Павел ВАСИЛЬЕВ,
директор отдела инвестиционных и секьюритизированных продуктов, Сбербанк

Инвестиционные и структурные облигации — новые возможности для инвесторов и эмитентов в России

2018 год ознаменовался повышением активности на рынке инвестиционных предложений крупнейшими банками и брокерами — всё больше разнообразных продуктов выходит на рынок. Вместе с тем продолжавшееся вплоть до 3-го квартала снижение банками ставок по депозитам заставило вкладчиков искать иные варианты для размещения своих накоплений. И эмитенты стремятся удовлетворить увеличившийся спрос на альтернативные инвестиционные направления. Практически каждую неделю на рынке происходит размещение структурных облигационных продуктов, внимание — как СМИ, так и регулятора — привлекают результаты инвестирования в продукты накопительного и инвестиционного страхования жизни, достигнуты новые рекорды по количеству брокерских счетов и средств на них. Как же зарождались структурные продукты в России и какие новые возможности ждут этот рынок?

ИСТОРИЯ ВОПРОСА

Инвестиционные инструменты, по условиям которых доход инвестора зависит от динамики цен рыночных активов, с 90-х годов прошлого столетия заняли место среди продуктов, в которые размещают средства как индивидуальные, так и институциональные инвесторы. Желание получить более высокий доход в условиях снижавшихся ставок по традиционным инструментам — депозитам и облигациям либо захеджировать принимаемые на себя финансовые риски стимулировало инвесторов приобретать более рисковые инструменты — акции, товары, валюты. Со временем профессиональные участники стали создавать собственные специализированные индексы, которые стремились обогнать динамику широкого рынка за счет селекции активов в составе индекса или

более активной торговой стратегии. Появились и стали популярны кредитные деривативы —в качестве как хеджирующего инструмента, так и спекулятивного. По мере увеличения объемов операций с подобными инструментами и появления стандартизованных условий ими начинают пользоваться не только профессиональные инвесторы и хеджеры — деривативы всё больше становятся составляющей частью инвестиционных инструментов, доступных коллективным инвесторам (пенсионным фондам, страховщикам, управляющим компаниям), а позднее — и портфелям обеспеченных физических лиц. В настоящее время нет сколь-нибудь значимых инвестиционных домов в мире, которые бы не предлагали инвестиционные продукты, доходность которых зависит от рыночных индикаторов.

В России до недавнего времени существовали продукты, аналогичные описанным выше, но только в формате инструментов с защитой капитала — так называемые инвестиционные облигации. Обычно под этим инструментом понимают долговые инструменты: облигации, эмитент которых гарантирует возврат суммы не менее номинала при погашении, выплату купона по фиксированной ставке (обычно незначительного) и возможность получения так называемого «дополнительного дохода», определяемого в порядке (обычно по формуле, указанной в эмиссионных документах), зависящем от динамики цен рыночных активов. Начиная с 16 октября 2018 года в результате изменений в Законе «О рынке ценных бумаг» (РЦБ)[1] стал возможен выпуск нового типа инструментов — структурных облигаций. Структурные облигации (СО) — это инструмент, в котором эмитентом не гарантируется возврат его номинала, а наоборот, его условия предусматривают, что при наступлении (или ненаступлении) обстоятельств, не зависящих от усмотрения эмитента, по облигации может выплачиваться лишь часть номинала или номинал не выплачивается вовсе.

Наиболее близким аналогом структурных облигаций являются выпускаемые эмитентами в странах англосаксонского права EMTN[2]. Появление структурных облигаций в российском праве стало результатом совместного стремления регулятора рынка и профессионального сообщества «выровнять» условия для эмитентов на российском и зарубежном рынках ценных бумаг, предоставив и эмитентам, и инвесторам инвестиционные продукты по российскому праву, существовавшие ранее лишь вне российской юрисдикции. Не секрет, что для крупных российских банков секторальные санкции, действующие с 2014 года, сделали невозможными традиционные платформы для выпуска инструментов без защиты капитала.

Ранее стандартной структурой для выпуска EMTN, а также еврооблигаций было создание специальной компании, SPV[3], в одной из европейских юрисдикций (обычно Нидерланды, Ирландия или Люксембург) и организация выпусков именно от имени SPV-эмитента с последующей передачей средств от размещения в пользу материнской компании в России на основании договора займа, деривативного контракта или их комбинации. Секторальные санкции сделали выпуски, осуществляемые по инициативе российских «санкционных» банков, в подобном формате невозможными. С другой стороны, российский инвестиционный рынок за последние годы значительно «повзрослел», на нем оформились соблюдаемые участниками «правила игры», да и ЦБ приобрел значительный опыт регулирования рынка, успешно применяя законодательство по борьбе с инсайдом, манипулированием рынком и предоставляя инвесторам значительно больший уровень защиты их прав. Далее по тексту статьи под «инвестиционными облигациями» будут пониматься инструменты с безусловной защитой капитала, а под «структурными» — облигации, в которых выплата номинала при погашении эмитентом не гарантирована.

Первые структурные продукты в формате инвестиционных облигаций были размещены на российском рынке в 2009 году компанией «Тройка Инвест», входившей в группу «Тройка Диалог» (впоследствии ставшую инвестиционным подразделением Сбербанка). Выпуски предусматривали продукт с полной защитой капитала с купоном, зависящим от роста значения индекса РТС и корректируемым на изменение курса рубля к доллару США. В 2010–2011 годах были осуществлены выпуски рублевых облигаций Европейского банка реконструкции и развития с купоном, зависящим от роста индексов акций RDX[4] и товарного индекса DJUBS[5]. Судя по значительному номиналу 1-й облигации ЕБРР (1 млрд руб. и 7 млрд руб. соответственно), данные выпуски были предназначены для определенного крупного институционального инвестора.

В 2012 году программу инвестиционных облигаций запустила группа ВТБ, организовав ряд выпусков с привязкой купона к индексам акций, курсам валют и ценам драгоценных металлов. Сбербанк разместил дебютный выпуск в 2016 году и с тех пор неуклонно наращивает как объем, так и частоту размещений инвестиционных бондов, предлагая продукты на широкий спектр базовых активов. Кроме того, большинство крупных универсальных российских банков (Росбанк, ЮниКредитБанк, Газпромбанк и другие) заявили о наличии платформ для организации выпусков и о собственных планах по размещениям таких инструментов. Кроме инвестиционных и структурных облигаций российским инвесторам доступны и иные формы структурных продуктов, описанные в Таблице 1.

Таким образом, в настоящее время в России можно говорить о находящемся в достаточно развитом состоянии рынке инструментов с защитой капитала, среди которых практически любой инвестор[6] может выбрать продукт с доходностью, зависящей от динамики подходящего инвестору

[1] Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

[2] Euro Medium Term Notes, Европейские среднесрочные ноты.

[3] Special Purpose Vehicle, компания специального назначения.

[4] Аналог индекса РТС, рассчитываемого по цене «голубых фишек» российского рынка в долларах США.

[5] Промышленный индекс, рассчитанный на основе фьючерсных контрактов на 19 биржевых товаров с физической поставкой, торгуемых на биржах США.

[6] Продукты с защитой капитала доступны в настоящее время всем инвесторам, включая неквалифицированных, и имеют обычно номинал одной облигации на уровне 1000 руб.

• **Договоры инвестиционного страхования жизни** — долгосрочные страховые полисы, предлагаемые страховщиками, сочетающие в себе страховую защиту по рискам смерти или тяжелого заболевания, гарантию возврата капитала (по истечении срока страхования) и возможность получения дохода, зависящего от динамики цен рыночных активов.
• **Форвардные контракты** — инструменты в иностранном праве, доступные квалифицированным инвесторам и представляющие собой контрактную (в отличие от ценных бумаг) форму структурных продуктов.
• **Структурные депозиты и инвестиционные вклады** — комбинация из банковского вклада с фиксированной доходностью и производного финансового инструмента. В продуктах для юридических лиц эта комбинация реализуется в едином договоре, для физических лиц обычно предлагается вклад с повышенной ставкой, обусловленный приобретением паев инвестиционных фондов или иных ценных бумаг по отдельному договору. Такое различие в формате продукта для различных клиентских сегментов обусловлено императивным условием п. 2 ст. 837 ГК РФ, обязывающим банк, привлекающий вклад физического лица, вернуть его в полной сумме номинала по первому требованию вкладчика[1].

Источник: Сбербанк

Таблица 1
Структурные продукты, представленные на российском рынке

ПОЯВЛЕНИЕ СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В РОССИЙСКОМ ПРАВЕ СТАЛО РЕЗУЛЬТАТОМ СТРЕМЛЕНИЙ ЦБ И РЫНКА ВЫРАВНЯТЬ УСЛОВИЯ ДЛЯ ЭМИТЕНТОВ НА РОССИЙСКОМ И ЗАРУБЕЖНОМ РЫНКАХ

базового актива. Инструменты без защиты капитала, регулируемые российским правом и потенциально дающие более высокую доходность, которая сопряжена и с повышенным уровнем риска, предусмотрены законодательством, но пока не размещались российскими эмитентами.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ОБЛИГАЦИЯ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ ЕЕ ЭКОНОМИКИ И РИСК-ПРОФИЛЯ

По сути своей это «гибрид» из двух инструментов: (1) облигации эмитента (вклада, привлеченного эмитентом) с фиксированной ставкой на срок до погашения — ее можно представить также как бескупонную облигацию, приобретенную инвестором ниже номинала и предусматривающую выплату номинала при «погашении», и (2) опциона (опционной стратегии), «покупаемого» (как неотъемлемая часть инвестиционной облигации) инвестором. Экономически — инвестор приобретает опцион за счет процентов по фиксированной ставке, от которых он отказывается, «соглашаясь» получать минимальный фиксированный купон по инвестиционной облигации, — это равнозначно приобретению одновременно бескупонной облигации эмитента и опциона по цене обоих компонентов, равной номиналу инвестиционной облигации.

Результат исполнения опциона, получаемый при его экспирации — при этом инвестиционная облигация может содержать в себе набор опционов с различными датами экспирации, — является тем дополнительным доходом, который инвестору не гарантирован ни в отношении суммы, ни в отношении самого факта его выплаты (ведь опцион может оказаться и «не в деньгах» при его экспирации) и потому не является «купоном» в терминологии облигационной документации[2]. Надо подчеркнуть, что, несмотря на то что опционы, входящие в состав опционной стратегии, могут быть как «приобретенными», так и «проданными» держателем облигации (например, в стратегиях колл-спред, пут-спред и некоторых иных), набор опционов, встраиваемых в инвестиционную облигацию, подбирается так, чтобы общий результат их исполнения был всегда неотрицательным для держателя облигации — то есть инвестор в качестве дополнительного дохода может не получить ничего, но никогда не останется должным эмитенту, что могло бы происходить при продаже опционного контракта. Такое требование обусловлено именно принципом облигации, обеспечивающей при любой динамике рыночного базового актива возврат номинала в полном объеме. Оно же делает подобные инструменты доступными любым инвесторам вне зависимости от их квалификации.

Одной из основных задач эмитента структурного продукта является поиск Базового актива[3], динамика которого со значительной вероятностью будет соответствовать запланированной и генерировать доход, превышающий доход инвесторов по депозитам, и при этом понятного инвесторам, принимающим решение о приобретении продукта. В качестве актива в инвестиционных облигациях используются акции (как российские, так и иностранные), драгоценные металлы, процентные ставки. А также «корзины», состоящие из этих активов. Как один из наиболее интересных типов Базовых активов можно выделить индексы — как широкого рынка (Московской биржи, S&P500 и пр.), так и «проприетарные» — формируемые из специально выбранных активов и управляемые согласно стратегии, выбранной администратором такого индекса.

[1] Сейчас Гражданский кодекс допускает возможность привлечения так называемых «безотзывных» вкладов у населения в случае удостоверения их сберегательными сертификатами, не предусматривающими право вкладчика на досрочное получение суммы размещенного вклада, однако такая форма структурных продуктов пока на рынке не использовалась.

[2] Купон (его ставка и условия начисления) устанавливается в эмиссионной документации по облигациям и не предусматривает «условности» выплаты.

[3] В эмиссионных, маркетинговых материалах и даже в законодательстве допускается также иной термин — «Базисный актив».

Подобные индексы позволяют реализовывать чрезвычайно сложные, но при этом привлекательные — в силу заложенной в них идеи, подтвержденной исторической динамикой, — инвестиционные идеи и еще более расширять возможные стратегии, доступные инвесторам. Примером заслуживающего внимания индекса, неоднократно использованного при выпуске инвестиционных облигаций Сбербанка, является так называемый «вечный портфель» (индекс, состоящий из золота, индекса S&P500 и US Treasuries в равных долях и управляемый на основе исторической волатильности этих компонент). Этот индекс реализует идею, заключающуюся в том, что один из трех видов активов всегда показывает опережающую динамику, а выбранная на основе волатильности стратегия управления позволяет оптимально выбирать соотношение между активами, добиваясь наилучшего соотношения риск/доходность. Кредитный риск[1] как отдельный тип базового актива, чрезвычайно популярный для инструментов без защиты капитала (прежде всего кредитные ноты и ноты на дефолт n-ного эмитента в корзине — о них позже), не нашел широкого применения при структурировании инвестиционных облигаций в силу относительно незначительного возможного повышения доходности продуктов с защищенным капиталом при встраивании кредитного риска.

Привлекательность инвестиционных облигаций также повышает возможность их реализации инвестором на вторичном рынке, не дожидаясь погашения, например в случаях необходимости для инвестора получить денежные средства в более ранние сроки (в силу его личных обстоятельств) или при достижении опционной стратегией целевых показателей. Ценообразование на вторичном рынке складывается из суммы цен тех компонентов, которые входят в состав продукта: бескупонная облигация, как правило, постепенно увеличивается в цене пропорционально времени, прошедшему с ее размещения, а цена встроенной опционной стратегии зависит от динамики, показанной базовым активом. На цену облигации при ее обращении влияют также общий уровень рыночных процентных ставок (при их росте цена бескупонной облигации, как правило, снижается, при снижении происходит обратная динамика), общие принципы спроса-предложения и уровень ликвидности инструмента.

Последний фактор заслуживает дополнительного описания: как правило, ликвидность структурных продуктов достаточно ограничена и значительно уступает ликвидности «ванильных» инструментов того же эмитента. Основная причина такой ситуации заключается в том, что инвестиционные продукты являются более сложными (в силу своей «гибридной» структуры) продуктами, что не позволяет широкому кругу инвесторов их корректно оценивать и сравнивать. Кроме того, использование в структуре именно определенного рыночного индикатора как основы для определения размера дополнительного дохода автоматически исключает интерес к такому продукту инвесторов, не имеющих ожиданий или целей по такому активу. Правилом «хорошего тона» для эмитентов структурных продуктов является котирование (выставление цен — как минимум спроса, а в случае наличия объема продукта на балансе — предложения) размещенных ими инструментов — это повышает спрос на будущие выпуски того же эмитента.

Опыт Сбербанка показывает, что есть ряд факторов, влияющих на спрос по инвестиционным облигациям. Основные из них представлены в Таблице 2.

Сбербанком накоплен немалый опыт как создания платформы для выпуска инвестиционных облигаций, так и ее «индустриализации», то есть организации регулярных выпусков в значительных объемах и поддержка всего их жизненного цикла (вторичное обращение, корпоративные действия — расчет и выплата купонов, дополнительного дохода, раскрытие существенных фактов, погашение облигаций). Несмотря на значительное упрощение процедуры эмиссии российских облигаций (взаимодействие с биржей в ходе эмиссии без участия государственных органов, электронный документооборот и

ОДНОЙ ИЗ ОСНОВНЫХ ЗАДАЧ ЭМИТЕНТА СТРУКТУРНОГО ПРОДУКТА ЯВЛЯЕТСЯ ПОИСК БАЗОВОГО АКТИВА

Таблица 2
Факторы, влияющие на привлекательность структурных продуктов

Фактор	Спрос на структурные продукты	
	Повышается	Снижается
Динамика ставок по продуктам эмитента с фиксированной процентной ставкой (вклады, облигации)	При снижении фиксированных процентных ставок	При повышении фиксированных процентных ставок
Популярность (известность) базового актива	Более известный актив	Актив, имеющий меньшую известность
Сложность опционной стратегии	При более простой опционной стратегии	При более сложной опционной стратегии
Запланированная динамика базового актива	Рост базового актива	Снижение базового актива
Коэффициент участия (для продуктов, предусматривающих доход, зависящий от участия в динамике цены базового актива)	При К.У., превышающем 100%	При К.У. менее 100%

Источник: Сбербанк

[1] Кредитный риск лиц, не являющихся эмитентом структурного продукта.

стандартизированные правила регистрации отдельных выпусков и биржевого размещения), процесс эмиссии, особенно для такого крупного эмитента, как Сбербанк, требует существенных усилий — прежде всего в ходе подбора, оценки и калибровки инвестиционных идей, привлекательных и потенциально выгодных для инвесторов, оперативной подготовки эмиссионной документации (чем короче так называемый период time-to-market — время между формированием инвестиционной идеи и ее реализацией в продукте, — тем большие возможности существуют у эмитента для предложения продукта с наиболее оптимальными условиями инвесторам), регистрации выпусков, определения оптимального момента для вывода инструмента на рынок, хеджирования обязательств эмитента по облигациям.

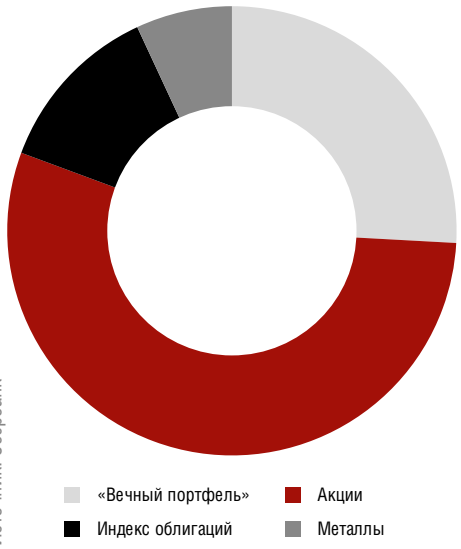
Немаловажным является процесс согласования условий размещаемого инструмента внутри профильных подразделений эмитента: требуется получать согласования оперативно и регулярно по отличающимся, зачастую значительно, по своей структуре продуктам, внося при необходимости быстрые изменения в условия эмиссионной документации по замечаниям. Ключевым фактором для таких согласований являются четко выстроенная структура и иерархия согласующих лиц и безошибочная работа бизнес-подразделений, инициирующих выпуски и готовящих проекты эмиссионной документации. За счет оптимизации внутренних процессов Сбербанк в последнее время выводит на рынок до 3 выпусков собственных инвестиционных облигаций в неделю. Time-to-market в случае Сбербанка (период времени от формирования оцифрованной структуры выпуска до даты начала размещения зарегистрированных инвестиционных облигаций) составляет не более 15 рабочих дней. Продукт доступен и в удаленных каналах обслуживания, включая и специализированное приложение Сбербанк Инвестор, это позволяет распространить его предложение на широкий круг клиентов, что имеет особенную важность для Сбербанка.

ОСНОВНЫМИ ПОКУПАТЕЛЯМИ СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ, ПО НАШИМ ОЖИДАНИЯМ, БУДУТ ОБЕСПЕЧЕННЫЕ ФИЗИЧЕСКИЕ ЛИЦА

НЕКОТОРЫЕ ПАРАМЕТРЫ РАЗМЕЩЕННЫХ СБЕРБАНКОМ В 2018 ГОДУ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Основной задачей на 2019 год в части инвестиционных облигаций Сбербанк ставит дальнейшее сокращение time-to-market, в том числе за счет автоматизации процессов, расширение продуктовой линейки, внедрение правил предложения продуктов согласно риск-профилю клиентов и в соответствии с их инвестиционными целями. Также Сбербанк планирует начать тестовые выпуски инвестиционных облигаций с более короткой дюрацией (3–6 месяцев) — прежде всего для своих корпоративных клиентов и намерен реализовывать выпуски по заказу отдельных крупных инвесторов — как институциональных, так и коллективных: накопленная экспертиза позволяет создавать оптимальные продуктовые решения, способные удовлетворить спрос наиболее взыскательных клиентов. Мы также ожидаем вступления в действие в 2019 году дальнейших изменений в Закон о РЦБ, направленных на упрощение процесса выпуска эмиссионных ценных бумаг, что позволит предложить клиентам качественные продукты быстро и с оптимальной структурой.

Рисунок 1. Выпуски инвестиционных облигаций Сбербанка по типам Базовых активов



Источник: Сбербанк

КАК ИЗМЕНИТСЯ РЫНОК С ПОЯВЛЕНИЕМ СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Структурные облигации, появление которых на российском рынке ожидается в 2019 году, предоставят более широкие возможности для эмитентов и инвесторов в части создания продуктов с интересными условиями и использования новых рыночных индикаторов в качестве Базовых активов. Возможность устанавливать более низкую границу защиты капитала по таким инструментам (ниже номинальной стоимости или вообще не гарантировать никакой

защиты) создает основы для предложения рынку продукта, практически не уступающего по своим характеристикам продуктам западных инвестиционных домов.

Основными покупателями структурных облигаций, по нашим ожиданиям, будут обеспеченные физические лица (уже в основной массе являющиеся инвесторами в EMTN), диверсифицирующие свой портфель инструментов с фиксированной доходностью (депозиты, еврооблигации, обычные облигации) за счет инструментов с более рисковым профилем, институциональные инвесторы (негосударственные пенсионные фонды, страховые организации, управляющие компании), имеющие достаточную экспертизу для управления риском, встроенным в структурные облигации, корпоративные инвесторы — только СО с короткой дюрацией, достаточно несложной структурой и чрезвычайно понятным активом (собственные акции, либо акции ближайших контрагентов/конкурентов, либо кредитный риск крупных заемщиков).

В ходе разработки изменений в законодательство, создавших возможность выпуска структурных облигаций, законодатель достаточно аккуратно отнесся к перечню лиц, способных размещать подобные инструменты (в роли эмитентов могут выступать только кредитные организации, профессиональные участники рынка ценных бумаг, являющиеся дилерами или брокерами, и специализированные финансовые общества); перечень инвесторов ограничен — очевидно, в силу более рискованной природы структурных облигаций — квалифицированными инвесторами[1], а также имеется ряд дополнительных ограничений по сравнению с «обычными» облигациями (с безусловной защитой капитала).

С точки зрения структур самих продуктов наиболее востребованными будут СО, наиболее близкие по условиям так называемым AutoCallable Notes на различные корзины активов, а также инструменты с кредитными риском в качестве Базового актива (аналог Credit Linked Notes).

По условиям Autocallable Notes инвестору предлагается инструмент, в котором Базовым активом является корзина из нескольких (обычно не менее трех и не более пяти) активов. В случае если ни один из активов не снижается ниже барьера (на уровне 60%–80% от первоначальной стоимости активов), инвестор получает ежеквартальный или полугодовой повышенный купон. Если все активы торгуются выше уровня отзыва (100% или иное значение от первоначальной стоимости), то инструмент досрочно погашается эмитентом по номиналу. Если цена какого-либо из активов в корзине составляет менее барьера, то инструмент досрочно погашается со списанием номинала в размере снижения стоимости наихудшего по своей ценовой динамике актива — это приводит к убытку инвестора.

Кредитные ноты (CLN) представляют собой инструмент, выплачивающий повышенный (по сравнению с обычным долгом эмитента) фиксированный купон за счет принятия инвестором на себя комбинации кредитных рисков — эмитента и третьего лица. Фактически инвестор является так называемым «продавцом кредитной защиты на Контрольное лицо», получая за этот риск премию. При отсутствии дефолта Контрольного лица за период обращения кредитной СО нота ведет себя как «обычная» облигация — выплачивает фиксированный купон, гасится по номиналу. В случае наступления дефолта Контрольного лица по СО выплачивается сумма, равная стоимости дефолтных долговых обязательств такого Контрольного лица, определенная путем специального механизма — Аукциона дилеров или расчетным способом. С точки зрения инвесторов, CLN представляют собой удобный инструмент для доступа к кредитному риску

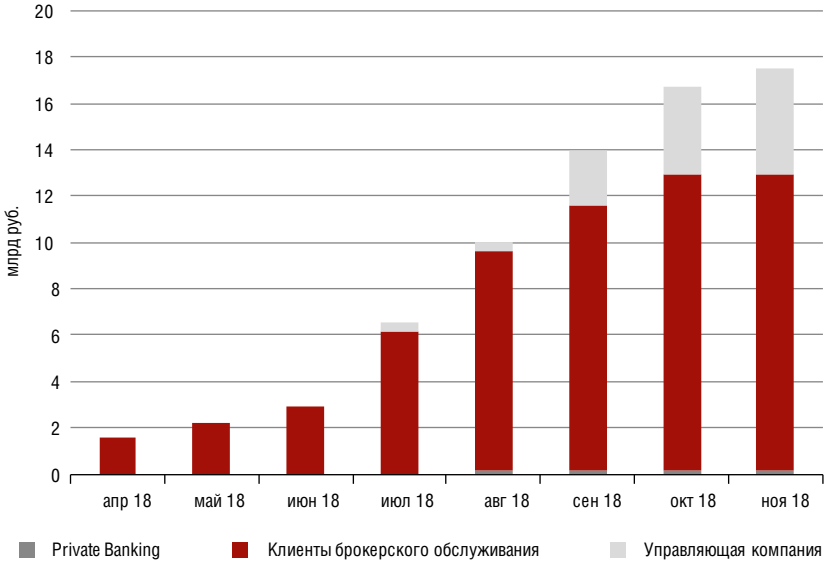


Рисунок 2
Выпуски инвестиционных облигаций Сбербанка по клиентским сегментам инвесторов, нарастающим итогом

НЕТ ПРИЧИН СОМНЕВАТЬСЯ В ТОМ, ЧТО В 2019 ГОДУ БУДУТ ВЫПУЩЕНЫ ПЕРВЫЕ СТРУКТУРНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

[1] Законом предусмотрена возможность для Банка России разработать критерии, делающие возможным предложение структурных облигаций инвесторам, не являющимся квалифицированными, и работа по выработке таких критериев уже проводится.

ЗАДАЧЕЙ ЭМИТЕНТОВ СТАНОВИТСЯ НЕ ТОЛЬКО УСПЕШНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ ИНСТРУМЕНТОВ, НО И ПРЕДЛОЖЕНИЕ ИХ ИМЕННО ТЕМ ИНВЕСТОРАМ, КОТОРЫМ ВЫПУСКАЕМЫЙ ИНСТРУМЕНТ ПОДХОДИТ

эмитентов, чей долг зачастую не является публичным, а для эмитентов — инструмент монетизации принятого на себя ранее кредитного риска заемщиков и гибкого управления объемом того кредитного риска, на который у них имеется аппетит.

Дополнительной областью для использования структурных облигаций могут стать более «экзотические» ситуации: использование их для привлечения долга в сделках проектного финансирования или даже «перепаковки» менее очевидных активов: паев, портфелей недвижимости или специальных деривативов, не обращающихся на организованном рынке.

ВОЗМОЖНЫЕ СЛОЖНОСТИ ДЛЯ ВЫПУСКОВ СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ И БУДУЩИЕ ЗАДАЧИ

Крупные банки и брокеры, реализующие инвестиционные продукты, уже заявили о заинтересованности в создании программ для выпуска структурных облигаций, и нет причин сомневаться в том, что в 2019 году первые выпуски на этом рынке произойдут. Вместе с тем нельзя не отметить, что российское правовое и надзорное поле для данного продукта только формируется. В ходе работы группы Сбербанка над созданием собственной платформы был выявлен ряд потенциальных сложностей и задач:

a) требование залогового обеспечения для структурных облигаций, выпускаемых лицами, не являющимися кредитными организациями, может существенно усложнить процесс динамического управления риском в ходе обращения для таких эмитентов;

b) необходимость разработки критериев предложения структурных облигаций неквалифицированным инвесторам;

c) ограничения возможности приобретения структурных облигаций (кроме СО, в которых Базовым активом являются процентные ставки и/или показатели инфляции) в инвестиционные портфели негосударственных пенсионных фондов сверх 10% от размера такого портфеля;

d) возможность «разгрузки» капитала эмитентов, прежде всего кредитных организаций, при выпуске кредитных структурных облигаций передающих инвесторам кредитный риск актива, принадлежащего банку. В настоящий момент регулятор не предусматривает регулирования, облегчающего нагрузку на капитал, даже несмотря на то что риск актива полностью передан инвесторам.

Важную роль в процессе предложения структурных облигаций начали играть собственные процедуры риск-профилирования клиентов, внедренные крупными банками и брокерами. Задачей эмитентов становится не только успешное размещение инструментов, но и предложение их именно тем инвесторам, которым выпускаемый инструмент подходит как с точки зрения их финансовой грамотности, так и с точки зрения соответствия целям инвесторов и временному горизонту инвестиций. Институциональные инвесторы пока с осторожностью относятся к продуктам без защиты капитала — этому способствует и достаточно консервативное регулирование, нацеленное на исключение злоупотреблений для сохранения средств физических лиц, переданных в управление, и зачастую недостаток специализированной экспертизы, не позволяющий институционалам детально проанализировать более сложные структурные продукты и принять взвешенное решение о его приобретении.

Несмотря на вышеизложенные сложности, ход обсуждений с представителями регулятора уже показал, что Банк России прислушивается к мнению профессионального сообщества и внимательно изучает предложения, подкрепленные разумными обоснованиями и мировой практикой. Несомненно, многое предстоит реализовать в части установления единых правил продаж структурных продуктов вне зависимости от их формы для исключения потенциального регуляторного арбитража для продуктов, идентичных или сходных по своему риск-профилю и экономике, но отличающихся форматом их предложения. Инвестиционные облигации, несомненно, будут занимать всё большее место в портфелях инвесторов по мере их знакомства с продуктом и появления первых «историй успеха» — погашения инвестиционных облигаций с получением инвесторами значимого дохода. Структурные облигации — продукт новый, требующий внимания и осторожности, но перспективный. Многое будет зависеть от того, насколько эффективными (и успешными) станут первые выпуски структурных облигаций в 2019 году. При корректном использовании инструмента, подробном и прозрачном раскрытии рисков, присущих ему, и предоставлении удобных каналов для приобретения и вторичного обращения структурных облигаций продукт станет востребованным на российском рынке.