Дмитрий АЛЕКСЕЕВ,
руководитель группы международных проектов, Cbonds.ru

Европейские структурные ноты: снаружи и внутри

В период низких процентных ставок в Европе структурные продукты стали настоящим подарком для инвесторов. Кажется, что в мире структурных нот очень легко заблудиться. Во многом это действительно так: количество типов и видов придуманных инноваций поражает воображение. Но за сложными структурами скрываются простые стратегии. В 2016 г. Cbonds совместно со швейцарским брокером BGC запускает проект, который поможет лучше разобраться в мире структурных продуктов.

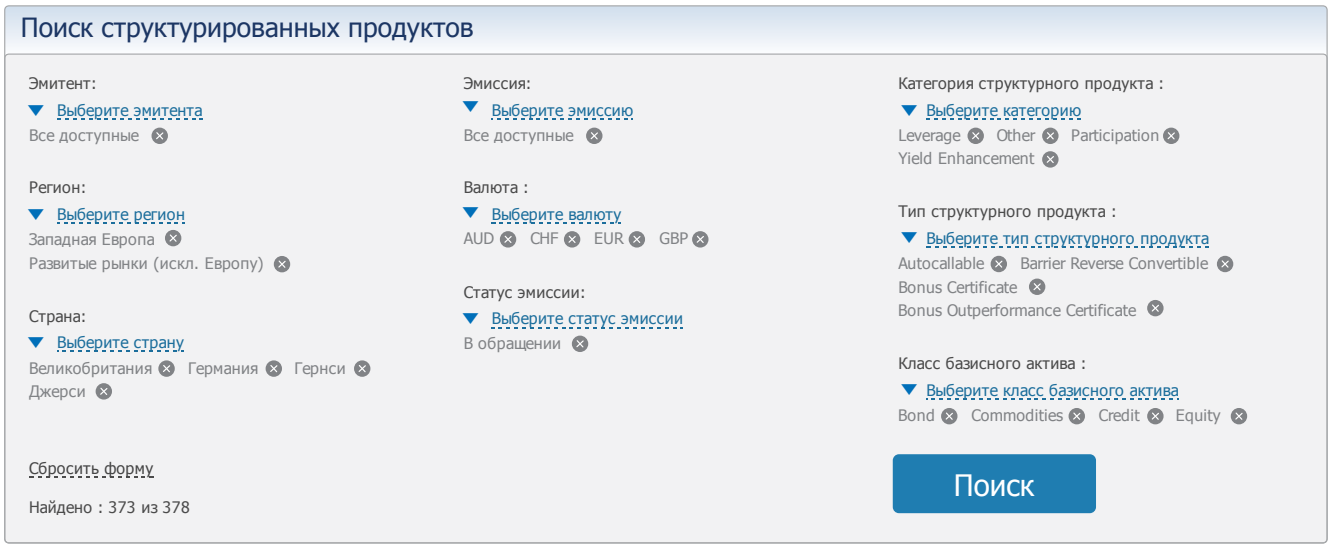
СТРУКТУРНЫЕ ПРОДУКТЫ И ИХ КАТЕГОРИИ

Итак, структурная нота — это ценная бумага, эмитентом которой является финансовый институт и доход по которой формируется исходя из поведения выбранного актива или группы активов. Такой актив называется базисным активом структурной ноты. В качестве базисного актива могут выступать акции, индексы акций, процентные ставки, товарные ценности, валюты, облигации и многие другие активы. Структурная нота, как и простая облигация, имеет фиксированный срок до погашения, но за счет встроенного производного инструмента позволяет формировать специфический профиль «риск-доходность».

Что же здесь сложного, спросите вы? Дело в том, что такие структурные ноты могут иметь — и чаще всего имеют — множество различных дополнительных надстроек: барьеры, механизмы автоматического досрочного погашения, купоны, которые начисляются только тогда, когда определенный индекс находится в нужном интервале, плечо и так далее. Таким образом, со структурными продуктами работать можно и нужно, но стоит уделять внимание деталям.

На сайте Cbonds для классификации структурных продуктов используется подход Европейской ассоциации структурных инвестиционных продуктов (EUSIPA[1], см. Рисунок 1). В его рамках выделяют четыре категории структурных нот: с защитой капитала (capital protection), с фиксиро-

[1] European Structured Investment Products Association (EUSIPA) — международная некоммерческая организация, представляющая интересы наиболее крупных эмитентов структурных продуктов в Европе.



http://cbonds.ru/structured_products

Рисунок 1
Инструмент поиска структурных продуктов на сайте Cbonds

ванной доходностью (yield enhancement), участия (participation), с кредитным плечом (leverage products). Участниками ассоциации являются такие финансовые институты, как Credit Suisse, Deutsche Bank, Leonteq, Goldman Sachs, HSBC и другие. Каждый продукт относится к той или иной категории, что упрощает выбор в зависимости от торговых предпочтений и толерантности к риску (см. Рисунок 2).

Инструменты с полной и частичной защитой капитала предполагают гарантию возврата капитала или определенного фиксированного процента от капитала. Данная категория продуктов предназначена для инвесторов, не склонных к риску, но и доходность по ним относительно низкая. Стратегия может быть направлена как на рост, так и на падение базисного актива.

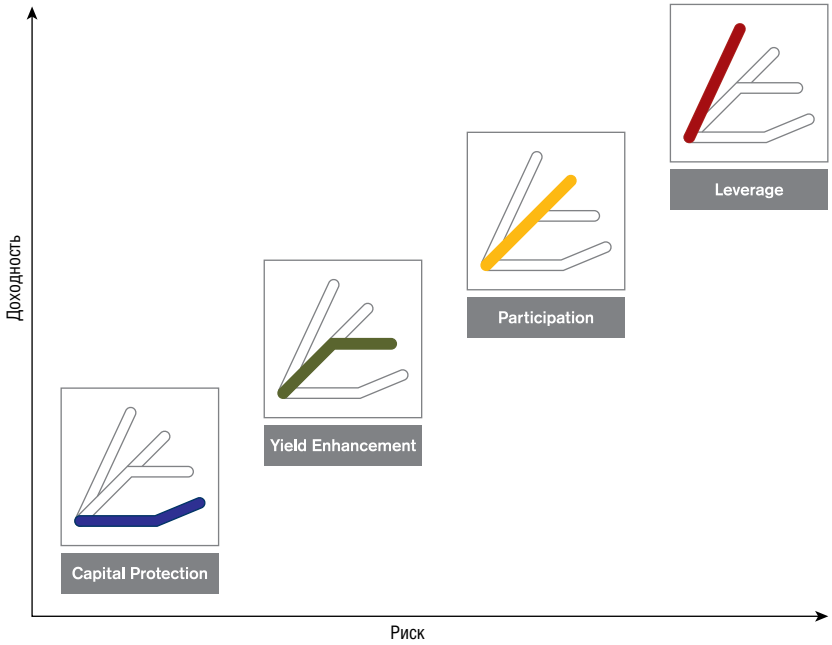
Вторая категория — это продукты с фиксированной доходностью. Такие ноты предоставляют определенный фиксированный дисконт или купон. В отличие от предыдущего типа, инвестор отказывается от неограниченного участия в росте и падении базисного актива в пользу получения высокого фиксированного дохода. Частичная защита капитала может быть предусмотрена в таком продукте при выполнении определенного условия, например недостижении барьера.

Продукты участия — третья категория структурных нот, которая предполагает участие инвестора в росте и падении базисного актива или группы активов. Сюда могут входить как продукты, повторяющие динамику базисного актива, так и продукты с условной защитой капитала, когда до достижения определенного барьера инвестор сохраняет свой капитал. В целом данные продукты являются более рисковыми, но позволяют решать другую важную задачу — вхождение на незнакомый рынок, когда, например, вместо покупки внутренней облигации Конго по правилам местного законодательства достаточно купить ноту крупного транснационального банка, которая обеспечит такой же доход.

Последняя категория структурных нот — продукты с плечом. Они позволяют получать большую доходность, но при этом инвестор несет большие риски, в том числе риск полной потери капитала. Также подобные продукты можно использовать для хеджирования рисков портфеля.

После того как вы выбрали категорию продукта, то есть определились с соотношением риска и доходности, в зависимости от инвестиционных предпочтений можно выбирать вид структурного продукта и базисный актив.

Рисунок 2
Соотношение риска и доходности по различным категориям структурных продуктов



Источник: derivative.credit-suisse.com

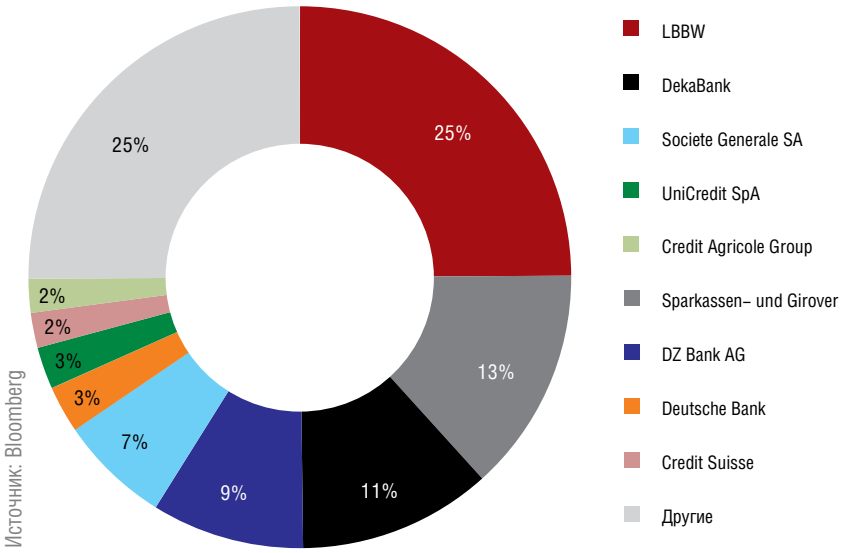


Рисунок 3
Доля рынка эмитентов структурных нот, выпущенных с 1 января 2016 г. по 8 апреля 2016 г.

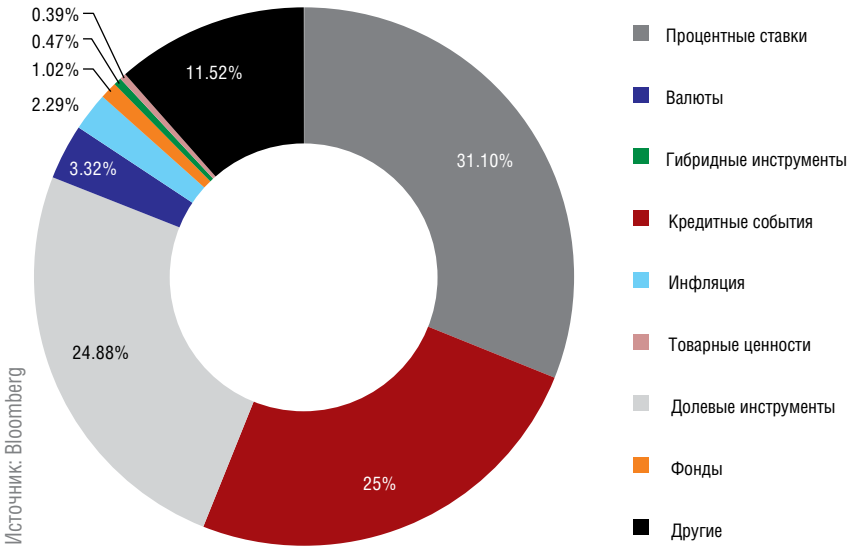
РЫНОК СТРУКТУРНЫХ НОТ ЕВРОПЫ

Оценить объемы рынка структурных нот достаточно сложно, так как многие размещения не являются рыночными, а также нет единого источника статистики. По данным EUSIPA, на конец 2015 г. было зарегистрировано 1.39 млн структурных продуктов эмитентов – членов организации.

Эмитентами и разработчиками структурных нот являются чаще всего финансовые институты, частным инвесторам купить европейские структурные ноты можно у международных брокеров. Наиболее крупными эмитентами продуктов в 2016 г. в Европе, по данным агентства Bloomberg, являются банки LBBW, Sparkassen- und Girover и DekaBank (см. Рисунок 3).

Распределение по активам на европейском рынке структурных продуктов, по данным Bloomberg, следующее: 31% нот привязан к процентным ставкам, 25% — к кредитным событиям, 25% — к долевым активам, 3% — к валютным ценностям[1]. Данные дают представление о том, какие базисные активы пользуются наибольшим спросом (см. Рисунок 4).

Рисунок 4
Распределение инструментов по классам активов среди нот в обращении на апрель 2016 г.



ФИНАНСОВЫЙ ИНЖИНИРИНГ СТРУКТУРНЫХ ПРОДУКТОВ

Изучение внутренней структуры выпуска для инвестора представляет больше теоретический, нежели практический интерес. Возьмем для примера продукт категории с защитой капитала: capped capital protected, или ограниченный сверху продукт с защитой капитала (см. Рисунок 5).

Эмитент по данному продукту обещает погашение ноты пропорционально изменению цены базисного актива. Если цена базисного актива опустится, то эмитент гарантирует минимальную сумму погашения. В то же время, он ограничивает участие в росте базисного актива верхним лимитом (cap). Как создать такую конструкцию структуратору? Очевидно, что необходимо осуществить покупку бескупонных облигаций, а также покупку и продажу опционов для участия в росте базисного актива.

Рассмотрим на конкретном примере (см. Таблицу 1). Для конструирования подобного продукта структуратору необходимо осуществить следующие действия:

- Приобрести дисконтные облигации с погашением 13 декабря 2019 г. с номинальной стоимостью 1000 евро. Эти средства позволят вернуть сумму инвестиций к дате погашения.
- Приобрести 1000/S0 европейских кол-опционов на базисный актив с ценой страйк S0 и датой погашения 13 декабря 2019 г.
- Продать 1000/S0 европейских кол-опционов на базисный актив с ценой страйк 1.09S0 и датой погашения 13 декабря 2019 г.

Реальным примером такой бумаги может служить нота, выпущенная EFG Financial Products с датой погашения 29.06.2016 (ISIN-код: CH0129734320). По ней эмитент организовал следующие условия: защита капитала — 100%, участие в росте базисного актива (корзина активов: нефть, медь, хлопок, кукуруза) — 100%, верхнее ограничение по доходности (cap). На сегодняшний день из-за низкой стоимости денег организовать продукт с полной защитой

[1] Критерий: страна регистрации эмитента — страна Европы.

капитала стало сложнее, поэтому более популярны другие категории продуктов.

Таким образом, за каждой стратегией структурного продукта стоит набор инструментов, которые банк покупает или продает при конструировании продукта. Соотношение риска и доходности продукта определяется числом доступных финансовых инструментов на рынке и способностью структуратора правильно их совместить.

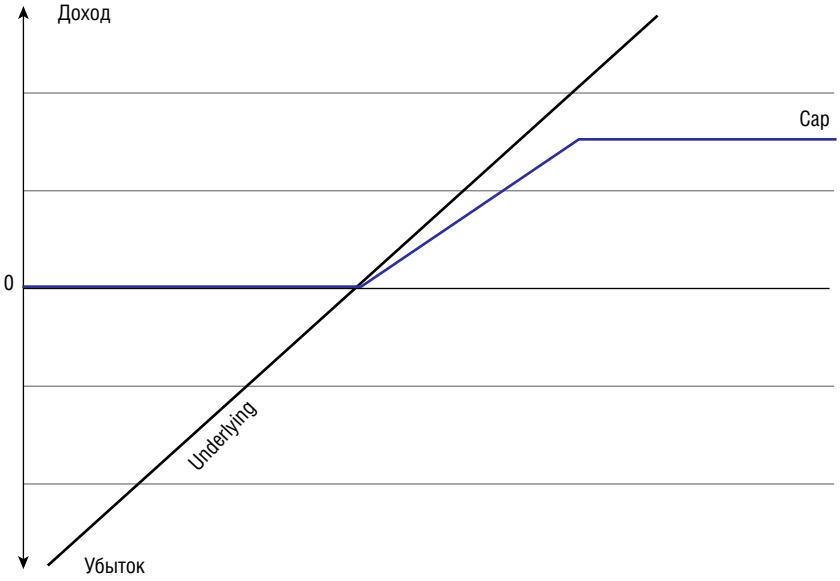
НАДСТРОЙКА

При инвестировании в структурные продукты рекомендуется обратить внимание на следующие основные моменты. Во-первых, это сложность продукта. Попросите своего брокера подробно рассказать о продукте или сами внимательно прочитайте эмиссионный документ, обратите внимание на все условия формирования дохода по продукту. В данном случае лучше не покупать то, чего не понимаешь. Некоторые термины, используемые на рынке структурных продуктов, представлены в Таблице 2.

Как упоминалось выше, структурные ноты могут включать различные надстройки. Рассмотреть их все не представляется возможным в рамках статьи, это тема для отдельного исследования, поэтому обратимся к одному из популярных на рынке типов нот — reverse convertibles (относится к категории нот с фиксированной доходностью). Такие ноты очень похожи на облигации: по ним платится фиксированный купон, но он гораздо выше купона по обычной облигации. Это объясняется одной простой особенностью, благодаря которой бумаги и получили название reverse convertibles. Дело в том, что нота имеет привязку к акциям одной из компаний. В случае если цена акций опустится ниже определенного барьера, ваша нота будет конвертирована в акции, служащие базисным активом. Поскольку стоимость акций, согласно условию выше, снижается, то и инвестор будет нести потери. За этот риск вознаграждением инвестора становится повышенная сумма купона.

Во-вторых, обратите внимание на ликвидность продукта. Он может торговаться или нет на биржевом рынке, но зачастую ликвидность таких продуктов достаточно ограничена, и есть риск того, что придется держать ноты до погашения. В-третьих, защита капитала не предполагает страхования от кредитного риска, и в случае банкротства эмитента защита капитала не покроет данные убытки. Вместе с тем, на рынке существует множество выпусков с высоким кредитным рейтингом, что в целом решает проблему. Также стоит обратить внимание на то, что покупка структурных нот не наделяет инвестора правами по базисному активу, такими как право на получение дивиденда, права голоса и другими.

Российские инвесторы уже работают с иностранными структурными продуктами. Об этом свидетельствуют в том числе данные НРД, согласно которым на обслуживании находятся более 750 ценных бумаг 45 эмитентов, которые можно классифицировать как структурные продукты. В условиях низких доходностей на стандартные активы в Европе рынок структурных продуктов предоставляет возможность получить повышенную доходность при контролируемом уровне риска, а широкий спектр продуктов позволяет найти подходящий вариант как для консервативного инвестора, так и для инвестора, склонного к риску.



Источник: Eusipa.org

Рисунок 5
Capped Capital Protected

Таблица 1
Параметры структурного продукта capped capital protected

Срок обращения	15 декабря 2015 г. — 13 декабря 2019 г.
Цена погашения (T)	Цена погашения меняется от 100% до 109% в зависимости от цены базисного актива (St/S0) T= номинал * (100% + min (9%; max (0%; (St– S0)/S0)))
S0	Цена базисного актива на момент выпуска
St	Цена базисного актива на момент погашения
Цена выпуска	100%
Номинальная стоимость	1000 евро

Таблица 2
Глоссарий

Термин	Описание
Observation date	Дата, на которую измеряется цена базисного актива для целей выплаты по структурному продукту
Autocall	Надстройка, позволяющая осуществлять досрочное погашение продукта, если выполняется определенное условие (например, цена базисного актива пересекает определенный заранее уровень)
Barrier	Уровень цены базисного актива, в случае пересечения которого инвестор рискует понести потери
Knock–in/knock–out	Уровень цены, при котором часть деривативной стратегии активируется (knock–in) или деактивируется (knock–out)
Strike	Цена базисного актива, которая используется как начальная для всех дальнейших расчетов
Cap	Верхняя граница возможного дохода, который может получить инвестор
Participation	Степень участия в росте/падении базисного актива, измеряется в %