Варрант: гибкий инструмент для рыночных стратегий

Илья РЫНЕНКОВ,
соосновательь,
Rumberg Capital

Александр КУДРЯВЦЕВ,
юрист рынка капитала,
Rumberg Capital

Варранты возвращаются в фокус инвесторов как инструмент с ограниченным риском и высоким потенциалом доходности. В статье — обзор их механики, особенностей и перспектив на российском рынке.

РЫНОК СТРУКТУРНЫХ ПРОДУКТОВ: НОВАЯ ФАЗА РОСТА

На фоне снижения ключевой ставки и роста интереса к рыночным стратегиям российские инвесторы формируют спрос на структурные инвестиционные продукты (Рисунок 1).

Такие продукты позволяют объединить преимущества классических инструментов (облигаций, акций) и деривативов в одной конструкции. С их помощью инвестор может гибко адаптировать профиль «риск-доходность» под свои цели: участвовать в динамике

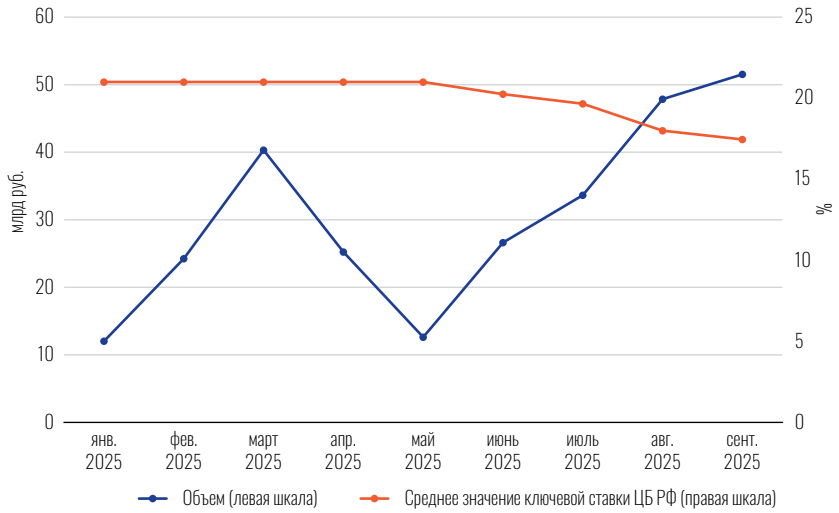

Рисунок 1
Помесячные объемы выпусков розничных структурных облигаций и значение ключевой ставки в России

Источники: Cbonds.ru, nsddata.ru, cbr.ru

базового актива с ограничением убытков, фиксировать доход при умеренном росте рынка или защищать свой капитал. Одним из структурных инвестиционных продуктов является варрант — давно известный в мировой практике и постепенно закрепляющийся в российской.

ЧТО ТАКОЕ ВАРРАНТ

История варранта как рыночного инструмента началась в США в начале XX века: компании выпускали облигации, дополненные варрантами на покупку акций по фиксированной цене. Это позволяло снизить стоимость привлеченного капитала и предоставить инвесторам возможность участвовать в будущем росте капитализации эмитента. Такие конструкции были популярны в нефтяной и промышленной отраслях во время экономического бума 1910–1920-х гг. Один из таких примеров — выпуск Sinclair Oil 1917 года[1].

Со временем варранты вышли за рамки корпоративных выпусков и превратились в самостоятельный инвестиционный инструмент. Азиатские банки начали предлагать их в конце 1980–1990-х годов как разновидность структурных продуктов с кредитным плечом[2,3].

Такой вид варранта представляет собой опцион, обращающийся на рынке в форме ценной бумаги. Он позволяет инвестору зарабатывать на изменении стоимости базового актива — будь то акция, индекс, валюта или товар. При покупке варранта инвестор уплачивает лишь часть стоимости базового актива — обычно от 10 до 15 %, — но получает полное участие в движении его цены. Такой механизм создает «рычаг доходности»: риск ограничен размером уплаченной премии, а потенциал прибыли сопоставим с прямым владением активом.

Рассмотрим пример. Банк выпускает колл-варрант на акции технологической компании со страйком 100 рублей и сроком обращения шесть месяцев. Инвестор приобретает его за 10 рублей. Если к моменту погашения акции вырастут до 130 рублей, варрант принесет около 30 рублей прибыли. Таким образом, при прямых инвестициях в акции за 100 рублей инвестор заработал бы 30 %. Покупка варранта за 10 рублей принесла 200 % доходности — вот наглядная работа финансового рычага. Риск при этом составил не 100 рублей, а всего 10. Если акции не достигнут страйка, инвестор теряет только уплаченную премию.

По направлению рыночного ожидания варранты делятся на два основных типа. Колл-варранты дают право на участие в росте цены базового актива и применяются при ожидании восходящего тренда. Пут-варранты, напротив, позволяют заработать на снижении котировок и нередко используются для хеджирования портфеля. Помимо классических конструкций существуют и более сложные, например, спред-варранты предоставляют возможность спекуляции на разнице цен между двумя связанными активами, варранты с барьерами погашаются при достижении базовым активом определенных уровней. Такие продукты позволяют адаптировать параметры под конкретные рыночные условия и цели инвестора, формируя широкий спектр стратегий — от консервативных до агрессивных.

ВАРРАНТ И ОПЦИОН: СХОЖЕЕ — НО НЕ ОДНО И ТО ЖЕ

Понимание механики работы варранта неизбежно приводит к вопросу о его соотношении с классическим биржевым опционом. На первый взгляд, эти инструменты имеют схожую природу: оба дают инвестору право участия в изменении цены базового актива при минимальных начальных вложениях. Однако различия между ними гораздо глубже, чем кажется.

Главные отличия между варрантом и опционом заключаются в их правовой природе.

- Биржевой опцион — стандартизированный контракт с расчетами через центрального контрагента.
- Варрант — эмиссионная ценная бумага, выпускаемая банком или другим финансовым институтом. Обязательства по нему несет сам эмитент, а не посредник в лице центрального контрагента, что делает инструмент гибче, но добавляет кредитный риск.

Одним из структурных инвестиционных продуктов является варрант — давно известный в мировой практике и постепенно закрепляющийся в российской

[1] The Commercial and Financial Chronicle 1917-07-28: Vol 105 Iss 2718. — URL: https://archive.org/details/sim_commercial-and-financial-chronicle_1917-07-28_105_2718/page/395/mode/1up?q=%22Sinclair+Oil%22 (дата обращения 06.11.2025).

[2] Jin Chuan-Duan and Yuhong Yuan, Semi-parametric Pricing of Derivative Warrants, 1999. — URL: https://d.nuscri.org/profiles/duanjc/index_files/files/warrant.pdf (дата обращения 06.11.2025).

[3] Hong Kong Stock Exchange Fact Book 1999. — URL: https://www.hkex.com.hk/-/media/hkex-market/market-data/statistics/consolidated-reports/hkex-fact-book/hkex-fact-book-1999/fb_1999.

В отличие от биржевых опционов варранты не стандартизированы. Эмитент вправе самостоятельно определять их параметры: срок обращения, страйк, тип базового актива и порядок расчетов. Такая структура позволяет создавать продукты, адаптированные под конкретные рыночные условия, стратегию инвестора или инвестиционную гипотезу.

Варрант — это инструмент сроком от одного года, который в большей степени нацелен на стратегию инвестирования, а не спекуляции. То есть инвестор, приобретая такой продукт, рассчитывает на среднесрочное или долгосрочное движение рынка, которое в большей степени определяется микро- и макроэкономическими факторами. Стандартный срок для биржевого опциона — неделя или месяц. На таких горизонтах изменение цен на акции и индексы в значительной степени носит случайный характер, и заключение сделок с такими деривативами более верно называть спекуляцией.

Ликвидность биржевых опционов и варрантов поддерживается за счет разных механизмов. Глубина рынка опционов создается за счет сочетания стандартизации контрактов, централизованного клиринга и присутствия профессиональных маркет-мейкеров. Последние обязаны обеспечивать двусторонние котировки с минимальными спредами (разница между ценой покупки и продажи) на основании договоренностей с биржевой площадкой. В то же время интенсивность торгов на рынке варрантов обеспечивается их эмитентами. Они стремятся к сохранению репутации и к осуществлению серийного выпуска подобных инструментов, а потому предоставляют инвесторам возможности досрочного выхода из одной инвестиции и входа в другую. Это позволяет инвесторам свободно покупать и продавать варрант в течение срока его обращения, даже если объем сделок на вторичном рынке невелик.

Таким образом, варрант можно рассматривать как аналог опциона, которому была придана понятная и удобная форма обращения на рынке и который рассчитан на более долгосрочные вложения. Для розничных инвесторов он служит более доступной альтернативой сложным биржевым деривативам, сохраняя при этом ключевое преимущество — предсказуемый уровень потерь при неограниченном потенциале прибыли.

Варранты в России проходят стадию становления, но уже демонстрируют устойчивую динамику роста

ВАРРАНТЫ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ

Основой формой обращения варранта на российском рынке является структурная облигация. Такой инструмент с юридической точки зрения является эмиссионной ценной бумагой. В то же время его экономика отлична от таких классических инструментов рынка капитала, как акции и облигации. Структурные продукты содержат в себе деривативный элемент, который позволяет создавать гибкую архитектуру промежуточных и финальных выплат (например, ценовые барьеры). Варрант, являющийся разновидностью такого продукта, представляет собой «чистый» дериватив: его доходность полностью зависит от изменения стоимости базового актива и формируется за счет встроенного опционного механизма, а не процентных и иных выплат по долгу.

Варрант в оболочке структурной облигации интегрируется в существующую систему учета ценных бумаг и депозитарного обслуживания — так обеспечивается свободное перемещение инструмента от владельца к владельцу. Помимо этого,

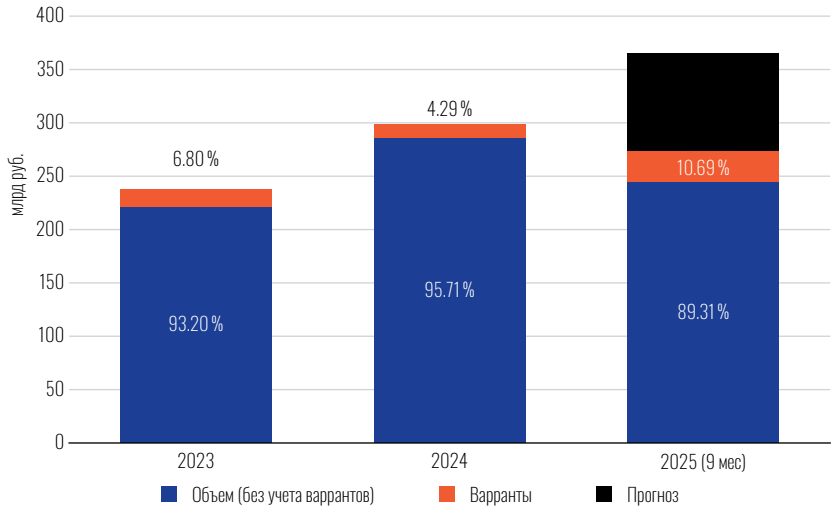

Рисунок 2
Объем выпусков розничных структурных облигаций на российском рынке

Источники: Cbonds.ru, nsddata.ru

Таблица 1. Отдельные эмитенты варрантов на российском рынке

Источник: Cbonds

No	Эмитент	Объем выпусков в тыс. руб., 2023 г.	Кол-во выпусков, 2023 г.	Объем выпусков в тыс. руб., 2024 г.	Количество выпусков, 2024 г.	Объем выпусков в тыс. руб., 2025 г. (9 мес.)	Количество выпусков, 2025 г. (9 мес.)
1	Банк ВТБ (ПАО)	11 458 747	91	10 866 879	111	7 930 870	55
2	АО «Сбербанк КИБ»	4 410 744	44	953 524	17	13 036 733	19
3	АО «Альфа-Банк»	386 555	6	328 165	10	811 396	5
4	ООО «СФО Румберг Структурные продукты»	0	0	695 958	7	7 575 465	10

облигационная форма выпуска гарантирует прозрачность расчетов, а также налоговую и бухгалтерскую предсказуемость.

Альтернативным форматом для варранта в России потенциально могут выступать цифровые финансовые активы. Выплаты по таким инструментам также могут зависеть от изменения стоимости базового актива — акции, индекса, валюты. Однако на практике эмитенты и инвесторы пока отдают предпочтение облигационной структуре как более отлаженной и институционально закрепленной.

Объем выпусков розничных структурных облигаций в 2024 году составил около 300 млрд рублей, а по итогам трех кварталов 2025 года уже достиг 275 млрд рублей с потенциалом роста до 350–370 млрд рублей к концу года. Варранты занимают в этом сегменте всё более заметную долю — до 10 % совокупного объема (Рисунок 2).

Ввиду определенной закрытости российского рынка структурных продуктов некоторые исторические данные могут быть публично недоступны. По косвенным признакам можно предположить, что реальная доля варрантов в объеме обращающихся структурных облигаций может быть больше представленных выше цифр.

Основными эмитентами структурных облигаций типа «варрант» выступают крупнейшие участники российского рынка капитала — СбербанкКИБ, Банк ВТБ, Альфа-Банк, а также отдельные специализированные общества, например, СФО Румберг Структурные Продукты (см. Таблицу 1). По нашим оценкам, за 9 мес. с начала 2025 года они осуществили 89 выпусков таких облигаций на общую сумму 29.3 млрд рублей, что превышает показатель аналогичного периода прошлого года на 174 %.

Таким образом, варранты в России проходят стадию становления, но уже демонстрируют устойчивую динамику роста. С каждым годом растет количество выпусков, а интерес со стороны инвесторов подтверждает потенциал инструмента в рамках отечественного рынка структурных инвестиционных продуктов.

ПЕРСПЕКТИВЫ: ПРОПРИЕТАРНЫЕ ИНДЕКСЫ

С точки зрения авторов, одним из наиболее перспективных направлений развития рынка варрантов в России является использование в качестве базового актива проприетарных индексов. Индекс отражает изменение стоимости активов, входящих в базу расчета. Такими активами нередко выступают акция или корзина акций компаний, представляющих определенный сектор экономики: нефтегазовый, финансовый, IT и т. д. Эти индексы, разрабатываемые отдельными участниками рынка — администраторами — в сотрудничестве с эмитентами варрантов, позволяют создавать инструменты с уникальными характеристиками.

Ключевая задача проприетарного индекса — сочетать минимальную стоимость опциона (варранта) для инвестора с максимальной эффективностью в реализации конкретной инвестиционной идеи. Так, декрементный индекс снижает ожидаемый будущий уровень базового актива за счет ежедневного вычитания процентной ставки (например, ключевой ставки ЦБ РФ), что уменьшает вероятность исполнения колл-опциона и, как следствие, его стоимость. Это делает варрант на такой индекс дешевле классического, сохраняя потенциал доходности при быстром росте рынка. Или же, к примеру, индекс полной доходности: учитывает реинвестированные дивиденды и обеспечивает более точное отражение роста акций, что приводит к увеличению размера выплаты по колл-варранту при реализации инвестиционной идеи.

Гибкость такой конструкции открывает пространство для создания практически неограниченного количества стратегий, что делает проприетарные индексы мощным драйвером дальнейшего роста и диверсификации рынка структурных продуктов в России.

Ключевая задача проприетарного индекса — сочетать минимальную стоимость опциона (варранта) для инвестора с максимальной эффективностью в реализации конкретной инвестиционной идеи