Степан АМОСОВ,
директор группы структурированных продуктов, ING Commercial Banking

Одним из неожиданных итогов финансового кризиса 2008–2009 годов в России стало активное развитие рынка структурированных продуктов. Понеся ощутимые убытки на докризисных стратегиях, инвесторы с энтузиазмом бросились искать новые идеи, стремясь к большей диверсификации, улучшению ликвидности и повышению доходности своих инвестиций. Для достижения этих целей структурированные продукты могут подойти как нельзя лучше.

В активном поиске

СТРУКТУРИРОВАННЫЕ ПРОДУКТЫ: ЧТО ЭТО ТАКОЕ?

Существует множество разных определений для структурированных продуктов, но я вижу наибольший практический смысл в следующем: структурированным продуктом будет считать финансовый инструмент, содержащий в качестве производной любую комбинацию валютного, процентного, кредитного, equity, commodity и любого другого финансового риска. Например, еврооблигации России — это не структурированный продукт, а вот кредитная нота, на них ссылающаяся, таковым уже является.

Производная природа структурированного продукта — его существенное свойство: базовый риск продукта всегда находится вне его. Именно поэтому объем обращающихся структурированных продуктов, как и любых деривативов, может значительно превышать емкость рынка базовых активов.

Еще одно важное свойство структурированного продукта — кредитный риск его провайдера. Это тот самый довесок, который в большинстве случаев и объясняет более высокую по сравнению с базовым активом доходность. Так, упомянутая выше кредитная нота на суверенный риск России в дополнение к базовому суверенному кредитному риску будет содержать также кредитный риск эмитента ноты. В этом контексте с точки зрения очередности исполнения обязательств владелец ноты будет находиться на одном уровне с другими старшими необеспеченными кредиторами ее эмитента. Поэтому эмитентами структурированных нот выступают преимущественно финансовые институты с высокими кредитными рейтингами. По этой же причине продукт, эмитированный более устойчивым банком, как правило, менее доходен.

Второй ключевой риск, присущий именно структурированным продуктам, — это риск ликвидности. Не всегда позицию в структурированном продукте можно закрыть так же быстро, как в базовом активе. Хотя иногда, как бы парадоксально это ни выглядело, структурированный продукт оказывается более ликвиден, чем базовый актив. Например, из-за более широкой базы потенциальных инвесторов.

Таблица 1

Наиболее распространенные структуры

Кредитные ноты (CLN)	Ноты с защитой капитала (полной или частичной)	Ноты без защиты капитала	Access notes
Single name	Участие в росте или падении (participation)	Обратно конвертируемые ноты (reverse convertibles)	Ноты, привязанные к «труднодоступным» активам (фонды private equity / mezzanine financing, коммерческая недвижимость, локальные рынки)
	Накопление в диапазоне (range accruals)	Автоматически отзываемые ноты (autocallable airbag)	
First-to-default basket	Сохранение достигнутого уровня (lock-in)		
	Автоматически отзываемые ноты (autocallable)		

ЧТО ПОКУПАЮТ?

Российские инвесторы рассматривают структурированные продукты как альтернативу классическим компонентам портфелей — акциям, облигациям и банковским депозитам. Как следствие, наибольший интерес вызывают структуры, привязанные к кредитному

и equity рискам. В большинстве случаев запросы инвесторов связаны с уже известными им именами — в кредитном риске это заемщики на рынке еврооблигаций, а в equity — наиболее ликвидные голубые фишки и индексы. Часто инвесторы запрашивают гибридные структуры, сочетающие в себе как кредитный, так и equity риск.

Еще один класс базовых активов, представляющий несомненный интерес, — биржевые товары. Тут фаворитами являются нефть и драгоценные металлы (золото, серебро, платина, палладий), хотя эпизодически возникает интерес и к сельскохозяйственным товарам (свинина, пшеница, соя, кофе, сахар, хлопок). Интерес к биржевым товарам обусловлен прежде всего их высокой волатильностью и относительно низкой корреляцией между собой и с другими классами активов.

Что касается профилей риска, то в кредитных нотах преобладают классические single name и корзины first-to-default. В остальных классах активов наиболее популярным профилем является участие в росте базового актива. Наиболее популярные профили приведены в таблице 1.

МОТИВЫ ИНВЕСТОРОВ

Как правило, выбор инвесторов в пользу структурированных продуктов определяют следующие факторы:

— Стремление к диверсификации — как географической, так и по классам активов. Разумеется, достигнуть этого можно и без использования структурированных продуктов, открыв, например, позиции в нескольких локальных активах, торгуемых на других континентах. Вопрос лишь в том, оправдаются ли в этом случае затраты на администрирование и получение доступа к каждому из локальных рынков, в особенности для относительно небольших портфелей. Структурированные продукты позволяют эти затраты минимизировать.

— Потребность в хеджировании. Некоторые деривативы могут быть недоступны инвестору напрямую, поэтому приобретаются в формате структурированных нот (например, опционные стратегии на биржевые товары).

— Возможность доступа к «сложным» активам. Уже упоминавшиеся выше труднодоступные рынки с дорогим администрированием (например, НДС-облигации на Украине или фонды прямых инвестиций и мезонинного финансирования) привлекают инвесторов высокой ожидаемой доходностью.

— Регуляторный арбитраж. Технологии структурирования позволяют упаковать довольно широкий набор активов в формат, укладывающийся в регулируемые институциональные портфели. Это открывает доступ инвесторам к альтернативным классам активов, ранее не представленным в их портфелях.

— Ценовой арбитраж. Дисбаланс между различными сегментами рынка дает возможность извлечения дополнительной прибыли без существенного увеличения риска портфеля. Например, корпоративные кредитные спреды внутреннего рынка облигаций долгое время торгуются уже рынка валютных еврооблигаций. Благодаря этому можно структурировать кредитную ноту в рублях с референсом на валютный евробонд российского заемщика, доходность которой будет заметно превышать доходность рублевых облигаций того же заемщика.

— Возможность разделения или устранения нежелательных рисков. Технологии структурирования позволяют разделить или распределить риски между разными инвесторами в зависимости от их предпочтений. Классический пример, который хоть и относится к далекому прошлому, но весьма ярко иллюстрирует ценность идеи — ноты, выпущенные в ходе реформы российского энергетического сектора, когда из двух владельцев в совокупности контрольного пакета один инвестор остался подвержен риску будущей генерации, а другой — риску сбыта и сетей. Причем ноты были выпущены еще до завершения реформирования и появления генерирующих, сбытовых и сетевых компаний. Аналогичные технологии можно использовать для ранжирования инвесторов по старшинству в структуре капитала компании.

Иными словами, структурированные продукты дают то богатство возможностей, которое позволяет качественно изменить инвестиционные портфели и в гораздо большей степени учесть особенности риск-аппетита инвестора.

КУДА ДВИЖЕТСЯ РЫНОК?

За последние три года рынок структурированных продуктов в России пережил фазу бурного развития. Выйдя из посткризисного шока, инвесторы пересмотрели свои критерии селекции активов. Существенно изменилось и отношение к финансовым рискам. В итоге все больше институциональных инвесторов включают структурированные продукты в свои портфели. Вместе с этим растет и экспертиза инвесторов, что подтверждает изменившееся качество запросов. Более того, в России наблюдается редкое для зарубежных рынков явление: с ростом критической массы возникает цепная реакция, когда инвесторы перепродают продукты друг другу, формируя некий вторичный рынок без участия эмитента.

Несмотря на то что в настоящее время львиную долю рынка занимают продукты, выпущенные зарубежными провайдерами, Россия все же находится в активном поиске модели внутреннего рынка структурированных продуктов. Продолжаются попытки развить продукты внутреннего рынка в рамках российского права в формате облигаций и депозитов, и некоторые из них следует признать успешными.

Существенным ограничением, связанным с использованием облигационно-депозитного формата, является возможность профиля выплат только с полной защитой капитала. Ведь при погашении облигаций их владельцы должны получить как минимум номинальную стоимость. Это условие существенно ограничивает палитру возможных структур, исключая из рассмотрения целые классы структурированных продуктов, как, например, обратно конвертируемые ноты.

Но даже условие полной защиты капитала дает возможность структурировать довольно богатый набор профилей — помимо классического участия в базовом активе (уже реализованного в облигационной версии), в палитру российских эмитентов могут быть добавлены, например, автоматически отзываемые (autocallables) и диапазонные ноты (range accruals), а также ноты с оптимальным уровнем входа (lookback) и заданной волатильностью (voltarget) базового актива. Автор искренне желает успеха пионерам рынка.