

## Структурированные продукты и хеджирование финансовых рисков

© 2015 Курманова Лилия Рашидовна  
доктор экономических наук, профессор  
Башкирский государственный университет  
450076, Республика Башкортостан, г. Уфа, ул. Заки Валиди, д. 32  
E-mail: kurmanova\_ugaes@mail.ru

Рассматриваются современные инновационные финансовые инструменты, которые выступают в форме структурированных финансовых продуктов, выполняющих как инвестиционные функции, так и хеджирование рыночных рисков. Структурированные продукты эмитируются банками и инвестиционными компаниями на основе комбинирования различных финансовых инструментов и обладают нестандартными характеристиками и признаками. Активное использование финансовыми институтами структурированных продуктов обеспечивает им широкое привлечение капитала, а инвесторам - возможность приобрести финансовый актив, удовлетворяющий их профилю риска. Благодаря их использованию финансовые организации смогли предлагать новые продукты, удовлетворяющие растущим потребностям инвесторов в отношении риска и доходности.

*Ключевые слова:* структурированные продукты, хеджирование, рыночные риски, доходность, финансовые институты, инвесторы.

Экономические субъекты осуществляют свою деятельность в изменчивых условиях глобального рынка и, таким образом, постоянно находятся в положении, когда то или иное изменение рыночной ситуации приводит к благоприятным или неблагоприятным последствиям для организаций. Эти изменения касаются, прежде всего, финансовых индикаторов, которыми могут быть процентные ставки, валютные курсы, товарные цены или цены фондового рынка. Компании, напрямую не связанные с определенным рынком, также подвержены риску изменения рыночных процентных ставок, хотя и не осуществляют внешнего финансирования своего бизнеса. Подобная ситуация проявляется во всех отраслях, где потребители для оплаты своих покупок используют внешние источники финансирования.

В современных условиях глобализации финансовой деятельности, дестабилизации международных рынков (например, колебания валютных курсов), повышения информативности общества и развития информационных технологий, усиления неравномерности экономического развития компаниям необходимо постоянно анализировать, учитывать внутренние и внешние факторы воздействия и балансировать между доходностью и рискованностью своей деятельности. Производственный цикл в современных условиях составляет 2 % процесса общественного воспроизводства, материально-техническое снабжение и сбыт - 98 %. Денежные средства, вложен-

ные в сферу распределения, влияют на положение субъекта на рынке сильнее, чем средства, вложенные в производство<sup>1</sup>. Из практических потребностей сферы корпоративных, банковских и инвестиционных капиталов с участвовавшими финансовыми кризисами, которые увеличивают риски всех участников финансового рынка, возникли структурированные финансовые продукты, более сложные, усовершенствованные инструменты управления финансовыми рисками.

Структурированный продукт (англ. structured product) - сложный комплексный финансовый инструмент, финансовая стратегия, базирующаяся на более простых базовых финансовых инструментах. Например, встраивание ковенант в структуру кредитов и облигаций предоставляет дополнительные гарантии кредиторам и инвесторам, качественно повышая уровень финансовых отношений и улучшая функционирование финансового рынка. Структурированные продукты, как правило, выпускаются коммерческими банками и инвестиционными кредитными организациями с целью удовлетворения растущих потребностей клиентов в отношении риска и доходности, которые не могут быть удовлетворены с помощью стандартных финансовых инструментов и являются альтернативой прямым инвестициям.

З. Боди, А. Кейн, Дж.А. Маркус выделяют два ключевых понятия: “упаковка ценных бумаг” (bundling) и “распаковка ценных бумаг” (unbundling)<sup>2</sup>. Здесь подразумевается создание

новых ценных бумаг посредством упаковки первичных и производных ценных бумаг в одну комбинированную ценную бумагу или посредством разделения доходов, приносимых активами, для создания ценных бумаг различных классов. Указанные авторы рассматривают “процесс создания и разработки ценных бумаг с заранее программируемыми свойствами, соответствующими потребностям инвесторов”<sup>3</sup>. Данная позиция может быть дополнена публикациями С. Росса, который понимал “разработку новых финансовых инструментов и методов, используя для этого уже существующие, в целях поиска технологии управления финансовыми рисками на срочном фондовом рынке с помощью операций хеджирования”. К ним он относит форвардные, фьючерсные и опционные контракты, получившие распространение и на российском рынке ценных бумаг<sup>4</sup>. Как подчеркивал Я.М. Миркин, происходит “конструирование ценных бумаг...”<sup>5</sup>. За счет комбинирования различных финансовых инструментов структурированный продукт обладает нестандартными характеристиками и признаками и отличается наличием фиксированного срока действия. Исследователь Р. Колб развивает позицию С. Росса, приводя следующее высказывание: “Использование финансовых производных возможно в комбинации со стандартными финансовыми инструментами для решения сложных проблем управления рисками с помощью также арбитражных возможностей”<sup>6</sup>.

З.А. Воробьева в своем диссертационном исследовании “Финансовый инжиниринг на рынке корпоративных облигаций” акцентирует внимание на “процесс создания инновационных финансовых продуктов для удовлетворения специфических интересов потребителей, возникших под воздействием внешних и внутренних факторов, основной целью которого является формирование желаемых денежных потоков в сочетании с наилучшим возможным соотношением риска, доходности и ликвидности созданного продукта, что обеспечивает его конкурентоспособность”<sup>7</sup>.

Таким образом, структурированный продукт представляет собой сложный (составной) инструмент, сконструированный из двух и более элементарных финансовых инструментов, или является комбинацией инструментов элементарных рынков, как процентный, валютный, кредитный, долевой (рынок акций), долговой, товарный. К примеру, конвертируемые корпоративные облигации со встроенным опционом. Зарубежные финансовые менеджеры преуспели в деле конструирования сложных гибридных финансовых инструментов, что существенно расширило область финансовой инженерии.

Представляется необходимым выделить следующие цели, которые преследуют клиенты при инвестировании в структурированные продукты: снижение рисков и гарантию защиты капитала, получение инвестиционного дохода, хеджирование рисков при управлении рисками бизнеса, диверсификацию вложений, повышение отдачи инвестиций, оптимизацию налогооблагаемой базы и др. Для эмитентов, осуществляющих эмиссию и продажу структурированных продуктов, целями являются привлечение дополнительных источников финансирования, обеспечение ликвидности рынка деривативов и др. (см. таблицу).

Сегодня финансовые институты развитых стран могут предоставлять инвестору полную защиту инвестируемых средств от возможных убытков с потенциальной выгодой от роста или падения актива с помощью деривативов и быстрого структурирования финансовых продуктов. Благодаря гибкости финансовых инструментов можно построить любой продукт с заданными параметрами риска и доходности - начиная от консервативной полной защиты первоначального капитала и заканчивая продуктом с частичной подверженностью инвестируемых средств рыночному риску.

По мере роста объемов выпуска структурированных продуктов и развития финансового инжиниринга технология моделирования стано-

### Цели использования структурированных финансовых продуктов

Инвестор	Эмитент
Доступ на новые рынки	Дополнительный источник финансирования
Создание продуктов "на заказ"	Ликвидность рынка производных финансовых инструментов
Использование финансового рычага	Продвижение новых финансовых продуктов
Гарантия защиты капитала	Привлечение инвесторов за счет удовлетворения их специфических потребностей на основе развития клиентоориентированной стратегии
Налогообложение и учет	
Перенос кредитного риска	
Ограничения финансирования по лимитам	
Диверсификация вложений	Развитие кредитной истории
Эмитент и Инвестор: - Хеджирование рыночных рисков - Арбитраж	

вилась все более изощренной, расширилось число модификаций продуктов и выплат по ним. В частности, появилась тенденция к развитию продуктов с купонными платежами, процентная ставка по которым значительно превышает рыночные ставки по депозитам. Кроме того, были предложены продукты, выплаты по которым привязывали к динамике определенного актива, но они предоставляли лишь частичную защиту инвестируемых средств<sup>8</sup>.

В состав структурированных продуктов могут входить различные компоненты. Например: а) это инструменты с фиксированной доходностью с заранее определенными сроками и размерами платежей (депозиты, векселя, облигации), которые характеризуются низкой степенью риска, пользуются большей популярностью у консервативных инвесторов; б) в большинстве случаев в состав структурированных продуктов входят инструменты, привязанные к собственному капиталу: акции, индексы акций, производные финансовые инструменты (деривативы) - опционы, фьючерсы, свопы (соглашения, позволяющие временно обменять одни активы или обязательства на другие активы или обязательства), процентные ставки, инструменты, привязанные к курсам валют, инфляционные продукты, товарные контракты. В настоящее время на различных товарных биржах по всему миру продается около 100 так называемых биржевых товаров, среди которых можно обозначить несколько групп товаров: энергетическое сырье, зерновые, цветные и драгоценные металлы и др.

Выделяют коммерческий и розничный структурированный продукты, которые отличаются не только целевой аудиторией, но и особенностями создания. Во-первых, коммерческие продукты создаются преимущественно с целью страхования рисков, в то время как розничные продукты в основном имеют инвестиционный характер. Например, комплексный коммерческий продукт может быть создан как комбинация процентного свопа и валютного форварда с целью страхования его владельца от неблагоприятного изменения процентных ставок и валютных курсов. Во-вторых, коммерческие продукты создаются на заказ, а розничные используются преимущественно для финансирования деятельности эмитента. При создании коммерческих продуктов оцениваются индивидуальные предпочтения клиента, а продавец продуктов зарабатывает на разнице между стоимостью продаваемого продукта и ценой его хеджирования. В-третьих, риск коммерческих структурированных продуктов выше розничных. Обычно для страхования кредитного риска продавец коммерческих продуктов берет с

покупателя гарантийное обеспечение, эквивалентное рыночной стоимости продукта<sup>9</sup>.

Рассмотрим, как формируется и реализуется структурированный продукт, который, как правило, состоит из двух частей. Первую часть можно условно назвать безрисковой, ее средства вкладываются в максимально надежные финансовые инструменты с фиксированной доходностью, такие как банковские депозиты и облигации. Эта часть инвестиций позволяет сохранить базовые вложения клиента и приносит стабильную прибыль, формируя "подушку безопасности", которая обеспечивает инвестору возврат всех его средств в конце инвестиционного периода независимо от результатов инвестирования во вторую - доходную часть. В доходной или рискованной части средства вкладываются в более доходные, но в то же время и более рискованные инструменты, например, фьючерсы, опционы - производные финансовые инструменты, позволяющие купить или продать выбранный актив и получить значительную прибыль при благоприятном стечении обстоятельств. Они более рискованны, но и доходность по ним высока. Причем рискованная часть занимает в портфеле такую долю, потеря которой при наихудшем исходе компенсируется прибылью безрисковой части. Это пример самого простого варианта структурированного продукта, сейчас имеется множество их разновидностей.

При инвестировании в структурированные продукты необходимо учитывать следующие составляющие: а) коэффициент участия в прибыли и б) уровень защиты капитала. Эти параметры связаны друг с другом: чем выше коэффициент участия, тем выше уровень риска. Коэффициент участия определяет, какой процент от прибыли получит инвестор в конце инвестиционного периода. Если базовый актив вырос в цене, то инвестор получит доход, если упал - только первоначальный капитал. При полной защите средств коэффициент участия обычно невысокий. Стратегии с меньшей защитой капитала предполагают больший коэффициент участия в доходе. Но в таком случае, если рынок пошел в противоположную сторону, инвестор может понести убытки.

Структурированные финансовые продукты, по существу, представляя собой готовый инвестиционный портфель, одна часть которого (защитная часть) всегда больше другой. От выбора стратегии зависит, в какой пропорции распределяются эти части и как диверсифицируются риски. Существуют программы с гарантией полного возврата первоначального капитала (однако ни одна программа не защитит в полной мере от

курса валют или инфляции); частичной гарантией возврата капитала, и гарантия возврата капитала отсутствует или является условной. Инвесторы, выходящие на рынок структурированных продуктов с целью снизить ценовые риски, должны понимать, что программа хеджирования не ставит целью полностью устранить риск, она разрабатывается для того, чтобы трансформировать риск из неприемлемых форм в приемлемые и оценить соотношение между преимуществом хеджирования и его стоимостью.

Наиболее развитый рынок структурированных продуктов в Европе. В отличие от США и Азии, европейский рынок характеризуется достаточно широким выбором инструментов. На рынке структурированных продуктов присутствует четкий перечень продуктов, предлагаемых банками. Швейцарская ассоциация структурированных продуктов (Swiss Structured Products Association) предлагает разделять продукты по следующим категориям:

- продукты, повторяющие динамику базового актива (любой торгуемый фондовый актив);
- продукты с повышенной доходностью (превышающей рыночные ставки);
- продукты с защитой капитала (выделяют защиту капитала без верхнего порога и с верхним порогом выплат).

Выбор структурированных продуктов, которые предлагаются клиентам на российском рынке, далеко не так широк, как на зарубежных рынках. Как правило, это индексируемые депозиты, облигации, вексельные схемы, договоры доверительного управления и брокерского обслуживания, договоры займа с плавающей ставкой, РЕПО с плавающей ставкой, ОФБУ. Предлагаются структурированные продукты, базовым активом в которых могут являться более 20 валютных пар, золото, серебро, фондовые индексы, акции, нефть и сельскохозяйственные товары (пшеница, кукуруза, сахар и др.). Практически все структурированные финансовые продукты, предлагаемые в России сегодня, имеют очень простую схему выплат и состоят преимущественно

из простых опционов. В последнее время стали появляться более сложные продукты, но их доля пока невелика.

Структурированные инструменты преимущественно привязаны к индексу РТС либо к стоимости акций “голубых фишек” и нацелены на рост фондового рынка. В отличие от зарубежных аналогов, срок обращения российских продуктов ограничен одним годом, а коэффициент участия по инструментам с защитой капитала составляет не более 50 %. Вторичный рынок практически отсутствует. Продать продукт можно лишь банку-эмитенту по цене, далекой от справедливой. Препятствиями к развитию данного вида инвестиций являются неразвитость инфраструктуры рынка производных финансовых инструментов, отсутствие в российском законодательстве четкого определения структурированного продукта как инструмента инвестиций, а также неоднозначность в вопросе налогообложения. Поэтому российские эмитенты при выпуске структурированных продуктов все больше используют западные площадки.

<sup>1</sup> Курманова Д.А. Направления инновационного развития финансового рынка // Экономические науки. 2014. □ 4(113). С. 90.

<sup>2</sup> Боди З., Кейн А., Маркус Дж. Принципы инвестиций. 4-е изд., перераб. и доп. Москва, 2002.

<sup>3</sup> Там же.

<sup>4</sup> Росс С., Вестерфилд Р., Джордан Б. Основы корпоративных финансов. Ключ к успеху коммерческой организации - финансовое планирование и управление / пер. с англ. под общ. ред. Ю.В. Шленова. Москва, 2001. С. 678.

<sup>5</sup> Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок: профессиональный курс в Финансовой академии при Правительстве РФ. Москва, 1995. С. 273.

<sup>6</sup> Kolb R.W., James A. Overdahl Financial derivatives. Third Ed. New Jersey, 2003. P. 2.

<sup>7</sup> Воробьева З.А. Финансовый инжиниринг на рынке корпоративных облигаций : дис. ... канд. экон. наук. Москва, 2003.

<sup>8</sup> Инновации на финансовых рынках : колл. монография / под науч. ред. Н.И. Берзона, Т.В. Тепловои. Москва, 2013. С. 155.

<sup>9</sup> Там же. С. 156.

Поступила в редакцию 02.06.2015 г.