Алексей МЕДВЕДЕВ,
заместитель директора, департамент операций на рынке инструментов с фиксированной доходностью, «ВТБ Капитал»

Продвижение структурных продуктов для широкого круга инвесторов в нашей стране во многом затрудняется их неликвидностью, непрозрачностью, неприспособленностью к требованиям деклараций большинства потенциальных покупателей, дороговизной входа и так далее. В этой связи появление локальной платформы для выпуска облигаций с возможностью привязки к различным классам активов стало значимым шагом навстречу потребностям инвесторов. Пожалуй, он сопоставим по масштабу с тем путем, который проделала беспроводная связь от спутниковых чемоданчиков 1990-х годов до современных мобильных телефонов.

Илья БУЧКОВСКИЙ,
исполнительный директор, департамент операций на рынке инструментов с фиксированной доходностью, «ВТБ Капитал»

Новая эра

Облигации с переменным купоном и привязкой к индексу ММВБ

Потребность в качественно новом классе облигаций, способных облечь в простую и хорошо знакомую всем форму разнообразные инвестиционные идеи, подвигла «ВТБ Капитал» взяться за эту амбициозную задачу.

Инструменты, комбинирующие в себе набор рисков, необходимы в первую очередь банкам, управляющим активами и инвестиционным компаниям, которые по той или иной причине не могут самостоятельно покупать все составляющие инструмента по отдельности (иногда по причине ограниченности декларации, зачастую из-за несовершенства учетной политики) либо испытывают неудобства в управлении рисками набора продуктов или представлении разрозненной стратегии инвестору.

Чтобы сделать предполагаемый продукт потенциально интересным для широкого круга инвесторов, мы провели предварительное обсуждение с управляющими пенсионными, страховыми и частными средствами. Это позволило сформулировать набор желаемых характеристик будущего инструмента:

1. Гарантированный возврат инвестированных средств.
2. Возможность получения фиксированного дохода и дополнительного дохода, обусловленного динамикой выбранного актива или набора активов.
3. Статус облигации, которая выпущена в соответствии с законодательством Российской Федерации, зарегистрирована Федеральной службой по финансовым рынкам и обращается на ММВБ-РТС.
4. Российское юридическое лицо как эмитент.
5. Кредитный рейтинг эмитента/выпуска на уровне BB-/Ba3 (желательно BBB- ввиду внутренних ограничений ряда управляющих).
6. Соответствие требованиям к включению в Ломбардный список ЦБ (что важно для банков).
7. Достаточная ликвидность, то есть возможность зафиксировать прибыль в тот момент, когда управляющий предполагает изменение рыночного тренда.

Как ни странно, российское правовое поле оказалось прекрасно приспособлено для создания такого рода инструментов, до сих пор подобные продукты в основном выпускались в соответствии с английским правом. В результате в 2011 году было принято решение создать новую компанию, которая станет эмитентом облигаций — ООО «ВТБ Капитал Финанс», на 100% принадлежащее группе ВТБ.

ООО «ВТБ Капитал Финанс» является классическим SPV[1], которое не может быть рейтинговано в соответствии с критериями международных рейтинговых агентств на основании собственного финансового положения. Но облигацию без рейтинга не смогло бы приобрести

[1] Special Purpose Vehicle.

значительное число институциональных инвесторов, в декларациях которых требования к кредитному рейтингу обычно являются основополагающими. Кроме того, гарантия возврата капитала, обеспеченная простой SPV, вряд ли устроила бы инвесторов. Простым и эффективным решением стало прописанное в решении о выпуске поручительство банка ОАО «Банк ВТБ», покрывающее все платежи по облигациям, то есть номинал, фиксированный и переменный купоны. Это обеспечило необходимый комфорт инвесторам при принятии решений, а также дало основания рассчитывать на присвоение выпуску рейтинга на уровне поручителя.

Пожалуй, одна из немногих задач, которая не может быть решена в рамках реализуемой структуры — это возможность включения облигации в котировальные списки высшего уровня биржи ММВБ-РТС. Дело в том, что по требованиям биржи эмитент должен существовать как минимум три года, чтобы быть включенным в список А1. Учитывая короткую историю эмитента ООО «ВТБ Капитал Финанс», мы могли рассчитывать только на «внесписок». Но, учитывая наличие рейтинга, данный факт негативно повлиял только на одну из групп инвесторов: как известно, страховые резервы не могут быть инвестированы в бумаги, которые не входят в А1 или эмитент которых имеет рейтинг ниже уровня BB-.

Таким образом, в круг будущих покупателей попадают негосударственные пенсионные фонды (пенсионные резервы и пенсионные накопления), страховые компании (на собственные средства) и управляющие частным капиталом, для которых структурные продукты уже давно не являются новостью, но формат и ликвидность нового инструмента еще больше повышают привлекательность этого класса активов. Кроме того, для приобретения облигаций физическим лицам не требуется статус квалифицированного инвестора, который обязателен в случае покупки структурных продуктов, выпущенных в виде европейских среднесрочных нот (EMTN).

В результате мы получили универсальную платформу. Проспект эмиссии дает возможность выпускать облигации, которые позволяют управляющему реализовать на практике свои прогнозы как по росту или падению активов, так и по неизменности уровня цен либо их колебанию в каком-то диапазоне. Переменный купон может быть гибко привязан к самым разнообразным активам, таким как:

1. Индексы акций (ММВБ, РТС, RDXUSD) и отдельные акции.
2. Товары (нефть, золото, другие металлы и сельскохозяйственные товары).
3. Валютные курсы (USD/RUB, EUR/USD, EUR/RUB).
4. Процентные ставки (MOSPRIME, RUONIA, LIBOR).
5. Кредитный риск (суверенный и корпоративный).

Новая платформа позволяет свободно выбирать не только актив, но и модель участия в движении базового актива, устанавливать ограничения на участие в росте или падении. Таким образом, инвестор может участвовать лишь в определенном отрезке движения, дальнейшее же движение в заданную сторону не даст дополнительной прибыли, однако такая конструкция за счет своей относительной дешевизны позволяет повысить коэффициент участия в динамике актива в пределах установленного диапазона. Скажем, вместо участия в неограниченном росте с коэффициентом 95% можно предложить участие в первых 60% роста с коэффициентом 115%. Это имеет смысл, если управляющий предполагает движение в рамках 60–70% за три года.

Таблица 1. Индикативные уровни для инструмента сроком 3 года 1 месяц

Фиксированный доход, % годовых	0.1%	1.0%	2.0%	3.0%
Коэффициент участия, 3 года 1 месяц	92%	80%	67%	54%

Таблица 2. Индикативные уровни для инструмента сроком 1 год 1 месяц

Фиксированный доход, % годовых	0.1%	1.0%	2.0%	3.0%
Коэффициент участия, 1 год 1 месяц	52%	45%	38%	30%

Таблица 3. Доходность однолетнего инструмента при введении ограничения на рост индекса ММВБ для повышения коэффициента участия

Фиксированный доход, % годовых	0.1%	1.0%	2.0%	3.0%
Коэффициент участия, 1 год 1 месяц, с ограничением роста базового актива на 20%	81%	71%	59%	47%
Коэффициент участия, 1 год 1 месяц, с ограничением роста базового актива на 30%	63%	54%	45%	36%

ПЕРВОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ

По окончании этапа подготовки эмиссионных документов, консультаций с юристами и рейтинговым агентством перед нами встала задача найти оптимальную структуру облигации, интересующую широкий круг инвесторов. После премаркетинга стало окончательно ясно, что наиболее востребованной привязкой для управляющих является

«РОССИЙСКОЕ ПРАВОВОЕ ПОЛЕ ОКАЗАЛОСЬ ПРЕКРАСНО ПРИСПОСОБЛЕНО ДЛЯ СОЗДАНИЯ ТАКОГО РОДА ИНСТРУМЕНТОВ, ДО СИХ ПОР ПОДОБНЫЕ ПРОДУКТЫ В ОСНОВНОМ ВЫПУСКАЛИСЬ В СООТВЕТСТВИИ С АНГЛИЙСКИМ ПРАВОМ»

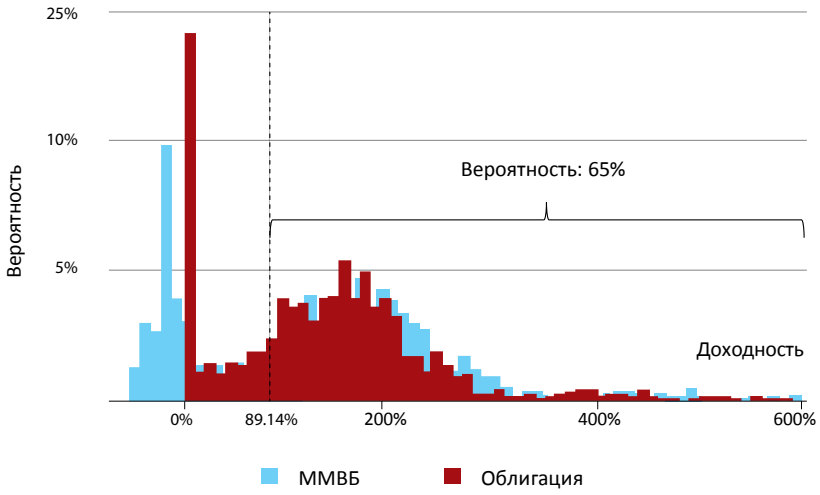

Рисунок 1

Распределение доходности: индекс ММВБ (с 1997 г. по май 2012 г.) по сравнению с доходностью облигаций с участием 92%

рублевый индекс российских акций. Это легко объясняется структурой портфелей управляющих компаний, фактически состоящих из акций и облигаций российских эмитентов, и преобладанием рублевых пассивов.

Поэтому окончательный выбор базового актива пал на индекс ММВБ, представляющий собой ценовой, взвешенный по рыночной капитализации (free-float) композитный индекс российского фондового рынка, включающий 30 наиболее ликвидных акций. Преимущество использования индекса ММВБ заключается в отсутствии валютного риска, присущего, например, индексам РТС и RDXUSD.

Выбор оптимальных параметров выпуска стал чуть более сложной задачей, так как инвесторам приходится выбирать между максимизацией участия в росте и наличием высокого гарантированного купона, желанием иметь относительно короткий инструмент, а также участием в росте без ограничений.

Так, величина фиксированного купонного дохода оказывает негативное влияние на величину коэффициента участия — чем выше фиксированный купон, тем ниже впоследствии окажется переменный купон, так как меньшее количество средств эмитент может пустить на покупку опциональности.

В процессе премаркетинга инвесторам были предложены индикативные уровни, позволяющие сделать выбор из возможных альтернатив.

Были также рассчитаны коэффициенты участия для более коротких сроков вложения средств: они оказались существенно ниже по сравнению с инструментом срочностью 3 года 1 месяц.

Идея размещать однолетние облигации в результате была отвергнута, так как даже введение ограничения на рост индекса ММВБ для повышения коэффициента участия (см. Таблицу 3) не позволяет надеяться на доход, значительно превышающий текущие ставки рублевых облигаций. При возможности получения фиксированного дохода около 9% на «ванильном» рынке вероятностный характер дохода 16.2% (максимальный рост — 20%, коэффициент участия — 81%), по мнению большинства участников, является неадекватной платой за риск.

В результате большинство потенциальных инвесторов указали на желание поучаствовать в росте на уровне около 100%, что достигалось исключительно при выборе наибольшего из предложенных выше сроков (3 года и 1 месяц) и наименьшего минимального гарантированного купона (0.1%). Здесь, вероятно, имеет смысл пояснить причину появления «некруглого» срока жизни бумаги. При том что колл-опцион на индекс ММВБ, лежащий в основе переменного купона, истекает ровно через три года, облигация живет еще один месяц. Такая структура потребовалась для абсорбирования стрессовых сценариев, когда расчет индекса может быть затруднен из-за временной остановки торгов, что привело бы к необходимости использовать иные варианты расчета финального купона. Помимо технических целей, удлинение облигации при сохранении трехлетнего периода наблюдения за индексом позволило увеличить коэффициент участия (по итогам размещения он составил 95%), так как на покупку опциональности могли быть дополнительно потрачены средства за лишний месяц жизни бумаги.

> ПОЖАЛУЙ, ОДНА ИЗ НЕМНОГИХ ЗАДАЧ, КОТОРАЯ НЕ МОЖЕТ БЫТЬ РЕШЕНА В РАМКАХ РЕАЛИЗУЕМОЙ СТРУКТУРЫ — ЭТО ВОЗМОЖНОСТЬ ВКЛЮЧЕНИЯ ОБЛИГАЦИИ В КОТИРОВАЛЬНЫЕ СПИСКИ ВЫСШЕГО УРОВНЯ БИРЖИ ММВБ-РТС

ИСТОРИЧЕСКОЕ МОДЕЛИРОВАНИЕ

После определения параметров выпуска было проведено историческое моделирование методом скользящего окна[1], которое показало, что на горизонте трех лет с вероятностью 65% доходность облигации составила более 89%, в исключительных случаях — до 600%. Еще в 10% случаев доходность попала в диапазон 0–89%, а с вероятностью 25% доходность оказалась нулевой — это происходило в тех случаях, когда за три года индекс ММВБ показывал отрицательную динамику. Важно отметить, что получить отрицательный результат в отсутствие дефолта эмитента было невозможно.

[1] Историческое моделирование проведено за 15 лет, с 1997 по 2012 год.

РЕЗУЛЬТАТЫ РАЗМЕЩЕНИЯ

8 июня 2012 года состоялось размещение выпуска облигаций ООО «ВТБ Капитал Финанс» объемом 5 млрд руб. Выпуску, как и было анонсировано на этапе маркетинга, был присвоен рейтинг Moody's Baa1. Коэффициент участия, который, согласно предварительным расчетам, должен был составить 92–97%, удалось зафиксировать на уровне 95%, что довольно близко к пожеланиям инвесторов, стремившихся получить участие в росте индекса с коэффициентом «один к одному». Фиксированный купон, выплачиваемый раз в полгода, составляет 0.1% годовых. Номинал одной облигации составил 1000 руб. и позволил приобрести данные ценные бумаги даже физическим лицам с небольшими объемами заявок, что выгодно отличает этот инструмент от структурных продуктов, где «входной билет» составляет обычно от десятков тысяч до миллионов долларов. Погашение облигаций состоится через три года и один месяц с даты размещения, при этом период наблюдения индекса ММВБ заканчивается за месяц до погашения. Для того чтобы избежать резких движений рынка акций в начале и в конце периода наблюдений за индексом, производится усреднение его значений за пять рабочих дней. Начальное значение индекса ММВБ, рассчитанное 18 июня 2012 года, составило 1357.92 пункта, и на момент публикации статьи индекс торговался на несколько процентов выше.

На текущий момент отчет об итогах выпуска уже зарегистрирован ФСФР, облигации включены в перечень внесписочных ценных бумаг и допущены ко вторичному обращению на ММВБ-РТС.

ЦЕНООБРАЗОВАНИЕ НА ВТОРИЧНОМ РЫНКЕ

Облигация с переменным купоном — это элементарный конструктор. Она состоит из депозита (или бескупонной облигации) и колл-опциона на индекс ММВБ (см. Рисунок 2).

Их соотношение при этом подбирается таким образом, чтобы депозитная часть через три года обеспечила погашение по номиналу, а также выплату минимального гарантированного купона. Опцион при погашении обеспечит соответствие переменного купона коэффициенту участия в росте индекса.

Говоря о ценообразовании опциона и его влиянии на расчетную цену облигации, можно использовать показатель «дельта» — то есть чувствительность к цене базового актива (в нашем случае — индекс ММВБ). В момент размещения дельта составляла ~0.6, то есть при росте или снижении индекса ММВБ на 1% опцион (и облигация) теоретически должен дорожать или дешеветь на 0.6%. Расчет дельты доступен в Bloomberg, Thomson Reuters, у эмитента (этот показатель также можно рассчитать в Excel). Важно отметить, что в реальности цена облигации будет во многом определяться также соотношением спроса и предложения, активностью организатора в поддержании вторичного рынка. Неизбежна неэффективность ценообразования, которая, открывая возможности для арбитража, вероятно, будет корректироваться рынком.

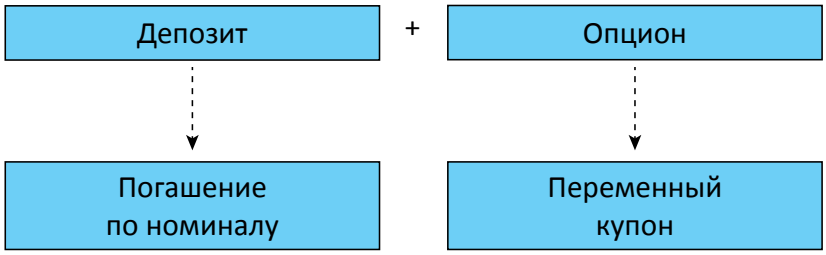

Рисунок 2
Структура облигации с переменным купоном

Чтобы ответить на вопрос «Сколько теоретически будет стоить облигация, если?..», который мы постоянно слышали в ходе общения с участниками рынка, был проведен сценарный анализ, учитывающий два главных фактора ценообразования: доходность сопоставимых облигаций и динамику индекса ММВБ. Например, в конце 2012 года при росте индекса ММВБ на 25% и неизменной доходности сопоставимых облигаций стоимость данного инструмента может вырасти примерно на 18%. А при снижении индекса ММВБ на ту же величину стоимость инструмента снизится на 10%. Отсюда следует преимущество инструмента, которое можно сформулировать так: при росте индекса ММВБ переменный купон будет стремиться к доходности индекса, умноженного на коэффициент участия (дельта опциона растет), а при снижении индекса стоимость инструмента будет все меньше зависеть от индекса (дельта опциона уменьшается).

ПРЕИМУЩЕСТВА И ФАКТОРЫ РИСКА

Новизна инструмента закономерно вызывает настороженное отношение инвесторов. Тем не менее, по сути и по форме это обыкновенная облигация, главным свойством которой является полная защита суммы вложенных средств, так как погашение по номина-

ОСНОВНОЙ РИСК ДЛЯ ИНВЕСТОРА — ВОЗМОЖНОСТЬ ПОЛУЧИТЬ ДОХОД МЕНЬШЕ, ЧЕМ ПО КЛАССИЧЕСКИМ ОБЛИГАЦИЯМ С ФИКСИРОВАННЫМ КУПОНОМ, В СЛУЧАЕ ПАДЕНИЯ ИЛИ НЕЗНАЧИТЕЛЬНОГО РОСТА ИНДЕКСА ММВБ ПО ИТОГАМ ТРЕХЛЕТНЕГО ПЕРИОДА

лу обеспечено поручительством ОАО «Банк ВТБ». Кроме того, инструмент предоставляет управляющему возможность принять участие в положительной динамике индекса ММВБ, при этом максимальная доходность не ограничена. Ценообразование облигации на вторичном рынке таково, что при снижении индекса ММВБ она теряет меньше, чем индекс. Однако инвестор должен понимать, что и участие в росте индекса на уровне 95% обеспечивается только при погашении. Если облигация продается до даты погашения, то ее стоимость будет зависеть от текущей волатильности индекса ММВБ, его доходности за прошедший с момента размещения срок и от доходности сопоставимых по сроку облигаций эмитента. Есть и другие параметры, на которые могут обратить внимание специалисты рынка опционов, но они оказывают незначительное влияние на цену и изменяются в узком диапазоне, так что для наших целей ими можно пренебречь.

ПО СУТИ И ПО ФОРМЕ ЭТО ОБЫКНОВЕННАЯ ОБЛИГАЦИЯ, ГЛАВНЫМ СВОЙСТВОМ КОТОРОЙ ЯВЛЯЕТСЯ ПОЛНАЯ ЗАЩИТА СУММЫ ВЛОЖЕННЫХ СРЕДСТВ

Еще одно существенное преимущество, на которое стоит обратить внимание — это встроенный риск-менеджмент. При снижении рынка худший сценарий для инвестора — падение стоимости инструмента на кривую сопоставимых по сроку облигаций, что может произойти при сильном снижении индекса ММВБ. В этом случае облигация с переменным купоном приближается по стоимости к бескупонной. Предположим, что в портфеле управляющего лежат акции и облигация с переменным купоном: существует вероятность, что ему придется продать портфель акций под давлением менеджмента или клиента из-за риска получения еще больших убытков. Инвестор в облигации с переменным купоном и защитой капитала, напротив, имеет возможность держать бумаги до погашения, не неся дополнительных рисков, и получить дополнительный доход при восстановлении рынка акций.

Основной риск для инвестора — возможность получить доход меньше, чем по классическим облигациям с фиксированным купоном в случае падения или незначительного роста индекса ММВБ по итогам трехлетнего периода. Также не надо забывать и про кредитный риск самого эмитента («ВТБ Капитал Финанс») и поручителя (ОАО «Банк ВТБ», Moody's Baa1, S&P/Fitch BBB), ведь все описанные сценарии реализуются только в случае возможности исполнения ими обязательств.

Мы абсолютно убеждены, что в ближайшее время биржевые инструменты с гарантией капитала и привязкой к различным видам базовых активов, предлагающие инвесторам гибкие и надежные решения, прочно займут свое место на российском рынке.

Алексей ХМЕЛЕНКО,
директор департамента долговых рынков, «ТКБ Капитал»

КОММЕНТАРИЙ

– Нельзя сказать, что структурные продукты — это новая веха в развитии российского фондового рынка. Практически все его участники так или иначе сталкивались с подобными структурами. Но, безусловно, тот формат, который был предложен «ВТБ Капиталом» — серьезный прорыв, в первую очередь благодаря существенному расширению круга потенциальных приобретателей. Удобство организационной формы и комплексность решений: сочетание встроенного риск-менеджмента, гарантий сохранения капитала (рейтинг BBB+) и, наконец, высокой толерантности бэк-офисов к таким простым и понятным вещам, как обыкновенная облигация, — все это сильно упрощает жизнь управляющих. Поэтому о достоинствах говорить довольно просто. Один тот факт, что подобная облигация спокойно ложится в любой портфель пенсионных накоплений, делает ее интересной, а зашитые возможности ограничивает только фантазия структуратора. В нашем конкретном случае возможность получить апсайд от нынешних (довольно привлекательных) уровней при гарантиях сохранения капитала — это мечта пенсионных управляющих. Если опыт первого выпуска будет удачным, перспективы хеджирования рисков и получения дополнительных доходов представляются весьма заманчивыми.

Недостатки, как это часто бывает, являются продолжением достоинств. В отличие от традиционных структурных продуктов, где принцип mark to market может применяться произвольно, здесь переоценка будет происходить на ежедневной основе, а то, что в основе структуры лежит высоковолатильный актив, добавляет головной боли. Кроме того, в отличие от классической стратегии — формирования портфеля из акций и облигаций, — сокращается возможность отлова краткосрочных колебаний рынка. Не факт, что это является недостатком, но все же...

Что касается возможности сконструировать такой продукт самостоятельно, то практически любой российский участник рынка столкнется с двумя проблемами: организационной (по понятным причинам — вроде учета или сложностей конструирования) и, что более важно, с проблемой отсутствия ликвидности в опционах такой срочности. Ликвидность опционов длиннее года — проблема даже для развитых рынков, а на российском — совсем трудноразрешимая задача. Поэтому отсутствие ликвидности в опционах данного срока не позволяет с уверенностью утверждать, что самостоятельно удастся смоделировать подобный инструмент на существенно более выгодных условиях, при этом нужно учесть полное отсутствие «ликвидности на выходе» из ванильного опциона.

Можно ожидать, что сектор синтетических бондов будет сформирован: спрос на подобный инструментарий очевиден, мешает только отсутствие понимания обращения таких бумаг на вторичном рынке. Но если опыт первого выпуска окажется успешным и управляющие смогут посмотреть, как эта штуковина летает, новый сегмент рынка будет стремительно расширяться.