Мария ТКАЧЕНКО,
Специалист по инвестиционным стратегиям на срочном рынке,
BCS Global Markets

Структурные облигации: российский и европейский опыт

Европейский рынок структурных продуктов имеет длинную успешную историю, но российский рынок в последние годы также растет стремительными темпами. Общее падение уровня процентных ставок привело к снижению привлекательности инструментов с фиксированной доходностью и, как следствие, к росту спроса на более сложные, но при этом более доходные продукты. Мы сравним российский и европейский рынки в контексте ключевых характеристик — наиболее популярные базисные активы или средний срок обращения продукта — и сделаем выводы о причине их сходств и различий. Также мы рассмотрим основные типы продуктов, предлагаемых участниками российского финансового рынка. В заключение мы кратко прокомментируем основные положения Закона и возможности дальнейшего развития российского рынка структурных продуктов.

БАЗИСНЫЙ АКТИВ

Базисным активом для большинства европейских структурных нот выступает процентная ставка. Далее по убыванию популярности следуют различные обязательства: ипотечные займы, государственный и корпоративный долг, а также другие структурные ноты. Продукты, основанные на акциях и иных сравнительно более рискованных активах, занимают наименьшую долю рынка. Численная структура европейского рынка с разбивкой по базисным активам отражена на Рисунке 1.

Линейка базисных активов, лежащих в основе структурных нот российских компаний, представлена еврооблигациями, акциями, паями ПИФов, индексами. Значительный объем продуктового предложения обеспечивается облигационными нотами «до первого дефолта» (FTD, first-to-default), а также Leverage notes, рассчитанными на менее консервативного инвестора.

Существенные различия в структуре базисных активов двух рынков не вызывают удивления, если провести аналогию с российским и европейским рынками деривативов. Процентная ставка является наиболее популярным базисным активом для опционов и фьючерсов, обращающихся в Европе, однако на нее заключается менее 1% всех срочных контрактов, проходящих через Московскую биржу. Рынок структурных нот на недвижимость, аналогов европейских MBS, в России на данный момент отсутствует по причине низкой насыщенности рынка потенциальных базисных активов – ипотечных кредитов.

Рисунок 1. Европейские структурные ноты в разбивке по базисным активам

ЮРИСДИКЦИЯ

В большинстве случаев европейские компании выпускают структурные ноты через SPV (special purpose vehicle). На Рисунке 2 можно видеть, что 35% всех нот выпускается через компании с юрисдикцией в Люксембурге. Доля ирландских и голландских компаний составляет 17 и 15 процентов всего объема соответственно.

СРОК ДО ПОГАШЕНИЯ

Рынок европейских структурных нот представлен продуктами с широким диапазоном срока действия: от нескольких месяцев до нескольких десятков лет. Однако, как можно наблюдать на Рисунке 3, почти 70% рынка сосредоточено в продуктах со сроком короче 8 лет.

Прослеживается интересная зависимость между сроком ноты до погашения и привлекательностью процентной ставки как базисного актива. Как показано на Рисунке 4, доля продуктов на процентную ставку достигает 70 и более процентов в сегментах краткосрочных (короче 8 лет) и долгосрочных (длиннее 35 лет) нот, при этом снижаясь до 45% в сегменте среднесрочных нот. Сложно объяснить эту зависимость, не зная, какие конкретно инструменты на процентную ставку пользуются наибольшим спросом (swap, swaption, cap, floor и т. д.), но можно предположить, что инвесторы стремятся зафиксировать процентную ставку на длинный срок, а в среднесрочной перспективе предпочитают другие базисные активы.

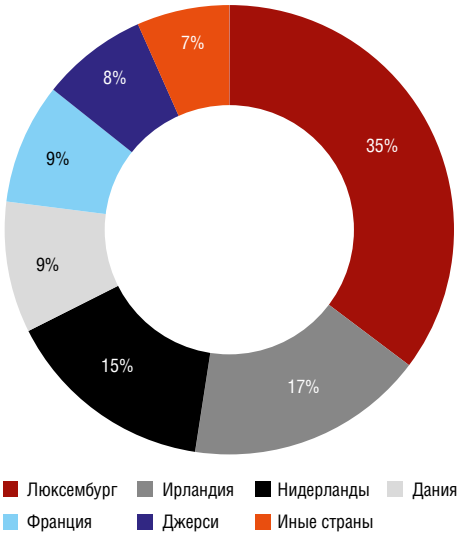
В контексте срока до погашения российский и европейский рынки структурных облигаций также существенно отличаются. Инструменты с долгим сроком погашения (15-20 и более лет) на российском рынке отсутствуют. Средний срок обращения структурных нот здесь определяется многими факторами: спецификой структурирования, характеристиками базисного актива, текущим спросом со стороны потенциальных клиентов. Примерные сроки до погашения нот различных типов можно наблюдать в Таблице 1.

СТРУКТУРНЫЕ ОБЛИГАЦИИ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ

Многие финансовые организации в России предлагают широкую линейку продуктов, рассчитанных на квалифицированных инвесторов с различным уровнем дохода и отношением к риску. Таблица 1 иллюстрирует основные типы структурных нот, выпускаемых компанией финансовой группы БКС, которая является эмитентом структурных продуктов, и их краткие характеристики. Большое количество продуктов, попадающих под определение структурных облигаций, представлено FTD-нотами (first-to-default) и Leverage notes.

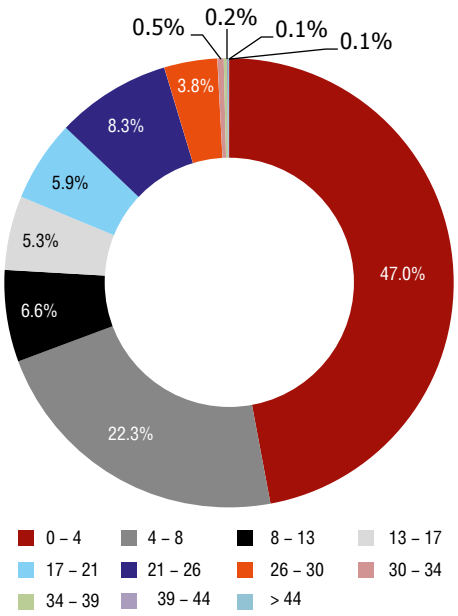
Такой продукт, как FTD-нота, в перспективе имеет все шансы стать альтернативой портфелю облигаций и привлечь интерес со стороны инвестора, желающего получать доходность выше среднестатистического банковского

Рисунок 2. Юрисдикция эмитентов европейских структурных нот



ИНСТРУМЕНТЫ С ДОЛГИМ СРОКОМ ПОГАШЕНИЯ (15-20 И БОЛЕЕ ЛЕТ) НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ОТСУТСТВУЮТ

Рисунок 3. Европейский рынок структурных нот в разбивке по сроку до погашения, лет



НОТЫ, БАЗИСНЫМ АКТИВОМ КОТОРЫХ ЯВЛЯЕТСЯ КОРЗИНА АКЦИЙ, ОТНОСЯТСЯ К КЛАССУ НАИБОЛЕЕ РИСКОВАННЫХ ПО ПРИЧИНЕ ВЫСОКОЙ ВОЛАТИЛЬНОСТИ ФОНДОВОГО РЫНКА

вклада. В отличие от сложных производных инструментов барьерного типа, для которых существует «дерево» возможных исходов, FTD-ноты достаточно просты для понимания. Данный продукт похож на еврооблигацию по принципу действия и механизму начисления дохода. Отличие заключается в том, что в основе продукта лежит не один базисный актив, а корзина обязательств трех или более эмитентов.

Как следует по определению first-to-default, действие данного инструмента продолжается либо до наступления кредитного события в отношении любого эмитента, входящего в корзину, либо до даты погашения. Инвестор получает купон по фиксированной ставке с полугодовой выплатой в течение всего срока обращения ноты и номинал в дату погашения при условии, что кредитное событие не произошло.

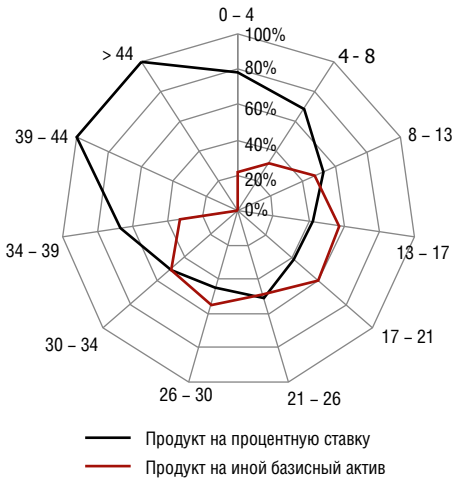
Уникальность FTD-ноты заключается в том, что включение данного инструмента в портфель позволяет инвестору получить более высокую доходность, чем при самостоятельном инвестировании в еврооблигации, но при этом не налагает на него дополнительного риска. К сумме, внесенной клиентом, брокер добавляет собственные средства и полученную сумму полностью размещает в еврооблигации. Иначе говоря, номинал купленных брокером бумаг всегда превышает сумму, внесенную инвестором. Такое размещение позволяет получить доходность, дополнительную к той, которую инвестор получил бы в случае самостоятельной покупки облигаций. Данная стратегия обеспечивает прибыль, аналогичную прибыли от маржинальной торговли, однако при этом инвестор не платит за «плечо» и не обязан вносить дополнительное обеспечение (margin call) в случае падения рынка.

Ноты, базисным активом которых является корзина акций, относятся к классу наиболее рискованных по причине высокой волатильности фондового рынка. Купон по таким нотам в большинстве случаев является условным и зависит от роста стоимости одной, нескольких или всех акций выше определенного барьера либо колебания их цен в границах установленного коридора. Погашение всегда осуществляется по рыночной стоимости либо всей корзины, либо определенной бумаги или нескольких бумаг на дату окончания продукта.

Для обеспечения доходности по ноте брокер держит портфель базисных активов (акций), пересматривая его структуру в соответствии с колебаниями их цен. Доходность по продуктам такого типа оправданно выше, чем по нотам с другими базисными активами, и ограничена только ростом актива и коэффициентом участия в его росте.

Leverage note по уровню риска находится между FTD-нотой и нотой на корзину акций, являясь гибридным продуктом. Инвестор, который держит ноту до погашения, получает фиксиро-

Рисунок 4. Доля продуктов на процентную ставку в сегментах европейских нот разного срока



ванный купонный доход в течение всего срока обращения. При этом погашение ноты происходит не по фиксированному номиналу, а по стоимости еврооблигаций, входящих в корзину, на момент погашения ноты. Ставка купона по ноте типа Leverage превышает ставку по ноте типа FTD с аналогичными эмитентами, что является платой за неопределенность относительно будущей стоимости погашения.

Ноты, в основе которых лежат паи ПИФов или биржевые индексы, относятся к классу наиболее консервативных, так как некоторые из них также имеют стопроцентную защиту капитала. Продукты такого типа повторяют динамику рынка.

ПОЛОЖЕНИЯ РОССИЙСКОГО ЗАКОНА О СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЯХ В КОНТЕКСТЕ ПРАВИЛ РЕГУЛИРОВАНИЯ ЕВРОПЕЙСКОГО РЫНКА

До недавнего времени в российском законодательстве не было однозначно закреплено определение структурного продукта, которое согласовалось бы с международной практикой. В соответствии с вступившим в силу Законом о структурных облигациях, данный инструмент определяется как ценная бумага, доход по которой не гарантирован и зависит от наступления или ненаступления тех или иных обстоятельств, к которым относятся изменение цены базисного актива, курса валюты, процентной ставки и так далее. Кроме того, такой продукт не предусматривает гарантированного погашения по номинальной стоимости. Проспект эмиссии структурных облигаций подлежит регистрации в ЦБ РФ и должен содержать информацию об обстоятельствах, необходимых и достаточных для осуществления выплаты, а также о размере или порядке определения выплат при каждом возможном исходе.

Одним из наиболее важных с точки зрения защиты инвесторов пунктов является возможность продажи структурных облигаций только квалифицированным инвесторам. Инвесторы, не являющиеся квалифицированными, могут приобретать только те структурные облигации, условия выпуска которых соответствуют критериям, утвержденным ЦБ РФ. В качестве дополнительной защиты для них предусмотрена возможность расторжения договора покупки в одностороннем порядке в течение 10 дней с даты его заключения.

Базисный актив	Средний срок обращения	Вид получения дохода	Защита капитала
Акции	2–3 года	Купон + участие в росте рынка	Да/нет
Еврооблигации	4–6 лет	Купон	Нет
Паи ПИФов	5–10 лет	Купон + участие в росте рынка	Да/нет
Индексы	10 лет	Участие в росте рынка	Нет

Таблица 1

Характеристики основных типов структурных нот, выпускаемых компанией финансовой группы БКС, которая является эмитентом структурных продуктов

Стандарты MIFID II, вступившие в силу ранее в 2018 году, направлены на максимально полное урегулирование вопросов относительно принципа действия продукта и его соответствия потребностям того или иного инвестора. В рамках данных стандартов для каждого продукта составляется KID (Key Information Document), содержащий доступное описание механизма его работы. Цель этого документа — предотвратить проблемы, связанные с неполным пониманием инвестором продукта, чтобы не пришлось решать их после того, как продукт уже приобретен.

Европейский рынок структурных продуктов обладает развитой инфраструктурой, вследствие чего продукт, который инвестор хочет видеть в своем портфеле, может быть найден практически моментально. Например, такие платформы структурных продуктов, как LEONTEQ и BGC Brokers L.P., позволяют сконструировать продукт, удовлетворяющий пожеланиям инвестора, или подобрать его из числа существующих, выпущенных сторонними эмитентами. Ряд российских банков и брокеров также развивает собственные фабрики структурных продуктов, благодаря которым стало возможным создать продукт, максимально соответствующий предпочтениям клиента относительно базисных активов, срока до погашения и соотношения риска и доходности.

Успех дальнейших шагов в построении российского рынка структурных облигаций будет зависеть от многих факторов, которые находятся в руках государства и финансовых организаций-эмитентов. К ним относятся полное внедрение стандартов Базель III; совершенствование системы налогообложения структурных продуктов; построение эффективной системы риск-менеджмента и тестирование методик ценообразования, которые будут наилучшим образом работать в российских реалиях; нормативно-правовое регулирование продажи структурных облигаций разным категориям инвесторов. Исчерпывающий список действий, от выполнения которых зависит становление и развитие эффективного рынка структурных продуктов в России, остается открытым.

ОДНИМ ИЗ НАИБОЛЕЕ ВАЖНЫХ, С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ ЗАЩИТЫ ИНВЕСТОРОВ, ПУНКТОВ ЯВЛЯЕТСЯ ВОЗМОЖНОСТЬ ПРОДАЖИ СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ТОЛЬКО КВАЛИФИЦИРОВАННЫМ ИНВЕСТОРАМ