

## **ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЕ ВОЗМОЖНОСТИ И РИСКИ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ СТРУКТУРНЫХ ФИНАНСОВЫХ ПРОДУКТОВ**

**Грапов Ярослав Сергеевич**

аспирант, ФГОБУ ВО «Финансовый Университет при Правительстве Российской Федерации», РФ г. Москва

### Введение

Структурный финансовый продукт – это сложный финансовый инструмент, представляющий из себя комбинацию простых финансовых инструментов. Они впервые появились в 70-х годах 20 века в США, чтобы удовлетворить специфические потребности инвесторов в защите капитала, учете индивидуальных рыночных ожиданий и структуры денежных потоков. Рынок структурных продуктов с тех пор значительно вырос, а их формы стали настолько разнообразны, что дать единое однозначное определение структурному продукту достаточно трудно. Поэтому определения, данные в частности Международной организацией комиссий по ценным бумагам (IOSCO) и Комиссией по ценным бумагам и биржам США (SEC), сформулированы весьма размыто [7, с. 3].

В России структурированные продукты появились в 2000-ые годы, и с того момента их число значительно выросло, что показывает заинтересованность в данном инструменте со стороны инвесторов. Однако существующая законодательная база до сих пор не предусматривает правовой формы структурированного продукта и не регулирует отношения между эмитентами инвесторами. Это вызывает большие сложности со стороны предложения на рынке: инвестиционные компании и банки вынуждены использовать другие варианты правового оформления (так называемые «обертки»). Рассмотрим и проанализируем достоинства и недостатки различных форм структурных финансовых продуктов возможных в рамках российского законодательства.

**Индексируемый депозит** – это особый вид срочного банковского вклада. Он функционирует следующим образом. В начальный момент времени клиент заключает с банком договор банковского вклада и вносит на депозит некоторую сумму. В дату истечения депозита клиенту возвращается инвестированная сумма, а также начисляется процентная ставка. Однако, в отличие от классических депозитов, данная ставка является не фиксированной, а плавающей, и может быть привязана, например, к фондовому индексу [2, с. 58].

Поскольку в соответствии с российским законодательством ставка по банковскому вкладу должна быть положительной, обычно банки выплачивают по индексируемым депозитам, наряду с плавающей ставкой, также и некоторую минимальную фиксированную ставку.

**Таблица 1.**

### **Достоинства и недостатки структурного продукта в форме индексируемого депозита**

<b>Достоинства</b>	<b>Недостатки</b>
Попадают под государственную систему страхования вкладов Возможность досрочного погашения без потерь и даже с минимальным	Только для структурных продуктов с полной защитой капитала.

доходом по ставке вкладов до востребования	Ставка налога значительной выше НДФЛ, если доходность будет выше ключевой ставки + 5%
Простая и понятная обывателю форма	Банк может не раскрывать содержания структурного продукта и включать любые комиссии
Система налогообложения по депозитам позволяет снизить налогооблагаемую базу, если доходность незначительно выше ключевой ставки + 5% [4]	
Риски на стороне продавца - покупатель в любой момент может потребовать вернуть инвестированную сумму	

Структурный продукт в форме **деPOSITного (сберегательного) сертификата** по своей сути очень схож с индексируемым депозитом, однако имеет некоторые отличия, связанные с тем, что он имеет форму ценной бумаги. Процесс выглядит аналогично - только при заключении договора покупателю выдается ценная бумага.

**Таблица 2.**

**Достоинства и недостатки структурного продукта в форме депозитного (сберегательного) сертификата**

Достоинства	Недостатки
Попадают под государственную систему страхования вкладов, если сертификат именной	Подходит только для простых структурированных на рост или падение, не подходит для (например: купонных).
Возможность досрочного погашения без потерь и даже с минимальным доходом по ставке вкладов до востребования	Ставка налога значительной выше НДФЛ будет выше ключевой ставки
Простая и понятная обывателю форма	Банк может не раскрывать содержания продукта и включать любые ко
Система налогообложения по депозитам позволяет снизить налогооблагаемую базу, если доходность незначительно выше ключевой ставки + 5%	Не действует система страхования в сертификат на предъявите
Риски на стороне продавца - покупатель в любой момент может потребовать вернуть инвестированную сумму	В соответствии с текущим законодательством могут быть выпущены только в
Возможность вторичного обращения (перепродажи)	Возникают сложности с налогообложением, предъявляется сертификат не перво покупателем. Необходимо подтвердит инспекции свои расходы на покупку данн

Самая простая и очевидная форма структурированного продукта - **договор займа с плавающей ставкой**, в котором оговариваются взаимные права и обязательства сторон в отношении структурированного продукта. В договоре детально описывается порядок расчета выплат по структурированному продукту, указываются сроки этих выплат и другие важные детали сделки.

**Таблица 3.**

**Достоинства и недостатки структурного продукта в форме договора займа с**

**плавающей ставкой**

Достоинства	Недостатки
Данный способ подходит для любого вида структурированных продуктов, поскольку данный договор не имеет никаких жестких ограничений по процентной ставке и форме возврата средств.	Вторичное обращение не представляет единственный способ – досрочное погашение со стороны продавца.
	Гарантия по защите капитала обеспечена продавцом.
	Непрозрачна комиссия продавца.
	Регламентируется гражданским кодексом, могут возникнуть трудности в суде.

Структурированный продукт может быть сформирован в рамках стандартного **брокерского обслуживания**. В этом случае клиенту необходимо заключить договор о брокерском обслуживании (чаще всего в форме присоединения к регламенту) и затем самостоятельно подать поручение на покупку, скажем, облигаций и опционов. Поручения можно подать по телефону или через информационно-торговую систему (например QUIK). Брокер может выступать в роли консультанта по формированию подобного портфеля.

**Таблица 4.**

**Достоинства и недостатки структурного продукта в форме брокерского обслуживания**

Достоинства	Недостатки
Поскольку это портфель из ценных бумаг, не возникнет проблем с вторичным обращением – в любой момент можно обратными операциями закрыть портфель с минимальными потерями	Предварительно обсуждаемые параметры могут не соответствовать действительности, поскольку существует разрыв во времени между обсуждением и заключением сделки.
Данный подход универсален для большинства структурированных продуктов	Для неквалифицированных инвесторов ограничен доступ к некоторым инструментам.
Покупатель может видеть весь портфель и комиссию продавца	Нет никаких гарантий защиты капитала продавца, все риски на стороне покупателя.

Однако составление структурного продукта самостоятельно довольно проблематично, поэтому брокеры могут выступать в качестве доверительного управляющего. Процесс происходит следующим образом: между клиентом и брокером заключается стандартный договор **доверительного управления**. Клиент передает доверительному управляющему денежную сумму для формирования заранее определенного структурированного продукта, речь идет о формировании портфеля с использованием инструментов с фиксированной доходностью и опционов.

**Таблица 5.**

**Достоинства и недостатки структурного продукта в форме доверительного управления**

Достоинства	Недостатки
Нет проблем с вторичным обращением – в любой момент можно закрыть портфель с минимальными потерями	Предварительно обсуждаемые параметры соответствовать действительности из-за времени между обсуждением и заключением
Данный подход универсален для большинства структурированных продуктов	Для неквалифицированных инвесторов ограниченный доступ к доступным инструментам
Покупатель может видеть весь портфель и комиссию продавца	Нет гарантий защиты капитала со стороны продавца, риски на стороне покупателя
Высокий порог для входа	
Понятно и доступно для большинства покупателей	

В России структурированные продукты могут оформляться в виде обыкновенных **облигаций**. Чтобы приобрести такую облигацию необходимо иметь брокерский счет и подать поручение на приобретение. В российской практике было всего два выпуска структурных облигаций – Тройка Диалог в 2009 году выпустила облигации с плавающим купоном, привязанным к индексу РТС (Troika Index Bond), а второй произошел совсем недавно в 2015 году и это облигации МинФина (ОФЗ-ИН) с индексируемым на инфляцию номиналом [3, с. 3]. Ключевыми инвесторами в данный инструмент должны стать российские институциональные инвесторы, прежде всего пенсионные фонды, а также иностранные инвесторы на ожиданиях включения ОФЗ-ИН в существующие benchmark-индексы.

Структурированные облигации можно считать российским аналогом структурированных нот и сертификатов, выпускаемых на развитых рынках. Также в России иностранные структурированные ноты могут продаваться в виде иностранных ценных бумаг. Данные ноты приобретаются в рамках стандартного брокерского обслуживания посредством заключения биржевой сделки.

**Таблица 6.**

**Достоинства и недостатки структурного продукта в форме облигаций**

Достоинства	Недостатки
Так как это ценная бумага – вторичное обращение значительно проще, ее можно продать в любой момент времени	Закрытый инструмент, не подразумевает демонстрацию портфеля, поэтому не подходит для продавца
Гарантия защиты капитала обеспечивается эмитентом облигации, либо внутренними условиями (спецификацией)	Существует ряд рисков, способных снизить стоимость облигации в отрицательную зону, несмотря на наличие защиты капитала
Небольшой порог для входа (на практике встречается от 80 тысяч рублей)	
Возможна любая структура продукта	
Высокая степень регулирования со стороны государства – соответственно хорошая защита в суде	

**Внебиржевая срочная сделка** оформляется путем личного подписания клиентом

поручения в офисе брокера. Причем контрагентом по сделке обычно выступает аффилированный офшор брокерской компании, а сделка совершается от имени российской компании в пользу и интересах клиента.

**Таблица 7.**

**Достоинства и недостатки структурного продукта в форме внебиржевой сделки**

Достоинства	Недостатки
Используя разные виды срочных сделок можно получить любую форму структурированного продукта	Только для квалифицированных инвесторов
Поскольку это ценные бумаги – вторичное обращение возможно.	Гарантия защиты капитала обеспечена продавцом структурированного продукта внутренними условиями (спецификацией)
	Ликвидность на вторичном рынке очень низкая, а при вторичном обращении весьма затруднительно
	Высокий порог для входа
	Не понятна комиссия продавца

Клиент может купить **пай инвестиционного фонда** непосредственно у управляющей компании или ее агента. Покупка делается на основании безотзывной заявки. Права на инвестиционные доли учтены на специальных списках владельцев паев. Для совершения покупки клиент обязан заполнить три документа: анкета, заявление на приобретение пая и на открытие счета в реестре. Покупка оплачивается в кассе банка, который часто является и агентом компании.

**Таблица 8.**

**Достоинства и недостатки структурного продукта в форме пая инвестиционного фонда**

Достоинства	Недостатки
Управляющие имеют обязательство по раскрытию информации, что делает систему более прозрачной и открытой для покупателя	В случае учреждения закрытого паевого фонда вступает ограничение – только для квалифицированных инвесторов
Поскольку это ценные бумаги – вторичное обращение возможно	Данный подход не предусматривает никаких гарантий возврата или доходности
Гарантии, что управляющий не сможет купить или продать что-либо, противоречащее правилам фонда [3]	Невозможно задействовать точные критерии отбора (барьеры)
Возможность сформировать почти любую структуру	
Низкий порог для входа	
Налог удерживается управляющей компанией и только в конце срока	

Структурный продукт в форме **векселя**. Для того, чтобы оформить данный структурированный продукт необходимо прийти в офис банка и купить вексель, который номинирован в иностранной валюте. В договоре купли-продажи векселя оговаривается, что банк обязуется произвести конвертацию суммы погашения по векселю в рубли. При этом для конвертации иностранной валюты в рубли используется фиктивный курс, рассчитываемый по специальной формуле, таким образом, чтобы при конвертации иностранной валюты в рубли инвестор получил специфическую выплату по продукту, привязанную к определенному фондовому индексу, цене акции или иной переменной.

**Таблица 9.**

**Достоинства и недостатки структурного продукта в форме векселя**

Достоинства	Недостатки
Очень простая форма вторичного обращения через индоссамент	Документарная форма ценной бумаги надежна
Гарантия защиты капитала обеспечивается не только первоначальным продавцом, но и всеми промежуточными держателями векселя	Подходит только для простых структурированных на рост или падение, не подходит для (например, купонных)
	Непонятна комиссия продавца

Страховой продукт оформляется как банками, так и брокерами и оформляется либо в виде **полиса страхования жизни**, либо в виде комбинации депозита и полиса страхования. Такие продукты имеют долгосрочный характер и обычно заключаются сроком от 3 лет. Если держатель полиса дожил до установленного срока, то получает установленную в договоре сумму плюс инвестиционный доход, рассчитываемый по специальной формуле. При этом по договору страхователь обязуется вкладывать страховую премию в определенные финансовые инструменты.

**Таблица 10.**

**Достоинства и недостатки структурного продукта в форме полиса страхования жизни**

Достоинства	Недостатки
Долгосрочный характер от 3-х до 10-ти лет	Невозможность вторичного обращения
Льготное налогообложение	Подходит только для простых структурированных на рост или падение, не подходит для (например, купонных)
Подобные продукты просты и доступны широким массам	Непонятна комиссия продавца
Сочетает в себе и структурированный продукт и страховку от несчастных случаев	Гарантия защиты капитала обеспечивается продавцом структурированного продукта внутренними условиями

Заключение

Не смотря на отсутствие в российском законодательстве нормативных актов, регулирующих рынок структурированных финансовых продуктов, эмитенты находят формы, позволяющие предоставлять их инвесторам, соблюдая основные принципы этих финансовых инструментов. И хоть официальной статистики по объему сделок со структурными продуктами в России нет, исходя из их появления в продуктовой линейке все большего числа инвестиционных компаний и банков, можно сделать вывод о серьезном росте популярности данного вида вложений. Однако, необходимо создание единых правил игры, определении статуса структурного финансового продукта в национальных законах и наследования лучших мировых практик.

Говоря о том, что структурный продукт – это удовлетворение специфических инвестиционных запросов клиента, касающихся риска, доходности и структуры будущего денежного потока, стоит отметить, что законодательство должно иметь достаточную гибкость, чтобы не создать рамки, ограничивающие потенциал этих инструментов в создании благоприятной среды для диверсификации инвестиционных возможностей инвесторов, благодаря разнообразию характеристик разных юридических форм. С другой стороны, закон должен обеспечить инвесторам юридическую защиту, которая также будет способствовать большему доверию этим финансовым инструментам и развитию финансового рынка страны в целом.

Проанализировав достоинства и недостатки существующих юридических «упаковок» структурного продукта, мы пришли к выводу, что наиболее распространенными являются те формы, которые менее всего выгодны для инвестора. Так, наиболее ликвидными формами, максимально гарантирующими защиту капитала в российском праве и имеющими довольно низкие входные пороги (в сравнении с другими формами) являются индексируемые депозиты, сертификаты и облигации. Избавиться от данных активов можно максимально быстро, сохранив основную часть вложений. В депозитах, даже при неблагоприятном изменении базового актива инвестор в любом случае имеет возможность досрочно вернуть вклад и даже получить небольшой процент. При этом данные формы практически отсутствуют на рынке в виду высоких рисков для эмитента (депозиты и сертификаты) или сложности процедуры эмиссии (облигации). Только государство, организовавшее выпуск ОФЗ-ИН, исправляет положение и предоставляет надежный инструмент для защиты своих активов от инфляции.

Наименее же выгодными и защищенными формами являются внебиржевая срочная сделка и доверительное управление. Внебиржевая сделка подразумевает фиксированный срок инвестиций, и возможности перепродать договор фактически отсутствует. А доверительное управление является наиболее дорогой для инвестора формой структурного продукта. При этом данные формы структурных продуктов являются наиболее распространенными на данный момент, и их предлагает большинство брокерских и инвестиционных компаний (например, БКС, Открытие, ФИНАМ).

Для защиты своих интересов потребителям на рынке структурных финансовых продуктов в России необходимо обратить внимание на юридическую форму приобретаемого продукта и тщательно проверять информацию о его структуре и возможных финансовых рисках. Также важно, чтобы государство в лице Центрального Банка и Государственной Думы инициировало поправки в законодательство о рынке ценных бумаг с целью определения юридического статуса структурных продуктов, что позволит сделать финансовые законы максимально актуальными и полезными, а финансовые продукты надежными и защищающими интересы как эмитента, так и инвестора.

### **Список литературы:**

1. Белинский А. Структурные продукты на российском финансовом рынке. // Рынок ценных бумаг. 2005. № 7. С. 12–15.
2. Глухов М.Ю. Структурированные финансовые продукты в системе финансового инжиниринга: дис. ... канд. экон. наук. Финансовый Университет при Правительстве РФ, Москва, 2007. С. 48–70.
3. Департамент анализа рыночной конъюнктуры АО «Газпромбанк» Облигации, привязанные

к инфляции: новый класс от МинФина // Стратегия долговых рынков. Аналитический отчет, 15 июля 2015 года. URL: [http://www.gazprombank.ru/upload/iblock/7f8/GPB\\_Inflation-linked%20bond\\_100715.pdf](http://www.gazprombank.ru/upload/iblock/7f8/GPB_Inflation-linked%20bond_100715.pdf) (дата обращения: 28.03.2016).

4. Налоговый Кодекс Российской Федерации (части первая, вторая). // Консультант- плюс – справочная правовая система.

5. Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (в ред. Федеральных законов от 17.05.2007 N 83-ФЗ, с изм., внесенными Федеральным законом от 26.04.2007 N 63-ФЗ) // Консультант-плюс – справочная правовая система.

6. Федеральный закон от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» (в ред. Федеральных законов от 29.06.2004 N 58-ФЗ, от 15.04.2006 N 51-ФЗ). // Консультант-плюс – справочная правовая система.

7. The Board of the IOSCO Regulation of Retail Structured Products // Consultation Report. 2013. CR05/13 URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD410.pdf> (дата обращения: 20.03.2016).