Сундукова, Ольга Александровна. Структурированные продукты на финансовом рынке России : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Сундукова Ольга Александровна; [Место защиты: Сарат. гос. соц.-эконом. ун-т].- Саратов, 2013.- 144 с.: ил. РГБ ОД, 61 13-8/1438

**Содержание к диссертации**

Введение

**Глава 1. Теоретический анализ структурированных продуктов 13**

1.1 Сущность структурированных продуктов 13

1.2. Классификация структурированных продуктов 23

1.3. Факторы, обуславливающие применение структурированных продуктов инвестиционными компаниями и коммерческими банками 33

**Глава 2. Практика развития структурированных продуктов в России . 45**

2.1. Основные этапы и современные особенности развития структурированных продуктов в России 45

2.2. Проблемы развития структурированных финансовых продуктов в России 58

**Глава 3. Направления развития структурированных продуктов на финансовом рынке России 69**

3.1. Повышение инвестиционной привлекательности и оптимизация деривативной составляющей структурированных продуктов 69

3.2. Совершенствование механизмов конструирования и использования структурированных продуктов 84

3.3. Возможности применения зарубежных структурированных продуктов на финансовом рынке России 109

Заключение 119

Список использованных источников 129

* [Классификация структурированных продуктов](http://www.dslib.net/finansy/strukturirovannye-produkty-na-finansovom-rynke-rossii.html#5312601)
* [Основные этапы и современные особенности развития структурированных продуктов в России](http://www.dslib.net/finansy/strukturirovannye-produkty-na-finansovom-rynke-rossii.html#5312602)
* [Проблемы развития структурированных финансовых продуктов в России](http://www.dslib.net/finansy/strukturirovannye-produkty-na-finansovom-rynke-rossii.html#5312603)
* [Совершенствование механизмов конструирования и использования структурированных продуктов](http://www.dslib.net/finansy/strukturirovannye-produkty-na-finansovom-rynke-rossii.html#5312604)

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.** Решения в сфере регулирования финансовых рынков, которые принимают страны-участницы G7 и G20 в посткризисный период, позволяют предположить, что неолиберальная модель регулирования исчерпала себя и на наших глазах сменяется новой, более жесткой моделью, контуры которой пока еще едва очерчены. Однако уже сегодня становится очевидно, что в центре внимания регулирующих органов находится одна из наиболее ярких тенденций посткризисного развития - увеличение объемов сделок с экзотическими финансовыми инструментами. Таким образом, финансовый кризис 2008 года повлиял на развитие рынка финансовых инструментов двояко. С одной стороны, как российские, так зарубежные участники резко сократили свое участие в процессах инвестирования. С другой стороны, все большую популярность приобретают сложные финансовые инструменты, обеспечивающие гарантию минимальной доходности и/или возврата инвестированной суммы.

К традиционным инструментам с гарантированной доходностью (или гарантией возврата инвестированного капитала) относятся классические банковские депозиты и иные долговые инструменты (облигации, векселя, ноты и пр.). Однако интерес к данным инструментам со стороны потенциальных инвесторов ограничивается рядом факторов, а именно:

1) в целях борьбы с кризисными явлениями финансовые власти развитых и части развивающихся стран использовали механизм снижения процентных ставок, в результате чего реальные процентные ставки нередко ушли в отрицательную зону, что существенно ограничивает спрос на традиционные банковские депозиты, а также векселя, ноты и прочие долговые бумаги (в том числе и корпоративные);

2) ввиду трансформации финансового кризиса 2008 года в долговой кризис стран, входящих в зону евро, у участников рынка возникают все большие опасения относительно способности этих стран продолжать выплаты по своим облигационным займам, что способствует оттоку средств с рынка государственных долговых бумаг.

В этой связи инвесторы начинают проявлять все больший интерес к финансовым инструментам, которые способны гарантировать определенный финансовый результат и при этом способны генерировать доход, превышающий банковский процент. К подобным инструментам относятся структурированные продукты, представляющие из себя комбинацию долгового инструмента с гарантированной доходностью и одного или нескольких инструментов фондового рынка.

Рынок структурированных продуктов зародился в Европе в конце 1990-х годов и сегодня оценивается более чем в $500 млрд. Несмотря на некоторое снижение объемов сделок в предкризисном 2007 году, стабилизация рынка была зафиксирована уже в 2009 году, а начиная с 2010 года рынок структурированных продуктов вновь возобновил рост объемов сделок и расширение спектра инструментов.

Российский рынок структурированных продуктов лишь незначительно отстал от своих зарубежных аналогов и, появившись в середине 2000-х годов, с первых же лет демонстрировал высокие темпы роста. Массовый характер сделки с инструментами данного сегмента финансового рынка приобрели в 2007 году.

Тем не менее, по причине сложности процессов инжиниринга структурированных продуктов, а также ввиду молодости этого финансового инструмента данный сегмент рынка исследован недостаточно глубоко. В частности, не в полной мере изучены теоретические основы функционирования и регулирования структурированных продуктов; нерешенными остаются вопросы определения сущности, понятийного аппарата, свойств, признаков, классификации структурированных продуктов.

В дополнительной проработке нуждается комплекс вопросов, связанный с инвестиционной привлекательностью структурированных продуктов.

Эти и иные проблемы рынка структурированных продуктов показывают острую необходимость их теоретического, методологического и практического решения. Даже фрагментарное перечисление существующих проблем свидетельствует об актуальности исследования.

**Степень разработанности проблемы.** Научный интерес к проблемам структурированных продуктов у исследователей возник в последнем десятилетии ХХ века.

Проблемы конструирования структурированных продуктов освещены в работах таких зарубежных исследователей, как С. Дас, Р. Кнопп и Р. Эрнандес. Некоторые проблемы рисков и доходности деривативной части структурированных продуктов нашли свое отражение в работах В.К. Бансала, Д. Каплана, Р.У. Колба, К. Коннолли, Т. Лофтона, Л. Макмиллана, Дж. Маршалла, Дж. Хал.

Среди отечественных исследователей, занимавшихся теоретическими проблемами конструирования структурированных продуктов, можно выделить З.А. Воробьеву, М.Ю. Глухова, Д.А. Литвиненко и В.В. Омельченко. В работках таких российских авторов, как А.Н. Буренин, В.А. Галанов, М.В. Киселев, Б.Б. Рубцов, А.С. Селивановский, А.С. Селищев, А.А. Суэтин, В.С.Уткин, А.Б. Фельдман раскрыты теоретические и практические аспекты обращения инструментов срочного финансового рынка, которые используются при конструировании деривативной части структурированных продуктов. Отдельными разработками частных вопросов в области конструирования и продвижения на рынок структурированных продуктов занимались И.А. Дарушин, М.С. Толстель, С.В. Якунин.

Несмотря на то, что проблемам структурированных продуктов посвящено множество работ, анализ научной литературы показал, что что многие теоретические, методологические и практические вопросы эмиссии и обращения структурированных финансовых продуктов остаются до настоящего времени дискуссионными или мало исследованными. Большинство отечественных и зарубежных исследователей не учитывают специфику обращения, рисков, доходности, методов конструирования и продвижения структурированных продуктов, эмитируемых коммерческими банками и инвестиционными компаниями. Кроме того, за пределами научных дискуссий остаются вопросы понятийного аппарата, подходов к пониманию сущности и особенностей структурированных продуктов. Так, до сих пор отсутствует общепринятое определение термина "структурированный продукт", не найден компромисс в отношении классификации видов структурированных продуктов, не были выявлены факторы, определяющие развитие рынка структурированных продуктов. Кроме того, крайне мало изучены особенности механизмов повышения инвестиционной привлекательности структурированных продуктов в российских условиях.

Актуальность проблемы, степень ее научной разработки и практической значимости определили выбор темы, цели и задачи диссертационного исследования.

**Цели и задачи диссертационного исследования.** Перед исследованием была поставлена цель определения перспективных направлений развития структурированных продуктов на финансовом рынке России.

Для достижения поставленной цели решались следующие задачи:

- проанализировать различные подходы к определению понятия "структурированные продукты" отечественных и зарубежных ученых-экономистов и дать авторское определение данному термину;

- разработать классификацию структурированных продуктов;

- выявить и охарактеризовать факторы, обуславливающие применение структурированных продуктов коммерческими банками и инвестиционными компаниями;

- охарактеризовать механизмы конструирования и использования структурированных продуктов инвестиционными компаниями, коммерческими банками и инвесторами;

- проследить эволюцию, а также выявить особенности современного этапа развития структурированных продуктов в России;

- выявить проблемы, препятствующие развитию российского рынка структурированных продуктов;

- предложить рекомендации инвестиционным компаниям и коммерческим банкам по повышению инвестиционной привлекательности структурированных продуктов в российских условиях;

- сформулировать условия оптимизации деривативной составляющей структурированных продуктов;

- обосновать направления совершенствования механизмов конструирования и использования структурированных финансовых продуктов инвестиционными компаниями, коммерческими банками и инвесторами;

- разработать рекомендации для эмитентов по использованию зарубежного опыта конструирования структурированных продуктов.

**Предметом исследования** в диссертационной работе стали организационно-экономические отношения, возникающие в процессе обращения структурированных продуктов.

**Объект исследования** - деятельность инвестиционных компаний и коммерческих банков по созданию и продвижению на рынок структурированных продуктов.

**Теоретическую основу** диссертационного исследования составили теория банковского дела, теория финансовых рынков и финансовых институтов в части теории рисков и ценообразования на финансовые активы, теории принятия финансовых решений в условиях риска и неопределенности. В диссертационном исследовании использовались фундаментальные труды российских и зарубежных исследователей в области теории и практики организации финансовых рынков, банковского дела, финансового менеджмента и фундаментальные положения о развитии рыночной экономики. Также в работе использовались методологические и прикладные разработки специалистов коммерческих банков и профессиональных участников рынка ценных бумаг.

**Методологической базой** диссертации послужили диалектический, исторический и системный походы, позволяющие исследовать проблему в целом и отдельные ее вопросы в динамике, взаимосвязи и взаимообусловленности. В диссертационном исследовании использовались методы сравнительного, логического, функционально-структурного, финансового анализа. Также применялись различные приемы и методы статистико-математического анализа. Были задействованы статистические методы, в частности анализ динамических рядов.

**Информационной базой** диссертационного исследования выступили законодательные и нормативные акты о функционировании и регулировании российского финансового рынка, материалы Центрального Банка России и Федеральной службы по финансовым рынкам. При написании работы использовались научно-практические публикации в периодических изданиях и размещенные в сети Интернет, а также экспертные мнения представителей предприятий, кредитных организаций и профессиональных участников рынка ценных бумаг Саратовской области.

**Научная новизна** в целом состоит в формировании теоретического представления о структурированных продуктах и разработке на этой основе перспективных направлений их конструирования и продвижения на рынок.

Основные научные результаты и их новизна состоят в следующем:

- дано авторское определение структурированного продукта как комбинированного финансового продукта, который сочетает в себе рисковую и безрисковую составляющие в пропорциях, установленных в момент выпуска, и который имеет заранее определенный коэффициент участия инвестора и выпускается эмитентами в целях удовлетворения собственных хозяйственных потребностей;

- предложена классификация структурированных продуктов, дополняющая традиционные классификационные признаки специфическими критериями: степень гарантированности возврата капитала, сложность структуры, коэффициент участия, тип инвестора, форма продукта, функции, определяющие выплаты по продукту, место и роль деривативов в структуре продукта, решаемые в результате эмиссии продукта задачи;

- уточнен состав и дана комплексная характеристика факторов, обуславливающих применение структурированных продуктов инвестиционными компаниями и коммерческими банками (конкуренция между финансовыми организациями за новых клиентов; необходимость в расширении продуктовой линейки эмитентов структурированных продуктов в части инвестиционных услуг; повышение финансовой грамотности российского населения; количественное и качественное развитие отечественного фондового рынка, возможность встраивания в гарантированную и деривативную составляющие структурированных продуктов инструментов этого рынка);

- дана комплексная характеристика механизмов конструирования и использования структурированных финансовых продуктов инвестиционными компаниями, коммерческими банками и инвесторами. Выявлен спектр предназначения данных инструментов (со стороны инвесторов - получение инвестиционного дохода, управление рисками, перемещение капитала, вхождение в новые рынки и новые финансовые инструменты; со стороны эмитентов - привлечение капитала, развитие новых направлений бизнеса, повышения конкурентоспособности);

- раскрыто содержание эволюции структурированных продуктов на финансовом рынке России, выявлены особенности новейшего этапа развития структурированных продуктов, обращающихся на финансовом рынке России: простота представленных структур продуктов и низкий спектр встраиваемых в них деривативов; низкая доля структурированных продуктов в продуктовой линейке банков и инвестиционных компаний; устойчивый рост объемов рынка структурированных продуктов; отсутствие нормативной базы конструирования структурированных продуктов; эмиссия структурированных продуктов в России коммерческими банками и инвестиционными компаниями в отличие от преобладающей роли в эмиссии этих продуктов в зарубежных странах небанковскими финансовыми институтами;

- выявлены проблемы, препятствующие количественному и качественному развитию рынка структурированных финансовых продуктов России (ограниченное число и низкая ликвидность инструментов, наполняющих деривативную составляющую структурированных продуктов, и, соответственно, высокие затраты на их выпуск и обслуживание, краткосрочность инструментов срочного финансового рынка, низкая доходность структурированных продуктов относительно альтернативных инструментов финансового рынка);

- разработаны рекомендации инвестиционным компаниям и банкам по повышению инвестиционной привлекательности структурированных финансовых продуктов (инвестировать деривативную составляющую продукта в менее волатильные финансовые инструменты, повысить коэффициент участия за счет использования оптимальных деривативных спрэдов, хеджировать риски неблагоприятной динамики на рынке деривативов за счет покупки или продажи форвардных контрактов на базисные активы, входящие в деривативную составляющую структурированных продуктов, отказаться от гарантии минимальной доходности по структурированному продукту);

- сформулированы условия оптимизации деривативной составляющей структурированных продуктов, на которые должны быть направлены усилия регулирующих органов и организаторов торговли деривативами (ввод в биржевое обращение деривативов с нестандартными сроками экспирации, ужесточение требований к маркетмейкерам на рынке деривативов, льготный режим налогообложения сделок с деривативами, заканчивающихся реальной поставкой базисных активов);

- разработан алгоритм конструирования новых структурированных продуктов, позволяющий эмитентам создавать наиболее востребованные рынком продукты и оптимизировать соотношение риска и доходности по данным продуктам;

- даны рекомендации для эмитентов по использованию зарубежного опыта конструирования структурированных продуктов и, в частности, предложены к применению структурированные финансовые продукты, обладающие такими свойствами, как присутствие эффекта владения долговыми инструментами и множеством деривативов, наличие возможности полного возврата инвестированной суммы или ее большей части, прозрачная процедура ценообразования и возможность самостоятельно отслеживать динамику цен на финансовые инструменты, которые наполняют деривативную составляющую структурированных финансовых продуктов.

**Теоретическая и практическая значимость.** Теоретическая значимость диссертационного исследования состоит в развитии недостаточно разработанного направления современных экономических исследований, связанного с проблемами развития структурированных продуктов, формировании его методологического и методического аппарата. Представленные в работе новые научные результаты могут послужить основой для дальнейших прикладных исследований проблем развития структурированных продуктов.

Практическая значимость исследования заключается в разработке конкретных методических и практических рекомендаций по развитию структурированных продуктов в России.

Разработанные в диссертации научные положения и практические рекомендации могут быть использованы:

- органами законодательной власти при разработке правового поля регулирования структурированных продуктов;

- коммерческими банками и инвестиционными компаниями при конструировании и продвижении на рынок структурированных продуктов;

- в учебном процессе в высших учебных заведениях при преподавании курсов "Организация деятельности коммерческого банка", "Банковские риски", "Рынок ценных бумаг", "Организация рынка ценных бумаг и операции с ценными бумагами".

**Апробация результатов исследования.** Основные положения и результаты диссертационного исследования были доложены, обсуждены и одобрены на научно-практических конференциях по итогам научно-исследовательской работы Саратовского государственного социально-экономического университета за 2011 и 2012 гг. и международных научно-практических конференция, проходивших в городах Пензе (2012 г.), Саратове (2012 г.) и Севастополе (2013 г.).

Наиболее существенные положения и результаты исследования нашли свое отражение в 10 публикациях автора общим объемом 3,7 п.л., в том числе в 3 публикациях объемом 1,5 п.л. в изданиях, рекомендованных ВАК.

Ряд положений, содержащихся в диссертации и высказанных в опубликованных работах, внедрены в деятельности ОАО АКБ “Росбанк” и ООО "Брокерский Дом "Открытие", а также используются в учебном процессе в Саратовском государственном социально-экономическом университете при преподавании дисциплин "Организация деятельности коммерческого банка", "Банковские риски", "Рынок ценных бумаг", "Организация рынка ценных бумаг и операции с ценными бумагами". Практическое использование результатов исследования подтверждено справками о внедрении.

**Объем и структура работы.** Работа имеет следующую структуру, определенную логикой исследования и совокупностью решаемых в нем задач.

## Классификация структурированных продуктов

В настоящее время можно выделить два основных направления развития инноваций на финансовом рынке. Во-первых, это усложнение структуры существующих и создание новых, более сложных финансовых инструментов. Вторая тенденция заключается в совершенствовании (в том числе и усложнении) технологий сделок с финансовыми инструментами.

На фоне снижения интереса участников рынка к традиционным инструментам с гарантией доходности и возврата инвестированной суммы, на первый план выходят иные, гибридные продукты с аналогичными свойствами, но, в отличие от традиционных кредитных инструментов, предоставляющие их покупателям большее поле для маневра. К инструментам, которые совмещают в себе ту или иную степень гарантии, с одной стороны, и высокую ликвидность и возможность регулирования уровня доходности, с другой, относятся структурированные финансовые продукты.

Структурированный продукт представляет из себя комбинацию продуктов с гарантированным уровнем доходности (срочный банковский депозит, долговая ценная бумага и пр.) и одного или нескольких инструментов финансового рынка, по которым не гарантируется ни минимальный уровень доходности, ни возврат первоначально инвестированной суммы. Потенциальная доходность структурированных продуктов выше, чем доходность срочного банковского депозита, однако риски владения данными видом финансовых продуктов также выше.

Несмотря на то, что структурированные продукты появились на российском финансовом рынке еще в начале 2000-х годов, данный инструмент нуждается в глубоком теоретическом обосновании. До сих пор не решенными остаются многие теоретические проблемы, связанные с ценообразованием, обращением и регулированием структурированных продуктов. В частности, в российской научной литературе, посвященной проблемам структурированных финансовых продуктов, пока еще на найден компромисс относительно определения данного понятия.

Большинство исследователей трактуют структурированные финансовые продукты как продукты с неопределенной доходностью и по которым существует гарантия выплаты всей инвестированной суммы. Ряд экономистов относит к структурированным финансовым продуктам гибридные продукты, состоящие из классического банковского депозита и одного или нескольких деривативов.

Авторы «Руководства по структурированным финансовым продуктам» используют следующее понятие структурированного продукта: «Несмотря на различие между ипотечными ценными бумагами и ценными бумагами, обеспеченными активами, и те, и другие относятся к структурированным финансовым продуктам. То есть эти ценные бумаги создаются путем структурирования, на основе денежных потоков пулов активов, лежащих в их основе»1.

Другими словами, к структурированным финансовым продуктам автор относит ценные бумаги, выпускаемые в процессе секьюритизации. Таким образом, из группы структурированных продуктов исключены продукты, которые обладают нестандартными характеристиками. По этой причине мы не можем признать определение Фрэнка Дж. Фабоцци оптимальным.

В справочнике, выпущенном издательством Incisive Media, под структурированными финансовыми продуктами понимается собой инвестиционный инструмент, включающий портфель ценных бумаг и других производных инструментов, скомбинированных в едином продукте2. Также отмечается, что структурированные продукты предназначены для инвесторов, имеющих определенное видение рынка и четкое понимание того, какое соотношение риска и доходности является для них оптимальным.

Данное определение, на наш взгляд, не является оптимальным. Структурированные продукты, как будет продемонстрировано ниже, выпускаются для решения не только инвестиционных, но и прочих задач, например - в целях хеджирования рисков эмитентов, или для выхода на новые рынки.

В другом иностранном источнике-монографии Роберто Кнопа, используется следующее определение: «Структурированный финансовый продукт - финансовый инструмент, доходность которого зависит от других, более простых инструментов, входящих в его состав. Обычно структурированный продукт состоит из кредита, в его различных проявлениях, и одного или нескольких производных инструментов»3. Преимуществом представленного определения является тот факт, что в нем структурированный продукт характеризуется как комплексный, то есть состоящий из более простых составных частей, и включает в себя производные финансовые инструменты. Недостатком данного определения является слишком узкий охват инструментов, которые могут наполнять структурированный продукт. Ниже мы продемонстрируем, что в структуру данных продуктов могут входить не только деривативы, но и прочие финансовые инструменты (акции, ноты, индексы и пр.).

В российские практике разные авторы используют разные термины для обозначения структурированных продуктов. В частности, Д.А. Литвиненко трактует структурированные продукты в узком значении, используя при этом термин "структурный депозит", в который интегрирован фьючерс или опцион на один из инструментов фондового рынка. По сути, утверждает Д.А. Литвиненко, структурный депозит есть "проценты по вкладу или облигации, инвестированные в опцион колл или фьючерс на рынке FORTS. Данная стратегия позволяет получать прибыль от роста инвестиционной части и одновременно с этим гарантировать возврат базовой суммы" .

## Основные этапы и современные особенности развития структурированных продуктов в России

Средний уровень ставок, взвешенных по объему вкладов, на 1 января текущего года по рублевым годовым вкладам в размере 700 тысяч рублей составил 8,5%: рост за 2012 год на 1 процентный пункт.

При этом средние (невзвешенные) процентные ставки для вкладов в размере 700 тысяч рублей составили 9,7%, таким образом, прирост за прошлый год составил 0,9 процентного пункта. Необходимо добавить, что рост ставок происходил равномерно на протяжении всего года.

Объем средств населения в банках в 2012 году увеличился на 20% - до 14,243 триллиона рублей. Укрепление рубля по итогам года несколько снизило общую динамику рынка - без курсовой переоценки рост вкладов составил бы 21%.

По мнению АСВ, такое усиление сберегательной активности в прошедшем году стало следствием роста доходов различных групп населения, увеличения процентных ставок и низкой инфляции.

Приток средств населения в конце года также превысил показатель 2011 года - традиционные предновогодние выплаты принесли банкам дополнительно 750 миллиардов рублей, что стало максимальным поступлением в этом периоде, в 2011 году - 700 миллиардов рублей.

АСВ прогнозирует, что рынок вкладов в текущем году вырастет на 2,4-2,7 триллиона рублей и составит 16,7-16,9 триллиона рублей, что соответствует относительному росту вкладов на 17%-19%. По мнению агентства, данный сценарий носит инерционный характер и предполагает дальнейшее плавное увеличение доходов населения и сохранение текущего уровня ставок по вкладам.

Таким образом, относительно завышенный уровень доходности классических депозитов мешает развитию других инвестиционных продуктов, в том числе и структурированных.

Аналогичным негативным образом на инвестиционную привлекательность влияют и показатели доходности на российском рынке облигаций. Динамики доходности на данном сегменте фондового рынка плавно следует за доходностью банковских депозитов. Рынок коллективных инвестиций в 2012 году смог остаться на плаву, в основном, благодаря консервативным стратегиям фондов инструментов с фиксированной доходностью, которые по итогам года заработали больше прочих и показали максимальный приток. Так, шесть из 10 фондов, которым по итогам года удалось привлечь наибольшее количество средств, по данным НЛУ, относятся к категории ПИФ облигационный. На первом месте ПИФ «Резервный» Доверительной инвестиционной компании, на втором и третьем местах - ПИФы «Райффазен-Облигации» и «Райффайзен-Золото» с суммами 771,6 миллиона и 751 миллион рублей соответственно. Инвестиции в облигации в 2012 году стали хорошей альтернативой банковским депозитам, учитывая их высокую надежность, ликвидность и, конечно, необходимость диверсификации средств в портфелях клиентов. Высокая инвестиционная привлекательность долговых бумаг оттянула часть спроса со стороны структурированных продуктов.

Наиболее интересными инструментами среди облигаций стали ОФЗ и евробонды.

Доходность российских еврооблигаций , в 2012 году превысила 20% в долларах на фоне продолжения крайне мягкой денежной политики ведущими центробанками мира и принятия новых мер монетарного смягчения. Рынок рублевых облигаций также продемонстрировал неплохие результаты, опередив рынок акций и инфляцию. Доходность рынка корпоративных облигаций составила 9,1%, рынок ОФЗ в ожидании либерализации доступа для иностранных инвесторов показал впечатляющие 14,6% (индекс гособлигаций ММВБ). При этом в результате укрепления рубля на 5% с начала года доходность рублевых облигаций в долларовом выражении была сопоставима с российскими еврооблигациями

На фоне высоких ставок по депозитам и доходности рынка облигаций, инвесторы продолжали перекладывать средства в более консервативные инструменты. Так, средневзвешенная доходность ПИФов облигаций оказалась самой высокой и, по данным НЛУ, составила 9,17%. На втором месте фонды денежного рынка с доходностью 7,72%, на третьем - индексные фонды со средневзвешенной доходностью 7,17%.

При этом лидером по доходности, по данным годового рэнкинга НЛУ, стал фонд облигаций «АКМ Реалист» с доходностью 32,47% под управлением «Интеркоммерц Управление активам»". На втором и третьем местах - фонды акций потребительского сектора под управлением «Сбербанк Управление активами» и «Альфа-Капитал». Фонд Сбербанка «Тройка Диалог - Потребительский сектор» заработал 26,97%, ПИФ "Альфа-Капитал Потребительский сектор" вырос на 26,8%).

Итак, на данном этапе диссертационного исследования мы проанализировали практические аспекты отечественного рынка структурированных продуктов. В результате проведенного анализа вся история становления и развития данного сегмента финансового рынка была разбита на три этапа. Третий период развития российского рынка структурированных продуктов начинается с 2011 года и продолжается по настоящее время. В данный период времени на российском рынке появляется множество новых структурированных продуктов, усложняется их структура, наблюдается активная работа эмитентов по продвижению структурированных продуктов среди розничных инвесторов. Данный этап можно охарактеризовать как период второго рождения рынка структурированных продуктов России.

Подавляющая доля эмитируемых российскими инвестиционными компаниями и банками структурированных продуктов является краткосрочными (до одного года), имеет в качестве переменной составляющей либо деривативы, либо паи инвестиционных фондов, а также предусматривает гарантию минимального доходности на уровне классического срочного банковского депозита (от 7,5% до 11,5% годовых).

Далее мы выявили основные особенности новейшего периода развития российского рынка структурированных продуктов: простота представленных структур продуктов, крайне низкая доля структурированных продуктов в продуктовой линейке инвестиционных компаний и банков, высокие темпы роста рынка структурированных продуктов (более 1000% в год), отсутствие законодательной базы конструирования и обращения структурированных продуктов и эмиссия структурированных финансовых продуктов как коммерческими банками, так и инвестиционными компаниями.

Анализ практических аспектов обращения структурированных продуктов в России позволил выявить проблемы, снижающие их инвестиционную привлекательность: 1) ограниченность российского фондового рынка, 2) низкая ликвидность инструментов, наполняющих деривативную составляющую структурированных продуктов, 3) краткосрочность инструментов срочного финансового рынка, 4) низкая доходность структурированных продуктов относительно альтернативных инструментов финансового рынка. Далее на основе проведенного анализа необходимо определить наиболее перспективные направления развития структурированных продуктов на финансовом рынке России.

## Проблемы развития структурированных финансовых продуктов в России

Во второй главе диссертационной работы мы пришли к выводу о том, что по причине актуализации рисков, связанных с деривативной частью структурированных продуктов, эмитированных российскими коммерческими банками и инвестиционными компаниями за последние несколько лет, доходность этих инструментов оказалась ниже, чем доходность классических банковских депозитов и долговых ценных бумаг. В этой связи особую актуальность приобретают проблемы, связанные с повышением инвестиционной привлекательности структурированных продуктов.

Проблема повышения инвестиционной привлекательности структурированных продуктов в глазах потенциальных инвесторов может быть редуцирована к следующим составляющим: 1) инвестиционная привлекательность гарантированной части структурированного продукта; 2) инвестиционная привлекательность деривативной части структурированного продукта.

Рассмотрим первую составляющую процесса повышения инвестиционной привлекательности структурированных продуктов. Напомним, что в российском законодательстве до сих пор не существует понятий "структурированные продукты" или "структурированные депозиты", а также их определений. В этой связи, как мы уже отмечали ранее, возврат той суммы, которая была инвестирована в продукт, обеспечивается путем его обязательного страхования в том случае, если речь идет о структурированном депозите, эмитируемом коммерческими банками. Таким образом, согласно Федеральному закону от декабря 2003 года № 177-ФЗ "О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации", гарантированная составляющая банковского структурированного депозита застрахована в пределах суммы 700 000 рублей и будет возвращена вкладчику при любых условиях.

Следовательно, при одинаковом уровне риска повысить инвестиционную привлекательность гарантированной части банковского структурированного депозита можно за счет повышения ее доходности. По этому пути пошла большая часть отечественных банков, предлагая своим вкладчикам процентную ставку, уровень которой несколько выше среднерыночного значения. Так, на конец 2012 года средняя ставка, выплачиваемая коммерческими банками по структурированным депозитам, на 2-3 процентных пункта превышала среднерыночную ставку по классическим депозитам. Например, структурированный депозит в БКС-банке имел доходность в указанный период времени 15 % годовых,

Мы полагаем, что помимо повышенной процентной ставки по гарантированной части, повысить инвестиционную привлекательность банковских структурированных депозитов можно и с помощью другого инструмента, а именно - за счет снижения той части депозита, которая гарантированно будет возвращена вкладчику.

Как будет продемонстрировано далее, одной из тенденций развития мирового рынка структурированных продуктов является снижение величины их гарантированной составляющей. Данная мера обеспечивает увеличение той части продукта, которая может быть направлена на деривативную транзакцию, что в итоге сказывается на увеличении потенциальной доходности всего структурированного продукта.

Однако в случае реализации данной меры в части структурированных депозитов возникает противоречие. С одной стороны, как мы отметили ранее, банк обязан вернуть все 100 % инвестированной суммы, с другой стороны, в договоре вклада будет обозначена вероятность возврата суммы, меньшей, чем было инвестировано вкладчиком в депозит. На наш взгляд, данное противоречие может быть снято за счет внесения изменений в российское законодательство. В частности, мы предлагаем расширить список возможных видов финансовых инструментов, содержащихся в Федеральном законе от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг" за счет добавления такого инструмента как банковский структурированный депозит. Определение этого депозита было предложено нами в первой главе настоящего исследования.

Далее, мы предлагаем внести поправку в упоминавшийся нами Федеральный закон № 177-ФЗ, в соответствии с которой гарантия возврата первоначально инвестированной суммы по банковским структурированным депозитам по усмотрению банка может распространяться только на некоторую часть депозита, но не на все 100 %.

Предложенные меры, на наш взгляд, обеспечат коммерческим банкам легальное право увеличить долю депозита, направляемую на деривативную составляющую, что в итоге должно привести к повышению его инвестиционной привлекательности в глазах потенциальных вкладчиков.

Вторая часть обозначенной нами проблемы касается повышения доходности и снижения рисков инвестиций деривативной составляющей структурированных продуктов.

Мы можем выделить следующие направления повышения доходности деривативной составляющей структурированных продуктов: инвестирование в менее волатильные финансовые инструменты, повышение коэффициента участия за счет использования оптимальных деривативных спрэдов и хеджирование рисков неблагоприятной динамики на рынке деривативов. Рассмотрим каждое направление более детально.

## Совершенствование механизмов конструирования и использования структурированных продуктов

Как видно из представленного анализа, эффект владения представленным структурированным депозитом, который сам по себе является достаточно простым инструментом для вкладчика, соответствует эффекту владения множества сложных для понимания и отслеживания процессов ценообразования деривативов. Данный инструмент заменяет множество деривативов и позволяет вкладчику рассчитывать на повышенный доход при минимальном уровне риска (возврат изначально инвестированной суммы).

Рассмотрим несколько модифицированный вариант описанного выше структурированного депозита - Equity Protection with Cap Certificate. Данный депозит имеет срок 4,5 года. Итоговая доходность вкладчика зависит от динамики фондового индекса S&P. Как и в предыдущем варианте, условия депозита не предполагают промежуточных выплат. К дате истечения вкладчик может рассчитывать на гарантированный возврат инвестированной суммы. Деривативная часть депозита привязана к динамике фондового индекса с коэффициентом участия 100%. При этом доход выше 45% не возможен.

Как и в предыдущем варианте, эффект владения данным депозитом тождественен эффекту владения комбинацией облигации и ряда деривативов, формирующих опционную комбинацию «бычий спрэд» из опционов колл. Использование бычьего спрэда в данном структурированном депозите вместо стандартного опциона колл позволяет эмитенту обеспечить высокий коэффициент участия (100%).

Рассмотрим пример более долгосрочного структурированного депозита. Продукт Fortis В Fix 2007 Equity 24 Best of Click был эмитирован банком на 8,5 лет. Доходность инструмента привязана к динамике фондового индекса DJ Eurostoxx 50. В момент истечения депозита вкладчик получает всю инвестированную сумму, а также дополнительную прибыль от инвестиций в деривативную составляющую, которая рассчитывается по сложной схеме.

Для каждого года действия депозита рассчитывается доходность фондового индекса путем установления нижней и верхней границ на уровнях минус 3% и плюс 8% , соответственно. Итоговая доходность депозита рассчитывается как минимальное значение из 20% и суммы указанных модифицированных доходностей.

Более сложный структурированный продукт Practis 04.09 привязан к корзине, которая включает 4 фондовых индекса (DJ Eurostoxx50, FTSE100, SMI и Nikkei225). Условиями продукта не предусмотрен полный возврат инвестированной суммы - к моменту истечения инвестор гарантированно получает лишь 95% вложенной суммы. Доходность деривативной части продукта, привязанная к динамике фондовых индексов, рассчитывается по сложной схеме. Каждые полгода рассчитывается доходность корзины указанных индексов, начиная с даты эмиссии продукта. Если доходность оказывается отрицательной, используется значение 0%. Далее к моменту истечения продукта рассчитывается среднее арифметическое значение указанных доходностей.

Если ни один из индексов, входящих в корзину, не упал ниже своего первоначального уровня, имевшего место в дату выпуска продукта, то каждые полгода фиксируется доходность 4,25%. В ином случае доходность равна 0. К дате истечения продукта рассчитывается сумма накопленных доходностей. В лучшем случае эта сумма составит 4,25% х 4 = 17%. Итоговая доходность, которая будет начислена деривативной части продукта, равна максимуму из доходностей, рассчитанных по данным алгоритмам.

В отличие от предыдущих продуктов, данный инструмент не может быть представлен в виде комбинации облигации и деривативов. Переменный поток доходов по данному продукту привязан к доходностям индексов с помощью таких стандартных функций, как расчет среднего значения и взятие максимального значения.

Следующий структурированный продукт, опыт применения которого может быть использован в российской практике, носит название КВС Participation Booster Plus Netherlands.

Доходность деривативной части данного продукта привязана к фондовому индексу АЕХ. Срок депозита - 3,5 года. К дате истечения инвестор может рассчитывать как минимум на возвращается изначально инвестированной суммы.

Данный структурированный продукт предполагает высокий коэффициент участия. В случае роста индекса доходность составляет 150%) от динамики индекса. В случае падения индекса инвестор получает убыток по деривативной части, которая пропорциональна масштаба снижения индекса. Таким образом, продукт предполагает участие в росте индекса с коэффициентом 150%, а в его падении - с коэффициентом 100%.

Данный структурированный продукт отличается тем, что по нему не гарантируется возврат инвестированного капитала, то есть имеется риск того, что инвестор потерпит по продукту убыток. Структура продукта соответствует комбинации бескупонной облигации, длинной позиции по опционам колл и короткой позиции по опционам пут (количество купленных опционов колл превышает в 1,5 раза количество проданных опционов пут).

Иные варианты структурированных продуктов, используемых на зарубежных финансовых рынках, представлены в Приложении 2.

Представленные примеры структурированных продуктов могут быть использованы в российской практике, так как обладают следующими преимуществами: 1) эффект владения продуктов равнозначен эффекту владения долгового инструмента и множества деривативов; 2) данные продукты предполагают либо полный возврат инвестированной суммы, либо ее большей части; 3) процедура ценообразования данных продуктов достаточно прозрачна; 4) инвесторы могут самостоятельно отслеживать динамику цен на финансовые инструменты, наполняющие деривативную составляющую данных продуктов.