финансовые инструменты

УРАЛСИБ | КЭПИТАЛ
ООО «Уралсиб Кэпитал»
ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ПАРТНЕР ВЫПУСКА
Реклама

Фондовые селекционеры

структурные продукты

Какой инструмент выбрать, если банковский депозит уже не приносит былого дохода, а игра на фондовом рынке может обернуться убытком? За рубежом в такой ситуации финансовые институты давно и успешно предлагают своим клиентам разнообразные структурные продукты. Они могут быть представлены в виде срочного вклада, облигации или инвестиционного фонда. Однако для российского рынка подобные инструменты пока остаются экзотикой. Почему так происходит, разбирался корреспондент „Ъ“ **Виталий Гайдаев**.

Неравные части

Снижение ставок по депозитам на российском рынке за последний год существенно уменьшило привлекательность этих инструментов. По данным Агентства страхования вкладов, средний уровень процентных ставок на 1 января 2011 года по рублевым годовым вкладам в размере до 100 тыс. руб. составил 5,6% годовых, для вкладов в размере до 700 тыс. руб.— 5,8%. За год снижение составило 3,3 и 3,2 процентных пункта соответственно. Таким образом, по итогам года средний процент по рублевым депозитам оказался существенно ниже уровня инфляции (ожидаемая в 2011 году инфляция — около 9%).

В таких условиях среди состоятельной части населения и корпораций, желающих повысить потенциальную доходность при невысоком риске, популярностью стали пользоваться так называемые структурированные, или структурные, продукты. Потенциальная доходность по ним существенно превышает доходность по обычным вкладам, однако и существует риск, что эта доходность не будет реализована. Но в большинстве случаев возврат вложенных средств по этим продуктам гарантирован. По оценке директора отдела структурных продуктов управления глобальных рынков «Тройки Диалог» Павла Бережного, с начала года объем рынка структурных продуктов вырос по сравнению с тем же периодом 2010 года на 30%. Впрочем, по словам вице-президента отдела продаж производных финансовых инструментов «Ренессанс Капитала» Ольги Даниловой, несмотря на растущий спрос со стороны клиентов на структурированные продукты, он остается ниже докризисных показателей.

Структурированный продукт представляет собой комплексный финансовый инструмент, в состав которого входит несколько простых базовых инструментов. Защита капитала достигается за счет того, что в структурированном продукте средства делятся на две неравные части. Основная часть (до 85–90% средств) инвестируется в инструменты с фиксированной доходностью — депозиты, облигации с высокими рейтингами, векселя. Эта часть средств как раз и гарантирует возврат вложения в полном объеме за счет купонного дохода или ставки по депозиту. Меньшая часть средств инвестируется в производные инструменты, чаще всего ими выступают опционы на какой-либо базовый актив. Этим активом могут быть как акции, так и индексы, товарные или валютные фьючерсы, инструменты денежного рынка, производные синтетические продукты. Опционная часть и обеспечивает инвестору инвестиционную прибыль в случае, если направление движения стоимости базового актива угадано верно (фьючерс на нефть, индекс или корзину ценных бумаг). Если базовый актив в дальнейшем изменится в цене не так, как предполагал инвестор, потери будут ограничены стоимостью опциона.

В зависимости от того, насколько инвестор готов рисковать, ему предлагают различные стратегии. Консерваторам эксперты рекомендуют воспользоваться инструментами с гарантированным возвратом капитала. Если инвестор угадал движение цен базового актива, он получает дополнительный доход. Но даже если инвестор ошибся, ему полностью возвращается инвестированная сумма. Но инвестор имеет возможность выбрать коэффициент участия, указывающий на долю от прироста стоимости актива, которую он получит. В случае падения стоимости актива на указанный коэффициент сокращаются и потери инвестора. «Чем выше коэффициент участия выбирает клиент, тем выше может быть доходность вложения, но тем меньше степень защиты капитала обеспечивает структурный продукт»,— отмечает вице-президент департамента структурных продуктов и торговых операций «ТКБ-Капитала» Михаил Морозов. Например, если был получен коэффициент участия в росте, равный 40%, то при росте стоимости базового актива на 20% прибыль составит 8%. Убыток при этом ограничен встроенной защитой капитала 100% от первоначальных инвестиций. Если же стремиться получить коэффициент участия в росте, равный 100%, то степень защиты не будет выше 75% от размера первоначальных инвестиций. Что означает, если рынок вырос на 50%, инвестор получает все 100% роста, в случае падения из-за неполной защиты капитала потери составят 25%.

Инвестор может рисковать и используя инструменты с частичной защитой капитала. Преимущество такого продукта заключается в том, что в этом случае можно зафиксировать доход, который инвестиционная компания выплачивает по итогам инвестирования. В зависимости от сложности продукта инвестиционные компании предлагают купон в размере 10–35%. Однако высокий купонный доход не гарантирует инвестору возврата всей суммы первоначальных инвестиций.

Рассмотрим случай, когда инвестор купил структурированный продукт с 30-процентной защитой от падения портфеля ценных бумаг и ставкой купона 22% годовых. Это означает, что при снижении котировки любой ценной бумаги в пределах 30% в течение срока действия продукта инвестор получит свои 100% вложенных средств плюс 22% купонных выплат. Столько же инвестор получит и в случае роста портфеля ценных бумаг выше первоначальной стоимости. Если любая из ценных бумаг опустится в цене в течение срока действия продукта больше, чем на 30%, то возвращенная сумма будет рассчитана исходя из стоимости ценой бумаги, показавшей наихудший результат по итогам действия продукта. Если на дату закрытия окажется, что наибольшее падение цены показала бумага, подешевевшая на 35%, то выплата инвестору составит 65% от первоначального взноса. Впрочем, выплаты 22% по купону сохранятся.

Игра по нотам

Первые структурные продукты появились в США еще в 1969 году. Однако настоящей популярностью они стали пользоваться в Европе и США только в конце прошлого века. При этом сегодня самыми крупными рынками структурированных продуктов являются рынки Германии и Швейцарии. В 2010 году их объем оценивался в €100 млрд и £120 млрд соответственно.

Основной целью любого структурного продукта является обеспечение максимально приемлемой и эффективной для инвестора формы актива или набора активов, которая в наибольшей степени позволяет реализовать его инвестиционную стратегию. «Процесс создания структурного продукта часто называется упаковкой, то есть простые инструменты, выбранные для определенного структурного продукта упаковываются вместе — объединяются в один новый сложный финансовый инструмент»,— отмечает начальник управления корпоративного финансирования Райффайзенбанка Никита Патрахин. При этом структурные продукты могут выпускаться в разнообразных оболочках — в виде облигаций, нот, векселей, депозитов, инвестиционных фондов.

Как правило, структурные продукты на российском рынке представлены в виде депозитов, облигаций или ценных бумаг иностранных эмитентов (нот). Наиболее популярными среди населения стали структурные продукты с гарантией капитала — индексируемые депозиты. Их первым предложил на российском рынке своим клиентам Ситибанк в 2002 году. В настоящее время этот инструмент предлагает большинство крупных инвестиционных компаний и банков. Важным достоинством индексируемого депозита в сравнении с иными формами инвестиций с защитой капитала является то, что это срочный банковский вклад, соответственно, на него распространяются все законодательные нормы банковского вклада, в частности самое главное — гарантия сохранности вложенных средств в пределах 700 тыс. рублей и минимальная гарантированная ставка. А вот опыт выпуска структурированных рублевых облигаций был лишь у «Тройки Диалог» и Ситибанка. В середине 2009 года «Тройка Диалог» выпустила рублевые облигации с доходностью, зависящей от валютного индекса РТС. В конце прошлого года та же «Тройка Диалог» и Ситибанк организовали выпуск трех траншей облигаций ЕБРР, которые также были выполнены в виде структурных продуктов. Но вместе с тем структурные продукты, построенные на основе российских инструментов, то есть в виде депозита или облигации, несут и свои специфические риски и особенности. В частности, российские облигации всегда предполагают возврат инвестированных средств. Как указывает Михаил Морозов, это «препятствует структурированию в этой форме продуктов без защиты инвестированного капитала».

Поскольку в российском законодательстве нет такого понятия, как «структурный продукт», более сложные структуры реализуются за рубежом в идее нот. Ноты ориентированы прежде всего на институциональных инвесторов и корпорации. Дополнительное ограничение, которое накладывают структурированные ноты на инвестора,— это высокий порог для входа. Нередко их стоимость начинается от $1–3 млн. При этом на индексируемые депозиты банки принимают суммы от $10 тыс. «Законодательство многих стран ЕС более гибко, нежели российское право, и позволяет выпускать структурные продукты без защиты инвестированных средств, а также структурные ноты и сертификаты, приспособленные для нужд конкретного инвестора»,— поясняет их популярность управляющий директор инвестиционной компании «Уралсиб Кэпитал» Франц Хеп. «Возможность обращения нот в системе Euroclear повышает удобство такого продукта и позволяет инвестору более активно и просто управлять своим инвестиционным портфелем»,— дополняет Михаил Морозов.

Вместе с тем, чтобы российский брокер мог предложить ценные бумаги иностранного эмитента своему клиенту, должно быть выполнено несколько условий. В частности, подобным ценным бумагам должны быть присвоены международные коды ISIN и CFI, эти ценные бумаги должны быть допущены к публичному размещению или публичному обращению на российском рынке. Как уточняет руководитель департамента розничного бизнеса Ситибанка Сергей Коротков, «их продажа возможна только для квалифицированных инвесторов». Брокер же обязан уведомить клиента и о рисках, связанных с инвестированием средств в структурные продукты.

Разбор рисков

Структурированные продукты могут принести своим владельцам не только высокие доходы, но и дополнительные риски. Риск вложений оценивается на основании целого комплекса факторов, которые различны для разного вида структурированных продуктов. Наиболее высокий риск — это риск недополученной доходности: в случае резкого падения котировок базового актива на конец выбранного периода инвестор в лучшем случае получит лишь первоначально вложенную сумму, что будет характеризовать инвестиции как убыточные. Однако наиболее опасным для инвестора является риск дефолта как эмитента инструментов с фиксированной доходностью, поскольку может привести к потере всех инвестиций. Кроме того, существует риск дефолта эмитента структурированного продукта. Один из самых масштабных примеров — банкротство инвестиционного банка Lehman Brothers. «Lehman Brothers был одним из крупнейших продавцов структурированных продуктов, которые после его банкротства до сих пор не реструктуризированы,— отмечает партнер UFG Wealth Management Оксана Кучура.

Поскольку не все структурные продукты гарантируют защиту капитала, инвесторы должны внимательно подходить к процессу выбора подходящей для них стратегии инструмента. «Я бы посоветовал обратить внимание на срок, минимальный объем инвестиции, валюту инструмента, уровень гарантии капитала, уровень участия в базовом активе, наличие барьеров максимальной доходности»,— отмечает руководитель бизнеса доверительного управления группы Газпромбанка Анатолий Милюков. Как кратко выразился Франц Хеп, «инвестор должен придерживаться правила: знай свои инвестиции».

Клиент должен четко представлять, какая защита капитала у продукта — условная или безусловная. «Не каждый структурированный продукт защищает от убытка. Более того, большая их часть сознательно содержит в себе риск убытка,— подчеркивает Михаил Морозов.— Вопрос лишь в том, понимает ли инвестор справедливую стоимость принимаемого риска, знает ли, как управлять риском в случае его реализации». Так как подобные рискованные продукты нередко выпускаются в виде иностранных ценных бумаг, по словам Оксаны Кучуры, инвестор должен знать еще и того, кто выступает гарантом по бумаге.

Поскольку произвести самостоятельно все эти оценки инвестору будет непросто, участники рынка рекомендуют обращаться к специалистам, которые помогут подобрать необходимый инструмент. «Структурированные ноты являются одним из самых сложных инструментов инвестирования. Поэтому обязательно инвестору стоит прибегнуть к помощи инвестиционного консультанта, который поможет выбрать структурированный продукт, отвечающий его требованиям по защите капитала, срокам инвестирования и инвестиционным целям»,— подчеркивает Сергей Коротков. В случае если у инвестора остались вопросы даже после общения консультантом, ему стоит избегать такой инвестиции, советует Павел Бережной.

НАЛОГИ ЗАПЛАТИТЬ ПРИДЕТСЯ

Если структурный продукт выпущен в виде срочного депозита, налог взимается с дохода, превышающего ставку рефинансирования Центрального банка плюс 5%. Согласно Налоговому кодексу, сумма превышения облагается налогом в 13% для физических лиц.

Налогообложение структурных продуктов, выпущенных в форме ценных бумаг, производится в соответствии с положениями Налогового кодекса РФ о налогообложении операций с ценными бумагами. Доходы инвесторов—физических лиц от операций с такими продуктами облагаются в РФ налогом на доходы физических лиц по ставке 13% (для резидентов РФ). Налог начисляется на доходы от купли-продажи структурных продуктов, полученные по ним проценты и доходы от их погашения. Брокер, через которого инвестор проводит операции, является налоговым агентом: он исчисляет сумму соответствующего налога и удерживает его из платежа, причитающегося клиенту. «При проведении операций со структурными продуктами, выпущенными иностранными эмитентами, инвестор также должен учитывать, что в некоторых случаях эмитент может удержать налог с дохода в соответствии со своим национальным законодательством»,— подчеркивает управляющий директор инвестиционной компании «Уралсиб Кэпитал» Франц Хеп. Во избежание проблем с зарубежными налогами инвесторам перед приобретением структурного продукта стоит выяснить, имеется ли с государством эмитента соглашение об избежании двойного налогообложения, советует эксперт.

Более сложная ситуация может возникнуть в случае с квалифицированными инвесторами. «В рамках российского права, если квалифицированный инвестор, но не профучастник, приобретает структуру с риском сокращения капитала, то есть возможность, что налоговая инспекция может попросить разложить ее на два инструмента — на производную и защитную», — отмечает вице-президент отдела продаж производных финансовых инструментов «Ренессанс Капитала» Ольга Данилова. В результате в случае наступления убытка по производному финансовому инструменту он не будет попадать в общую налоговую базу и снижать ее. «Это своего рода лотерея, будет ли данная структура разделена на два инструмента или нет,— отмечает госпожа Данилова.— Логика налоговых органов очевидна и заключается в том, что клиент осуществляет не хеджирующие операции, а спекулятивные, поэтому и требует признавать доходы/расходы от производного финансового инструмента отдельно от общей налоговой базы в соответствии с требованиями Налогового кодекса». **Виталий Гайдаев**

Безоглядный хедж

практика

Срочные контракты в первую очередь воспринимаются как инструменты хеджирования рисков. Они позволяют малыми силами застраховать большие активы от нежелательного изменения цен. Однако нередко они превращаются в инструменты, которые не только приносят убытки, но и разоряют инвестора. Используя эти взрывоопасные инструменты, необходимо быть предельно внимательным, учитывая множество рыночных и внерыночных факторов.

По своей природе хеджирование не может принести компании убытка. При этом отдельно операция хеджирования может иметь отрицательный финансовый результат. Но любую хеджирующую структуру имеет смысл рассматривать исключительно вместе с хеджируемой позицией. По словам начальника управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций Райффайзенбанка Никиты Патрахина, «правильно структурированный хедж делает позицию клиента нейтральной к риск-факторам или же сильно уменьшает ее волатильность». В результате потери по хеджирующей структуре, как бы велики они ни казались, всегда компенсируются доходом клиента от основной деятельности и наоборот.

Поэтому защита от рисков — это очень простая стратегия. И ее с равным успехом могут применять любые производители — и металлурги, и нефтяники, и фермеры. Они могут продать продукцию, которую еще не произвели, но которую однозначно произведут. Но в процессе производства возникают естественные риски того, что цена на эти товары упадет, и они не хотят этих рисков допустить. Заключая срочный контракт, они сознательно упускают выгоду от возможного роста цен, но уберегают себя от угрозы их производства в случае падения цен на сырьевые товары.

Как поясняет руководитель бизнеса доверительного управления группы Газпромбанка Анатолий Милюков, «финансисты — те же производственники, и им тоже нужно страховаться от кредитных рисков, рисков изменения процентных ставок и курсов валют».

По сути дела, разрушительная энергия срочного инструмента заложена в его природу. В первую очередь этот инструмент представляет собой финансовый рычаг, плечо, позволяющее «поднимать» финансовые активы, многократно его превосходящие. Во-вторых, срочный характер инструмента, то есть ограниченный срок его действия. В результате использовать инструменты хеджа можно не только для уменьшения риска, но и для его увеличения. По словам управляющего директора «Тройки Диалог» Олега Ларичева, «увеличение риска достигается за счет того, что у инвестора нет базового актива, который бы компенсировал потенциальные потери по срочной части». В этом случае, если инвестор собирается заработать на падении или росте стоимости базового актива, он продает срочные инструменты в расчете на то, что контракт не будет исполнен и цена, которую ему заплатили за контракт, останется у него. «Если он угадал направление движения цен, то он получает прибыль, если нет, то его убытки могут быть колоссальными»,— резюмирует Олег Ларичев. Но такие спекулянты для срочного рынка очень важны. Как поясняет Анатолий Милюков, «без них не с кем было бы договариваться о сделках тем, кто пытается застраховать свой бизнес».

Единственным ликвидным активом Lehman Brothers осталась его история ФОТО AP/ASSOCIATED PRESS

На российском рынке были примеры не самого удачного использования срочных контрактов как промышленными компаниями, так и финансовыми институтами. Компания «Полиметалл» при привлечении синдицированного кредита в 2004 году стала стороной по соглашениям о хеджировании. В соответствии с этими соглашениями «Полиметалл» должен был поставить Standard Bank London в течение 2006 года более 9 млн унций по цене $6,65–7,95, а в течение 2007 года — ABN AMRO 14,5 млн унций серебра по ценам от $7,79–7,82 за унцию. Между тем стоимость серебра на мировом рынке в те годы не опускалась ниже $9 за унцию, а в среднем превышала $12,5 за унцию. В результате недополученный доход компании составил $114 млн. Весной, когда индекс РТС был на уровне 2100 пунктов, на срочном рынке банк «КИТ Финанс» поставил на падение рынка. Он продал опционы пут с ценой исполнения 1600–1700 пунктов. Расчет был на то, что индекс не упадет до этого уровня и покупатель этого опциона исполнять его не будет. В результате падения индекса РТС контракты были исполнены, и на руках «КИТ Финанса» оказались обязательства купить индекс РТС исходя из уровня индекса 1600–1800 пунктов, тогда как индекс находился на уровне 1200 пунктов.

Так как в сделке всегда присутствуют две стороны, нельзя сбрасывать со счетов и риск контрагента. Для товарных срочных инструментов он заключается в невозможности поставить физический товар. Антон Толмачев приводит в пример прошлогодние перебои с поставками на мировом рынке серебра, к которым привело отсутствие физического металла и ожидание выплавки новых слитков. Недавнее наводнение в Австралии привело к резкому снижению предложения хлопка, в результате чего на спотрынке его стало невозможно купить. Впрочем, как отмечает господин Толмачев, в этих случаях «есть возможность разойтись с таким контрагентом деньгами».

Иное дело, когда риск контрагента происходит из-за его дефолта. Такие ситуации возникают из-за сильного спада в экономике или резких падений на рынках акций и облигаций. В этом случае собственных средств спекулянтов, которых раньше вроде бы хватало для обеспечения их позиций по деривативам и срочным контрактам, может оказаться недостаточно. Этот риск несет опасность и для финансистов, которые используют срочные контракты для страхования своего бизнеса. Анатолий Милюков приводит в пример ситуацию с американским банком Lehman Brothers, который очень активно продавал контракты от банкротства (Credit Default Swaps). Но когда Lehman Brothers сам обанкротился, оказалось, что у них таких контрактов почти на $100 млрд. В гораздо большем объеме это произошло с AIG — крупнейшим страховщиком, который выписал гигантское количество страховочных контрактов от кредитного риска фактически всем крупнейшим мировым финансовым институтам, включая такие, как Goldman Sachs и Deutsche Bank. По словам господина Милюкова, если бы американское правительство не спасло AIG от банкротства, то ни Goldman Sachs, ни Deutsche Bank сейчас бы не было, поскольку все свои позиции, которые они застраховали через покупку контрактов у AIG, не были бы исполнены.

Необходимо отметить, что хеджирование для корпоративных компаний помимо собственно деривативной составляющей может и должно дополнительно учитывать юридические и налоговые аспекты. Как считает Никита Патрахин, хеджирование не должно приводить, например, к увеличению налоговых расходов, которые полностью ликвидируют эффект от его применения или принесут убытки компании. По его словам, специфические изменения финансовых потоков (выплат, процентных ставок и пр.) необходимо «запаковывать» в стандартные простые инструменты, понятные и прозрачные для всех участников процесса. В этом случае влияние внерыночных факторов будет сведено к минимуму.

Виталий Гайдаев

СРОК ЗА СРОЧНЫЙ РЫНОК

В истории срочного рынка есть много примеров того, как рисковое обращение с финансовыми инструментами приводило к колоссальным убыткам крупных корпораций. Наиболее яркие из них — крах британского банка Barings и астрономические потери французского Societe Generale.

Трейдер Barings Николас Лисон несколько лет проводил успешные арбитражные операции на биржах Осаки и Сингапура. Но 16 января 1995 года он совершил сделку, которая привела к краху его карьеры и краху банка. Он продал одновременно опционы put и call с одинаковыми ценами и сроками исполнения, надеясь получить прибыль в условиях бокового тренда и рассчитывая, что японский рынок до начала следующего рабочего дня не претерпит серьезных изменений. Но его надежды рухнули в прямом смысле, потому что рано утром 17 января 1995 года землетрясение силой 7,2 балла по шкале Рихтера разрушило значительную часть японского города Кобэ и унесло жизни примерно 6,5 тыс. его жителей. На катастрофу индекс Nikkei отреагировал падением в течение недели почти на 7%. Потери господина Лисона только в день землетрясения составили более £55 млн. Он пытался предотвратить крах при помощи все более рискованных сделок, скупая фьючерсные контракты на индекс Nikkei в расчете на скорое повышение их цены. На протяжении месяца он купил более 60 тыс. фьючерсов в напрасных попытках оказать давление на рынок. Восстановления рынка он так и не дождался. Скупка фьючерсов принесла убытки банку в размере £619 млн, а общие потери составили £827 млн, что почти вдвое превысило его собственный капитал. В конце февраля того же года Высший суд Британии признал один из старейших национальных банков банкротом. А еще через неделю Barings был продан за символический £1 голландской банковской группе ING. Ника Лисона приговорили к шести с половиной годам тюрьмы, а все его имущество, в том числе гонорар за автобиографическую книгу, было конфисковано в пользу кредиторов Barings.

Трейдер Жером Кервьель с 2004 года осуществлял фьючерсные операции банка Societe Generale. В конце 2007 — начале 2008 годов он открыл позиции на рост европейских фондовых индексов на сумму €50 млрд, якобы скрыв это от банковской системы контроля. Обнаружение и вынужденное закрытие этих позиций банком в январе 2008 года привело к обвалу фондовых рынков. Сам SG понес потери в размере €4,9 млрд. Жером Кервьель был приговорен к трем годам тюрьмы и выплате банку компенсации в размере £5 млрд. Одной из крупнейших европейских финансовых групп был нанесен серьезный репутационный ущерб, CEO SG Даниэль Бутон ушел в отставку. Сам господин Кервьель утверждал, что руководство банка было в курсе его действий и не препятствовало ему, пока они приносили прибыль. **Анна Героева**