



Михаил Глухов
генеральный директор ООО «МГ Софт»
и Агентства структурированных продуктов

РОССИЙСКИЙ РЫНОК СТРУКТУРИРОВАННЫХ ПРОДУКТОВ

За последние несколько лет к теме структурированных продуктов обращалось большое количество публикаций, которые, тем не менее, ограничивались лишь рассмотрением их отдельных аспектов. В рамках этой статьи мы попытаемся дать общую, максимальную развернутую характеристику российскому рынку структурированных продуктов: перечислим его участников, типы продуктов, способы их оформления, базовые активы, а также обозначим проблемы, мешающие развитию данного сегмента.

Под структурированными продуктами (СП) мы будем понимать розничные инвестиционные финансовые продукты, построенные на основе деривативов, вне зависимости от способа их оформления (юридической формы). Таким образом, в данную категорию войдут индексируемые депозиты, структурированные облигации, ноты и сертификаты, ДУ с защитой капитала и др.

Также мы будем различать «тип продукта» (его условия и способ привязки доходности по СП к базовым активам) и его «юридическую форму», т. е. способ оформления — депозит, облигация и др. — то, что на английском языке часто называется *wrapper*. Продукт одного и того же типа (например, представляющий комбинацию депозита и опциона колл) может быть оформлен и как депозит, и как облигация

с плавающей ставкой, и множеством других способов.

КРАТКАЯ ИСТОРИЯ РАЗВИТИЯ РЫНКА СП

Первые розничные инвестиционные структурированные продукты были предложены в 2005 г. банком «Юниаструм» под названием *Fusion*. Впоследствии Ситибанк (2005 г.) и «КИТ Финанс» (2007 г.) начали предлагать индексируемые депозиты, а многие ИК и УК начиная с 2006–2007 гг. — СП, оформляемые в рамках доверительно-го управления (портфель из облигаций и опционов, чаще всего торгуемых на ФОРТС). Последним значимым событием на рынке СП стал выпуск компанией «Тройка Диалог» в июне 2009 г. облигаций с купоном, привязанным к Индексу РТС.

УЧАСТНИКИ РЫНКА СТРУКТУРИРОВАННЫХ ПРОДУКТОВ

Участников российского рынка структурированных продуктов можно разделить на следующие основные группы.

ИК и банки с наиболее развитым бизнесом по выпуску СП

Особенно выделяются на рынке структурированные продукты компаний «КИТ Финанс», БКС и «Тройка Диалог».

У «КИТ Финанса» и БКС наиболее сложные с точки зрения устройства СП, которые в некоторых случаях включают даже бинарные опционы (хотя в целом все существующие на российском рынке продукты с точки зрения своих условий

и построения намного проще продуктов, распространенных на развитых рынках).

«КИТ Финанс» и «Тройка Диалог» используют для своих СП наиболее прозрачную «обертку» (юридическую форму): индексированный депозит («КИТ Финанс») и облигации («Тройка Диалог»). Юридическая форма, принятая в БКС, — внебиржевой договор.

«Ренессанс Капитал» также предлагает своим клиентам структурированные продукты, которые могут включать в себя стандартные и некоторые экзотические

опционы (бинарные и барьерные). Продукты могут быть оформлены при этом различным образом: в виде внебиржевого договора или ноты, выпускаемой в рамках английского права.

Следует отметить, что вышеперечисленные участники рынка в основном «производят» опционы для своих структурированных продуктов самостоятельно (через динамическое хеджирование), а не покупают их у маркетмейкеров (иными словами, они сами являются маркетмейкерами).

ИК, предлагающие СП в рамках ДУ

Целый ряд ИК и УК («Финам», «ОЛМА», «ЛенМонтажСтрой» и др.) предлагают СП в рамках доверительного управления (ДУ) или даже брокерского обслуживания. Данная схема работает таким образом: сумма вложений делится на две неравные доли. На большую часть (например, 85% от суммы) приобретаются облигации для целей защиты капитала (реже средства размещаются на депозит), а на оставшуюся — опционы (чаще

УЧАСТНИКИ РОССИЙСКОГО РЫНКА СТРУКТУРИРОВАННЫХ ПРОДУКТОВ

Инвестиционная компания/банк	Юридическая форма продукта	Базовые активы	Типы СП	Минимальная сумма вложений	Описание компании/банка
КИТ Финанс	Индексированный депозит; внебиржевая срочная сделка	Индекс РТС, курс USD/RUR, товарные фьючерсы (на нефть, пшеницу и др.)	Со встроенными стандартными, иногда бинарными опционами; один best-of экзотический продукт (ИД «Товарная корзина»)	100 000 руб. (для ИД), от 1 000 000 руб. (для остальных продуктов)	Один из наиболее активных игроков на российском рынке СП. Предлагает широкий выбор структурированных продуктов, привязанных к различным базовым активам. Имеются СП, в состав которых входят бинарные опционы
Тройка Диалог	Облигация	Индекс РТС (и курс ЦБ РФ USD/RUR)	Со встроенным опционом колл	1000 руб. (номинал облигации)	Первая компания, выпустившая в июне 2009 г. СП в виде облигаций в соответствии с российским законодательством
БКС	Внебиржевая срочная сделка	Индекс РТС, акции, нефть, золото	Со встроенными стандартными и иногда бинарными опционами; reverse convertible с барьером	300 000 руб. (для отдельных продуктов — больше)	Предлагает разнообразную линейку структурированных продуктов; некоторые из них включают бинарные опционы
Ренессанс Капитал	Внебиржевая срочная сделка, структурированная нота и др.	Акции, АДР и индексы российского фондового рынка	Со стандартными и экзотическими опционами	10 000 долл.	Крупный маркетмейкер российского рынка опционов, предлагает своим клиентам структурированные продукты, включающие стандартные и экзотические опционы
ОЛМА, Финам, ЛенМонтажСтрой, Доходь, Портфельные инвестиции, Опцион, Риком-Траст, Норд-Капитал и др.	Договор доверительного управления (ДУ) или брокерский договор	Индекс РТС, российские акции	С опционами ФОРТС (иногда внебиржевыми опционами)	Зависит от ИК, от 1 000 000 руб. и выше	Многие российские ИК и УК предлагают СП, оформляемые в рамках ДУ или брокерского обслуживания. В этом случае покупается портфель облигаций и опционов (обычно биржевых)
Доходь	Договор займа с плавающей ставкой	Индекс РТС, ЛУ-КОЙЛ, Газпром	Со встроенными стандартными опционами; один экзотический с условием типа lookback («Эстафета»)	1 000 000 руб.	ИК предлагает СП, оформленные в виде ДУ (см. выше) или в виде займа с плавающей процентной ставкой
УБРИР	Индексированный депозит	Индекс РТС	Со встроенным бинарным опционом	Нет данных	Предлагает один ИД со встроенным бинарным опционом на Индекс РТС
Банк Москвы	Индексированный депозит	Индекс РТС, золото, нефть	Со встроенными спредами	100 000 долл.	Предоставляет индексированные депозиты клиентам private banking
ВТБ24	Индексированный депозит	Ставка рефинансирования (по рублю), LIBOR 3 мес. (по USD, EUR)	Линейная зависимость	50 000 руб., 1000 USD/EUR	Предлагает один ИД. Ставка по депозиту напрямую привязана к ставке рефинансирования или LIBOR
ЮниКредит, Société Générale, BNP Paribas, UBS и др.	Структурированная нота/сертификат	Различные	Различные	Сотни тысяч долларов	Мировые банки продают свои структурированные ноты состоятельным российским инвесторам, часто при посредничестве российских ИК и УК, выступающих в роли агентов
Юниаструм Банк, Еврофинансы, Ситибанк, Октан, Мой Банк, КБ АгроПромКредит и др. (бывшие участники рынка)	Различные	Различные	Различные	Различные	Некоторые банки и ИК предлагали СП в прошлом, но приостановили (некоторые временно) данный вид бизнеса

всего биржевые, торгуемые на ФОРТС, но иногда и внебиржевые).

Таким образом, речь идет о формировании портфеля, который по своему устройству соответствует простейшему структурированному продукту с защитой капитала. Такой подход является наиболее простым и доступным, но при этом имеет ряд ограничений (в частности, фиксированность страйков и сроков биржевых опционов) и позволяет создавать лишь несложные продукты. Большинство ИК и УК, придерживающихся подобной практики, покупают опционы у крупных маркетмейкеров («Ренессанс Капитал», «Тройка Диалог» и др.).

Другие банки/ИК

СП предлагают также УБРИР (1 ИД, привязанный к Индексу РТС), ВТБ24 (1 ИД, привязанный к ставке рефинансирования или LIBOR), ФГ «Доходъ» и пр. Выйти на этот рынок планирует и «УРАЛСИБ».

Структурированные ноты иностранных банков

Западные инвестиционные банки («ЮниКредит», *Société Générale*, *BNP Paribas* и др.) продают на российском рынке структурированные ноты, выпускаемые за пределами России, но предназначены они для состоятельных инвесторов — чаще всего минимальная сумма вложений в такие продукты измеряется сотнями тысяч долларов. Такие ноты предлагают не только представительства западных банков в России, но и многие отечественные ИК и УК.

Подчеркнем, что структурированные ноты являются иностранными ценными бумагами, поэтому могут быть реализованы только квалифицированным инвесторам.

Информация об основных участниках рынка структурированных продуктов приведена в таблице.

ТИПЫ ПРОДУКТОВ

С точки зрения внутреннего устройства СП на российском рынке можно классифицировать следующим образом:

СП со стандартными опционами

Абсолютное большинство СП, предлагаемых на российском рынке, — это продукты с защитой капитала и встроенными стандартными опционами колл/пут, которые обеспечивают участие в росте/падении рынка.

Некоторые СП содержат определенную опционную стратегию (как многие продукты БКС).

СП, включающие бинарные опционы

Отдельные СП включают также простейшие экзотические опционы — бинарные. Такие продукты есть, например, у «КИТ Финанса» (например, ИД «Индекс РТС — диапазон») и БКС. Бинарные опционы проявляются в наличии «разрывов» в графиках доходности продуктов.

Экзотические продукты

Более сложных продуктов на российском рынке практически нет. Самым экзотическим розничным СП является, вероятно, ИД «Товарная корзина» от «КИТ Финанса» (который можно считать *rainbow best-of* продуктом).

Структурированные продукты (например, содержащие азиатские, барьерные и другие опционы), которые так распространены на развитых рынках, в нашей стране отсутствуют: российским банкам и ИК не хватает опыта в их оценке («прайсинге») и хеджировании. Кроме того, спрос на подобные продукты со стороны инвесторов пока еще слишком низок.

Большинство предлагаемых СП имеют защиту капитала и являются «бескупонными» (без промежуточных платежей).

Существуют СП, рассчитанные на различные сценарии развития рынка: на рост (чаще всего), падение, движение в боковом коридоре (они есть, в частности, у БКС).

Сроки предоставляемых СП колеблются от 3 мес. до 2 лет, т. е. в целом российские структурированные продукты намного «короче» своих западных аналогов.

ЮРИДИЧЕСКИЕ ФОРМЫ СП

Перед каждым банком или ИК, которые собираются предлагать СП, встает важнейший вопрос выбора способа юридического оформления продукта. На российском рынке используются следующие основные юридические формы СП.

Индексируемый депозит (ИД)

Впервые индексируемые депозиты (вклады с плавающей процентной ставкой) были предложены Ситибанком в 2005 г. В 2007 г. линейку ИД запустил «КИТ Финанс».

Вероятно, ИД — одна из самых удачных и прозрачных «оберток» для структурированных продуктов: они просты для понимания инвесторов, защищены системой страхования вкладов и попадают под стандартный режим налогообложения для банковских вкладов.

Недостатком ИД с точки зрения банка является тот факт, что клиент имеет право на досрочный возврат суммы вклада, что несколько усложняет хеджирование и управление СП и, как следствие, ухудшает привлекательность параметров продукта.

Облигация

В июне 2009 г. «Тройка Диалог» выпустила первый на российском рынке структурированный продукт в виде внебиржевой облигации с купоном, привязанным к Индексу РТС (*Troika Index Bond*), в полном соответствии с российским законодательством.

Данная форма наиболее приближена к структурированным нотам и сертифика-

бюллетень

РЫНОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ



Источник информации о продажах крупных (в том числе контрольных) пакетов акций различных компаний в самых разных отраслях экономики

- Информация о завершенных сделках с собственностью
- Информация о незавершенных сделках с собственностью
- Информация о планируемых сделках с собственностью
- Предложения на продажу
- Главные новости рынка слияний и поглощений
- Информация о цене сделок

Предлагаем Вашему вниманию Базу данных «Рынок слияний и поглощений»
База включает всю информацию из бюллетеней «Рынок слияний и поглощений»
более чем за 10 лет и предоставляет самые широкие возможности поиска
и обработки информации.

Телефон: (495) 916-71-51

www.akm.ru

E-mail: market@akm.ru

там — самой распространенной в мировой практике «обертке» СП.

С развитием российского рынка СП, скорее всего, следует ожидать появления биржевых структурированных облигаций, которые инвесторы смогут покупать не выходя из дома через системы интернет-трейдинга.

Индексируемый депозит и облигация — самые прозрачные и полноценные юридические формы СП. Вместе с тем у них есть существенный недостаток: они не подходят для выпуска СП без защиты капитала (таких, как *Reverse Convertible*), поскольку по российскому законодательству доходность по вкладам и облигациям должна быть положительной.

Договоры ДУ и брокерские договоры

Как уже было сказано, многие российские ИК и УК предоставляют СП, оформляемые в виде ДУ или даже брокерского договора. Однако такая форма годится лишь для самых простых СП. Кроме того, при данном способе оформления от клиента невозможно скрыть внутреннее устройство продукта. Следует также отметить, что в случае построения СП на основе облигаций (а не на базе банковского депозита) защита капитала не абсолютна: колебание процентных ставок и котировок облигаций может привести к тому, что в дату погашения продукта инвестор получит не 100% вложенной суммы, а чуть меньше или больше.

Другие юридические формы СП

Кроме вышперечисленных юридических форм СП, используются также дого-

воры займа с плавающей ставкой; РЕПО с плавающей ставкой (в некоторых случаях в основе РЕПО лежит вексель); внебиржевые срочные сделки; различные вексельные схемы. Все они менее прозрачны и надежны с точки зрения инвестора и неоднозначны с позиций налогообложения.

БАЗОВЫЕ АКТИВЫ СП

Складывается впечатление, что выбор базовых активов для структурированных продуктов на российском рынке обусловлен в большей степени соображениями удобства хеджирования, чем потребностями инвесторов.

Индекс РТС. Это один из наиболее популярных базовых активов для СП, прежде всего потому, что на него имеются торгуемые на ФОРТС фьючерсы и опционы, позволяющие хеджировать привязанные к данному индексу СП. При этом не распространены СП, которые были бы привязаны, например, к Индексу ММВБ.

Акции. СП часто привязываются к акциям — почти всегда «голубые фишки», для которых имеются контракты на ФОРТС.

Товары. Существуют СП, привязанные к товарам — нефти, золоту, пшенице и т. д. Так, многие депозиты «КИТ Финанса» имеют в качестве базовых активов товарные фьючерсы, обращающиеся на зарубежных биржах, где и производится хеджирование данных СП.

Валютные курсы. СП, привязанные к валютным курсам, встречаются не так часто. Здесь можно выделить ИД «КИТ Финанса», рассчитанный на рост курса долл./руб. Курс долл./руб. используется также в некоторых СП, привязанных к Ин-

дексу РТС (например, в *Troika Index Bond*), для целей конвертации «долларовой» доходности РТС в рубли.

Процентные ставки — редкий базовый актив для российских СП. К этой категории можно отнести депозит «ВТБ — Индекс», привязанный к ставке рефинансирования или *LIBOR*.

ADR, GDR на российские акции — базовый актив для структурированных нот, выпускаемых западными банками (такие ноты предлагает, в частности, «ЮниКредит»). Их привязка к депозитарным распискам объясняется тем, что хеджирование таких СП осуществляется на зарубежных биржах, где обращаются соответствующие *ADR, GDR*.

Зарубежные индексы и индексы, пожалуй, самый редкий базовый актив СП. В прошлом они применялись в продуктах Ситибанка (индекс *DJIA*) и «Юниаструм Банка» (*S&P 500*).

ТЕКУЩИЕ ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА СП

Хотя СП предлагают уже многие ИК и банки, рынок находится на начальной стадии своего развития: его объемы чрезвычайно низки (при этом точная информация об объемах отсутствует), а сами продукты являются очень простыми. Причины, тормозящие развитие рынка, можно разбить на несколько основных групп.

1. Законодательные проблемы. Несмотря на несовершенство российского законодательства в отношении деривативов и СП, эти проблемы не столь серьезны, поскольку существуют уже по крайней мере две эффективные юридические формы СП — индексируемые депозиты и облигации.

2. Проблемы предложения. У российских банков и ИК пока еще слишком мало опыта в области оценки и хеджирования сложных деривативов и структурированных продуктов, именно поэтому большинство СП являются достаточно простыми. Мешает и зачастую ограниченная ликвидность многих базовых активов.

3. Проблемы спроса. Становление российского рынка СП сдерживает также недостаточный спрос со стороны инвесторов, что связано прежде всего с неосведомленностью большинства из них о наличии данных продуктов и их преимуществах по сравнению с традиционными финансовыми инструментами.

Несмотря на имеющиеся барьеры и сложности, мы полагаем, что рынок СП в России ожидает бурный рост, и данные продукты рано или поздно займут столь же достойное место в финансовом инструментарии инвесторов, что и на развитых рынках. ■

Ежемесячный информационно-аналитический бюллетень

КРЕДИТНЫЙ ВЕСТНИК

Каждый выпуск содержит:

- характеристику макроэкономической ситуации в России
- анализ ситуации в российской банковской системе
- основные тенденции на рынке кредитных ресурсов
- кредитный портфель российских банков
- информацию о банках, у которых отозваны лицензии
- информацию о размещенных кредитах
- условия кредитования населения
- информацию о дефолтах компаний по облигациям

Телефон: (495) 916-71-51 www.akm.ru

Реклама