

Эпоха великих

Структурированные финансовые продукты занимают промежуточное положение между консервативным размещением средств на банковские депозиты и рискованным инвестированием на рынке ценных бумаг. Некоторые эксперты считают, что в кризисных условиях внимание к таким инструментам возрастет.

**Наталья
МАКОВСКАЯ**

«В каждом случае структурированный продукт (СП) — плод творчества финансового инженера. Его цель — наиболее полное удовлетворение уникальных appetites клиента (риска, доходности и ликвидности)», — говорит **директор Института финансовых рынков доктор экономических наук Яков Миркин**. В мировой практике существует множество видов СП: оптовые и розничные; на базе депозитов, облигаций, нот, векселей, коммерческих бумаг, инвестиционных фондов, аннуитетов и пенсионных продуктов; привязанные к фондовым индексам, инфляции, валютным курсам, уровню процента, ценам на золото, нефть, к событиям, не относящимся к экономике. СП охватывают практически все временные горизонты, кроме долгосрочных. **Генеральный директор ООО «МГ Софт» кандидат экономических наук Михаил Глухов** отмечает: «В одних государствах из-за налогового законодательства выгодно работать с депозитами, в других — со структурированными нотами и т.д.».

Защита капитала

Инвестиционные структурированные продукты делят на две группы: с гарантией возврата вклада (или так называемые продукты с защитой капитала) и без нее. В первом случае, как считает **Яков Миркин**, все дополнительные выплаты по СП, размер которых зависит от динамики фондовых индексов, валютных курсов, товарных цен или других выбранных переменных, проводятся с пониженным для инвестора коэффициентом участия в прибыли (который зависит от процента возвратности вложенного капитала, срока вложения и ставки безрисковой доходности по вкладу). И, наоборот, с приобретением СП без защиты капитала инвестор принимает на себя более крупные риски и может потерять значимую часть вложенных средств. Однако, если сценарии динамики рынка, заложенные в СП

как выигрыш, как благоприятное стечение обстоятельств, реализуются на практике, то его участие в прибыли будет достаточно высоким.

Схема структурированного продукта с защитой капитала такая: инвестор передает средства банку, большую часть (80–90%) которых вкладывают в инструменты со стабильной фиксированной доходностью (депозиты, облигации, векселя) с целью покрыть полученным доходом оставшиеся 20–10% вклада (см. схему на с. 89). Таким образом, банк имеет возможность гарантировать вкладчику возврат 100% вложенных средств.

Меньшую часть депозита банк инвестирует в производные финансовые инструменты, как правило в опционы на какой-либо базовый актив (опцион — срочный контракт, по которому продавец в будущем обязуется продать или приобрести базовый актив по зафиксированному в контракте условиям, покупатель опциона может отказаться от исполнения обязательств). Именно опционная часть и обеспечивает прибыль клиента, которая может существенно превзойти доходность по депозитам.

Доходность продукта зависит от изменения стоимости базового актива с момента приобретения продукта до срока его погашения. Время действия СП может быть различным: от полугода до десяти лет.

Следует подчеркнуть, что структурированные продукты могут приносить доход не только при росте, но и при падении актива. Любой инвестиционный СП рассчитан на сценарий определенного поведения базовой переменной (или переменных), при реализации которого продукт генерирует максимальную доходность. Можно выделить продукты, рассчитанные на следующие рыночные сценарии: рост базового актива («бычьи»), падение базового актива («медвежьи»), высокую волатильность базового актива, на его низкую волатильность.

Таким образом, основные плюсы инвестирования в структурированные продукты с защитой капитала для клиента — гарантия возвратности капитала, возможность получения безрисковой прибыли в больших размерах, чем по депозитным вкладам или вложениям в безрисковые облигации, возможность получения прибыли при негативно складывающейся рыночной ситуации без дополнительных затрат и комиссионных сборов брокеров. Комиссия банка по СП, вопреки устоявшемуся стереотипу, как правило, не так уж высока — 2% стоимости продукта, если его срок составляет 1 год (комиссия содержится в формуле получения доходности, клиент ее не видит, таким образом, явная комиссия отсутствует). С увеличением встроенной комиссии ухудшаются параметры продукта и он становится невыгодным клиенту.

Негативная сторона таких инвестиций — высокий уровень «вступительного взноса», инфляция, если прогноз инвестора не оправдается, и потеря части инвестиций в случае досрочного прекращения участия в структурированном продукте.

КОМБИНАТОРОВ

Выгода банка в создании и продаже структурированных продуктов также очевидна. Это, прежде всего, привлечение средств инвесторов на депозит, а с учетом высокой стоимости таких продуктов — достаточно солидный размер депонируемых инвестиций.

Если инвестор ошибся в прогнозах, банк возвращает первоначально инвестированную сумму, если не оговорено иного, без каких-либо процентов по депозиту (в России — с минимальным процентом). Банк остается в выигрыше, поскольку при продаже СП зарабатывает комиссию.

Создавая и конструируя такие продукты, банк прежде всего стремится извлечь дополнительную прибыль в различных формах: маржи, эмиссионного дохода от выпуска структурированных векселей, комиссионного вознаграждения, платы за открытие и ведение ссудного счета и т.д. Посредством конструирования инновационного банковского продукта можно совершенствовать управление ликвидностью банка-эмитента, аккумулировать дополнительные заемные ресурсы, увеличивать банковскую капитализацию.

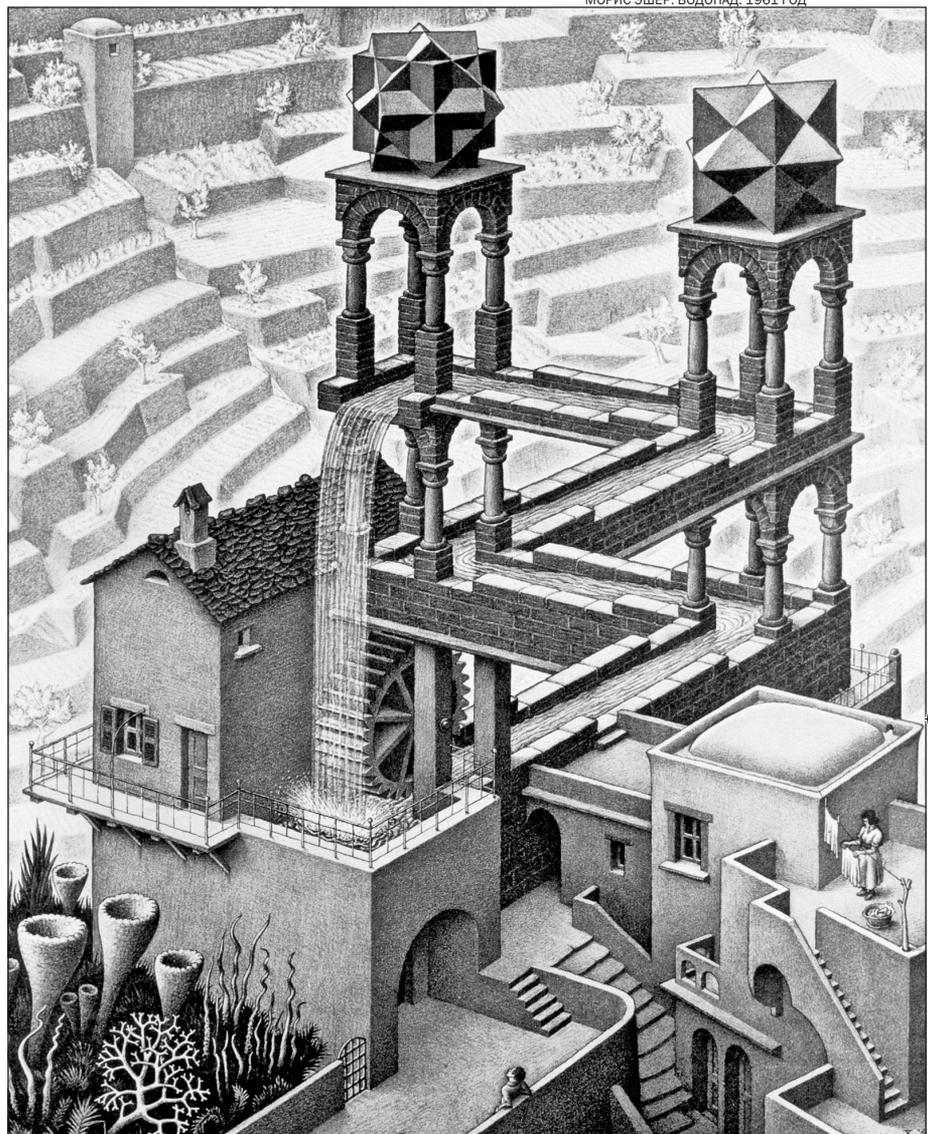
Банк также может выдвинуть как дополнительную цель внедрения нового продукта секьюритизацию наиболее проблемных активов для «рассеивания» кредитных рисков на сторонних инвесторов. К прочим целям следует отнести: улучшение банковского баланса, нивелирование негативных последствий госрегулирования банковской деятельности, конкурентную борьбу за отдельные сегменты рынка, расширение клиентуры на обслуживание, управление структурой кредитного портфеля, сохранение собственного капитала и т.д.

Прибыль при падении рынка

Российский рынок структурированных продуктов только в начале своего развития.

В докризисный период некоторые банки (Ситибанк, «КИТ Финанс», «Финам», Дойче Банк) предлагали индексированные депозиты и ноты, «Юниаструм» — Общие фонды банковского управления (ОФБУ — одна из форм коллективного инвестирования в России). Индивидуальные СП предоставлял своим крупным клиентам «Ренессанс Капитал», широкую линейку структурированных продуктов выстроила ИК «Еврофинансы». О своих планах в этом сегменте заявили также «Юни-Кредит Секьюритиз», Росбанк, Автовазбанк, «Велес Капитал», «Альфа-Капитал» и др. «Но во многих случаях это лишь дань моде, — убежден **Яков Миркин**, — поскольку российские компании не обладают реальными мощностями для развития математического моделирования и финансового инжиниринга».

В то же время в кризисный период спрос на структурированные продукты с защитой капитала (с более высокой доходностью, чем банковские депозиты), по сути, на инструменты с фиксированной доходностью и премией к ней, возрастает. При этом, по словам **Якова Миркина**,



МОРИС ЭШЕР. ВОДОПАД. 1961 ГОД

доля СП, в основе которых валютные деривативы, увеличивается, доля продуктов, привязанных к курсу акций и фондовым индексам, уменьшается.

Частный случай продуктов с защитой капитала — индексированный депозит (ИД), один из СП, представленный на российском рынке. Первым его предложил в 2004 году Ситибанк.

Заместитель директора департамента производных финансовых инструментов «КИТ Финанс» Наталья Газиева прогнозирует активное развитие рынка ИД.

Следует отметить, что кредитный риск по такому продукту минимален в отличие от всех остальных СП с защитой капитала, поскольку ИД представляет собой вклад, таким образом, ему свойственны следующие характеристики:

Структурированный продукт — плод творчества финансового инженера.

СТРУКТУРИРОВАННЫЕ ПРОДУКТЫ НА ЛЮБОЙ ВКУС

Формы структурированных продуктов, выпущенных в 1995–2007 годах, %

	ЦЕННАЯ БУМАГА	ФОНД	ДЕПОЗИТ	СТРАХОВОЙ ПРОДУКТ	ПЕНСИОННЫЙ ПРОДУКТ	ДРУГАЯ ФОРМА	ИТОГО
Бельгия	15,65	65,10	0	19,25	0	0	100
Франция	0,19	56,58	0,1	41,01	1,45	0,68	100
Германия	99,97	0,03	0	0	0	0	100
Ирландия	0,22	6,18	77,26	7,06	9,27	0	100
Италия	63,15	0,10	0,07	36,68	0	0	100
Дания	98,83	0,78	0,39	0	0	0	100
Нидерланды	85,70	13,77	0,53	0	0	0	100
Швеция	100,00	0	0	0	0	0	100
Испания	0,88	47,86	43,40	5,28	2,52	0	100
Великобритания	7,18	0,11	34,56	19,15	8,20	30,79	100

Источник: интернет-ресурс Structured Retail Products (www.structuredretailproducts.com)

гарантия возврата физлицу вложенных средств и минимального процента по вкладу (в соответствии с ГК). Кроме того, по вкладам на сумму до 700 тыс. руб. система страхования вкладов гарантирует 100% возмещение. Это одно из основных достоинств индексированного депозита (в отличие от иных форм инвестиций с защитой капитала). «Налогообложение по ИД ничем не отличается от налогообложения обычных срочных вкладов, — подчеркивает **Наталья Газиева**, — процентная ставка, превышающая ставку рефинансирования, облагается налогом».

Принцип определения доходности (процента по депозиту) фиксируется в договоре вклада.

«Безусловно, рыночные риски по этому продукту существуют, — считает **Наталья Газиева**, — но это лишь риск недополучения возможной доходности. Таким образом, инвестору важно определиться, готов ли он рискнуть гарантированными 8–10% годовых ради возможности получения 30–35%».

Сумма, размещенная клиентом в индексированный депозит, делится на две части: основная часть, 90–95%, размещается в безрисковые инструменты с фиксированной доходностью (именно эта часть обеспечивает клиенту 100% возвратность его средств). Оставшиеся 5–10% средств банк использует для уплаты премии по опционам на соответствующий актив. В случае роста актива (при выбранной стратегии роста) банк получает маржу по купленным опционам, которая и приносит дополнительный процент по вкладу клиента. В случае же падения актива банк теряет только уплаченную премию по опционам. Такая схема позволяет обеспечить клиенту высокую доходность без дополнительных рисков и расходов для банка.

«Эффективность размещения средств в индексированный депозит зависит от правильного выбора параметров — прежде всего, базового актива и срока», — полагает **Наталья Газиева**. Структура индексированного депозита может быть простой — когда доходность зависит от поведения одного актива (например, индексированный депозит на нефть) и сложной — когда доходность депозита привязывается к целой корзине товаров.

При этом доля участия инвестора в прибыли по каждому товару отличается (25, 15, 5%). Наибольшая доля приходится на товар, показавший самый высокий рост за период инвестирования. Второй по доходности результат обеспечит долю участия 15% и оставшиеся — по 5%. Таким образом, корзина формируется с наибольшей для клиента выгодой.

Предложение ИД максимальному количеству инвесторов позволяет существенно снизить уровень минимальной суммы вклада (100 тыс. руб. — «КИТ Финанс», 150 тыс. руб. — Ситибанк), в отличие от СП, «собранных на заказ» (минимальная сумма инвестиций в этом случае составляет \$100 тыс. или 1 млн. рублей).

Примеры структурированных продуктов

1. Договор между двумя лицами (например, договор займа). Детально описывается порядок расчета выплат по СП, указываются сроки этих выплат и другие детали сделки.

В случае инвестиционного СП это может быть, допустим, договор, по условиям которого одна сторона предоставляет другой стороне заем, при этом процент по займу привязывается, например, к индексу РТС.

Это также может быть и договор, аналогичный договору РЕПО, в котором одна сторона продает другой ценную бумагу с обязательством совершения обратного ее выкупа по цене, привязанной, например, к стоимости определенной корзины акций.

2. Ценная бумага. Основное достоинство продукта заключается в возможности его вторичного обращения. Инвестор, купивший структурированный продукт, имеет возможность продать его до даты полного погашения.

3. Фонд или специальная компания. Основное отличие структурированного фонда от обычного — он инвестирует средства вкладчиков не в акции и облигации, а в структурированные ноты (или СП, представленные в других видах ценных бумаг), которые выпускаются специально для этих целей отдельной ИК.

4. Депозит. Инвестор открывает в банке депозит, вносит некоторую сумму, а по истечении срока депозита получает обратно инвестированные средства и дополнительный доход, привязанный, например, к росту фондового индекса за срок депозита.

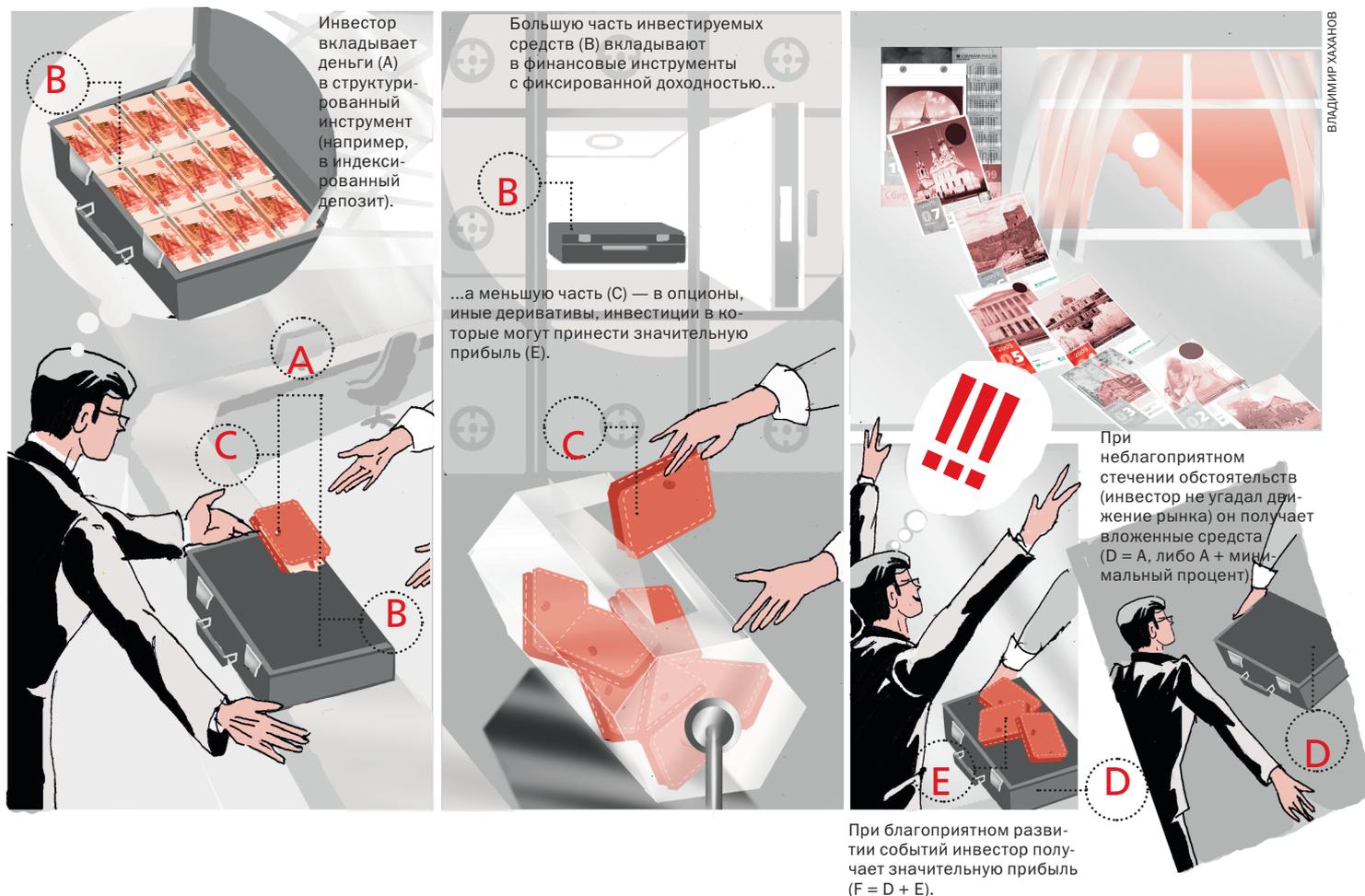
Одно из достоинств структурированных депозитов заключается в том, что такие депозиты попадают под законодательство о страховании банковских вкладов. Инвесторы оказываются защищенными государством от возможного неисполнения банком своих обязательств.

5. Страховой продукт. Речь может идти, например, об аннуитете, привязанном к фондовому рынку (Equity Indexed Annuity). Такой аннуитет, представляет собой договор, заключаемый между страхователем и страховой компанией. В течение периода накопления страхователь производит единовременный платеж или набор платежей, а страховая компания

начисляет доходность (проценты), привязанную к доходности фондового индекса, например индекса S&P 500. Обычно страховая компания гарантирует некоторую минимальную доходность. После периода накопления страховая компания начинает производить периодические платежи страхователю. Страхователь имеет право получить всю причитающуюся ему сумму единовременным платежом.

6. Другие формы. Пенсионный продукт (Pension Product) — еще одна форма, в которую могут быть облечены СП. Пенсионные продукты представляют собой различные схемы пенсионного накопления. Во многих странах в отношении этих продуктов применяются льготные режимы налогообложения, именно поэтому они часто используются для выпуска СП.

Схема работы структурированных продуктов с защитой капитала



«Сумму в 100 тыс. руб. может вложить значительное количество инвесторов, — говорит **Наталья Газиева**. — Столь низкий входной билет способствует наплыву клиентов. Именно при этой сумме продукт становится окупаемым».

Казино

Развитие СП в России наталкивается на ряд проблем и ограничений. «Основное препятствие — экономическое, — убежден **Яков Миркин**. — Это экстремальная волатильность российского рынка. В таких условиях «летят» все математические модели, основанные на более узких коридорах волатильности западных рынков. Риски становятся неприемлемыми для банков-конструкторов СП. На определенном этапе этот сегмент начинает напоминать казино и привлекает лишь экзотических инвесторов, работающих по принципу «что-нибудь интересенькое». А СП, создаваемые на базе западных активов, становятся неинтересными инвесторам с точки зрения доходности.

Развитие рынка СП тормозит и несовершенство российского законодательства, которое не содержит определений структурированного продукта и его разновидностей. Такие определения могли бы улучшить условия защиты прав инвесторов в сфере СП при разрешении имущественных и налоговых споров».

В то же время существует множество способов, позволяющих конструировать СП в рамках закона, например

индексированный депозит. ГК не содержит положения о том, что процентная ставка по депозиту должна быть фиксированной, есть лишь указание о ее положительном значении. В таких условиях минимальная доходность по индексированному депозиту «КИТ Финанса» составляет 0,1%, Ситибанка — 0,5%.

Крупные инвестиционные компании (на российском рынке СП предоставляют, как правило, ИК), чтобы не рисковать, часто заключают такие сделки через офшоры (то есть не в рамках российского законодательства) и выпускают СП на Багамских или Бермудских островах, в рамках более развитого западного права.

«Необходимое условие для развития бизнеса по выпуску СП — наличие высококвалифицированных специалистов и специализированного программного обеспечения, поддерживающего структурированные продукты. Сегодня такого ПО в России почти нет. Наша компания одна из немногих, которые его разрабатывают», — говорит **Михаил Глухов, генеральный директор ООО «МГ Софт»**. Выпуск СП (оценка параметров, реализация торговых стратегий) значительно сложнее создания ПИФа. Очень часто ИК необходимо вносить правки в СП в течение всего срока его жизни.

Масштабный выпуск структурированных продуктов предполагает технологическую, юридическую, маркетинговую поддержку, а также деятельность финансовых консультантов для того, чтобы продавать СП. ●

Во время кризиса у инвесторов появится больше потребностей вкладывать деньги с гарантией возврата.