

Структурные ноты «БрокерКредитСервиса»: разбираемся в анатомии

Структурные (структурированные) ноты в последние годы стали весьма популярным инструментом для предложения клиентам брокерских компаний и банков. Депозиты и облигации не дают интересную доходность, в ПИФах не всегда понятно, какие бумаги туда решит «намешать» управляющий, а покупать отдельные акции рискованно. Поэтому инвестпосредники стали активно предлагать своим клиентам вложиться в структурные продукты — там и перспектива повышенной доходности есть (азарт), и какая-то гарантия не потерять больше определенной части средств (страх).

Компания БКС (БрокерКредитСервис) — наверное, самый успешный и массовый продавец структурных продуктов в России. Многие инвестиционные компании смотрят на БКС с завистью и, разумеется, пытаются разобраться, как можно копировать его юридические и структурные решения.

Этот пост адресован прежде всего профессиональным работникам инвестиционной индустрии, а не частным инвесторам. Поэтому рассказывать, что такое структурная нота и из чего она состоит, не будем. Сосредоточимся на анализе схемы, по которой БКС выпускает свои бумаги — она достойна подробного анализа.

Чем уникален БКС

Подавляющее большинство инвестиционных компаний и банков в России продают структурные продукты сторонних «производителей» — в основном

крупных инвестиционных банков (EFG, Barclays, JP Morgan, UBS, BNP Paribas и пр.) или структуризаторов вроде Leonteq.

БКС же выпускает на рынок свои собственные структурные ноты.

Это дает компании уникальные преимущества. Если покупая продукт у иностранного инвестбанка или структуризатора, российский реселлер не контролирует реальную стоимость включенного в его состав дериватива, то БКС может сам управлять себестоимостью продукта: ОТС-опционы и прочие ингредиенты ноты он покупает самостоятельно (либо вообще имеет возможность принять риск себе «на книгу», не покупая ничего). Это позволяет ему зарабатывать на структурных продуктах значительно больше, чем другим участникам рынка.

Об этом, кстати, мы пишем в материале «Как увеличить в два-три раза прибыль российского брокера от продажи структурных продуктов?»

Что выпускает БКС

По данным Московской биржи, в третий уровень списка включены более 130 бумаг, выпущенных специальной эмиссионной платформой БКС — кипрской публичной компанией BrokerCreditService Structured Products Plc. При этом они все называются «облигации» и «кредитные облигации», но это скорее дань российской классификации ценных бумаг, поддерживаемой ЦБ, который не очень хочет вводить в оборот термин «нота» из-за отсутствия его нормативного определения в России. Плюс, конечно, слово «облигация» вызывает больше доверия у частных инвесторов, чем «нота» — им кажется, что все, что является облигацией, имеет гарантию основной суммы и процент. На самом деле, это конечно же классические *структурированные ноты* (structured notes).

Мы предполагаем, что наряду с биржевыми инструментами БКС может на той же платформе выпускать и небиржевые. Их проспект эмиссии это

позволяет.

Юридическая структура выпуска, и почему такая

У биржевых ценных бумаг БКС достаточно громоздкая структура выпуска.

Их эмитентом является компания **BrokerCreditService Structured Products Plc.**, которая зарегистрирована как открытое акционерное общество по законам Кипра.

Заметьте, это не кипрский брокер группы БКС — **BrokerCreditService (Cyprus) Ltd**, лицензированный кипрским регулятором. Это совершенно отдельная структура, созданная специально для выпуска структурированных продуктов. Кипрским регулятором (CySEC) ее деятельность не лицензируется (и не должна).

Проспект выпуска структурированных финансовых инструментов компания **BrokerCreditService Structured Products** одобрила у ирландского регулятора — Банка Ирландии.

Это так называемый «базовый проспект» (*Base Prospectus*; еще называют — «зонтичный»), который согласовывает у регулятора стандартные условия всех возможных выпусков, а также раскрывает информацию об эмитенте и участвующих в выпуске лицах. Для того, чтобы эмитировать конкретный инструмент, такого проспекта мало — необходимо опубликовать условия конкретного выпуска («Окончательные условия» — *Final Terms*).

Удобство согласования базового проспекта вместо того, чтобы под каждый отдельный выпуск делать проспект, очевидно. Тем не менее, поскольку базовый проспект раскрывает в том числе данные о группе эмитента, а они устаревают, его нужно обновлять у регулятора каждый год — после выхода свежей отчетности.

После одобрения проспекта в Bank of Ireland, условия выпуска были

согласованы ирландской фондовой биржей — Euronext Dublin, в рамках основного котировального списка.

Возникают два вопроса — зачем в принципе бумагам, ориентированным на российскую аудиторию, нужен листинг на иностранной бирже, и второй вопрос — почему выбрана Ирландия, а не тот же Кипр, где зарегистрирован сам эмитент?

Сначала про листинг.

Если внимательно изучить условия выпуска БКСовских облигаций на Московской бирже, становится понятно, что они одобрены в том числе для обращения *среди неквалифицированных инвесторов*.

Согласно российскому законодательству (пункт 4 статьи 51.1 закона «О рынке ценных бумаг»), чтобы свободно обращаться среди неквалифицированных инвесторов, иностранные ценные бумаги **не должны иметь ограничений на обращение среди любых инвесторов** ни в России, ни за рубежом. А отсутствие ограничений на свободное обращение за рубежом среди любых инвесторов (профессиональных и не очень) в большинстве случаев предполагает **согласование проспекта эмиссии с регулятором**.

Из этого правила есть исключения (см. пост «Как можно в Европе выпустить ценные бумаги для розничных инвесторов?», но они не подходят для массовой продажи бумаг на сотни миллионов долларов.

Также для того, чтобы быть допущенными к торгам на российской бирже по воле самой биржи, без Центробанка РФ, иностранные бумаги уже должны иметь один иностранный листинг — на одной из бирж, включенной в список Центробанка.

Поэтому структурные продукты БКС имеют согласованный с одним

из европейских регуляторов проспект эмиссии и листинг на иностранной бирже, входящей в одобренный ЦБ перечень.

Теперь о том, почему это сделано не на Кипре, хотя компания-эмитент кипрская?

Дело в том, что ни кипрский регулятор, ни кипрская биржа не имеют опыта работы с эмиссиями структурных финансовых инструментов. Достаточно сказать, что первый на Кипре инвестиционный управляемый сертификат был зарегистрирован и получил ISIN/CFI коды **усилиями нашей фирмы** летом 2020 года. Наше кипрское подразделение работает над расширением спектра инструментов, которые можно выпускать через Кипр, но этот путь долг и сложен.

Ирландская биржа Euronext, равно как ирландский регулятор прекрасно знакомы со структурными продуктами, поэтому 536-страничным (как у БКС) проспектом выпуска сложных финансовых инструментов их не удивить.

«Можем повторить»?

Для того, чтобы обеспечить листинг выпущенных за рубежом структурированных финансовых инструментов на российской бирже по схеме БКС, выпускающая их инвестиционная группа должна обладать определенными параметрами.

Для листинга структурных деривативных продуктов ирландская биржа Euronext предусматривает высокие требования к эмитенту: он должен быть или кредитным учреждением в стране OECD, или подлежать регулированию в части профессиональной деятельности в сфере финансовых инструментов в стране OECD (то есть как минимум иметь лицензию профучастника). Если эмитентом является SPV (как в случае с БКС) — то либо Lead Manager, либо Arranger (организатор) выпуска должны удовлетворять этим условиям (если хотите изучить правила

листинга самостоятельно, вот ссылка: <https://www.euronext.com/en/list-products/bonds/how-list-uronext-dublin>).

У выпуска БКС таким условиям удовлетворяет Arranger — это компания BCS Prime Brokerage Limited, которая регулируется FCA в Великобритании.

Для инвестиционных компаний и банков, у которых нет своего лицензированного профучастника в стране OECD, единственным вариантом будет привлечь партнерскую компанию из страны OECD для структурирования выпуска.

Однако, привлечение такой компании может быть проблематичным: по листинговым правилам Euronext Dublin, финансовые обязательства эмитента инвестиционного инструмента должны быть гарантированы либо кредитным учреждением, либо профучастником из страны OECD. Это сильно сужает поле для потенциальных партнерских договоренностей, так как привлеченный к выпуску профучастник из страны OECD фактически должен будет принять на себя кредитный риск стороннего эмитента.

Если эмитент не может удовлетворить указанным условиям, Правила листинга Евронекста допускают допуск его бумаг к листингу по результату прямых переговоров эмитента с биржей, если эмитент или гарант выпуска имеет чистые активы не менее, чем на 75,000,000 €, либо его акциям или необеспеченному долгу присвоен рейтинг инвестиционного уровня (investment grade) одобренного биржей агентства.

Листинг выпускаемых для обращения через российскую биржу финансовых инструментов совсем не обязательно проводить через ирландскую биржу Euronext. В этом БКС скорее проявил избыточность, нежели достаточность в построенной им схеме. Есть более простые площадки, листинг на которых достаточен для того, чтобы обеспечить второй листинг инструментов в России.

Тем не менее, без согласования проспекта эмиссии у одного из страновых

регуляторов обойтись можно только в случае микро-выпусков. Для выпусков нормального коммерческого объема (десятки миллионов долларов) будет нужно зарегистрировать проспект. Выбор страны для регистрации проспекта — творческий вопрос; нужно учитывать, можно ли там зарегистрировать SPV (а за этим тянутся налоговые и регуляторные вопросы), а также можно ли там использовать местную биржу или MTF для листинга.

Для заинтересованных банков и инвестиционных компаний мы готовы предложить несколько решений этой задачи.

© John Tiner & Partners, 2020

Материал с сайта www.securities.expert

Для связи с нами: vt@tiner.ch