Денис АНОШИН,
специалист по разработке новых структурных продуктов, ФГ БКС

Самая главная задача инвестиционной индустрии — обеспечивать высокую доходность для инвесторов. В условиях сильного бычьего рынка это сделать просто — когда дорожает абсолютно все, практически любой разумно составленный портфель позволит инвестору заработать. Когда рынок становится сложным и простые стратегии перестают работать, приходится изобретать что-то новое. Именно так развиваются структурные продукты — банки и брокеры постоянно ищут варианты, которые позволяют инвесторам получить требуемое соотношение риска и доходности в текущей рыночной ситуации.

Найдется все!

Первой потребностью, которая и дала толчок развитию структурных продуктов, было желание получить возможность инвестировать в рискованные классы активов (в первую очередь в акции), полностью исключив риск инвестиционных потерь. Это породило развитие продуктов с полной защитой капитала (capital / principal protected products) — до сих пор, вероятно, глобально самого популярного типа структурных продуктов.

Внутри этот класс продуктов устроен довольно просто: большая часть средств направляется в инструменты с фиксированной доходностью (депозиты или облигации), это вложение обеспечивает возврат инвестиций. Оставшиеся средства идут на покупку опциона, привязанного к какому-либо активу. Наиболее классический вариант — покупается опцион колл со страйком, равным текущему значению актива. Если за время инвестирования актив дорожает, опцион зарабатывает и инвестор получает доход по продукту. Возникает вопрос: какой номинал опциона приобретать в рамках данного продукта? Для того чтобы обеспечить полную доходность (при росте актива инвестор зарабатывает столько же, сколько и при прямом вложении в актив), номинал должен быть равен всей инвестированной сумме. Но цена такого опциона определяется рынком, а средства, которые можно потратить на опцион, зависят от доходности защитных инструментов. На практике этих средств почти всегда недостаточно, и тогда покупается опцион не с полным номиналом, а с меньшим. Предположим, номинал продукта — $1 млн, стоимость нужного опциона — $150 тысяч, а проценты по инструментам с фиксированной доходностью составляют только $75 тысяч. По продукту будет приобретен опцион с номиналом

75 / 150 * 1 000 000 = $500 тысяч.

Это эквивалентно тому, что инвестор получит 50% участия в росте базового актива (на каждые 2% прироста актива он получит 1% инвестиционного дохода на вложение в $1 млн). Частичная потеря доходности в таких продуктах является естественной платой за полную защиту.

Мы рассмотрели очень общую схему построения продуктов с полной защитой. Самое время углубиться в детали. В простейших вариантах таких инструментов используется обычный биржевой опцион. Подобный продукт синтетически могут создать многие инвесторы, даже не профессиональные. Однако биржевые опционы есть далеко не на все виды активов, кроме того, ликвидность обычно сосредоточена в самой близкой дате экспирации, что позволяет сделать стратегию со сроком три, максимум шесть месяцев. При этом продукты с полной защитой эффективно работают

на значительно более длинные сроки. Последнее утверждение очень легко проиллюстрировать.

Как уже было сказано, источником финансирования покупки опциона по сути являются проценты, заработанные по инструменту с фиксированной доходностью. Очевидно, что таких процентов тем больше, чем выше срок инвестирования (даже при одной и той же процентной ставке). Кроме того, в нормальной ситуации кривая процентных ставок имеет положительный наклон, поэтому для более продолжительных сроков ставки выше. Это дополнительно играет на стороне более длительных сроков. Что касается цены опциона, то, как известно, в большинстве случаев она увеличивается вместе со сроком опциона, но медленнее, чем увеличение срока (в классическом случае увеличение срока соответствует квадрату роста цены опциона). Таким образом, сумма, доступная для покупки опциона, растет намного быстрее, чем стоимость опциона, что увеличивает участие инвестора в росте цены базового актива.

Поэтому классическим вариантом являются продукты с полной защитой на относительно длительные сроки — два, три года и более. При таких сроках инвесторы могут получить очень большое участие в росте актива, вплоть до 100%. Понятно, что самостоятельно купить двухлетний опцион большинство инвесторов не может. И это только одна из самых простых иллюстраций того, что структурные продукты имеет смысл приобретать у профессионалов. Практически все инструменты, о которых пойдет речь ниже, не могут быть структурированы самостоятельно.

Многим клиентам очень нравится идея продуктов с полной защитой, но не устраивают длительные сроки инвестирования. По нашему опыту для российских клиентов такое отношение является очень типичным. Они хотят получить короткий инструмент (до 1 года, а часто и на 3-6 месяцев) с полной защитой и высокой доходностью. Существуют возможности удовлетворить и такие сложные запросы.

Первый пример — интервальный продукт. По базовому активу фиксируется интервал, который может иметь разный вид — вся зона выше текущей котировки или зона +/ — фиксированный процент от текущей котировки (по сути, продукт на боковое движение рынка). Если актив закрывается в данном интервале, клиент получает фиксированный денежный купон — как правило, очень высокий по сравнению со ставками по депозитам. Если актив в интервал не попадает, доходность нулевая (или ненулевая, но намного меньше, чем в случае, если актив в интервале). Такой продукт позволяет получить достаточно высокую доходность на короткий срок, кроме того, подходит для разных рыночных прогнозов инвестора.

Другая возможность увеличить доходность для продуктов с полной защитой — различные барьеры. Выбивающий барьер (в английской практике принято использовать агрессивный термин knock-out) — это барьер, при превышении которого хотя бы раз за время действия продукта инвестор доход не получает. Рассмотрим данную концепцию на примере (здесь и далее все котировки примерные — они могут сильно меняться от рыночных условий).

Срок продукта — три месяца, базовый актив — золото, начальное значение $1600 долларов/унция. Как и в обычном продукте с полной защитой, доходность инвестора растет вместе с ростом базового актива, при этом в данном случае клиент получает полное участие в росте золота. Но есть дополнительное условие: по активу предусмотрено пороговое значение (скажем, $1800), и если цена хотя бы раз за время действия продукта превысит данный порог, клиент доходность не получит. Таким образом, максимально возможная доходность клиента по продукту: (1800-1600)/1600 =12.5% в абсолюте, что эквивалентно 50% годовых.

Особенно хорошо инвестиционная идея работает, если несколько ниже порогового уровня находится сильный уровень сопротивления. Тогда вероятность превышения порога относительно невелика, при этом доходность за счет этого условия возрастает очень значительно.

Другое решение — продукт с включающим барьером (knock-in). Он хорошо подходит для периодов после существенных снижений рынка, когда есть предпосылки сильного отскока, но при этом существует и значительный риск дальнейшего падения. Этот инструмент также дает участие в росте базового актива, но при условии, что будет превышено барьерное значение (которое выше текущей котировки).

Рассмотрим пример. Продукт на рост индекса РТС, срок — шесть месяцев, начальное значение — 1300, барьер — 1450, участие 50%. Если индекс превысит 1450, скажем, закроется на уровне 1500, то клиент получит участие 50% от начального значения! То есть доходность инвестора составит (1500 – 1300)/1300 * 50% = 15.4%, или 61.5% годовых. Идея продукта в том, что в случае реализации позитивного сценария рост, скорее всего, будет достаточно сильным. При этом наличие барьера позволяет значительно увеличить участие.

До сих пор мы говорили только о продуктах с полной защитой. Но есть множество вариантов менее консервативных стратегий, которые способны обеспечить более высокую доходность для инвесторов. Наиболее логичным развитием идеи защитных продуктов являются инструменты с частичной защитой. Инвестор, выбирающий такие продукты, готов нести риск убытков, но хочет жестко зафиксировать их максимальный уровень. Мотивация — получить доходность выше, чем по инструментам с полной защитой. Во многих случаях добавление даже 2% максимального риска позволяет очень существенно увеличить доходность. Кроме того, тот факт, что риск может быть зафиксирован на наиболее приемлемом для клиента уровне, дает ему возможность максимально эффективно выбрать подходящее для него соотношение риск/доходность.

Принципиально другой группой являются обратно конвертируемые продукты (reverse convertibles). В наиболее классическом варианте продукт структурируется на основе акции. По акции фиксируется пороговое значение, обычно ниже текущей котировки. В конце срока действия продукта инвестор получает высокий денежный купон на вложенные средства, намного превышающий доходность банковского депозита. Купон выплачивается в любом случае, вне зависимости от цены акции. Но есть дополнительное условие. Если акция по окончании

срока действия продукта закроется ниже порогового значения, клиенту будет осуществлена поставка акций по цене, равной пороговому значению. За счет того, что акция покупается выше текущей котировки, у инвестора возникает убыток по данной сделке. При небольшой просадке инвестор теряет часть заработанного купона, если же акция уходит сильно в минус — возможны неограниченные инвестиционные потери.

Условием приобретения данного продукта является то, что инвестор верит в перспективы данной акции. Однако текущая цена кажется ему завышенной. Тогда он ставит порог, равный цене, по которой он был бы готов купить данную бумагу. В этом случае худшее, что с ним может случиться, — то, что он реализует свою инвестиционную стратегию. Кроме того, он получит немалый денежный купон! Можно сказать, что данный продукт является реализацией известной стратегии «покупка на коррекции».

Мы рассмотрели наиболее популярные профили доходности, которые могут получить инвесторы в структурные продукты. Безусловно, есть множество других вариантов инструментов. Часть из них похожа на описанные выше, хотя есть и намного более сложные стратегии. Осталось коротко остановиться на том, какими могут быть базовые активы для данных продуктов.

Возможности очень широки. Акции, фондовые индексы, сырьевые товары, курсы валют, процентные ставки — те же самые профили доходности могут быть реализованы для таких разных классов активов. Но хотелось бы отдельно остановиться на возможности создания инструментов на корзины, которые могут быть абсолютно индивидуальными. Корзины могут использоваться по-разному.

Самый простой способ — это присвоить каждому активу фиксированный вес и сделать продукт на рост такой корзины. В таком виде это будет абсолютный эквивалент фондового индекса. Но есть и другие стратегии. Корзину легко интегрировать в обратно конвертируемые продукты. В этом случае по каждой бумаге будет установлен свой порог, и если хотя бы одна из акций закроется ниже порога, клиент получит наиболее просевшую бумагу. Кроме того, возможен очень широкий набор вариантов — инвестор получает доходность лучшей ценной бумаги, доходность лучшей бумаги после исключения фиксированного количества самых доходных (одной, двух или какого-то другого числа бумаг), среднюю доходность корзины, притом что из нее убирается n лучших и n худших бумаг и прочие.

Структурные продукты — это целая вселенная, которая к тому же все время расширяется. Выбор наиболее подходящего продукта из такого многообразия может быть сложной задачей, зато почти наверняка найдется инструмент, способный заинтересовать любого инвестора.

Подробности: www.cbonds-congress.com
CBONDS FIXED INCOME CONFERENCE: RUSSIA, CIS & CEE

FIXED INCOME CONFERENCE
CBONDS RUSSIA, CIS&CEE 2012

3-я ежегодная конференция
13–14 сентября 2012 года, Лондон, Thistle Marble Arch Hotel

Организатор: Cbonds congress
Генеральный спонсор: МЕТРОПОЛЬ® инвестиционная финансовая компания
Официальный партнер: UFS INVESTMENT COMPANY
Спонсор: Промсвязьбанк

Cbonds Fixed Income Conference: Russia, CIS & CEE — это продолжение традиционной лондонской конференции Cbonds, но в более расширенном формате. В этом году в программе конференции будут также освещены рынки долгового капитала CEE. Мероприятие соберет представителей ведущих инвестиционных банков, управляющих, инвестиционных, консалтинговых компаний специализирующихся не только на странах СНГ, но и на странах Центральной и Восточной Европы.
200 участников.

Стоимость участия – 1500 долларов США (45 000 рублей).
Скидка 10% при регистрации до 31 июля.
Для промышленных компаний и компаний нефинансового сектора за исключением юридических, консультационных компаний и СМИ стоимость участия составляет 800 долларов США (24 000 рублей).

Контакты
Программа, спонсорство: **Юрий Павлов**
тел. +7 (812) 336–97–21*121, pavlov@cbonds.info
Регистрация: **Дарья Назарова**
тел. +7 (812) 336–97–21*124, dasha@cbonds.info

Реклама