Александр ЛАПУТИН,
директор, руководитель направлений персонального брокерского обслуживания и структурных продуктов, АО «Открытие Брокер»

Структурные продукты: миф или реальность?

Оставим историю возникновения структурных продуктов, их эволюцию и классификацию соискателям научных степеней и лекторам, проводящим различные семинары. В данной статье хотелось бы сфокусироваться на двух вопросах: кому нужны структурные продукты и зачем. Чтобы не отрываться от реальности, постараюсь описывать именно российский рынок структурных продуктов (далее — СП), а также вкратце обозначить направления развития и основные проблемы этого рынка в России.

Итак, в чем же основная ценность СП? Почему рынок не смог обойтись традиционными инструментами — акциями, облигациями, деривативами, банковскими продуктами? У СП два основных преимущества для инвестора: возможность отыграть любой рыночный сценарий и получить очень сложный продукт в простой и удобной упаковке.

ВСЕМУ СВОЕ ВРЕМЯ, ИЛИ ПРОДУКТЫ НА ВСЕ СЛУЧАИ ЖИЗНИ

Достаточно сложно придумать рыночный сценарий, под который нет СП с оптимальным профилем. Если ожидается сильное движение актива, есть обычные продукты с защитой капитала (СПЗК). Если вероятны умеренный рост или падение рынка, можно использовать СПЗК, в состав которых вместо чистого опциона входит кол- или пут-спред. Ожидается боковик — тоже не проблема: есть более рисковые autocallables или почти безрисковые range accrual. Произошло на биржах сильное падение и существенно выросла волатильность — добро пожаловать в reverse convertibles или снова в autocallables. При высоких ставках по валюте, как сейчас по рублю, будут выгодны продукты с участием, при низких ставках, как сейчас по долларам или евро, инвесторы ищут более высокую доходность в продуктах с фиксированными купонными выплатами.

Более того, предложение СП варьируется в зависимости от степени уверенности в том или ином сценарии. Если уверенность высокая, то увеличивается риск (самый простой вариант — снижается степень защиты капитала), за счет чего потенциальный доход

существенно вырастает. Есть еще одна степень свободы в СП — это срок. Не вдаваясь в нюансы ценообразования, можно сказать, что СП формируется и на квартал, и на три-пять лет — все в зависимости от инвестиционных целей и ожидаемого рыночного сценария.

ПРОСТО О СЛОЖНОМ

Смысл СП в основном заключается в их деривативной начинке. Для инвестора ценностью является возможность покупки сложного деривативa в простой и понятной упаковке. Точнее, даже не самого деривативa, а той функции выплат, которую он обеспечивает. Любой инвестор способен быстро понять функцию выплаты, например по shark note. Однако человеку, не сильно знакомому с деривативами, детально разобраться в его внутреннем устройстве довольно сложно. Возьмите, например, autocallable — и задача понять внутренности продукта из сложной превратится в невыполнимую. Тем не менее, инвестор по-прежнему будет представлять, что он получит при том или ином рыночном сценарии. А все, что нужно сделать инвестору — просто купить ноту и забыть про нее вплоть до погашения.

Может ли инвестор самостоятельно сформировать СП? Да, конечно, особенно если речь идет о банальном СПЗК. Но придется решить ряд проблем, таких как управление ликвидностью (вариационная маржа по опционам), нюансы налогообложения, выбор контрагента по деривативной сделке или самостоятельное хеджирование деривативной части СП. Эти вопросы можно решить, однако это стоит очень недешево и влечет за собой различные риски, в том числе кредитный, рыночный и модельный. При покупке готового СП у инвестора есть лишь риск кредитоспособности эмитента СП, управлять которым и проще, и дешевле.

Итак, ценность СП для инвестора ясна. А как выглядит цепочка ее создания?

СВЯЗАННЫЕ ОДНОЙ ЦЕПЬЮ, ИЛИ УЧАСТНИКИ ПРОЦЕССА

Можно выделить три категории игроков: производители СП, дистрибуторы (или брокеры) и продавцы.

Основные задачи производителя СП:

- сформировать продукт с минимальными издержками,
- предоставить достаточный выбор СП,
- обеспечить необходимый кредитный рейтинг эмитента СП.

Производители СП — это, как правило, крупные банки. Они разрабатывают деривативные математические модели, формируют СП, хеджируют принятый по ним риск. Они делают именно то, что не позволяет инвестору самостоятельно формировать СП, и делают это намного эффективнее за счет высокой экспертизы и огромных масштабов. Например, портфелем СП в несколько миллиардов долларов может управлять команда из пяти-семи человек. И ценность производителя тем выше, чем более сложные деривативы зашиты в продукт.

Также важнейшими показателями качества производителя СП являются ширина и разнообразие продуктовой линейки и кредитный рейтинг. Последний крайне актуален для институциональных инвесторов, например пенсионных фондов и страховых компаний, а также для частных клиентов сегмента HNWI.

Производитель закладывает в СП собственную маржу, то есть разницу между себестоимостью продукта и ценой его продажи. Он единственный в цепочке, кто берет на себя и хеджирует рыночный риск по проданному СП, так что себестоимость в данном случае — очень нетривиальное понятие. Интересно, что производитель может вообще не закладывать маржу в продукт. Например, продавая СПЗК, банк может иметь целью не заработок на этом продукте, а привлечение ликвидности, которую уже можно использовать в целях получения дохода от классического банкинга.

Дистрибуторами СП являются специализированные брокеры, которые агрегируют информацию от многих производителей и помогают продавцам СП подобрать наилучшее решение для клиентов. Их основные функции:

- агрегирование информации от производителей продуктов,
- обеспечение быстрого обмена информацией между производителями и продавцами СП.

Хороший брокер четко понимает потребности продавца и его клиента, отлично ориентируется в специфике каждого производителя СП и может быстро найти лучшее предложение из существующих либо сформировать уникальный продукт для клиента через запрос к производителю. В России в основном работают

ДЛЯ ИНВЕСТОРА ЦЕННОСТЬЮ ЯВЛЯЕТСЯ ВОЗМОЖНОСТЬ ПОКУПКИ СЛОЖНОГО ДЕРИВАТИВА В ПРОСТОЙ И ПОНЯТНОЙ УПАКОВКЕ

иностранные брокеры, локальные игроки занимают незначительную долю рынка.

Продавцами можно назвать всех, кто предлагает СП конечным инвесторам. Это самое многочисленное звено в цепочке СП. В основном это банки, инвестиционные и управляющие компании, брокеры, есть также независимые инвестконсультанты. Их основная задача — подобрать оптимальное инвестиционное решение под цели конкретного клиента, а также доходчиво объяснить инвесторам все важные параметры продукта. Проблемой продавцов зачастую является так называемый mis-sell, который является следствием недостаточной квалификации продавцов и их мотивации исключительно на объем продаж.

ЛЬВИНАЯ ДОЛЯ СП В РОССИИ ПРОДАЕТСЯ В ВИДЕ НОТ ЗАПАДНЫХ ЭМИТЕНТОВ — ЦЕННЫХ БУМАГ, ВЫПУЩЕННЫХ ПО ЗАРУБЕЖНОМУ ПРАВУ

Функции продавцов:

- детальная оценка потребностей клиента,
- подбор оптимального продукта под цели конкретного клиента,
- предоставление полной информации клиенту о продукте.

Важно отметить, что СП — это продукт, который почти никогда не покупается клиентом, а всегда продается клиенту продавцом. Поэтому компетентность именно продавца, работающего с покупателем, является залогом успеха инвестиции для конечного клиента.

КУДА ПУТЬ ДЕРЖИМ, ИЛИ РАЗВИТИЕ И ПРОБЛЕМЫ РЫНКА СП В РОССИИ

Начнем с банального. Только ленивый не говорил о низком уровне финансовой грамотности населения. Это, безусловно, проблема существенная, но в этой статье на ней останавливаться не будем.

Недоверие инвесторов вызвано как недостаточной квалификацией продавцов, так и большим количеством нечистоплотных игроков, продающих инвесторам что попало, а зачастую и просто обманывающих их. Эта проблема характерна в основном для рынка СП, ориентированного на частных клиентов.

Высокие ставки по рублю практически убивают желание инвестировать в СП у институционалов. Действительно, зачем CFO отвечать перед board или CEO за результат инвестирования в СП, если можно получить гарантированно двузначную доходность или близкую к ней? К счастью, эта проблема временная, и ставки по рублям снижаются. Кстати, долларовые СП демонстрируют серьезный рост именно по причине нулевых ставок по этой валюте.

Юридическая форма СП в России — это проблема, заслуживающая отдельной статьи, причем не одной. Лишь пара крупных банков выпускала облигации с купоном, привязанным к рыночному активу — золоту или российскому индексу. По российскому праву сейчас можно выпустить лишь СПЗК с полной защитой капитала в виде облигации, однако стоимость и сроки эмиссии не позволяют поставить этот процесс на поток.

Львиная доля СП в России продается в виде нот западных эмитентов — ценных бумаг, выпущенных по зарубежному праву. Меньшую долю занимают СП, упакованные в виде деривативных сделок (форварды, опционы). Небольшие брокеры и УК формируют СП, покупая на счет клиента биржевой опцион и облигацию.

КАК БУДЕТ РАЗВИВАТЬСЯ РЫНОК СП В РОССИИ

Рынок СП — очень незначительный по объему сегмент финансового рынка в РФ. С одной стороны, это возможность для существенного роста. Но для этого роста нужно в первую очередь решение регуляторных проблем, упрощение процесса эмиссии, введение специальных юридических форм СП наподобие западных нот. В последнее время продвигаются инициативы по изменению законодательства в части эмиссии облигаций, но процесс пока находится на начальной стадии.

Так вот вопрос: будет ли уделяться достаточное внимание со стороны законодателя столь малому сегменту финансового рынка? Да еще и в то время, когда в финансовой системе есть над чем поработать. Скажем так: будем надеяться, поживем — увидим.

А пока будут органически расти существующие каналы продаж, часть игроков уже начала эмитировать собственные ноты, но в западном правовом поле через свои дочерние компании. Будет постепенно повышаться осведомленность инвесторов об этом продукте. По мере снижения ставок будет расти интерес институционалов к простым продуктам. Но что точно останется неизменным — это то, что СП по-прежнему не будут покупать, они будут только продаваться.