



ГИЛЬДИЯ
ФИНАНСОВЫХ АНАЛИТИКОВ
РИСК-МЕНЕДЖЕРОВ

Обзор основных типов структурных продуктов на российском рынке и анализ их рисков

Васильев Михаил

Президент Ассоциации «Гильдия финансовых аналитиков
и риск-менеджеров» (Ассоциация ГИФА)

2019

Подходы к исследованию и ограничения

- Исследование базируется на имеющихся данных о структурных продуктах, предлагавшихся российским инвесторам профессиональными участниками рынка
- Структурные продукты являются ценными бумагами по российскому законодательству
- Права инвесторов на структурные продукты учитываются в соответствии с российскими требованиями к депозитарному учету ценных бумаг
- Исследование направлено на изучение тенденций развития рынка и путей минимизации рисков вложений в структурные продукты

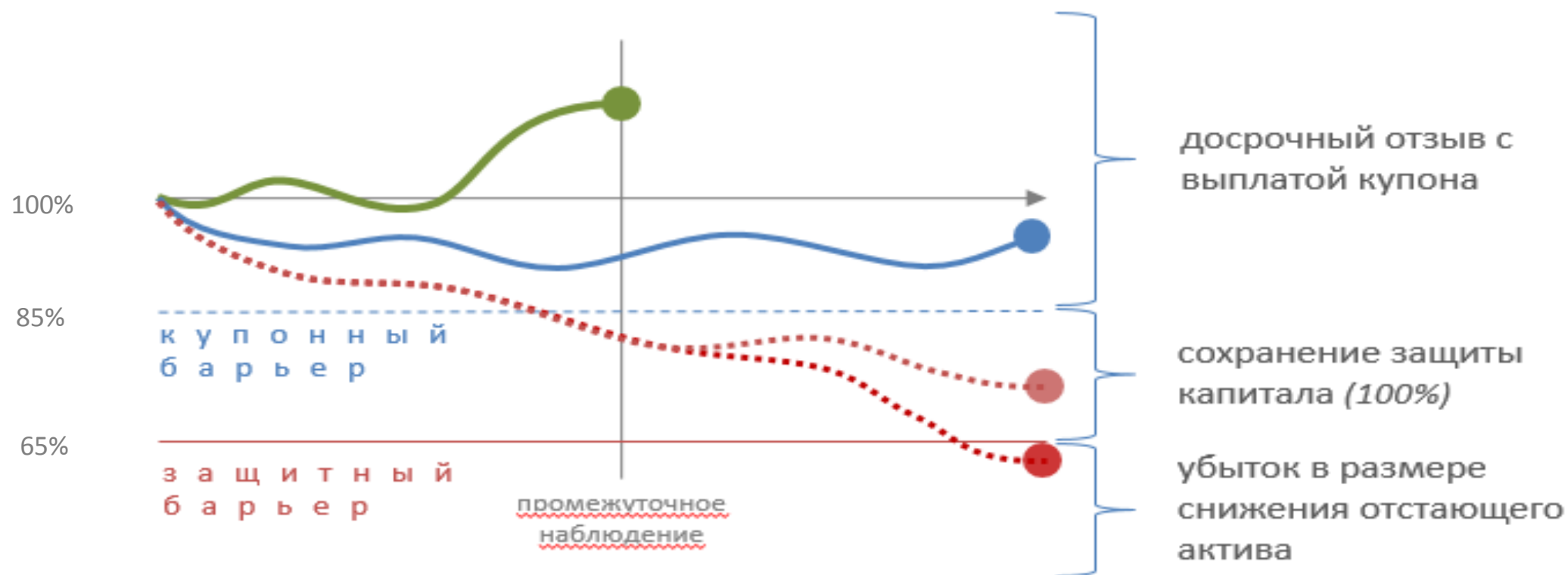
Причины популярности сложных продуктов

- Сложившаяся мировая практика предложения клиентам с 2000-х годов (объем внебиржевого рынка по разным оценкам более 2 трлн. долл., ежегодное предложение более 500 млрд. долл.)
- Тенденция снижения процентных ставок (структурные продукты – нормальная практика надежных фондов)
- Возрастающий аппетит инвесторов к риску (более 70% структурных продуктов приходится на инструменты с частичной защитой капитала)
- Удобный продукт: возможность настройки под запросы клиента
- Снижение порога входа и ликвидность продукта для инвестора

Основные определения

- **Структурная облигация** – еврооблигация, выплаты по которой обусловлены динамикой базовых активов – получение купонного дохода при динамике базовых активов в заданных рамках (барьерах). Структурная облигация обычно выпускается глобальным банком, эмитент гарантирует выполнение условий выплат по облигации
- **Базовые активы** – финансовые инструменты (например, фондовые индексы, акции, валюта, товары и т.д.), к динамике которых привязаны выплаты по структурной облигации
- **Купонный барьер** – уровень, до достижения которого начисляется купонный доход по структурной облигации. При купонном барьере 85% купон начисляется за каждый день, когда базовые активы снизились не более чем на 15% от первоначальных значений. Если один из базовых активов опускается ниже купонного барьера, то купон не будет начислен только за эти дни
- **Защитный барьер** – уровень, до достижения которого гарантируется возврат номинала структурной облигации. При защитном барьере 65% облигация будет погашена по номиналу, если при наблюдении в финальную дату перед погашением облигации ее базовые активы снизились не более чем на 35% от первоначальных (при выпуске облигации) значений
- **Барьер досрочного погашения** – уровень, при превышении которого в дату наблюдения всеми базовыми активами происходит досрочное погашение структурной облигации эмитентом (плюс выплата накопленного купона). Барьер может быть понижающимся для повышения вероятности досрочного погашения

Структурная облигация на индексы: сценарии



Структурирование сделки

- Структурный продукт состоит из депозитной и опционной частей. Депозитная часть обеспечивает полный или частичный возврат инвестиций. А опционная часть отвечает за выплату купонного дохода
- В связи с огромным разнообразием и возможностями индивидуальной настройки, структурные ноты – эффективный способ диверсификации практически любого инвестиционного портфеля
- Облигации, фондовые индексы, акции, биржевые фонды, товары и валюты - огромный выбор для инвестирования в даже относительно ликвидные рыночные инструменты
- Возможно снижение рисков портфеля либо усиление приоритетов портфеля в иной форме (например, получение купонных доходов от структурной облигации в период ожидания итога долгосрочного инвестирования в те же базовые активы)
- Структурная облигация может приносить доход даже тогда, когда базовые активы сами по себе не только не дают дохода, но и приносят убытки. Можно структурировать не только извлечение дохода из роста базовых активов, но и из их снижения, либо динамики в любом выбранном диапазоне

Типы структурных продуктов

- Структурные продукты можно поделить на **продукты с защитой капитала** и на продукты с повышенной доходностью. Продукты с защитой капитала гарантируют возврат номинальной суммы в конце срока инвестирования, а также участие в динамике базового актива
- **Продукты с повышенной доходностью** подразумевают доход в виде купонных выплат, однако не гарантируют возврат номинальной суммы, если базовые активы упадут больше защитного барьера. Среди продуктов с повышенной доходностью можно выделить обратно конвертируемые ноты (Reverse Convertible) и ноты Феникс (Phoenix). Эти два продукта отличаются тем, что ноты Феникс имеют возможность раннего отзыва (autocall), если на даты наблюдения базовые активы выше начальных уровней, а обратно конвертируемые ноты – нет
- **Интервальный структурный продукт** подходит в тех случаях, когда на рынке ожидается период низкой волатильности и котировки базового актива будут находиться в определенном интервале, за что клиенту будет выплачиваться купонный доход

Типы структурных продуктов: 2

- **Структурные облигации Credit linked notes (CLN)** - это ценная бумага со встроенным CDS, которая обеспечивает инвестору как доходность, так и кредитный риск эмитента ноты и референтного лица CDS. CDS – финансовый инструмент, стоимость которого меняется в зависимости от оценки кредитного качества заемщика. Чем выше надежность, тем ниже его кредитный спред по отношению к безрисковой ставке.
- К преимуществам CLN можно отнести: инвестиционную гибкость (любые активы, сроки, купоны, форматы погашения), диверсификацию (CLN может быть создана на компании и страны, которые слабо представлены на долговом рынке, листинг (CLN может торговаться на бирже, как и любая другая бумага).
- **Структурный продукт Феникс** – продукт на один или несколько базовых активов, для которых устанавливается начальный уровень цен на дату совершения сделки, купонный доход и купонный барьер, а также уровень защитного барьера и автоколла.
- Если в течение жизни продукта базовые активы будут находиться выше купонного барьера на даты наблюдения, то инвестор получит купонный доход. Если базовые активы на одну из дат наблюдения превысят барьер раннего погашения, то продукт погасится с выплатой суммы номинала и купона.
- Если на финальную дату наблюдения базовые активы окажутся выше Защитного барьера, то продукт также погасится с выплатой номинала и купонного дохода. В противном случае, инвестор получит акции наиболее сильно просевшего актива, иначе говоря, приобретет акции по низкой цене.важаем

Типы структурных продуктов: 3

- Типы структурных продуктов по видам **базового актива**:
 - Корзины облигаций
 - Фондовые индексы (страновые, отраслевые)
 - Портфели акций (обычно однородные)
 - Биржевые фонды
 - Товары
 - Валюты
- Основные **банки-эмитенты**:
 - Barclays
 - Citigroup
 - Credit Suisse
 - EFG International AG
 - Goldman Sachs
 - Leonteq
 - Morgan Stanley
 - Natixis
 - Nomura
 - Raiffeisen Switzerland
 - Societe Generale
- В последнее время увеличивается доля продуктов с возможностью досрочного отзыва, есть тенденция к снижению вознаграждения посредника

Пример подборки по соотношению риск/доходность

Базовые активы	Досрочный отзыв	Купон, год.	Купонный барьер	Защитный барьер
EURO STOXX 50 Swiss Market Index	Каждые полгода, понижение 4пп. до 80%	6%, daily accrual	80%	75%
S&P 500 EURO STOXX 50	DAX Index Nikkei 225	Каждые полгода, понижение 4пп. до 80%	6%, daily accrual	70%
Nasdaq STOXX Insurance	STOXX Energy	Каждые полгода, понижение 5пп. до 80%	7%	Гарантирован
S&P 500 Nikkei 225	Каждые полгода, понижение 2пп. до 90%	8%, memory	85%	80%
EURO STOXX 50 Swiss Market Index	Nasdaq	Каждые полгода, понижение 2пп. до 90%	10%, memory	90%
Royal Dutch Shell BNP Paribas	Amazon	Каждый квартал, понижение 2пп. до 78%	12%, memory	70%
Microsoft Deutsche Telecom	AbbVie	Каждый квартал, понижение 4пп. до 80%	14%, memory	80%
				70% geared put



Ограничение рисков

- Выбор посредника
- Выбор эмитента (мировой банк с именем и опытом выпуска)
- Выбор схемы размещения и учета (НРД)
- Выбор валюты инвестирования
- Требования к ликвидности
- Ограничения на долю структурных продуктов в портфеле
- Диверсификация по типам структурных продуктов
- Читать эмиссионные документы и договоры, понимать финансовые и юридические последствия, оценивать уровень вознаграждения

Тенденции развития рынка: прогноз

- Значительное увеличение доли структурных продуктов в портфелях клиентов
- Выделение части простых структурных продуктов для неквалифицированных инвесторов
- Дальнейшее снижение порога входа в продукт, предложение дополнительных сервисов для инвесторов, ликвидность
- Развитие внутренних структурных продуктов в рамках российского законодательства
- Возрастание конкуренции с другими продуктами (прежде всего, с биржевыми фондами)



ГИЛЬДИЯ
ФИНАНСОВЫХ АНАЛИТИКОВ
РИСК-МЕНЕДЖЕРОВ

Спасибо за внимание

Васильев Михаил

Президент Ассоциации «Гильдия финансовых аналитиков
и риск-менеджеров» (Ассоциация ГИФА)

president@gifa.ru
