Денис АНОШИН,
структуратор, АО «ВТБ Капитал»

Структурные продукты для институциональных инвесторов

Возможность получения высокого дохода является основным фактором, привлекающим частных инвесторов в структурные продукты, поэтому в их основе чаще всего лежит риск волатильных активов, таких как акции, сырьевые товары и валюты. При этом инвесторы готовы рисковать потерей не только дохода, но и всего капитала. Логика институциональных инвесторов принципиально отличается. Во многих случаях у них есть естественный бенчмарк в виде минимальной доходности, которая должна генерироваться на их пассивы. Поэтому в первую очередь им важно получить гарантированный доход не ниже данного бенчмарка. Они готовы рассматривать продукты с повышенным риском и значительным потенциальным доходом только для небольшой части инвестиционного портфеля и при наличии весомого обоснования их привлекательности.

Основные бенчмарки:

1. Фиксированный уровень доходности — типичен для инвесторов, у которых есть относительно долгосрочные пассивы с фиксированными процентными ставками.
2. Плавающие ставки — характерны для институционалов с короткими сроками фондирования, в частности банков.
3. Инфляция — наиболее распространенный бенчмарк для большинства долгосрочных инвесторов (пенсионных фондов, целевых фондов, созданных для долгосрочного финансирования инвестиционных программ или финансовой поддержки организаций, таких как университеты и т.д.).

Коротко рассмотрим варианты структурных продуктов для трех типов инвесторов. Начнем с тех, кто стремится обеспечить минимальный уровень доходности в фиксированных терминах.

Таким инвесторам доступен практически весь долговой рынок, способный удовлетворить большинство запросов. Тем не менее, здесь есть место и для структурных продуктов, поскольку в силу различных причин для облигационных рынков характерна фрагментированность. Среди облигаций, обращающихся на рынке, инвестор может не найти ценные бумаги, удовлетворяющие определенным требованиям по сроку или валюте выпуска. Структурные продукты

позволяют более точно определить характер и объем риска и доходности, которые требуются инвестору.

Классический пример такого рода продуктов — это CLN (credit linked notes). Если на рынке не хватает размещенных облигаций эмитента определенного срока, банки могут выпустить ноты, которые обеспечивают фиксированную доходность при условии отсутствия кредитного события по данному эмитенту. При наступлении кредитного события вместо возврата инвестированного номинала будет предусмотрен альтернативный порядок расчета. Самым простым вариантом является поставка одной из размещенных облигаций эмитента с таким же номиналом.

CLN также используются в случае несовпадения валюты инвестирования и валюты целевого базового актива. На российском рынке пользуется популярностью стратегия перевода доходности еврооблигаций в рубли, что во многих случаях позволяет получить доходность выше, чем у аналогичных рублевых инструментов. Для инвесторов, которые не могут заключать деривативные сделки, CLN, фактически представляющий собой пакет из облигации и валютно-процентного свопа, является хорошей альтернативой.

Более сложные модификации CLN позволяют получить доходность выше при принятии дополнительных рисков. Популярными из них являются стратегии leveraged CLN и first-to-default. Первая из них представляет собой альтернативу покупке облигаций с плечом — доход инвестора выражается формулой:

TR=Y+k*(Y-FR) , где:
TR — доходность инструмента;
Y — доходность аналогичной CLN без левереджа;
k — коэффициент плеча;
FR — краткосрочная ставка фондирования.

В качестве дополнительной защиты эмитента инструмента, как правило, предусматривается право потребовать довнесения денежного обеспечения в случае, если кредитный спред эмитента базового актива для ноты превышает установленный пороговый уровень.

Ноты вида first-to-default представляют собой другой, более сложный способ принятия левереджа. Он выражается в том, что инвестор берет на себя кредитный риск не одного, а нескольких эмитентов — как правило, трех-четырех. Важно понимать, что вес каждого эмитента в корзине составляет 100%, то есть при дефолте одного из эмитентов нота будет полностью погашена путем поставки бумаг эмитента, допустившего дефолт, на полный номинал продукта. Компенсацией за более высокий принятый риск является повышенная доходность. Скажем, корзина из трех высококачественных эмитентов может дать такую же доходность, что и простая покупка облигаций эмитента существенно более низкого — на два-три пункта рейтинга — кредитного качества. Многим инвесторам такая форма принятия риска кажется более предпочтительной, чем снижение по кредитной кривой в погоне за доходностью.

Можно сказать, что предложение структурных продуктов с фиксированными процентными ставками развито и многообразно.

Рассмотрим основные существующие виды структурных продуктов на процентные ставки.

Ноты с плавающей ставкой может разместить любая компания. Однако на практике их размещают намного меньше, чем классических облигаций с фиксированной доходностью, и выбор инвестиционных инструментов может оказаться недостаточен для инвестора. Если облигации определенного эмитента выпущены только с купоном по фиксированной ставке, на помощь может прийти банк — он может выпустить CLN с плавающей ставкой, что дает возможность принять желаемый инвестором кредитный риск и получить доходность по плавающей ставке.

Также существуют возможности повышения доходности без принятия дополнительного кредитного риска третьих лиц, исключительно за счет встроенных деривативов на процентные ставки. Например, возможна структура, по которой инвестор получает доходность, равную рыночной плавающей процентной ставке, помноженной на коэффициент. В большинстве случаев, правда, за получение этого дополнительного множителя нужно будет чем-то пожертвовать. То есть согласиться на доходность одного из двух видов:

TR=k*FR-x, где x –фиксированный спред;

Либо:

TR=min (k*FR;m), где m — максимальный уровень доходности.

Первая подходит для инвесторов, которые хотят защититься от значительного роста ставок или реализовать спекулятивную стратегию, рассчитанную на такой рост, но при этом готовы немного потерять, если ставки вырастут либо упадут. Второй, наоборот, позволяет получить очень хорошую доходность при небольшом росте ставок, но зато не дает полной защиты при значительном росте ставки.

Кроме этого, можно совместить оба варианта — скажем, повысить уровень максимальной доходности за счет уменьшения ставки на фиксированный спред, а также добавить много других условий (барьеров, минимальных уровней и т.д.) В целом, продукты на процентные ставки могут удовлетворить самым разным потребностям инвесторов в хеджировании процентных ставок либо позволить заработать на определенных прогнозах по их динамике.

Пока мы не затрагивали вопрос, какие рублевые ставки можно использовать для структурных продуктов. К сожалению, общепринятой развитой кривой рублевых процентных ставок сейчас нет. Есть несколько популярных рыночных индикаторов — ключевая ставка ЦБ, RUONIA, 3M MOSPRIME, — но у них всех есть недостатки с точки зрения хеджирования деривативов, что затрудняет предложение структурных продуктов.

Решением проблемы может являться «кванто» — использование базовых плавающих ставок в других валютах, прежде всего долларового LIBOR, для определения доходности по рублевому инструменту. В этом случае есть возможность предложить инвесторам очень широкий выбор решений, однако это вряд ли будет полностью соответствовать целям хеджирования рублевых пассивов.

Что касается инфляции, то по своим характеристикам она близка к процентным ставкам. Во-первых,

динамика инфляции во многом похожа на динамику ставок. Во-вторых, инфляция и процентные ставки очень сильно связаны — можно спорить о точном виде этой связи, но сам факт ее наличия не подвергается сомнению. При этом с появлением облигаций с доходностью, зависящей от индекса потребительских цен (нескольких корпоративных выпусков и, в первую очередь, конечно, инфляционных ОФЗ), можно говорить о том, что инфляция начинает торговаться так же, как обычная плавающая ставка.

В перспективе индустрия сможет предложить рынку многие продукты на потребительскую инфляцию, которые сейчас торгуются на рыночные процентные ставки. Задача является особо актуальной ввиду озвученных выше проблем с рыночными рублевыми ставками. Помимо простого насыщения рынка инфляционными инструментами, возможны продукты, трансформирующие инфляционные облигации с индексируемым номиналом в продукты с индексируемым купоном, так как несмотря на качество инфляционной защиты, которую обеспечивают первые, их низкий купон может отпугивать часть институциональных инвесторов.

Также некоторых инвесторов могут привлечь «обратные» продукты на инфляцию (inverse floaters) — с доходностью вида «фиксированная ставка минус инфляционный индекс», позволяющие заработать повышенную доходность при снижении инфляции.

Активное применение структурных продуктов на инфляцию является вопросом будущего, но, возможно, самого ближайшего.

Несмотря на взыскательность институциональных инвесторов, а также множество ограничений, с которыми они сталкиваются в своей работе, структурные продукты могут быть реальным решением для широкого круга инвестиционных стратегий. ©

АКТИВНОЕ ПРИМЕНЕНИЕ СТРУКТУРНЫХ ПРОДУКТОВ НА ИНФЛЯЦИЮ ЯВЛЯЕТСЯ ВОПРОСОМ БЛИЖАЙШЕГО БУДУЩЕГО

В рамках мероприятия пройдет церемония награждения ведущих игроков венчурной индустрии — Russia VC Awards

IV ФОРУМ ВЕНЧУРНЫХ ИНВЕСТОРОВ

7 июня 2016 г., Москва, «Кортъярд Марриотт Центр»

WWW.PREQVECA.RU
WWW.CBONDS-CONGRESS.COM

VENTURE INVESTORS FORUM

Организаторы:
Cbonds congress
PREQVECA private equity venture capital

Генеральные партнеры:
SALOMONS
фрии

Спонсор Церемонии награждения Russia VC Awards:
RR DONNELLEY VENUE

Интеллектуальный партнер:
GTC Genezis Technology Capital

Юридический партнер:
大成 DENTONS

Официальный партнер:
althaus consulting

При участии:
Banansi.ru заказ еды онлайн
VENTURE CLUB .RU

Конференция проводится с 2013 года и является ведущим мероприятием по венчурному финансированию в России.
Участники обсудят следующие темы:
- Глобальная технологическая революция: как технологии меняют мир традиционных отраслей
- Fintech: будущее финансовой отрасли
- Россия: не так страшен черт, как его малюют
- Венчурные фонды и пенсионные деньги

Программа, спонсорство:
Канр Лиджиев
kanr@preqveca.ru
Тел. +7 (812) 336-97-21 *141

Участие:
Юлия Усова
j.usova@cbonds.info
Тел. +7 (812) 336-97-21 *104

реклама