

ФАКТОРЫ, СДЕРЖИВАЮЩИЕ РАЗВИТИЕ РЫНКА СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

только OTC, что потребует от инвестора значительных начальных инвестиций». Также в стоимость необходимо включить депозитарные, брокерские и прочие сопутствующие издержки. Александр Лосев обращает внимание, что даже среди сотрудников банков очень мало тех, кто может сформировать такой структурный продукт самостоятельно, «кто обладает необходимыми математическими знаниями для расчета параметров стоимости опциона и оценок рисков, а также умеет работать на рынке производных». Но и этого порой недостаточно, поскольку банку и финансовой компании еще необходим набор подписанных соглашений ISDA (RISDA) с контрагентами, ведь далеко не все можно сделать с помощью биржевых опционов.

Барьерный забег

Приобретая инвестиционные облигации, необходимо тщательно знакомиться с проспектами этих ценных бумаг или задавать соответствующие вопросы сейлз-менеджерам банков. В случае если вопросы останутся неразрешенными, лучше отказаться в пользу менее рискованных инструментов.

В настоящее время основными базовыми активами выступают валюты (доллар США и евро), а также долевыми ценные бумаги российских эмитентов (например, акции «Газпрома» или Сбербанка). По ценам этих активов, как правило, устанавливаются так называемые барьеры. Выход за их пределы нередко ведет к тому, что дополнительный доход по облигациям не будет выплачен. Например, по двум уже завершенным выпускам (Сбербанка и ВТБ) курс доллара вышел за обозначенные условиями эмиссии барьеры. В результа-

Продавая кредитный риск клиенту, банк продолжает создавать резервы и учитывать его при расчете нормативов, что создает нагрузку на капитал. Эти скрытые расходы могут свести на нет экономику продукта. В российском законодательстве не проработана возможность покупать структурные облигации в портфели институциональных инвесторов (пенсионных фондов, страховых компаний). Структурные облигации не имеют права покупать неквалифицированные инвесторы. Некоторые ограничения в рамках процедуры эмиссии выглядят архаично.

те владельцы этих бумаг получили лишь символический купонный доход 0,01% годовых. Однако в ряде выпусков (например, ВТБ, привязанных к доллару, или Сбербанка, привязанных к евро) дополнительный доход пропорционален времени нахождения цены базового актива в заданном диапазоне.

В ряде случаев, к примеру у Сбербанка, базовыми активами могут выступать разнообразные металлы (медь, никель, палладий и проч.) или ценные бумаги (Apple, Alphabet, Facebook, Amazon и проч.). Однако дополнительный доход в таких облигациях выплачивается из расчета роста курса доллара на российском рынке. Базовые же активы требуются лишь для определения, должен быть выплачен доход или нет. Например, если цены всех этих активов к расчетной дате превышают их цены на момент размещения (или превышают 85–95% их первоначальной цены). Однако на величину выплаченного дополнительного дохода рост их стоимости никоим образом не влияет. Как поясняет Андрей Шеметов, не все инструменты предусматривают «рост актива» как единственно возможное направление изменения цены базовых активов (одного или корзины). Для не-



АЛЕКСАНДР КОРЯКОВ

которых инструментов повышенный по сравнению с депозитами доход может быть получен при относительной неизменности цены актива (нахождении цены актива в так называемом коридоре) или при отсутствии роста использованного базового актива выше определенного уровня, указывает он.

Осмотрительный подход

Не стоит расслабляться и когда дополнительный доход привязан к базовому активу. Например, в первых выпусках Сбербанка базовым активом выступали ADR на акции самого банка. Однако учитывалось только изменение стоимости самих ценных бумаг без валютной переоценки. Впоследствии подобные выпуски уже выполнялись с учетом изменения курса доллара. Несмотря на то что курс американской валюты за последние полгода существенно вырос, он не рос быстро и монотонно. Бывают периоды, и весьма продолжительные, когда курс доллара на российском рынке снижается. Так что такая поправка не всегда увеличивает дополнительный доход. Не исключено, особенно на горизонте нескольких лет, что курс доллара окажет медвежью услугу владельцам облигаций. Как пояс-

нил Андрей Шеметов, «при использовании актива, номинированного в долларах США (ADR Сбербанка), в качестве базового отсутствие поправки на курс вынуждает учитывать корреляцию между стоимостью акций Сбербанка и курсом рубля в цене инвестиционной облигации». Однако опросы клиентов показали, что они, как правило, хотели бы получать доход с поправкой на курс. Что и было реализовано в последующих выпусках.

Помимо барьерных ограничений почти в каждом выпуске используется и так называемый коэффициент участия. Он, так же, как курс доллара, может как увеличивать размер дополнительного дохода (когда превышает 1), так и сокращать его (менее 1). В ряде случаев в качестве ориентира даны ставки купона, которые реализуются при одинаковом курсе доллара на начало и конец расчетного периода. В многолетних бумагах купонные выплаты бывают полугодовые или годовые. Причем если в какой-либо период купон не реализуется (например, стоимость базовых активов ушла ниже, чем была при размещении выпуска), то он добавится к следующему купону в случае его реализации.

ФИНАНСОВЫЕ ПРОДУКТЫ НА ОСНОВЕ СТРУКТУРНЫХ ОБЛИ- ГАЦИЙ (ПО ВЕРСИИ АЛЬФА-БАНКА)

Российские автоколлы

В качестве базовых активов в него входит набор акций разных эмитентов, причем они могут быть и из разных стран и в разных валютах. По каждой из них фиксируется цена на момент выпуска ноты, далее отслеживается цена худшей акции из корзины (которая может меняться за срок жизни продукта). Каждый год в дату наблюдения цены акций сравниваются с двумя барьерами — барьером отзыва (например,

100%) и купонным барьером (80%). Если в дату наблюдения цена всех акций оказалась выше барьера отзыва, то по инструменту выплачивается купон за первый год, а сам он погашается по номиналу. Отсюда и его название — автоколл (automatic call). Если же цена худшей акции выше уровня купонного барьера, но ниже барьера отзыва, по ноте выплачивается купон за первый год и она продолжает жить как минимум еще один год. Если же цена худшей акции ниже купонного барьера, то купон не выплачивается, а нота продолжает жить. Пропущенный купон может быть выплачен, если в одну из следующих дат было выполнено условие по выплате купона. Если нота дожила до последней даты наблюдения, возни-

кает дополнительное условие, а именно возможность ее погашения акциями одной из компаний в корзине. Цена худшей акции будет сравниваться с еще одним барьером — барьером поставки. Если цена ниже, то производится погашение акциями. Акции будут поставлены по цене, равной уровню барьера поставки.

Облигации со встроенным кредитным риском

Продукты со встроенным кредитным риском могут быть основаны на конкретных облигациях или кредитах, но чаще всего базовым активом является неисполнение конкретным эмитентом обязательств по любому займу. Самым базовым продуктом является кредитная нота

(credit-default note). Ноту эмитирует банк, и по ней предусмотрен фиксированный купон — более высокий, чем по аналогичной облигации банка-эмитента. Ведь в этом случае инвестор несет кредитный риск не только банка, но и третьей стороны — как правило, известной публичной компании. Если за срок жизни ноты контрольное лицо не допускает дефолта, то нота ведет себя как обычная облигация банка. Но если наступает дефолт, то вместо погашения номинала по ней либо поставляются кредитные требования контрольного лица на такой же номинал, либо совершается денежный расчет на основе цены дефолтных обязательств (меньше номинала). Логическим расширением кредитных нот являются так называе-

мые ноты первого дефолта. По ним фиксируется не одно, а несколько контрольных лиц и наблюдается, не произошло ли событие дефолта по любому из них. Во многом это похоже в автоколлы, но с некоторыми отличиями. В частности, наблюдение производится не в отдельные дни с определенной периодичностью, а в каждый из рабочих дней.

Бивалютные структурные облигации

Бивалютные структурные облигации, которые живут, как правило, в течение коротких сроков (например, полгода), дают клиенту привлекательную доходность. При этом банк оставляет за собой право погасить облигацию в более слабой валюте.