доходность и риски **напрямую привязаны к портфелю активов** в собственности выпускающего сертификат SPV. Объем эмиссии управляемого сертификата не определен заранее. Инвесторы могут в любое время подписаться на желаемое число новых сертификатов, которые будут тут же автоматически им выпущены. При желании получить из сертификата все или часть денег инвестор **погашает** нужное число сертификатов (они аннулируются), и ему выплачивается соответствующая часть стоимости активов, права на которые представлял сертификат. Аналогом открытого управляемого сертификата являются паи открытого ПИФа, в который можно войти и из которого можно выйти в любой день, по стоимости чистых активов ПИФа.

Откуда появились управляемые сертификаты

Когда после кризиса 2008-2009 года европейские власти решили максимально зарегулировать рынок финансовых услуг, значительная доля регулирования досталась индустрии коллективных инвестиций.

К 2013-2014 году на уровне ЕС был принят массив законодательства, которое повысило защиту розничных инвесторов, но имело очень неприятный побочный эффект. В ряде сегментов сфера коллективных инвестиций была «зарегулирована до смерти». Если раньше небольшие инвестиционные бутики, частные инвестиционные управляющие и инвестиционные фэмили-офисы могли управлять средствами небольшого пула клиентов без обременительного регулирования, то после принятия директив MiFID II и AIFMD / UCITS их бизнес приравнивали к деятельности крупных рыночных операторов, и возложили на них такие же обязанности.

Из-за тяжести регулирования содержать управляющую структуру

с портфелем менее 300-500 млн. \$ в Европейском Союзе стало нерентабельным.

В ответ на эту проблему в Швейцарии, Лондоне и Люксембурге креативные юристы придумали, как можно без нарушения европейского законодательства **переупаковать коллективные инвестиции в ценную бумагу**, при этом сохранив экономическую суть сервиса. То есть позволить инвестиционным управляющим по-прежнему управлять доверенными им портфелями, при этом уйдя из плоскости регулирования директивами ЕС о фондах.

Для этого стали использоваться ценные бумаги, популярные в деривативном бизнесе — открытые индексные сертификаты [*open end tracker certificates*] (иногда называемые управляемые сертификаты [*actively managed certificates*]).

Они дают возможность управлять средствами клиентов, формировать портфели и стратегии, но при этом не получать обременительную лицензию на управление коллективной инвестиционной схемой (фондом).

Юридическая природа и основные характеристики сертификата

Такой сертификат — это ценная бумага производного характера, которая секьюритизует инвестиционный портфель и доходность которой *абсолютно привязана* к доходности инструментов, входящих в портфель.

Стоимость и доходность инвестиционного пая ПИФа тоже привязана к стоимости чистых активов фонда, однако сертификат это не ПИФ (на которые с 2014 года свалилось бремя нового регулирования), а обычная ценная бумага, которую можно купить через любого брокера.

У этого финансового инструмента может быть очень много разных

названий, которые используются выпускающими компаниями исходя из маркетинговых предпочтений или регуляторных нюансов (в мире выпущены десятки тысяч таких инструментов):

- *open-end tracker certificate* (иногда просто — *tracker*) (сертификат с открытой подпиской)
- *index certificate* (сертификат на индекс)
- *underlying linked certificate* (сертификат, привязанный к базовому активу)
- *asset backed certificate* (сертификат, обеспеченный активами)
- *actively managed certificate* (управляемый сертификат)
- *exchange traded instrument* (биржевой инструмент)
- *performance linked notes* (ноты, привязанные к динамике портфеля)
- и так далее.

Ключевым отличием управляемого сертификата от классического структурированного продукта (ноты) является то, что если «содержимое» структурированного продукта является загадкой для инвестора (эмитент просто обязуется уплатить определенный купон и часть или весь номинал в зависимости от рыночных событий), то состав портфеля управляемого сертификата абсолютно прозрачен.

Фактически, это функциональный аналог паевого фонда вложения в ценные бумаги, но юридически это ценная бумага структурного типа.

Отличительной особенностью открытого сертификата является то, что он — подобно открытому инвестиционному фонду — не имеет фиксированного

объема эмиссии. Инвесторы могут в любое время «войти» в сертификат (это называется подписка — *subscription*) и «выйти» из него (путем предъявления его к выкупу — *redemption*).

Его вторичный рынок также существует и ничем не ограничен, но основная часть инвесторов все же приобретает и отчуждает сертификаты именно через подписку и погашение, а не через вторичный рынок. Благо это просто: из-за ликвидного характера ценных бумаг в составе портфеля, секьюритизованного сертификатом, стоимость чистых активов сертификата (*NAV*) рассчитывается каждый день на основе рыночных котировок включенных в сертификат бумаг.

Когда инвестор хочет вложить деньги в управляемый через сертификат портфель, он покупает на свои средства такое количество сертификатов, которое соответствует текущему *NAV* этого портфеля. И наоборот — когда инвестор хочет вынуть часть денег из сертификата, он подает заявку на погашение определенного числа сертификатов или просто на определенную сумму (например, выплатите мне 1 млн долларов). После этого у него погашается то число сертификатов, номинал которых соответствует текущему значению *NAV* портфеля.

Многие открытые управляемые сертификаты имеют листинг на бирже, и за *NAV* этой бумаги можно следить через биржевые котировки.

Исключительная гибкость

Для инвестиционного управляющего такой сертификат просто подарок: для его запуска не надо привлекать какой-то минимальный объем капитала — достаточно выпустить сертификат (при нулевых начальных вложениях), получить на него ISIN, передать реестр в международный депозитарий, и все — его могут покупать инвесторы со всего мира через своих брокеров.

Покупает и продает ценные бумаги в составе портфеля в любом случае

лицензированный брокер, однако для управления стратегией (чтобы указывать брокеру, что именно покупать и продавать) «тяжелая» лицензия не требуется — достаточно «легкого» регулирования в качестве инвестиционного управляющего без права держания клиентских средств (*advisory*). До недавнего времени в качестве управляющих такими упакованными в сертификат портфелями выступали швейцарские *asset management* компании, у которых из регулирования было только членство в местной СРО.

Какие активы можно упаковать в сертификат?

Выше мы говорили лишь об управляемых сертификатах открытого типа, то есть тех, в состав портфеля которых входят исключительно ликвидные ценные бумаги.

Однако, юридическая конструкция сертификата позволяет привязать его к правам на абсолютно любой актив. Просто если этот актив не будет иметь моментальной ликвидности, эмитент сертификата должен предусмотреть, что подписка на него и погашение возможны только в какие-то интервалы или вообще только по истечении определенного срока.

В форме *asset backed certificates* выпускаются ценные бумаги, привязанные к портфелям недвижимости, коллекциям вина и искусства, долговым портфелям, и так далее.

Как выпускаются управляемые сертификаты?

Для выпуска управляемых сертификатов могут использоваться три различные схемы.

- **Один портфель — один сертификат — одна SPV.** Самая защищенная для инвестора схема выпуска.
- **Один портфель — один сертификат, но SPV общая.** Одна и та же

SPV выпускает различные сертификаты на различные портфели, оформленные в собственность этой SPV. Каждый сертификат юридически привязан только к строго определенному портфелю. Управляются портфели отдельно, и их кастодиальный учет осуществляется отдельно.

- То же самое, что и в пункте выше, но для выпуска используются такие SPV, которые по закону являются компаниями с сегрегированными кластерами (то есть там, где ограниченная ответственность активов в разных кластерах устанавливается не договорным образом, как в примере выше, а в силу положений закона). Пример — кайманские SPC (компании с сегрегированными портфелями — *segregated portfolio companies*).

В любом случае — используется ли одна SPV на один сертификат, либо одна SPV на много выпусков — выпуск строится по следующей логике:

- Учреждается SPV-эмитент, либо принимается решение о выпуске ценных бумаг на уже существующей SPV.
- Составляется юридическая документация выпуска (в зависимости от юрисдикции выпуска и намерений по листингу это может быть *Terms & Conditions, Admission Document, Information Memorandum, Key Information Document, Final Terms* или иной документ).
- Сертификат юридически «создается» по процедуре, предусмотренной законом. Иногда это совпадает с передачей его реестра на ведение профессиональному депозитарию (так предусмотрено, например, в Швейцарии), иногда для юридического «рождения» ценной бумаги достаточно корпоративной резолюции эмитента. На этом этапе сертификат получает международные коды (ISIN, CFI и пр.)
- Решается вопрос с депозитарно-клиринговым обслуживанием сертификата (Центральный депозитарий страны; депозитарий при

бирже; *Euroclear*; *Clearstream* и пр).

- К этому времени для управления портфелем, который секьюритизуется сертификатом, должен быть назначен инвестиционный управляющий. Иногда он называется «спонсор индекса» или «спонсор стратегии» (*index sponsor / strategy sponsor*).
- Также к этому моменту у сертификата должен быть определен платежный агент (*paying agent*) — это лицензированный брокер или банк, в функции которого входит обработка «входящих» платежей в сертификат (*subscriptions*) и выдача денег инвесторам, «выходящим» из сертификата (*redemptions*). Эта функция техническая, и платежный агент никоим образом не вмешивается в управление портфелем сертификата.
- При желании обеспечить листинг сертификата на бирже подается заявка на листинг. Как правило, условием листинга является выбор такого платежного агента, который имеет связь с клиринговым центром биржи. В технических листингах (*listing without trading*) можно обойтись без этого.

John Tiner & Partners содействует профессиональным участникам инвестиционного рынка в выпуске описанного типа ценных бумаг, а также инициативно разрабатывает новые юридические и депозитарно-клиринговые конфигурации для таких бумаг в разных странах.

КАК КОНСТРУИРУЕТСЯ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ СЕРТИФИКАТ

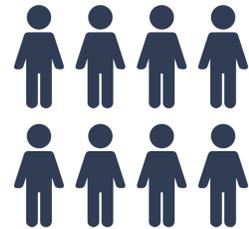
Любой актив:

- Портфель ценных бумаг
- Долговые требования
- Недвижимость
- Доля в бизнес-проекте
- Интеллектуальная собственность
- Золото
- Криптовалюта
- Прочие активы

Профессиональное управление активом



Инвесторы



John Tiner & Partners

© John Tiner & Partners, 2020

Материал с сайта www.securities.expert

Для связи с нами: vt@tiner.ch