Андрей МАТЮХИН,
специалист по инвестиционным стратегиям на срочном рынке,
BCS Global Markets

«FTD–ноты являются наиболее актуальным инвестиционным предложением среди структурных продуктов»

Основное предложение крупнейших поставщиков структурных продуктов в России до сих пор сконцентрировано на инструментах рыночного риска. Чтобы инвестирование в такие продукты оправдало себя, необходимо правильно спрогнозировать будущую динамику цен на базовый актив, что в эпоху нестабильной обстановки на биржах сделать непросто, даже имея под рукой многочисленные рекомендации инвестиционных аналитиков.

Повсеместный рост ценовой волатильности привел к тому, что защитные структурные продукты, обеспечивающие возврат суммы вложений, если прогноз не сбудется, оказываются потенциально менее доходными альтернативами: брокеры вынуждены снижать обещанные коэффициенты участия и переориентировать клиентов на купонные продукты с большим уровнем риска. Наиболее доходные их версии построены на том, что держатели таких продуктов продают волатильность выбранной корзины акций, получая взамен купонный доход по ставке, в разы превышающей депозитную. Оборотная сторона высокой доходности — отсутствие защиты капитала в таких продуктах, в итоге убытки в десятки процентов на момент экспирации продукта почти полностью съедают полученный ранее купонный доход.

Однако если создавать структурный продукт на основе кредитного, а не рыночного риска, то такой продукт будет иметь более привлекательные для инвесторов характеристики даже в эпоху ценовой турбулентности. В первую очередь, это высокий фиксированный доход на вложенные средства, фактическая выплата которого не связана с выполнением каких-либо дополнительных условий и происходит на регулярной основе. Во-вторых, по таким продуктам обеспечивается полная защита инвестиций от колебаний рыночной стоимости финансовых инстру-

ментов благодаря тому, что инвестирование происходит в долговые инструменты до их погашения, а общий размер дохода по этим инструментам известен заранее.

Кредитные ноты (credit linked notes, CLN) получили широкое распространение на рынках развитых стран во многом и потому, что принятие кредитных рисков интуитивно проще для держателей таких продуктов. Принятие кредитных рисков знакомо каждому, кто хотя бы раз давал деньги в долг, открывал вклад или покупал облигацию — во всех этих случаях возвратность и доходность инвестиций определяются способностью должника рассчитаться с кредитором вовремя и в полном объеме. Конечно, суммы, которые вы одалживаете своему другу, не стоят того, чтобы досконально изучать его кредитную историю, но оценка финансового состояния компании, облигацию которой вы намерены приобрести, все же рекомендуется.

Если отбор базовых активов при инвестировании в структурный продукт, например с участием в росте индекса S&P 500, осложнен прогнозированием стоимости компаний, входящих в этот индекс, и оценкой перспектив их роста, то в случае выбора CLN достаточно изучить кредитное качество только одного эмитента. Для неискушенного инвестора эти задачи сопоставимы по сложности, однако в обоих случаях к его услугам многочисленные финансовые консультанты и исследования, заметно упрощающие принятие решения. И все же реализация кредитных рисков, таких как банкротство или неплатеж по обязательствам эмитента, ставит крест на существовании компании, является событием экстраординарным и в то же время более предсказуемым, чем случайные кратковременные неблагоприятные колебания цен на акции. Другими словами, инвесторам проще ответить на вопрос о том, обанкротится или нет какая-либо из корпораций, нежели угадать размер прироста стоимости ее акций.

Доходности, на которые могут рассчитывать инвесторы при покупке облигаций российских заемщиков, можно назвать конкурентными по сравнению, например, с депозитными, особенно в валютном сегменте. Тем не менее, для тех, кто привык ориентироваться на двузначную доходность и готов брать дополнительный риск, покупка облигации вряд ли будет подходящей инвестиционной альтернативой.

Получить высокую фиксированную доходность за счет включения дополнительного кредитного риска позволяет продукт FTD (First-to-default). По продукту выплачивается высокий купонный доход и производится погашение номинала, если в отношении ни одного из референсных лиц в корзине не произойдет кредитное событие. В противном случае держатель FTD получает облигацию (или эквивалент ее рыночной стоимости) того из эмитентов, который допустил дефолт.

По своей сути FTD представляет собой покупку кредитного риска с плечом: средства, инвестированные клиентом, расходуются на приобретение облигаций одного из перечисленных в корзине эмитентов, покупка облигаций других эмитентов финансируется за счет продавца FTD. Корзина эмитентов подбирается таким образом, чтобы стоимость фондирования была ниже доходности по облигациям эмитентов из корзины. За счет принятия дополнительных кредитных рисков держатель FTD-ноты получает премию к доходности: за каждое следующее референсное лицо в корзине она может составлять 1–3% (см. Таблицу 1).

Большое преимущество использования плеча в структуре FTD-нот состоит в том, что их эмитент привлекает финансирование без привязки к стоимости облигаций, которые он приобретает в качестве хеджа, то есть обеспечения своих обязательств перед клиентом, так как эти облигации держатся до погашения. Это позволяет держателю нот избежать рисков выставления margin call в случае временной потери стоимости этих облигаций в середине срока продукта. Как правило, такие выгодные условия недоступны клиентам брокерских домов, если они конструируют подобные плечевые структуры самостоятельно.

Наконец, FTD-ноты — это редкий инвестиционный инструмент из класса массовых, который может быть интересен не только частным инвесторам, но и финансовым организациям и банкам, по разным причинам не имеющим прямого доступа к рынку РЕПО, то есть таким, которые не могут получить дополнительное финансирование в залог уже приобретенных активов, а значит использовать их более эффективно.

С учетом сложившейся на российском фондовом рынке ситуации FTD-ноты являются, пожалуй, наиболее актуальным инвестиционным предложением среди структурных продуктов. Более того, внутренняя структура таких нот является довольно гибкой, что позволит уже в ближайшем будущем получить другие их модификации, отвечающие новым вызовам финансовой действительности.

FTD-нота		Референсные лица (РЛ)	Сопоставимая по срочности облигация референсного лица	Доходность последней сделки, % год.
XS1285317423 BCS Finance One B.V.	Погашение — 12.05.2021	PJSC Alrosa	XS0555493203	5.490
		VimpelCom Ltd.	XS0587031096	6.099
	YTM, 8.00%	PJSC LUKOIL	XS0554659671	4.779
		JSC ALFA-BANK	XS0620695204	6.096

Источник: Bloomberg[1]

Таблица 1
Сравнение доходности FTD-ноты и отдельных облигаций референсных лиц из корзины

[1] Доходность последней сделки с облигацией, опубликованная в системе Bloomberg в таблице исторических значений (HP <GO> — historical price) по состоянию на 01.04.2016 г.

FTD-НОТЫ ЯВЛЯЮТСЯ НАИБОЛЕЕ АКТУАЛЬНЫМ ИНВЕСТИЦИОННЫМ ПРЕДЛОЖЕНИЕМ СРЕДИ СТРУКТУРНЫХ ПРОДУКТОВ