

ОПРЕДЕЛЕНИЕ И КЛАССИФИКАЦИЯ СТРУКТУРИРОВАННЫХ ФИНАНСОВЫХ ПРОДУКТОВ

© 2009 В.В. Омельченко*

Ключевые слова: сущность структурированных продуктов, классификация структурированных продуктов, инвестиционный меморандум, ранжирование продуктов.

Рассматриваются структурированные финансовые продукты, получившие широкое распространение в мире за последние 20 лет. Представлены сущность таких продуктов, цели и задачи их применения. Определены критерии ранжирования продуктов, доказана необходимость внедрения четкой системы их классификации как неотъемлемого фактора развития рынка.

Сущность структурированных продуктов

Согласно определению, данному в книге Roberto Knop, «структурированный продукт - это комплексный финансовый инструмент, доходы и выплаты по которому зависят от сочетания более простых инструментов. Он обычно состоит из **депозита и производных финансовых инструментов**. Его отличительным свойством является перенос первоначального риска каждого из компонентов на отдельный финансовый инструмент...»¹.

Sajit Das² утверждает, что структурированный продукт относится к особому классу долговых инструментов, и основная привлекательность таких продуктов заключается в их способности **создавать высокую вовлеченность капитала** (Экспозицию, эффект финансового рычага).

Многие другие источники схожи в своих определениях. Они в свою очередь также акцентируют особое внимание на том, что основой инструмента является комбинация ценной бумаги (или денежного актива) и одного или нескольких финансовых производных³.

Однако нельзя полностью утверждать, что структурированный продукт - это упакованная «ценная бумага и дериватив(ы)». Понятие структурированного продукта настолько широко, что его компоненты не всегда легко распознать. Использование деривативов не всегда обязательно. Так, например, Финская Ассоциация Структурированных продуктов утверждает, что банки «... не обязательно используют деривативы для хеджирования риска базового акти-

ва, даже если сам структурированный продукт имеет «деривативные» черты поведения»⁴.

Для понимания сущности продукта наиболее правильным будет использование следующего определения: *Структурированный продукт - это комплексный финансовый инструмент с заранее установленными условиями выплат и возврата инвестированного капитала. Выплаты по нему зависят от изменения стоимости базового актива, к которому он привязан, а их характер и периодичность определены компонентами структурированного продукта - ценными бумагами (преимущественно долговыми инструментами) и производными финансовыми инструментами.*

Одна из основных особенностей продуктов - это их инвестиционный характер. Однако возможности и задачи многочисленны как для инвесторов так и для эмитентов.

Цели и задачи структурированных продуктов

♦ *Арбитраж.* И инвесторы, и эмитенты с помощью продуктов могут осуществлять арбитражные сделки.

♦ *Ограничения по инвестированию.* Такие группы инвесторов как пенсионные и паевые инвестиционные фонды, страховые компании получают доступ к деривативам через ценную бумагу.

♦ *Налогообложение и учет.* Структурированные продукты легки в налогообложении и учете, поскольку рассматриваются как единая ценная бумага и стоимость производных уже заложена в цене продукта.

* Омельченко Владимир Владимирович, аспирант Государственного университета - Высшей школы экономики, г. Москва. E-mail.ru: vomelchenko@rambler.ru.

♦ *Создание продуктов “на заказ”.* Свобода изготовления инструментов настолько велика, что инвесторы могут получать инструмент с заданными параметрами риска и доходности.

♦ *Хеджирование.* Структурированные продукты могут использоваться не только для инвестиций, но и для страхования рыночных рисков.

♦ *Доступ на новые рынки.* С помощью продуктов инвесторы получают доступ к экзотическим инструментам и новым рынкам.

♦ *Дешевый источник финансирования.* Средства, предназначенные для инвестирования в долговой инструмент, могут использоваться эмитентом для собственного финансирования по ставке гораздо ниже рыночных.

Классификация структурированных продуктов

Цели и задачи создания структурированных продуктов определяют их классификацию. На данный момент в мировой практике не принята единая система классификации продуктов. Она отсутствует по ряду очевидных причин: это *молодость рынка и ограничение доступа к нему среди частных инвесторов, постоянное появление новых инструментов, собственное трактование продуктов инвестиционными банками.*

♦ Отсутствие классификации имеет свои последствия для всех участников рынка, среди них:

♦ Трудности определения класса с нормативной точки зрения;

♦ Проблемы, связанные с эмиссией и раскрытием информации;

♦ Неоднозначность расчета рисков и доходности инструментов;

♦ Установление лимитов на торговлю продуктами;

♦ Ограничения среди институциональных инвесторов;

Низкая ликвидность продуктов.

Несомненно, для решения проблемы классификации требуется всеобщая координация внутри отрасли и выработка единых категорий определения типов продуктов.

Изучив продукты, представленные сегодня на рынке, можно классифицировать их следующим образом (см. рисунок):

В зависимости от поставленных задач:

Данный критерий был рассмотрен ранее, и его повторное описание не представляется необходимым.

По уровню гарантированности капитала:

Продукты предоставляют:

♦ *Гарантированный возврат капитала* - гарантируется стопроцентный возврат капитала, вне зависимости от стоимости базового актива;

♦ *Частично гарантированный возврат капитала* - возврат капитала гарантирован частично, в виде процента от инвестированной суммы.

По количеству (периодичности) выплат выделяют:

♦ *Купонные* - на протяжении всего срока действия у таких инструментов, как и у облигаций, предусматривается более чем одна выплата;

♦ *Бескупонные* - предусматривается одна выплата в конце срока действия, которая включает в себя возврат капитала и финансовый результат.

По типу базового актива:

Среди базовых активов, к которым может быть привязан продукт, выделяют следующие: *Ценная бумага (Акция, Облигация), Процентная ставка (-ки), Валюта, Индекс, Корзина активов (валют, акций, товаров и т.д.), Товар, Кредитное качество, Волатильность, Спрэд, Индекс потребительских цен и прочие макроэкономические показатели, Индекс цен на жилье.*

Данная классификация наиболее распространена. Большинство участников рынка делят продукты по типам активов, к которым они привязаны.

По форме продукта:

♦ Ценная бумага;

♦ Депозит;

♦ Фонд;

♦ Услуга доверительного управления.

По типу инвестора

Каждый структурированный продукт рассчитан на определенную группу клиентов. Можно выделить три основные группы инвесторов:

♦ *Розничная группа* - группа массового потребителя;

♦ *Группа институциональных инвесторов*, среди которых инвестиционные дома, банки, государственные и негосударственные фонды;

♦ *“Индивидуальные инвесторы”*, группа обеспеченных физических/юридических лиц.

По поведению базового актива.

Выплаты по структурированным продуктам зависят от динамики базового актива. Можно выделить следующие модели его поведения:

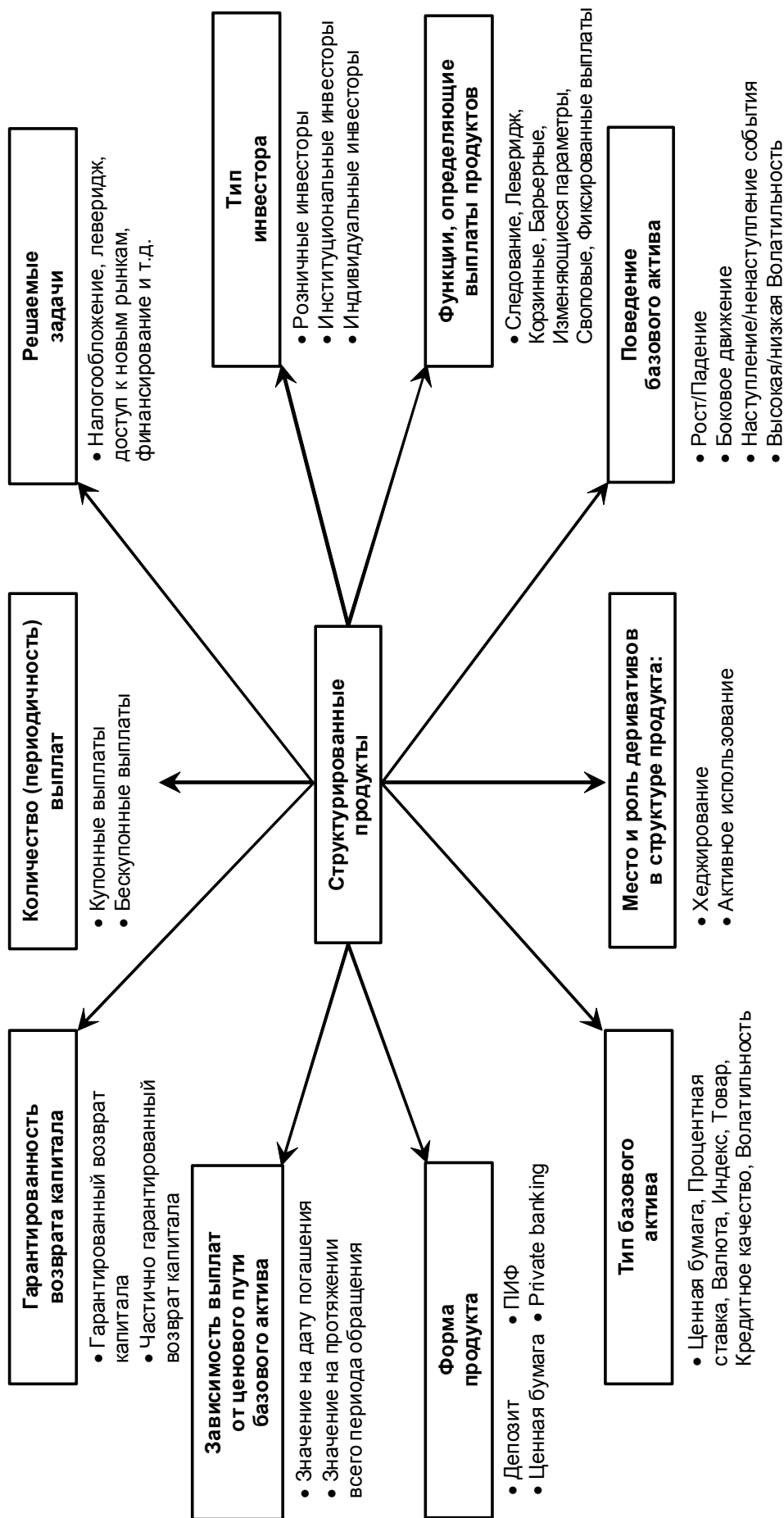


Рис. Классификация структурированных продуктов

- ◆ Рост/Падение;
- ◆ Боковое движение;
- ◆ Наступление/ненаступление события;
- ◆ Высокая/низкая Волатильность.

По степени зависимости выплат от ценового пути базового актива:

Выплаты по продуктам определяются значением переменной на дату погашения либо значением переменной на протяжении всего периода обращения. В первом случае выплаты по продукту являются *независимыми* от ценного пути базового актива, а во втором - *зависимыми*.

По функциям, определяющим выплаты продуктов:

Основной особенностью структурированных продуктов является их основная составляющая - производные финансовые инструменты. Деривативы и их комбинации определяют функции выплат, которые рознятся от продукта к продукту. Данный критерий является самым неоднозначным для определения. Исследовав продукты, представленные на рынке, можно выделить следующие типы функций выплат:

◆ *Функции следования* - выплаты определяются движением базового актива, однопроцентное изменение его цены дает однопроцентное изменение стоимости продукта. Пример продукта: Protected Tracker;

◆ *Функции с использованием маржи* - используется финансовый рычаг. Такие продукты обычно несут в себе риск частичной потери первоначального капитала. Пример продукта: Leverage Long with Stop loss note;

◆ *Корзинные функции* - выплаты определяются динамикой одного актива по сравнению с динамикой корзины базовых активов. Пример продукта: Altiplano note;

◆ *Барьерные функции* - выплаты определяются достижением/недостижением стоимости базового актива определенных значений. Пример продукта: Knock-in, Knock-out note;

◆ *Функции с плавающими параметрами* - в данном случае параметры опционов могут изменяться (например, страйк), исходя из преодоления базовым активом определенного значения. Пример продукта: Cliquet;

◆ *Функции фиксированных выплат* - выплаты в данном случае являются фиксированными. Пример продукта: Reverse Convertible;

◆ *Своповые функции* - выплаты определяются спредами между значениями базовых активов. Пример продукта: Dispersion note.

Представленный выше материал подтверждает необходимость наличия четкой и всеми признанной классификации как неотъемлемого фактора развития рынка в мире. Так как выпуск эмиссия структурированных продуктов становится все более и более распространенным в мире, то крайне остро стоит проблема понимания сущности продукта и его составляющих потенциальными инвесторами

Раскрытие указанных выше показателей и их подробное описание позволит участникам рынка более четко очертить границы и возможности функционирования и дальнейшего развития рынка. Можно выделить три направления, в которых данная информация наиболее необходима:

◆ написание инвестиционного меморандума при запуске инструмента;

◆ установление ограничений по инвестированию средств институциональными инвесторами в структурированные продукты. Использование лимитов профессиональными участниками рынка;

◆ ранжирование продуктов негосударственными ассоциациями и организациями, в том числе при выставлении рейтинга.

Что касается России, то, поскольку в России рынок структурированных инструментов не развит, использование классификации пока носит только теоретический характер. Существующие на сегодняшний день формы продуктов в России, депозиты и формы Доверительного Управления не требуют наличия четких критериев для ранжирования. Тем не менее дальнейшее развитие рынка, а также выпуск инструментов в форме ценных бумаг заставит участников прийти к единой классификации как методологической основе функционирования рынка.

¹ Knop R. Structure Products. A complete toolkit to Face Changing Financial Markets. 2002. John Wiley and Sons.

² См.: Das S. Structured products and hybrid securities. 2001. John Wiley and Sons. P. 1.

³ См.: <http://www.structuredretailproducts.com>; <http://www.structuredproductsonline.com>

⁴ Should structured products be defined as complex or non-complex? // Finnish Structured Products Association. 2007.19.07.

Поступила в редакцию 16.04.2009 г.