Денис АНОШИН,
Директор по структурным продуктам,
Альфа-Банк

Структурные продукты: основные базовые активы и различия в мировой и российской практиках

В середине октября в силу вступили поправки, которые вводят новый продукт на российском финансовом рынке — структурные облигации. Они являются российским аналогом структурных нот, которые уже несколько десятилетий выпускаются иностранными эмитентами, в первую очередь банками. В мире накоплен большой опыт выпуска нот на различные базовые активы: акции, валюты, сырьевые товары, облигации, кредитные события, инвестиционные фонды и процентные ставки. Продукты, основанные на одном и том же базовом активе, могут сильно различаться по своему профилю выплаты, то есть формуле, определяющей платежи. А динамика базовых активов за время жизни облигации определяет размер погашения облигации и во многих случаях также размер купонов — по формуле, установленной до начала размещения. Мы рассмотрим основные виды базовых активов структурных продуктов, а также особенности инвестиционных облигаций — бумаг, которые до сих пор заменяли в России выпуск традиционных в мировой практике структурных облигаций.

АКЦИИ КАК БАЗОВЫЙ АКТИВ В МИРОВОЙ ПРАКТИКЕ

Общепризнанной статистики по глобальному рынку структурных нот нет, но факт, что продукты на акции доминируют, является общепризнанным. Скажем, у одного из крупнейших создателей структурных нот — швейцарской компании Leonteq доля таких продуктов составляет 87%–88%. У других эмитентов доля продуктов на акции будет существенно другой, но в целом это самый большой сегмент рынка.

Самым популярным видом структурных продуктов на акции является автоколл. У Leonteq такие продукты занимают около 40%. Рассмотрим один из продуктов этой компании. Он основан на корзине акций крупных мировых компаний — Adidas, Apple, McDonald's, Nintendo и Samsung. По каждой из акций фиксируется ее цена на момент выпуска ноты, далее отслеживается цена «худшей» акции из корзины. Скажем, если на какую-то дату цены четырех акций выросли, а цена

Samsung упала на 3% по сравнению с начальной ценой, результат «худшей» акции -3%. Естественно, худшая акция может меняться за срок жизни продукта.

Срок продукта — 5 лет. Для результатов по ноте важна цена худшей акции на каждый год — в дату наблюдения. В каждую из дат наблюдения результат худшей акции будет сравниваться с двумя барьерами — барьером отзыва и купонным барьером. В нашем случае барьер отзыва — 100% от начальной цены, а купонный барьер — 80% от начальной цены.

В первую из дат наблюдения возможны следующие варианты:

1) Цена всех акций выше барьера отзыва, то есть выше 100%. Нота выплачивает купон за первый год и при этом досрочно отзывается, по ней возвращается инвестированный номинал, и она перестает жить. Именно такое условие автоматического досрочного отзыва при определенных условиях и дало название виду продукта — автоколл, automatic call — по аналогии с callable bonds, облигациями с правом досрочного погашения со стороны эмитента.

2) Цена худшей акции выше уровня купонного барьера — 80%, но ниже барьера отзыва. Нота выплачивает купон за первый год и продолжает жить как минимум еще 1 год.

3) Цена худшей акции ниже купонного барьера. Нота не выплачивает купон и продолжает жить. Важным условием является наличие эффекта «памяти» в отношении купона. Это означает, что пропущенный купон еще может быть выплачен. Все, что для этого нужно, — чтобы в одну из следующих дат было выполнено условие по выплате купона. В этом случае будет выплачен не только купон за данный период, но и все пропущенные.

Во все последующие даты наблюдения, кроме последней, процедура будет в точности повторяться. Но если нота дожила до последней даты наблюдения, возникает дополнительное условие, а именно возможность ноты быть погашенной акциями одной из компаний в корзине. Цена худшей акции будет сравниваться с еще одним барьером — барьером поставки, в этом случае 70%. Если цена ниже, то производится погашение акциями. Акции будут поставляться по цене, равной уровню барьера поставки. Рассмотрим на примере. Начальная цена акций Apple зафиксирована на уровне $220 за акцию. Цена поставки равна 70% * 220 = $154. Если в конце цена акций Apple окажется ниже, например $140, то будет совершена поставка акций по $154. Сколько акций будет поставлено? Объем поставки будет рассчитан по следующей формуле: (Номинал ноты / Цена поставки) * (1/Барьер поставки), то есть для номинала в $1000 будет поставлено девять акций Apple. По формуле получилось бы 9.27, но так как акции можно поставлять только в целых количествах, вместо 0.27 акций будет выплачен денежный эквивалент исходя из текущей цены $140 — 37.8 долларов. Такое условие поставки на языке профессионалов называется geared put. Фактически оно означает, что полная сумма инвестиций пойдет на покупку акций по цене поставки.

Почему данный продукт популярен? В первую очередь потому, что он является высокодоходным. В нашем случае доходность составила 14% в долларах США. В то же время это высокорискованный продукт, так как принимается риск акций из корзины. Но чтобы риск реализовался, нужно, чтобы произошло очень существенное падение цены акций — более чем на 30%. То есть при выборе качественных акций вероятность потерь не очень высока.

КРЕДИТНЫЙ РИСК КАК БАЗОВЫЙ АКТИВ В МИРОВОЙ ПРАКТИКЕ

Второй важной группой структурных нот являются продукты со встроенным кредитным риском. Они могут быть основаны на конкретных облигациях или кредитах, но чаще всего базовым активом является неисполнение конкретным эмитентом обязательств по любому займу[1]. Самым базовым продуктом является кредитная нота (credit-default note, или CLN). Ноту эмитирует банк, и по ней предусмотрен фиксированный купон — более высокий, чем по аналогичной облигации банка-эмитента. Все дело в том, что инвестор несет кредитный риск не только банка, но и третьей стороны, как правило, известной публичной компании («контрольное лицо», или по-английски reference entity). Если за срок жизни ноты контрольное лицо не допускает дефолта, то нота ведет себя как обычная облигация банка. Но если наступает дефолт, то вместо погашения номинала по ней либо поставляются кредитные требования

ПРИ ВЫБОРЕ КАЧЕСТВЕННЫХ АКЦИЙ ВЕРОЯТНОСТЬ ПОТЕРЬ НЕ ОЧЕНЬ ВЫСОКА

[1] На практике есть требования к обязательствам, такие как минимальная сумма и наличие публичной информации о дефолте. Но подробный анализ данных требований выходит за рамки статьи.

контрольного лица на такой же номинал, либо совершается денежный расчет на основе цены дефолтных обязательств, то есть, если вскоре после дефолта обязательства стоят 50% от номинала, инвестору будет возвращено по CLN 50% от суммы инвестиций. Таким образом, инвестор получает повышенный купон, но и берет на себя дополнительный кредитный риск.

Логическим расширением кредитных нот являются так называемые ноты «первого дефолта» (first-to-default notes). По ним фиксируется не одно, а несколько контрольных лиц и наблюдается, не произошло ли событие дефолта по любому из них. Во-многом это похоже на наблюдение цен всех акций из корзины в автоколле, но с некоторыми отличиями. В частности, наблюдение производится не в отдельные дни с определенной периодичностью, а в каждый из рабочих дней.

Приведем пример продукта со встроенным кредитным риском, который может быть выпущен Альфа-Банком. Нота на 5 лет в долларах США основана на кредитном риске «Евраза», Турции, Бразилии и банка Mediobanca di Credito Finanzario. Кредитная нота на любое из данных имен максимум принесла бы купон около 6%. Одновременное принятие риска всех эмитентов позволяет увеличить купон до 7.5%[1]. Важно: имеет значение только наличие или отсутствие кредитного события, любые колебания цен облигаций эмитентов не влияют на купонные платежи и погашение номинала по ноте.

ИНВЕСТОР НЕСЕТ КРЕДИТНЫЙ РИСК НЕ ТОЛЬКО БАНКА, НО И ТРЕТЬЕЙ СТОРОНЫ, КАК ПРАВИЛО, ИЗВЕСТНОЙ ПУБЛИЧНОЙ КОМПАНИИ

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ОБЛИГАЦИИ ПО РОССИЙСКОМУ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВУ

Кроме структурных нот по иностранному праву в России есть история обращения ценных бумаг, которые всегда погашают номинальную стоимость, но их доходность не гарантирована, а зависит от динамики цен рыночных активов. Ранее их чаще всего называли «биржевыми структурными облигациями», а теперь, чтобы не путать с новым видом ценной бумаги, стали называть инвестиционными облигациями. Возможно, такое название приживется и станет общепризнанным для индустрии.

Рассмотрим устройство инвестиционной облигации на примере облигации «Альфа-Роботы», выпущенной Альфа-Банком в апреле 2018 года. Юридически это обычная облигация Альфа-Банка, по ней предусмотрено безусловное обязательство банка погасить основной долг. Так как этот вопрос нередко задают клиенты, специально уточню: облигация не является субординированной, в случае банкротства банка требования по ней будут иметь ту же очередность, что и требования клиентов по средствам на счетах, вкладам и другим облигациям (на языке профессионалов это «старший долг»). Немного менее стандартным является то, что это российская облигация в иностранной валюте — долларах США. Альфа-Банк выпускал инвестиционные облигации во всех трех основных валютах (рублях, долларах США и евро), но доллары являются основной валютой для сбережений состоятельных клиентов банка.

Основная часть доходности «Альфа-Робота» зависит от результата индекса робототехники, который является ее базовым активом. А фиксированный купон минимальный — 0.01%. Фактически в облигацию встроен опцион на данный индекс, который Альфа-Банк купил у «автора» индекса, банка Société Générale. За счет чего был этот опцион профинансирован? За счет снижения фиксированного купона. Если предположить, что купон по стандартной облигации Альфа-Банка в долларах США на такой же срок был бы 3%, выплачивая купон только 0.01% банк экономит 3%*3.5=10.5% от номинала облигации[2]. Сэкономленные средства он и направил на покупку опциона.

Почему был выбран именно такой базовый актив? Развитие робототехники и искусственного интеллекта — один из основных трендов, способных изменить мировую экономику и повседневную жизнь людей. Развитие робототехники уже в ближайшее время может привести к росту капитализации компаний, инвестирующих в данную технологию и решивших дать доступ к ней нашим клиентам через нашу облигацию. При этом, в отличие от прямой покупки индекса, например, через индексный фонд, инвестор не рискует потерять инвести-

[1] Возможно и большее увеличение, зависит от конкретных рыночных условий.

[2] Расчет упрощенный, так как не учитывает, что купоны платятся в разные даты в будущем и связанные с этим эффекты дисконтирования.

рованные средства, так как номинал облигации в любом случае будет погашен.

Индекс робототехники, встроенный в облигацию «Альфа-Роботы», является одним из частных индексов, составленных глобальными банками, которые могут выступать базовыми активами структурных продуктов. Их существует великое множество. Для того чтобы продемонстрировать богатство возможностей, рассмотрим еще один из индексов, использованных для облигаций Альфа-Банка, — «Альфа-IQ» в рублях и евро (создатель индекса банк Natixis). Определены 8 инвестиционных фондов различных управляющих, которые могут входить в индекс. Далее считается результат каждого фонда за последние 2 месяца и в индекс включаются 5 фондов с наилучшими результатами, при этом веса фондов в индексе убывают по мере снижения результатов. Данный индекс позволяет одновременно получить доступ к экспертизе разных управляющих и дополнительно увеличить доходность за счет динамической ребалансировки между фондами.

ЧТО ДАСТ ПОЯВЛЕНИЕ В РОССИЙСКОМ ПРАВЕ СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ?

Если вернуться к принятому закону, то что же принципиально нового он предлагает? Говоря простыми словами, структурная облигация — это облигация, которая при погашении может выплатить меньше своего номинала. Фактически, закон дает возможность выпускать в России любые структуры, которые сейчас предлагаются в виде иностранных нот. При этом продаваться такие инструменты могут только квалифицированным инвесторам, которые могут покупать и иностранные инструменты. Поэтому изначально он скорее расширяет возможности российских банков и брокеров, чем клиентов. Теперь финансовые институты могут самостоятельно выпускать такие инструменты в России и не нужно участие иностранных дочерних организаций или партнеров. Настоящим прорывом была бы возможность продажи структурных облигаций неквалифицированным инвесторам.

Российские прайвет-банки давно предлагают структурные ноты своим клиентам, а с некоторых пор то же самое делают брокеры и розничные банки. Но возможность инвестировать в такие бумаги до сих пор являлась чем-то эксклюзивным — сейлзы предлагали их наиболее крупным, взыскательным клиентам, которые предъявляли повышенные требования к доходности своих вложений.

Мы уже упомянули инвестиционные облигации. Для наглядности сравним их характеристики с новым инструментом (Таблица 1).

Остается вопрос: будет ли новая ценная бумага интересна неквалифицированным инвесторам? Нужен ли им данный продукт? С высокой степенью уверенности можно утверждать, что нужен. Во-первых, об этом говорит относительно высокий интерес неквалифицированных инвесторов к инвестиционным облигациям (по базе Альфа-Банка, среди инвесторов в инвестиционные облигации более 2/3 — неквалифицированные инвесторы). Во-вторых, портреты инвесторов в инвестиционные ноты среди квалифицированных и неквалифицированных инвесторов очень похожи. Принципиальных отличий всего два. Первое очевидно: квалифицированные инвесторы намного более состоятельны; но более интересно второе — неквалифицированные намного моложе и намного больше готовы пользоваться цифровыми каналами. Таким образом, среди неквалифицированных инвесторов есть ядро людей, которые уже имеют немалый опыт инвестирования в сложные инструменты, кроме того, они молоды и продвинуты. Вероятно, именно они уже в ближайшее время могут стать основой клиентской базы структурных облигаций.

Таблица 1

Сравнение инвестиционных и структурных облигаций

	Инвестиционные облигации	Структурные облигации
Вид ценной бумаги	Облигация	Структурная облигация
Доходность	Всегда есть фиксированный купон (может быть минимальным, например 0.01%). Кроме него есть Дополнительный доход, который зависит от рыночных параметров	Может быть любым — фиксированным, плавающим, зависеть от рыночных параметров
Погашение основного долга	Всегда полное погашение	Возможно погашение ниже номинала[1]
Погашение поставкой актива	Невозможно	Может быть предусмотрено
Валюта	Рубли и иностранная валюта	Рубли и иностранная валюта
База инвесторов	Квалифицированные и неквалифицированные инвесторы	Квалифицированные инвесторы[2]

Источник: Альфа-Банк

НАСТОЯЩИМ ПРОРЫВОМ БЫЛА БЫ ВОЗМОЖНОСТЬ ПРОДАЖИ СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ НЕКВАЛИФИЦИРОВАННЫМ ИНВЕСТОРАМ

[1] Условиями ценной бумаги должна быть предусмотрена возможность погашения ниже номинала и поставки актива, иначе ценная бумага не будет являться Структурной облигацией

[2] В настоящее время. По поводу структурных облигаций для неквалифицированных инвесторов см. выше.