

Анатомия структурных продуктов (структурных облигаций, нот и прочих инструментов)

Структурированные (чтобы не сломать язык именуемые «структурные») финансовые продукты в последние десять — пятнадцать лет получили большое распространение на российском инвестиционном рынке. Еще ранее они приобрели популярность в индустрии *private banking* и *wealth management* как привлекательные инструменты для **ленивых состоятельных инвесторов**.

Почему для «ленивых»? Потому что инвестор, который не ленится разобраться в составных частях структурных продуктов, может с бОльшей эффективностью добиться того же инвестиционного результата сам, при этом не замораживая крупную сумму на длительное время.

Какова юридическая анатомия этих инструментов? Из чего они состоят? Можно ли их выпустить самостоятельно и что для этого нужно?

Финансовая структура

С финансовой точки зрения структурный продукт является составным.

Он состоит из инструментов, которые обеспечивают спекулятивный эффект — деривативов на выбранный референсный актив (активы), а также из стабильной, накопительной части, которая, строго говоря, не участвует в формировании финансового результата инструмента, либо если и участвует, то только в генерации небольшого процента на депозит или на надежную облигацию.

В классическом варианте инструмент, проданный инвестору за 100

долларов с гарантией капитала при погашении через 3 года, разбивается на (допустим) 10 долларов, которые тратятся на покупку опционов на референсные активы и 90 долларов, которые кладутся на процентный депозит, чтобы через 3 года, если спекулятивная ставка не сработает и опционы «сгорят», клиент смог бы получить назад свои 100 долларов (к этому времени 90 долларов накопят соответствующий процентный доход).

Где заработок?

Заработок инвестора всегда исключительно спекулятивный. Если ему повезет, то включенный в состав структурного продукта дериватив принесет прибыль, какая-то часть которой будет ему выплачена по условиям продукта. Ровно такую же спекулятивную ставку он смог бы обеспечить себе сам, купив соответствующий дериватив за незначительную часть суммы, вложенной в структурный продукт.

Заработок инвестиционной компании — вопрос творческий.

Если инвестиционная компания перепродает структурный продукт стороннего «производителя» (в России почти все профучастники так и делают), то она зарабатывает как минимум **несколько процентов**, просто играя ценой размещения соответствующего продукта. Причем что особенно радует, зарабатывает **в момент его размещения инвестору**.

Если инвесткомпания формирует структурный продукт самостоятельно, ей открывается значительно большее поле для заработка.

Во-первых, она покупает деривативную составляющую продукта **по ценам реального рынка**, а не с учетом наценки стороннего «структуризатора». Это может добавить как минимум **несколько процентов** к доходности.

Во-вторых, хотя по классической схеме накопительная часть структурного

продукта должна вкладываться в приносящие процентный доход консервативные инвестиции (надежные депозиты или облигации), в реальности эта часть используется инвесткомпанией как **«бесплатная привлеченка» на весь срок структурного продукта**.

В-третьих, некоторые инвесткомпании могут **пренебречь и покупкой деривативной части продукта**, а вместо этого принять риск благоприятного для клиента движения рынка себе «на книгу».

По большому счету, так и появляются на рынке те самые деривативы, которые могут быть включены в состав структурных инструментов: какие-то крупные инвестиционные игроки хеджируют свои позиции, выбрасывая на рынок соответствующий дериватив. А эти инструменты уже потом подбирают «структуризаторы» и делают из них продукты для своих клиентов — но «от обратного».

Если крупный хедж-фонд ставит на рост акций Facebook, но хочет защититься от их падения, то он размещает на рынке опцион, защищающий его от падения акций этой компании. А инвестпосредники уже делают из него продукт для конечных клиентов «от обратного»: «заработайте столько-то процентов в случае даже незначительного падения акций Facebook!»

Юридическая анатомия структурных продуктов

Как правило, для эмиссии структурных продуктов инвестиционные компании используют специально выделенное юридическое лицо, которое действует как платформа для выпуска (*issuance platform*). Однако среди крупнейших инвестбанков нередки и выпуски от имени основного лица группы.

Эмитент структурного продукта принимает перед инвестором обязательство уплатить определенную сумму по продукту безусловно,

а определенную — в зависимости от изменения рыночной цены определенного референсного актива.

Инвестор не видит, что именно сделает эмитент с полученными у него деньгами за продукт: в отличие от паевых фондов и управляемых сертификатов, состав активов эмитента структурного продукта инвестору не раскрывается.

Для наполнения структурного продукта эмитент заключает через брокера договоры покупки соответствующих инвестиционных активов (опять-таки, это в классической схеме: см. выше) — внебиржевых или биржевых деривативов, облигаций, депозитов, и так далее.

Поскольку одна и та же эмиссионная платформа (юридическое лицо-эмитент) используется для выпуска множества продуктов, в рамках нее ведется учетное разделение на обязательства и активы каждого продукта. Однако, это разделение является исключительно вопросом внутреннего учета эмитента: в том, что касается инвесторов, эмитент **отвечает перед ними по всем своим обязательствам всем своим имуществом**. Если эмитент окажется несостоятельным, то все активы, которые он купил для структурирования всех выпущенных им продуктов, попадут в общий пул для удовлетворения требований всех инвесторов-кредиторов.

Альтернативная схема выпуска

Корпоративное право нескольких стран знает такую форму юридического лица как компания с защищенными (или «сегрегированными») кластерами («ячейками»). По-английски это *protected cell companies* или *segregated portfolio companies*.

Такие лица существуют по праву Люксембурга, Гернси, Каймановых островов, Лихтенштейна и ряда других стран.

Их часто используют для того, чтобы сэкономить на регистрации отдельных

юрлиц под каждый отдельный выпуск ценной бумаги, но при этом минимизировать риск того, что дефолт по одной ценной бумаге вызовет кросс-дефолты по всем остальным.

Юридически это закрепляется следующим образом. На уровне законодательства устанавливается, что в рамках одного юридического лица могут быть созданы независимые друг от друга сегменты (пулы) активов, которые будут обеспечивать обязательства, привязанные только к этому сегменту активов.

То есть одно и то же лицо может выпускать разные обязательства (как ценные бумаги или в иной форме), которые будут обеспечены строго определенными пулами активов в собственности этого юридического лица. Если пул активов «А» будет недостаточен для покрытия обязательств категории «А» (привязанной к пулу «А»), то происходит как бы локальный дефолт кластера, но не дефолт юридического лица в целом. Обязательства «Б», «В», «Г», привязанные соответственно к имущественным кластерам «Б», «В» и «Г», продолжают работать каждый по своей логике.

Можно ли использовать компании с сегрегированными пулами активов для выпуска более защищенных структурных продуктов?

Мы успешно используем такие лица для выпуска обязательств, привязанных к конкретным активам (*asset-backed securities, underlying-linked securities, managed certificates*). Однако во всех этих случаях инвестору раскрывается конкретный состав секьюритизуемых активов.

В случае с структурными продуктами инвестор не видит и по замыслу не должен видеть, из чего экономически «собран» его структурный продукт. Возможно ли тем не менее привязать его конкретный продукт к кластеру «вслепую»? Мы работаем над такой концепцией, и если вопрос для вас актуален, присоединяйтесь к творческому процессу.

Различные типы эмиссионных платформ

Как было сказано выше, некоторые инвестиционные фирмы и банки выпускают структурные обязательства от своего имени. При этом они учитывают их в балансе как обязательства (частично — безусловные, частично — условные, *contingent*) и балансируют их соответствующими активами — прямыми и условными (деривативы).

Однако, равнопопулярной является схема выпуска структурных продуктов от имени специально созданных для этого юридических лиц — эмиссионных платформ.

Это как минимум позволяет не смешивать основные активы инвестиционной группы с массой деривативных продуктов, купленных для обеспечения структурных продуктов.

Инвестиционные платформы могут либо принадлежать инвестиционной группе (в таком случае их активы и обязательства все равно с большой вероятностью будут консолидированы с балансом группы), либо быть «сиротами» (*orphan*), то есть не принадлежать никому. Это достигается оформлением их акций на целевой или благотворительный траст.

С точки зрения компании, это удобно: все операции с структурными продуктами выносятся за баланс основной группы.

С точки зрения клиента (инвестора в структурные продукты), это также может быть безопаснее принятия обязательства от основной компании группы. Если группа вдруг станет несостоятельной, то эмиссионная платформа продолжит функционировать независимым образом и с какой-то вероятностью сможет расплатиться по обязательствам, принятым по структурному продукту (если, конечно, привлеченные от клиентов средства были адекватно распределены между деривативной и стабильной частями продуктов).

© John Tiner & Partners, 2020

Материал с сайта www.securities.expert

Для связи с нами: vt@tiner.ch