

Федеральное государственное образовательное бюджетное
учреждение высшего образования
**«Финансовый университет при Правительстве
Российской Федерации»
(Финансовый университет)**

Финансовый факультет

Департамент банковского дела и финансовых рынков

Выпускная квалификационная работа

на тему: «Рынок структурных облигаций как новый сегмент
финансового рынка России»

Направление подготовки 38.04.01 «Экономика»

«Ценные бумаги и финансовый инжиниринг»

Выполнил студент учебной
группы

ЦБФИ19-1м

Турченкова Мария

Михайловна _____

дпись)

Руководитель к.э.н., доцент

Гусева Ирина Алексеевна

(подпись)

ВКР соответствует

предъявляемым

требованиям

Руководитель Департамента

д.э.н., профессор

_____ М.А. Абрамова

(подпись)
« ____ » _____ 2021 г.

Москва – 2021 г.

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение.....	4
ГЛАВА 1.....	6
Структурные облигации как отдельный инструмент на финансовом рынке.....	6
1.1 Теоретические основы рынка структурных облигаций....	6
1.2 Эволюция и причины возникновения структурных облигаций.....	16
1.3 Анализ положения России в выпуске структурных облигаций в сравнении с другими странами.....	24
ГЛАВА 2.....	36
Анализ международного и российского опыта выпуска и обращения структурных облигаций.....	36
2.1 Международный опыт выпуска и обращения структурных облигаций.....	36
2.2 Европейский опыт выпуска и обращения структурных облигаций.....	40
2.3 Российский опыт выпуска и обращения структурных облигаций.....	50
ГЛАВА 3.....	66
Проблемы и перспективы развития рынка структурных облигаций в России.....	66
3.1 Доходность структурных облигаций российских эмитентов.....	66
3.2 Эффективность инвестиционных стратегий эмитентов российских структурных облигаций.....	73
3.3 Перспективы развития структурных облигаций на российском рынке.....	88
Заключение.....	101
Список использованных источников.....	105
Приложение А.....	114
Погашенные выпуски Инвестиционных облигаций ВТБ.....	114

Приложение Б.....	119
Погашенные выпуски ИОС с базовым активом Ключевая ставка ЦБ РФ.....	119
Приложение В.....	120
Погашенные выпуски ИОС с базовым активом Курс доллара США к рублю РФ, устанавливаемый Банком России.....	120
Погашенные выпуски ИОС с базовым активом Курс доллара США к евро, определяемый Европейским Центральным Банком.....	123
Приложение Д.....	124
Погашенные выпуски ИОС с базовым активом Нефть сорта «Brent».....	124
Приложение Е.....	126
Погашенные выпуски ИОС с базовым активом Индекс EURO STOXX 50 Index.....	126
Приложение Ж.....	127
Погашенные выпуски ИОС с различными базовыми активами.....	127
Приложение З.....	130
Погашенные выпуски Инвестиционных облигаций Газпромбанка, базовым активом которых является обыкновенная акция.....	130
Приложение И.....	131
Погашенные выпуски Инвестиционных облигаций Газпромбанка, базовым активом которых не является обыкновенная акция.....	131

ВВЕДЕНИЕ

В течение последних лет наблюдается рост интереса населения к продуктам повышенной доходности и соответственно повышенным риском. Притоку средств на фондовый рынок, в том числе и в сложные структурированные продукты, способствовало снижение ставок по банковским вкладам. Возникла потребность в инструментах с повышенной доходностью, благодаря чему возник рынок структурных облигаций. За счет того, что структурные облигации имеют «гибкую» основу, они могут обеспечить разную вариативность приемлемого для инвестора уровня риска и доходности, чем значительно привлекают всех участников рынка. После 2018 года, с момента введения понятия структурных облигаций с частичной защитой капитала в российском законодательстве возникло множество дискуссий в части регулирования, выпуска и обращения данного финансового инструмента на российском рынке. В связи с чем перспективы развития нового сегмента носят противоречивый характер.

Таким образом, появление и развитие нового инструмента на российском рынке, продолжающаяся тенденция роста выпусков структурных облигаций, важность введения на российский финансовый рынок, наряду с недостаточной развитостью и изученностью данного сегмента рынка обуславливает актуальность данной работы.

Целью является изучение специфики нового финансового инструмента на российском рынке, определение перспектив развития нового финансового инструмента на основе

выявленных проблем в регулировании, продаже и выпуска продукта.

Задачи:

— Изучить понятийный аппарат структурных облигаций, их особенности и специфику.

— Рассмотреть причины появления структурных облигаций, эволюцию развития облигаций с привязкой дохода к базовому активу.

— Проанализировать положение России в выпуске структурных облигаций в сравнении с другими странами.

— Изучить законодательство в области регулирования структурных облигаций на российском рынке и на рынках с развитым регулированием сложных продуктов.

— Провести анализ реализованной доходности российских выпусков структурных облигаций.

— Изучить эффективность применения тех или иных стратегий структурных облигаций российских эмитентов.

— Выявить перспективы развития структурных облигаций на российском рынке.

Гипотеза - Стремительное развитие сегмента структурных облигаций - один из трендов на российском рынке корпоративных облигаций.

Предмет исследования - Российский рынок структурных облигаций.

Объект исследования - Российский финансовый рынок корпоративных облигаций.

Методология исследования - Анализ рынка структурных облигаций, синтез теоретического и практического материала, системный анализ, использовались методы

статистического, сравнительного, причинно-следственного анализа, логический метод.

Информационной базой исследования являются данные Cbonds, Bloomberg, Центрального банка РФ, документы и исследования профессиональных участников рынка, нормативно-правовые документы, зарубежные исследования рынка структурных облигаций.

Структура исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованных источников и приложений.

ГЛАВА 1

СТРУКТУРНЫЕ ОБЛИГАЦИИ КАК ОТДЕЛЬНЫЙ ИНСТРУМЕНТ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

1.1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ РЫНКА СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Определение финансовых целей в периоды крайней нестабильности рынка может быть одной из наиболее сложных задач для инвестора. С одной стороны, кажется разумным стратегия сохранения капитала и желание все внимание сосредоточить в более консервативном подходе инвестирования. С другой стороны, хочется принимать импульсивные решения для получения большей доходности, как на фоне снижения доходности по государственным ценным бумагам и ценным бумагам с высоким инвестиционным рейтингом, так и в нестабильные экономические периоды, зная, что на высокой волатильности можно заработать большую прибыль. Многие инвесторы стараются найти и поддерживать в течение длительного времени оптимальный баланс соотношения «консервативных и агрессивных активов». Но, к сожалению, эта задача не из легких. Поэтому в последние годы были введены новые структурированные инвестиции, чтобы помочь инвесторам достичь своих целей – это прежде всего возврат инвестиций с минимальным риском, большая диверсификация портфеля, возможность выбора размера защиты капитала, возможность получения более высокой доходности на рынке в условиях снижающихся процентных ставок. Структурные облигации, как правило, сочетают безрисковые или низкорискованные

долговые ценные бумаги и рисковый актив, например, акции, корзину акций, индексы, товар, производный финансовый инструмент и т. п. Такие инвестиции давно пользуются популярностью в Европе, Азии и Америке.

Поэтому на данный момент, возможно, будет корректнее отталкиваться от определения структурных облигаций, которое приводит признанный регулятор развитого рынка, так как в России в связи с новизной продукта возникает некая путаница.

SEC (Securities and Exchange Commission) – Американская комиссия по ценным бумагам и биржам дает следующее определение структурным нотам (облигациям) – это ценные бумаги, которые выпускаются финансовыми учреждениями, доходность которых основана, как правило, на индексах акций, акции, как отдельно взятой ценной бумаге, корзине долевых ценных бумаг, процентных ставках, товарах и / или иностранных валютах.¹ Таким образом, доход связан с эффективностью базисного актива или индекса. Структурные облигации имеют фиксированный срок погашения и, как правило, включают два компонента – компонент долговой ценной бумаги и встроенный инструмент, от которого зависит окончательная доходность. Базовый актив, может широко варьироваться от обычно используемых рыночных показателей до индексов иностранных акций, валют, товаров, спредов между процентными ставками или «гибридных» активов, собранных в корзину. Например, облигация может быть основана на

¹ Investor Bulletin: Structured Notes. [Электронный ресурс] – Securities and Exchange Commission – Режим доступа: https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_structurednotes.html (дата обращения 07 апреля 2021)

результатах равноценной корзины, состоящей из индекса РТС, акций Роснефти, курса бразильского реала и цены на золото.

Рассмотрим примеры базовых активов и событий, которые могут включаться в структурную облигацию.

К числу таких событий и активов могут относиться:

- цены на сырье и товары, ценные бумаги и деривативы;
- курс валюты;
- изменение значений физических, биологических и (или) химических показателей состояния окружающей среды;
- процентные ставки центральных банков;
- инфляционные данные;
- индексы;
- нарушение обязательств контрольными лицами (включая дефолт или реструктуризацию задолженности);
- показатели официальной статистики;
- другие активы и обстоятельства, указанные в законодательстве.

Обратимся к Таблице 1, чтобы наглядно можно было связать базовые активы с возможными условиями невыплаты дохода по облигации (события разрушения) и возможными процедурами, которые используют эмитенты для определения иного порядка измерения значения Базового актива (восполнительные процедуры).

Таблица 1 - Примеры базовых активов, возможные условия невыплаты дохода по облигации и возможные восполнительные процедуры

Базовый актив	Пример Базовый актив	Условия невыплат ы дохода	Возможные Восполнительные процедуры
---------------	----------------------	---------------------------	-------------------------------------

Процентные ставки	(Ключевая ставка ЦБ РФ, ставка Европейского центрального банка, Ставка ФРС США)	Ставка не определен а	а) Следующий рабочий день после Даты определения Финального значения Базового актива; б) Если Значение Базового актива не может быть определено в соответствии с пунктом а), то последовательно проводится определение Значения Базового актива в даты, предшествующие дню финального определения значения Базового актива до тех пор, пока Значение Базового актива сможет быть определено)
Курс валюты	Курс рубля к доллару США, рассчитанный на Чикагской бирже	Курс не определен	Курс рассчитывается по формуле или устанавливается по курсу Банка России
Фондовые индексы	RTS, Индекс Мосбиржи, Dow Jones, S&P 500, Nasdaq, DAX, CAC 40, Nikkei 225 и др.	Отмена индекса или Сбой определения значения индекса на рынке	Замена индекса или самостоятельный расчет

Продолжение таблицы 1

Базовый актив	Пример Базовый актив	Условия невыплаты дохода	Возможные Восполнительные процедуры
Акции, обращающиеся на биржах	Московская биржа, Лондонская биржа (LSE), Nasdaq, NYSE и др.	Сбой в проведении и торгов или Сбой в работе биржи. Внеплановое закрытие	Цена определяется по состоянию на ближайший следующий торговый день после окончания события разрушения расчета базового актива или последовательно проводится определение Значения Базового актива в даты, предшествующие дню финального определения

			значения Базового актива до тех пор, пока Значение Базового актива сможет быть определено
Товары Фьючерсные и контракты	Золото, серебро, платина, палладий, нефть и др.	Сбой торговли. Отмена публикации цены.	Ожидание публикации цены, определение цены в первый рабочий день после окончания события разрушения либо в день, предшествующий событию разрушения

Источник: составлено автором на основе источника информации, представленной в докладе Малиновского, М. Обзор состоявшихся выпусков корпоративных и структурных облигаций. Инструменты структурных облигаций и методики работы инструмента. [Электронный ресурс] – Малиновский, М. / Московская биржа – Режим доступа: <http://www.moex.com>

Следует обозначить различия в российских трактовках, которые появились при переводе с английского «Structured notes». Под структурными облигациями в России понимают облигации с отсутствием полной защиты капитала. Под инвестиционными облигациями понимают юридически обычные биржевые облигации с полной защитой капитала. А структурные ноты – структурные облигации, выпущенные по иностранному праву. Отметим, что отсутствие регулирования сложно-структурированных продуктов в российском правовом поле привело к путанице в терминологии. Например, если ранее термин «структурная облигация» мог подразумевать под собой облигацию, условия выпуска которой предусматривали изменения дохода (размер купона) в зависимости наступления или не наступления определенных обстоятельств, то после введения поправок в 39-ФЗ, такие облигации перестали обозначаться как структурные облигации в силу российского законодательства.

На практике выделяют следующие виды структурных облигаций:

1. Структурные облигации с полной защитой капитала.
2. Структурные облигации с частичной защитой капитала.
3. Структурные облигации без защиты капитала.

Рассмотрим, что подразумевают под собой упомянутые 3 вида структурных облигаций – с полной защитой капитала, с частичной гарантией возврата номинальной стоимости и без предоставления каких-либо гарантий (без защиты капитала).

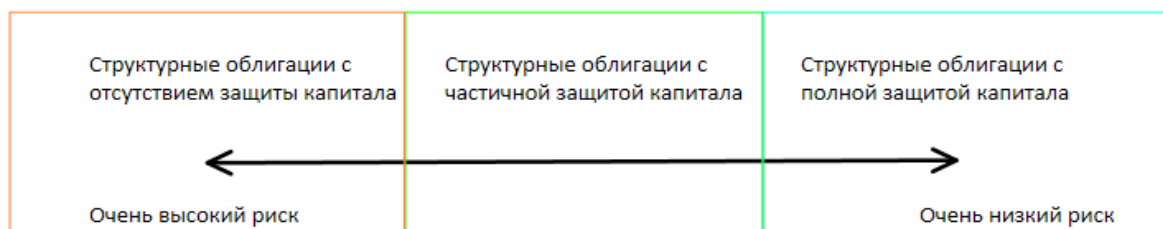
Полная защита капитала подразумевает гарантию выплаты номинальной стоимости структурной облигации в её срок погашения. В Российской практике данный вид структурного инструмента получил название инвестиционной облигации.

Облигации, условия выпуска которой не предусматривают возврат полной суммы номинальной стоимости, в России называют структурными.

Облигации с частичной защитой капитала соответственно гарантируют возврат определенной, заранее установленной части вложенного капитала.

А облигации без защиты капитала не гарантируют возврата вложенных средств при покупке данного финансового инструмента.

На Рисунке 1 представлен более наглядный вариант демонстрации зависимости риска от вида структурной облигации.



Источник: составлено автором на основе данных Investor Bulletin: Structured Notes. [Электронный ресурс] – Securities and Exchange Commission – Режим доступа: https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_structurednotes.html (дата обращения 07 апреля 2021)

Рисунок 1 – Зависимость риска от вида структурной облигации
Следует отметить, что на Рисунке 1 структурные облигации с полной защитой капитала обозначены как инструменты с низким уровнем риска в сравнении с другими видами структурных облигаций. На практике данный вид финансового инструмента также является рискованным, так как он не гарантирует получение дополнительного дохода, даже низкого как при вложении средств в депозит.

Как правило, структурные облигации не подразумевают какие-либо выплаты в течение срока обращения, однако, каждый эмитент может обозначить свои условия сделки и включить выплату купонов до срока погашения облигации.

Рассмотрим классификацию структурных облигаций финансовой группы SEB²:

1. Структурные облигации с минимальным уровнем риска – облигации, которые на дату погашения имеют полную защиту капитала и обращаются в основных валютах – EUR (евро), USD (доллар США), GBP (фунт стерлингов), CHF (швейцарский франк), CAD (канадский доллар), AUD (австралийский доллар), JPY (японская йена).

2. Структурные облигации с низким уровнем риска –

² Отчет SEB. Структурированные облигации. [Электронный ресурс]. – Группа SEB – Режим доступа: https://www.seb.ee/files/mifid/SEB_mifid_7_ENG.pdf

облигации с частичной защитой капитала, обращающиеся в основных валютах. Убытки могут составить до 10%.

3. Структурные облигации со средним уровнем риска – облигации с частичной защитой капитала, обращающиеся в основных валютах. Убытки могут составить до 25%.

4. Структурные облигации с высоким уровнем риска – облигации без защиты капитала, обращающиеся в любой валюте.

Все структурные облигации рассматриваются как сложные финансовые инструменты.

Структурные облигации обладают некоторыми специфическими особенностями, которые отличают их от обычных классических облигаций. Рассмотрим их.

1. Номинал структурных облигаций может быть выплачен не полностью в конце срока обращения долговой ценной бумаги. Прибыль инвестора определяет именно заранее оговоренный базовый актив или событие.

2. Структурные облигации могут выпускать только определенные эмитенты, а именно кредитные организации, брокеры, дилеры и специализированные финансовые общества. При этом все перечисленные эмитенты, кроме кредитных организаций, должны размещать структурные облигации только с залоговым обеспечением денежных требований и/или иного имущества.

3. Структурные облигации предназначены для квалифицированных инвесторов согласно законодательству РФ, но в то же время данный вид долговых ценных бумаг теоретически согласно законодательству могут покупать и неквалифицированные инвесторы, в предусмотренных

случаях, соответствующих нормативным актам, установленным Банком России (а именно после прохождения тестирования).

4. Досрочное погашение структурных облигаций по желанию эмитента не положено. Исключения составляют форс-мажорные случаи, которые представлены в решении о выпуске.³

Структурные облигации представляют инструмент, потенциально приносящий большую доходность, чем классические облигации, однако следует оценивать некоторые факторы и риски, помимо негарантированной выплаты номинальной стоимости, которые не относят к привычным долговым ценным бумагам. Прежде всего:

1. Структурные облигации, как правило, не приносят доход в течение своего срока обращения, несмотря на потенциальное получение дивидендов или купонов от базовых активов внутри структурной облигации.

2. Условия и структура рассматриваемых облигаций более сложны, чем в традиционных облигациях, что отражается в неполном или даже неточном понимании такого договора инвестором при оценке их стоимости, риска, потенциала роста доходности. Приведем несколько примеров, для раскрытия тезиса:

а) Сложные различные методы расчета получения прибылей (или убытков). Например, по одной облигации сравнивают изменение индекса в двух отдельно взятых определенных точках времени, таких как дата начала и

³ О рынке ценных бумаг: [Федеральный закон 22.04.1996 N 39-ФЗ: принят ГД 20 марта 1996]. – КонсультантПлюс. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148 (дата обращения 07 апреля 2021)

окончания срока облигации. По другой структурной облигации расчет значения индекса может вестись в различных моментах (точках) времени (Датах оценки) в течение срока действия инструмента. По третьей облигации сравнивают самое высокое значение индекса со значением в начале срока действия облигации. По четвертой облигации смотрят дни в течение которых базовый актив оставался выше (ниже) предварительно определенного уровня или диапазона цен.

b) Показатели участия. Коэффициент участия показывает какую часть прибыли от базового актива, индекса или другого инструмента получит инвестор. Например, если коэффициент участия составляет 85%, а базовый актив, индекс или иной установленный показатель увеличились на 10%, то прибыль от облигации, зачисленная на счет инвестора, составит 8,5%.

c) Минимальный гарантированный доход. Условия выпуска структурной облигации с основной защитой могут предлагать «минимальный гарантированный доход». В некоторых случаях термин включает в себя не только основную гарантию возврата капитала, но и фиксированный доход. Например, облигация со 100% возвратом номинальной стоимости при погашении и 2% минимальным гарантированным доходом выплатит 102% первоначальной вложенной суммы при наступлении срока погашения вне зависимости от того, как поведет себя базовый актив.

d) Некоторые структурные облигации могут ограничивать максимальный потенциальный доход. После достижения максимального уровня выплат, ценная бумага

может не предоставлять права в дополнительной прибыли по активу. Например, структурная облигация может предоставить инвестору возврат полной номинальной суммы и максимальную прибыль от индекса равную 20%. То есть при увеличении индекса до 20% инвестор получает всю прибыль и номинал. Если индекс увеличится до 25%, то инвестор получит только 20% прибыли и номинал.

е) Также некоторые структурные облигации могут иметь knock-out особенность. Если базовый актив упадет ниже предварительно определенного уровня – барьера, то инвестору перестают гарантировать полную выплату номинальной стоимости и погашают в зависимости от суммы стоимости базовых активов.⁴

3. В стоимость структурных облигаций могут быть заложены скрытые комиссионные затраты, затраты на хеджирование, хранение актива, страховку и т. п., которые могут быть относительно высокими. Все зависит от того, как «упакована» облигация. При выпуске любая структурная облигация имеет оценочную справедливую стоимость, которая основана на содержании инструмента. Эмитент, как правило, повышает ее стоимость, чтобы получить цену предложения продукта, которая отражает затраты, которые несет эмитент в течение всего срока обращения облигации, например, расходы на хеджирование, а также прибыль эмитента. Эти затраты обычно не прозрачны для инвесторов, в том числе и в международной практике. Таким образом,

⁴ Investor Bulletin: Structured Notes. [Электронный ресурс] – Securities and Exchange Commission – Режим доступа: https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_structurednotes.html (дата обращения 07 апреля 2021)

инвестор, как правило, платит больше за структурную облигацию, чем её справедливая стоимость.

4. В случае банкротства эмитента, согласно международному опыту, инвесторы, которые владеют структурными облигациями, считаются необеспеченными кредиторами и могут не получить свои первоначальные инвестиции. Такой инцидент случился с покупателями структурных облигаций с защитой капитала, которые были выпущены обанкротившимся Lehman Brothers Holdings.

5. Одним из недостатков структурных облигаций является нехватка ликвидности. Как правило, данный инструмент предназначен для долгосрочного инвестирования. Некоторые эмитенты могут устанавливать «период блокировки» - период времени, в течение которого инвестор не может получить доступ к своим вложенным средствам, или высокую комиссию за досрочный выкуп, или же оба варианта одновременно. Некоторые эмитенты не предусматривают возможность продажи облигаций до наступления срока погашения. Если эмитенты все же предоставляют возможность обращения облигаций на вторичном рынке, то из-за недостаточной ликвидности структурные облигации могут обращаться со значительными скидками к их покупной цене. Также на ликвидность может влиять достаточно трудный расчет структурной облигации и зависит от большого спектра факторов - например, процентные ставки, волатильность базового актива.

6. Эмитент вправе досрочно погасить структурную облигацию. Перечень случаев предоставляющих эту

возможность эмитенту должен быть определен в решении о выпуске. Таким образом существует риск реинвестирования.

7. В некоторых случаях эмитенты оставляют возможность неполной выплаты номинала, если соблюдается какое-либо непредвиденное обстоятельство, которое не было определено ранее, даже если облигация по условию с полной защитой капитала. Поэтому даже такой тип облигаций может не гарантировать абсолютно полную защиту вложенного капитала инвестору, даже если в материалах по продажам говорится об обратном.⁵

Таким образом, структурные облигации можно сравнить со спором клиента и эмитента о потенциальной доходности базовых активов, согласно которому при выигрыше покупатель получает большую доходность, а при проигрыше неполную сумму вложенных средств – номинальной стоимости или при особой рискованности – ничего не получает, если договор подразумевает возможную невыплату номинальной стоимости эмитентом. И механизм «спора» может быть очень сложен и запутан, заранее определяя победителя за счет непонимания правил инструмента другой стороной.

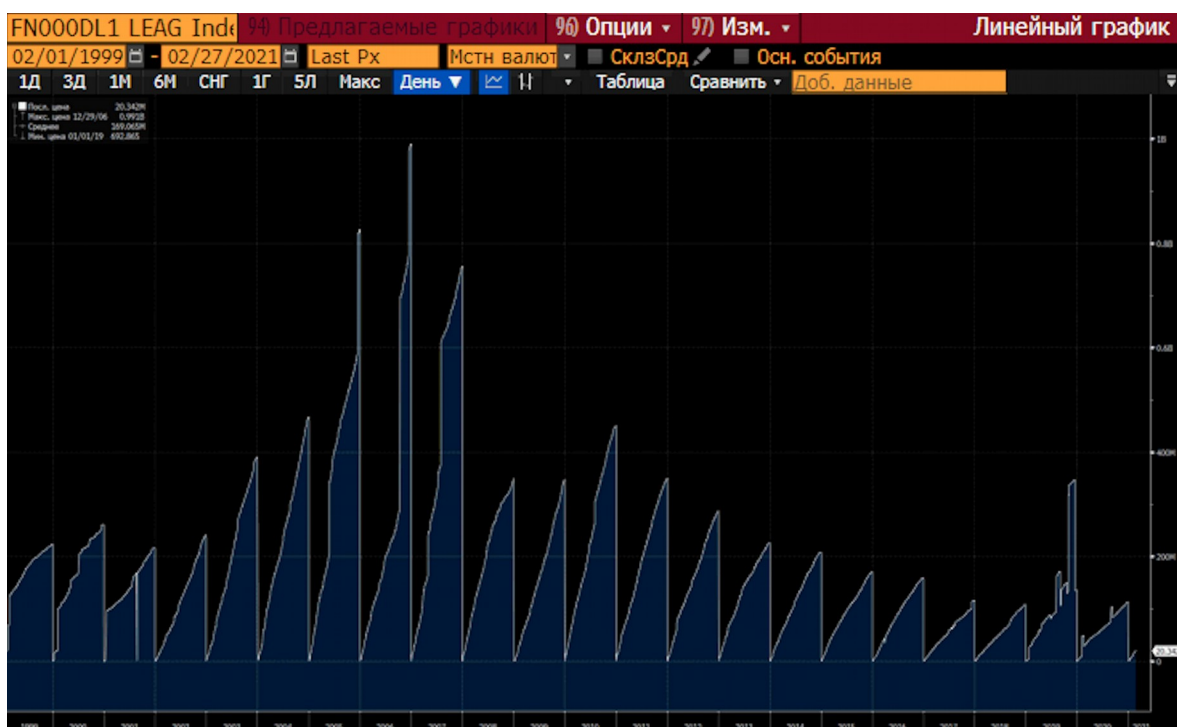
1.2 Эволюция и причины возникновения СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Рынок структурных нот начал быстро расти с тех пор, как впервые в 1992 году был предложен институциональным

⁵ Structured Notes with Principal Protection: Note the Terms of Your Investment. [Электронный ресурс] – Securities and Exchange Commission – Режим доступа: <https://www.sec.gov/investor/alerts/structurednotes.htm> (дата обращения 07 апреля 2021)

инвесторам США, которые искали возможности для инвестиций с высокой процентной ставкой⁶.

С тех пор мировой рынок структурных облигаций стремительно рос, достигнув своего пика в 2006 году (объем выпуска составил почти 1 млрд долларов). Наглядный график приведен ниже [Рисунок 2].



Источник: Bloomberg по состоянию на 27.02.2021

Рисунок 2 – Мировой объем выпуска структурных нот

Продажи структурных облигаций значительно упали во время мирового финансового кризиса и после него. Как следствие после интенсивного контроля со стороны регулирующих органов произошло заметное сокращение использования сложных выплат и экзотических базовых

⁶ A short history of structured products [Электронный ресурс] – Информационно-справочный ресурс structuredretailproducts.com – Режим доступа: <https://www.structuredretailproducts.com/srp-academy/structured-products-history> (дата обращения 20 апреля 2021)

активов и выпуск структурных облигаций во всем мире упал до уровня начала 2000х годов.

Первоначально структурные продукты в целом рассматривались как способ предоставления возможности инвесторам получить более высокую доходность на фондовом рынке без риска потери капитала, но постепенно степень отношения к риску и аппетита к доходности изменилась, в связи с чем данный инструмент все время модифицировался и приобретал новые формы.

В свою очередь самыми первыми структурными нотами принято считать ноты с привязкой к процентной ставке, которые вышли на рынок в середине 1980-х в США⁷, когда начал формироваться рынок евро-долларовых фьючерсов и свопов. Например, широко распространились PERL - облигации, доходность по которым привязана к обменному курсу валют, которые были широко распространены в США. В первые 10 лет существования они выпускались в относительно простой форме. Структурные ноты данного этапа развития принято считать структурными нотами первого поколения. Большинство из них были простыми облигациями, привязанными к процентной ставке, такие как FRN, inverse floater, capped FRN, floored FRN, Collared Floater - одни из примеров⁸.

⁷ Многие российские источники утверждают, что первые структурные продукты появились в 1969 году в США. Автор не нашел подкрепленных доказательств этому факту. Считать конвертируемые облигации или облигации с индексируемым номиналом структурными облигациями, по мнению автора, не имеет смысла, так как выплата дохода не зависит от значения базового актива.

⁸ Yunwoo Park. The Status of Structured Note Markets in Korea and the Direction of Oversight [Электронный ресурс] - Yunwoo Park, Senior Research / Fellow Korea capital market institute - Режим доступа: <http://www3.kcmi.re.kr> > common > downloadw

Таким образом, можно сделать вывод, что в структурных нотах первого поколения от значений базового актива (процентной ставки) зависел только купон.

Облигации с плавающей ставкой (Floating Rate Notes (FRN)) - это долговые инструменты, купон которых привязан к базовой ставке, такой как LIBOR или MOSPRIME, или к доходности государственных бумаг. Таким образом, купонная ставка по облигациям с плавающей процентной ставкой является переменной и повышается после повышения преобладающих ставок в экономике (точнее базовой ставки).

Например, одним из первых эмитентов на российском рынке по выпуску флоатеров (FRN)⁹ - Европейский Банк Реконструкции и Развития. 18 мая 2005 года он выпустил облигации с плавающей процентной ставкой, привязанной к ставке MosPrime¹⁰.

Облигации с обратной плавающей ставкой (Inverse floater) - облигации, купон которых изменяется обратно пропорционально базовой процентной ставке. То есть доходность по облигациям с обратной плавающей ставкой прямо противоположна доходности по облигациям с плавающей ставкой. Таким образом, чтобы рассчитать купонную ставку по Inverse floater необходимо из заранее определенной фиксированной ставки (максимальной купонной ставки) вычесть базовую ставку, к которой был привязан купон, умноженную при этом на заранее

⁹ Управление процентным риском — залог успешного бизнеса в условиях современной денежно-кредитной политики. [Электронный ресурс]. - Cbonds Review. - Режим доступа: <http://review.cbonds.info/article/magazines/4631/>

¹⁰Terms and Conditions: Russian version [Электронный ресурс]. - Европейский Банк Реконструкции и Развития - Режим доступа: www.ebrd.com. - www.ebrd.com > downloads > capital > termsr

определенный коэффициент (купонная ставка = фиксированная ставка - базовая ставка*коэффициент). Исходя из всего делаем вывод, что при понижении процентных ставок (базовой ставки) купонная ставка увеличивается, а при повышении наоборот.

Floored Floating Rate Notes - облигации, привязанные к плавающей ставке с минимальным гарантированным доходом. То есть, если базовая ставка ниже минимальной ставки купона, то инвестору выплачивается минимальная купонная ставка. Если базовая ставка выше минимальной гарантированной купонной ставки, то инвестор получает купон, равный базовой ставке.

Capped Floating Rate Notes - облигации, привязанные к плавающей ставке с ограниченным доходом. То есть в данном случае максимально возможная купонная ставка заранее определена эмитентом и инвестор не получит больше порогового значения, даже если базовая ставка будет выше его.

Collared Floater - Облигации, которые сочетают в себе Floored Floating Rate Notes и Capped Floating Rate Notes (облигации с минимальным и ограниченным доходом). Таким образом, данный вид облигаций ограничивает риски как продавца, так и покупателя облигации, и доходность колеблется в определенном ограниченном диапазоне в пределах минимального и максимального порогового значения¹¹.

¹¹ Floating Rate Notes. [Электронный ресурс] - RBC Capital Markets - Режим доступа: <https://www.rbccm.com/assets/rbccm/docs/expertise/fixed-income/us/rbc-floating-rate-notes-fact-sheet.pdf>

С тех пор купоны стали более сложной структурой. Основную сумму долга и срок погашения, помимо процентных купонов, начали связывать с результатами привязанного индекса. С того момента начали развиваться облигации с привязкой к акциям (equity-linked notes), кредитные ноты (credit linked notes), ноты с привязкой к товарам (commodity-linked notes), облигации, основанные на показателях рынка (marked-linked notes) и т.д.¹²

Equity-linked notes – облигации, купонный доход которых зависит от доходности акций. ELN могут быть структурированы по-разному, но обычно это сочетает в себе дисконтную облигацию (таким образом гарантируя возврат вложенного капитала) и опцион колл на конкретную ценную бумагу, корзину ценных бумаг или индекс акций (для потенциальной повышенной доходности).

Таким образом, если акция или индекс акций показал плохой результат, то инвестор получит номинал облигации. Если динамика базового актива была положительной и стала выше цены страйк, то купон по облигации равен уровню участия, умноженный на процент изменения актива и умноженный на номинал облигации.

Например, в 2013 году Банка ВТБ в своем годовом отчете обозначил, что ООО ВТБ Капитал Финанс впервые в России предложила структурные облигации с гарантированной защитой капитала и доходностью, которая

¹² Yunwoo Park. The Status of Structured Note Markets in Korea and the Direction of Oversight [Электронный ресурс] – Yunwoo Park, Senior Research / Fellow Korea capital market institute – Режим доступа: <http://www3.kcmi.re.kr> > common > downloadw

привязана к динамике индексов Eurostoxx 50 и S&P 500 или к изменению цены акций выбранного эмитента.¹³

Таким образом, теоретически потенциал роста доходности облигаций, привязанных к акциям, неограничен, тогда как риск снижения ограничен.

Credit linked notes - Кредитная нота (CLN) – это долговая ценная бумага со встроенным кредитным дефолтным свопом, выплата и погашение которой зависят от финансовой платежеспособности соответствующего должника (например, государства или компании). Если нет так называемого кредитного события, держатель облигации получает привлекательные процентные выплаты, которые обычно выше, чем в случае сопоставимых государственных или корпоративных облигаций. По наступлении срока погашения основная сумма CLN выплачивается по номинальной стоимости. В случае кредитного события кредитная нота погашается досрочно, и вместо номинальной стоимости инвестор получит остаточную денежную стоимость обязательств неплатежеспособного должника или сами права требования к нему.

В рамках этой структуры купон или цена облигации связаны с доходностью эталонного актива (для кредитных нот таким событием является неисполнение обязательств третьим лицом). Он предлагает заемщикам хеджирование от кредитного риска (аналогично страхованию) и дает инвесторам более высокую доходность по облигациям, если они соглашаются на кредитное событие.

¹³ Годовой отчет 2013 - Банк ВТБ. [Электронный ресурс] / Банк ВТБ. - Режим доступа: www.vtb.ru: www.vtb.ru > media > Files >

В России первый выпуск CLN¹⁴ был в ноябре 2002 года с датой погашения в ноябре 2004 года¹⁵, эмитентом которого стало ОАО "Объединенные машиностроительные заводы".

Commodity-linked notes - облигации, доходность которых зависит от доходности базового товара или товаров. Такие облигации часто используются для хеджирования от инфляции. Цены на сырьевые товары могут быть довольно волатильны, что означает более высокий риск для инвестора.¹⁶ Так, в годовом отчете за 2012 год Банка ВТБ указал, что ООО ВТБ Капитал Финанс стала первым российским эмитентом, который предложил структурные облигации с гарантированной защитой капитала и доходностью, привязанной к цене золота.¹⁷

Marked-linked notes - облигации, основанные на показателях рынка (может включать в себя индекс акций, облигаций)¹⁸.

vtb_2013_annual_report

¹⁴ Нотная азбука. [Электронный ресурс] / Издательский дом Коммерсантъ. - Режим доступа: <https://www.kommersant.ru/doc/860065>

¹⁵ Анкета выпуска. [Электронный ресурс] / Финансовое информационное агентство Rusbonds. - Режим доступа: https://www.rusbonds.ru/ank_obl.asp?tool=8313

¹⁶ Dictionary. [Электронный ресурс] - Информационный ресурс Investopedia - Режим доступа: <https://www.investopedia.com/financial-term-dictionary-4769738>

¹⁷ Годовой отчет 2012 - Банк ВТБ. [Электронный ресурс] / Банк ВТБ. - Режим доступа: www.vtb.ru: www.vtb.ru > Files > godovoi-otchet > annual_2012_rus

¹⁸ Market Linked Notes with Upside Participation with Averaging and Minimum Return at Maturity. [Электронный ресурс] - Securities and Exchange Commission - Режим доступа: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/72971/000119312515247660/d46142dfwp.htm> (дата обращения 07 апреля 2021)

Так в России в июне 2009 года Тройка Диалог разместила «индексные облигации», где переменная ставка привязана к индексу РТС и курсу доллара США к рублю.¹⁹

В сентябре 2010 ЕБРР выпустил структурную облигацию номиналом 7 млрд. руб. с фиксированным купоном 0,01% номинала и возможностью получения дополнительного дохода при росте индекса Венской фондовой биржи RDX (взвешенный по капитализации индекс, в который включены 15 наиболее ликвидных депозитарных расписок на акции крупнейших российских компаний, которые торгуются на Лондонской фондовой бирже). Данную структурную облигацию приобрел ВЭБ и включил ее в состав портфеля пенсионных накоплений²⁰.

Для того, чтобы обеспечить потенциально большую доходность и удовлетворить потребности различных групп инвесторов при согласии с большими рисками в оборот были введены облигации третьего поколения – структурные ноты с частичной защитой капитала.

Введение данного вида облигаций на российском рынке началось с пояснительной записки к проекту Федерального закона «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» в части регулирования структурных расписок»²¹, в котором обозначили актуальность структурных

¹⁹ Тройка Диалог закрыла книгу заявок на дебютный выпуск индексных облигаций объемом 500 млн рублей. [Электронный ресурс] / Финансовое информационное агентство Cbonds. – Режим доступа: <https://cbonds.ru/news/435778>

²⁰ Бумага двойного назначения. [Электронный ресурс] / Информационный источник РБК. – Режим доступа: <https://www.rbc.ru/newspaper/2015/03/02/56bd151d9a7947299f72c2dd>

²¹ Законопроект № № 211550-7 "О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» в части регулирования структурных облигаций [Электронный ресурс]. – Система обеспечения законодательной деятельности – Режим доступа:

облигаций (структурных расписок в первой версии законопроекта) с частичной защитой капитала из-за большого спроса на них со стороны инвесторов, которые хотели получать большую доходности по сравнению с классическими облигациями. На дату первой версии законопроекта доля структурных продуктов с частичной защитой капитала составляла около 70% структурных продуктов в целом, каждый год объем продаж составлял около 500 млрд. долларов.

До введения поправок в ФЗ-39 выпускать инструменты без полной защиты капитала на российском рынке запрещалось законодательством. Эмитенты выпускали финансовые инструменты, которые зависели от различных факторов, обеспечивая полный возврат номинала, называя их «инвестиционные облигации», «индексные облигации», «биржевые структурные облигации» или «структурные облигации», но по российскому законодательству они являлись обычными классическими облигациями.

Стоит дополнительно отметить, что российские структурные облигации, как правило, имеют отличные от обычных облигаций цели выпуска.

Например, если у эмитента при выпуске структурных облигаций стоит задача привлечь дополнительный доход в виде комиссии от конструирования структурных облигаций, то основными целями простых облигаций, как правило, является привлечение заимствования для удовлетворения потребности предприятия в денежных ресурсах, не используя банковские кредиты. Введение данного инструмента на российский финансовый рынок означает прекращение <https://sozd.duma.gov.ru/bill/211550-7> (дата обращения 07 апреля 2021)

отношения к облигации как к договору займа, в следствие чего 1 июня 2018 года Статья 816 Гражданского кодекса РФ утратила силу²².

Таким образом, можно сделать вывод, что структура выплат по облигациям стремительно усложняется. И данный фактор является само собой разумеющимся в условиях современных тенденций развития финансового рынка.

1.3 Анализ положения России в выпуске структурных облигаций в сравнении с другими странами

Так как в российском правовом поле структурные облигации с частичной защитой капитала только начинают зарождаться, то имеет смысл посмотреть на положение других стран в выпуске структурных облигаций (продуктов), чтобы оценить возможные перспективы в конструировании и преобладании типов структурных облигаций в России.

1. Великобритания.

Данная страна является одним из крупнейших рынков структурных продуктов в Европе. Преобладающими структурными облигациями (нотами/продуктами) являются *autocallable notes* (облигации с досрочным погашением при достижении базовым активом определенного уровня барьера в фиксированную дату), большая часть которых связана с такими базовыми активами как Eurostoxx 50, S&P 500, FTSE 100.

²² Гражданский кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 26.01.1996 (ред. от 27.12.2019, с изм. от 28.04.2020) – КонсультантПлюс. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_9027 (дата обращения 20 апреля 2021)

Долгосрочные структурированные продукты становятся более популярными по сравнению с их краткосрочными аналогами. *The knock in payout* (выплаты, которые получает инвестор при достижении базовым активом определенного уровня барьера), *reverse convertible payoff structure* (структура выплат, по которой выплачивается фиксированный уровень дохода и полный возврат капитала, если базовый актив не упадет ниже установленного барьера в течение срока инвестирования. При падении базового актива доходность уменьшается на процентное падение актива.) являются одними из наиболее распространенных структур. Среднесрочные облигации – является одной из наиболее распространённой формы выпуска структурных продуктов на рынке. Что касается типов продукта, то наиболее популярными инструментами являются продукты, нацеленные на рост актива (примерно 65% рынка). Все структурированные продукты Великобритании имеют Европейский барьер. Большинство из них котируются на Лондонской или Люксембургской фондовых биржах, а меньшая часть - на Ирландской фондовой бирже.

2. Германия

Немецкий рынок структурных продуктов является одним из лидеров в Европе.

Наиболее распространённые выплаты - *leverage with stop loss* (продукт обеспечивает возврат, эквивалентный длинной или короткой позиции с кредитным плечом базового актива. Если базовый актив повышается (короткое кредитное плечо) или падает (длинное кредитное плечо) до определенного уровня стоп-лосса, действие продукта

завершается, и эмитент возвращает первоначальные инвестиции за вычетом убытков, понесенных в этот момент.), *the reverse convertible* (структура выплат, по которой выплачивается фиксированный уровень дохода и полный возврат капитала, если базовый актив не упадет ниже установленного барьера в течение срока инвестирования. При падении базового актива доходность уменьшается на процентное падение актива.), комбинация *capped call* (доходность по данному продукту основана на фиксированном участии в росте базового рынка, доходность ограничена) и *protected tracker structures* (тип структурированного продукта, который обеспечивает определенную степень защиты капитала и участие в повышении базового актива). Конструкция *knock out* также используется во многих выпусках.

В качестве оболочки преобладают среднесрочные облигации, сертификаты с леввериджем (наиболее распространенный вариант за последние восемь лет).

В основном финансовые инструменты в Германии выпускаются без полной защиты капитала.

Базовые активы довольно разнообразны. Немецкие банки с недавних пор начали создавать структурные продукты, привязывая к активам, соблюдающим принципы охраны окружающей среды, социальной сферы, корпоративного управления (ESG).

3. Соединенные Штаты Америки.

Активными игроками на рынке являются банки США, а также международные инвестиционные банки с относительно высокой долей присутствия канадских банков.

На рынке США преобладающую роль занимают продукты с частичной защитой капитала, несмотря на то что за последние годы выросла доля структурных продуктов с полной защитой капитала (в основном за счет структурированных депозитов, а не нот) примерно до 10-15% доли рынка. В Америке также преобладающую позицию занимают структурные продукты, нацеленные на рост активов. Самыми популярными базовыми активами являются S&P 500, Euro Stoxx 50 и Russell 2000.

4. Южная Корея.

Рынок структурных продуктов Южной Кореи в основном состоит из *autocallables product* (продукты с досрочным погашением при достижении базовым активом определенного уровня барьера в фиксированную дату) в дополнение к более простым структурам, таким как *digital* (продукт, который выплачивает фиксированную сумму, если базовый уровень выше (или ниже) определенного уровня на заданную дату, обычно это дата погашения продукта), *bull bear* (Доходность по такому продукту зависит от роста или падения базового актива. Прекращается досрочно, если базовый актив достиг «цены отзыва»), *shark fin* (Продукт с минимальным доходом при погашении плюс участие в росте базового актива. Однако, если будет «пробит» верхний барьерный уровень в любой момент в течение инвестиционного периода, то доходность к погашению снижается до фиксированной суммы), *uncapped call* (это тип структурированного продукта, в котором доход основан на опционе колл, а потенциальный доход не ограничен) and *capped call* (Доходность по такому продукту ограничена).

Большинство autocallables привязаны к таким бенчмаркам как Eurostoxx 50, S&P 500, Kospi 200, Nikkei 225 и Hang Seng China Enterprises Index. Также часто используются такие базовые активы как акции, процентные ставки и товары.

Autocallable notes чаще всего выпускают сроком на 3 года, в то время как более простые конструкции предлагают на более короткий срок (в среднем один год). Более 85% структурных продуктов не имеют полной защиты капитала, несмотря на опасения инвесторов, вызванные рыночной неопределённостью в последние годы.

5. Италия

Итальянский рынок структурированных продуктов отличается разнообразием и сложностью. В основном выпускают структурированные сертификаты (секьюритизированные деривативы в виде комбинации контрактов, которые собраны в отдельные ценные бумаги²³), но также регулярно выпускают структурные облигации. Стоит отметить, растущую тенденцию на листинг краткосрочных структурированных сертификатов с такими структурами как *bonus certificates* (продукты участия, которые обеспечивают полное участие в выигрыше и условную защиту капитала до тех пор, пока базовый актив не пересекает заранее определенный порог (барьер)), *express certificates* (Если в день наблюдения цена базового актива находится на заданном пороговом уровне или выше, сертификат погашается досрочно согласно стоимости базового актива. Если базовый актив торгуется ниже

²³ Inside Investment Certificates: Structure and Application in the Developing Italian Market. [Электронный ресурс] – LUISS Guido Carli. Department of Economics and Finance. Chair of Theory of Finance – Режим доступа: http://tesi.luiss.it/24314/1/690611_FIASCHINI_JACOPO.pdf

порогового уровня в день наблюдения, сертификат будет продолжать действовать до следующего дня наблюдения. Если пороговый уровень никогда не нарушается ни в один день наблюдения в течение срока действия сертификата до погашения, то инвестор получает доход при условии, что базовый инструмент не упал ниже установленного порога безопасности. В последнем случае инвестор понесет убыток по истечении срока погашения.) и *autocallables*.

Структурированные продукты с полной защитой капитала составляют примерно 28% объема продаж, остальная часть приходится на продукты с частичной защитой капитала. Наиболее популярные выплаты – это *knock out*, *reverse convertible* и *digital payoff*, *capped call*, *snowball* (если в дату наблюдения нота не соответствует условиям по выплате купона, выплата этого купона переносится на следующую дату оценки. Как только условия выплаты купонов будут выполнены в дату оценки в будущем, все ранее пропущенные купоны также будут выплачены.) и *protected tracker* (тип структурированного продукта, который обеспечивает определенную степень защиты капитала и участие в повышении базового актива).

Большинство структурных продуктов имеют средний срок службы.

6. Бразилия

В течение последних пяти лет бразильский рынок демонстрировал устойчивый рост, главной причиной которого стало введение в 2015 году сертификата соответствия (*Certificado de operações estruturadas*) (COE) – структурированной ноты, аналогичной той, которая

выпускается в США и Европе, который позволил распространять такие облигации. Согласно Инструкции от 14 октября 2015 г. № 569²⁴ эмитент до продажи COE должен ознакомить инвестора с Основным информационным документом DIE (подобие европейских KID), который содержит основной механизм работы и риски продукта).

По данным биржи B3, в 2018 году рынок COE приблизился к 3 млрд долларов США на выпущенных 50 000 структурных нот.

К основным базовым активам относятся Бразильский индекс потребительских цен, индекс Ibovespa Brasil, обменный курс доллар / бразильский реал и S&P 500. Срок действия продуктов обычно составляет от одного до трех лет, и более 90% имеют 100% защиту капитала. Наиболее популярные в настоящее время capped и uncapped calls, autocalls with a worst of feature (доход зависит от эффективности наихудшего актива) и digitals - на них приходится около 80% бразильских структурных CEO²⁵.

Так как развитие российского финансового рынка похоже на развитие финансового рынка Бразилии, то автор считает, что при определении перспектив развития нашего рынка нужно в первую очередь исходить из опыта Бразилии. Но также стоит учитывать, что российский рынок старается

²⁴ Instrução nº 569, de 14 de outubro de 2015. [Электронный ресурс]. - Ministério da Fazenda/COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS- Режим доступа:
https://www.in.gov.br/materia/-/asset_publisher/Kujrw0TZC2Mb/content/id/33273178/do1-2015-10-15-instrucao-n-569-de-14-de-outubro-de-2015-33273174

²⁵ A short history of structured products [Электронный ресурс] - Информационно-справочный ресурс structuredretailproducts.com - Режим доступа:
<https://www.structuredretailproducts.com/srp-academy/structured-products-history> (дата обращения 20 апреля 2021)

действовать в соответствии с международными тенденциями. Поэтому, подводя итог, хочется отметить, что анализ опыта размещений структурных продуктов, нот показал, что у каждой страны конструкции выпуска отличаются исходя из предпочтений инвесторов и норм регулирования каждой страны. В основном структурные облигации выпускаются на средний срок и имеют частичную защиту капитала – скорее всего это единственные общие черты/тенденции, преобладающие в выпуске структурных облигаций.

На данный момент в России по итогам 2020 года наиболее популярным видом структурных продуктов стали инвестиционные облигации с полной защитой капитала. Эмитенты в основном используют структуру range assual, согласно которой базовый актив должен держаться в определенном диапазоне цен. В 2020 году было размещено 303 выпуска структурных облигаций с полной защитой капитала на общую сумму 208,5 млрд руб. Каждый месяц инвестиционных облигаций размещалось в среднем на сумму 15, 643 млрд. руб., что почти в 3 раза выше по сравнению со среднемесячными показателями 2019 года. Стоит отметить, что после начала смягчения эпидемиологической обстановки с июня по октябрь среднемесячный объем размещения составил более 20 млрд. руб.

Что касается срока обращения, то в основном инвестиционные облигации выпускаются на срок от нескольких месяцев до 5 лет, то есть в основном такие инструменты являются краткосрочными или же среднесрочными.

В России наиболее популярными базовыми активами являются индексы, иностранные акции, валюта и ETF. Что касается структуры выплат, то наиболее популярными являются купонные (то есть величина купона заранее известна, но она выплачивается в зависимости от поведения динамики корзины из 4-5 заранее определенных акций) и нацеленные на рост актива (участие в росте), то есть зависит от величины роста базового актива²⁶ и диапазона.

Рассмотрим конкуренцию и объемы в обращении на мировом рынке структурных облигаций на этапе их становления, в период кризиса, после кризиса и по итогам 2020 года в таблице 2.

²⁶ Нотная азбука. [Электронный ресурс] / Издательский дом Коммерсантъ. – Режим доступа: <https://www.kommersant.ru/doc/860065>

Таблица 2 - Рейтинг эмитентов по объему в обращении структурных нот в мире по годам

№	1999 год			2007 год			2008 год			2010 год			2020 год		
	Эмитенты	Объем , млн долл	Дол я	Эмитент ы	Объем , млн долл	Дол я	Эмитент ы	Объем , млн долл	Дол я	Эмитент ы	Объем , млн долл	Дол я	Эмитенты	Объем , млн долл	Дол я
1	Deutsche Bank	6 637.90	8.43	Merrill Lynch & Co	31 872.21	8.61	Deutsche Bank	21 007.99	7.21	JP Morgan	60 341.98	13.79	Landesbank Hessen-Thuringen Girozentrale	11 255.74	13.64
2	Commerzbank	6 136.88	7.80	Deutsche Bank	22 087.32	5.97	Merrill Lynch & Co	16 018.73	5.50	UBS	25 518.67	5.83	DZ Bank	8 064.50	9.78
3	Morgan Stanley	5 784.67	7.35	Goldman Sachs	18 742.67	5.06	Barclays	15 853.45	5.44	FHN Financier	24 959.50	5.70	JP Morgan	7 294.26	8.84
4	Merrill Lynch & Co	4,036.65	5.13	HSBC	17 179.87	4.64	UBS	15 539.62	5.33	Incapital	24 256.87	5.54	Credit Suisse	6 227.24	7.55
5	JP Morgan	3 618.76	4.60	JP Morgan	16 883.11	4.56	DZ Bank	13 396.01	4.60	Barclays	22 201.47	5.07	Goldman Sachs	4 220.83	5.12
6	Banca Caboto SPA	2 545.79	3.23	Morgan Stanley	15 822.88	4.28	JP Morgan	10 557.73	3.62	Deutsche Bank	18 374.55	4.20	Citi	3 569.06	4.33
7	Dresdner Kleinwort	2 406.13	3.06	Barclays	14 293.52	3.86	RBS	10 109.04	3.47	BofA Securities	16 693.24	3.82	BNP Paribas	3 557.83	4.31
8	Lehman Brothers	2 250.38	2.86	Lehman Brothers	14 240.59	3.85	Morgan Stanley	9 254.41	3.18	Morgan Stanley	13 996.39	3.20	Landesbank Baden-Wuerttemberg	2 880.49	3.49
9	Barclays	2 235.14	2.84	Citi	13 946.06	3.77	UniCredit	8 512.85	2.92	DZ Bank	12 697.15	2.90	UBS	2 605.14	3.16
10	Goldman Sachs	2 149.27	2.73	UBS	13 271.29	3.59	HSBC	8 366.22	2.87	RBS	11 813.42	2.70	BofA Securities	2 084.26	2.53

Источник: данные Bloomberg по состоянию на 27.02.2021

Согласно данным Bloomberg основными эмитентами, занимающими большую долю в выпуске структурных нот на протяжении 20 лет, являются именитые мировые финансовые организации, такие как Deutsche Bank, Morgan Stanley, BNP Paribas, JP Morgan (в основном американские, немецкие и британские компании), но при этом нельзя выделить однозначных лидеров, так как доля в обращении структурных нот каждого эмитента из года в год отлична. Стоит заметить, что уровень конкуренции достаточно высокий, максимальная доля сосредоточения рынка на анализируемых периодах не составляла более 14%.

Россия не входит в топ-10 эмитентов мира по объему структурных облигаций по версии Bloomberg. Рынок только на стадии зарождения, но уже некоторые эмитенты начали активные действия по развитию нового финансового инструмента.

По данным Cbonds в России пока 22 эмитента структурных облигаций, из которых можно выделить главную тройку. Большую долю, а именно 55% занимает Сбербанк России (или 59%, если учитывать Sber CIB). Второе место по объему структурных облигаций в обращении занимает БрокерКредитСервис – с долей на рынке 24%, третье место – ВТБ с долей 6%. Остальные эмитенты имеют долю не более 2% [Рисунок 3].



Источник: составлено автором по данным Cbonds по состоянию на 01.03.2021. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://cbonds.ru/bonds> (Дата обращения 01.03.2021)

Рисунок 3 – Эмитенты структурных облигаций на российском рынке

Первые выпуски структурных облигаций в России согласно данным Cbonds разместили Банк Русский стандарт в марте 2004 года. SPV выступил Dresdner Bank AG. Начиная с 2018 года определились лидеры размещения данного вида финансового инструмента - Сбербанк России и BrokerCreditService Structured Products, в 2020 году к ним добавился ВТБ [Таблица 3].

Таблица 3- Лидеры размещения структурных облигаций 2016-2020 гг.

	количество выпусков				
	2016	2017	2018	2019	2020
Сбербанк России	1	1	33	134	182
VTB			3	5	114
BrokerCreditService Structured Products	2	18	25	57	74

Источник: составлено автором по данным Cbonds по состоянию на 01.03.2021. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://cbonds.ru/bonds> (Дата обращения 01.03.2021)

Чтобы оценить объемы в обращении структурных облигаций России и других стран для корректности сравнения все выпуски привели в единую валюту – доллар США (по данным Cbonds). У главного эмитента СО нашей страны – Сбербанка России данный показатель по версии Cbonds достигает почти 4 млрд. долл., что даже на мировом уровне оценивается как достаточно высокий показатель [Таблица 4].

Таблица 4 - Эмитенты и объем в обращении структурных облигаций

	Эмитент	Объем в обращении/ Эквивалент в USD, млн. долл.
1	BrokerCreditService Structured Products	1 704.086
2	Sber CIB	268.7
3	Альфа-Банк	44.19
4	АК БАРС БАНК	1.34
5	Банк ФК Открытие	74.58
6	ВТБ	415.9
7	Газпромбанк	25.6
8	Московский кредитный банк	154.14
9	Открытие Брокер	1.2
10	Промсвязьбанк	1.9
11	РОСБАНК	134.3
12	Райффайзенбанк	3.36
13	Россельхозбанк	0.576
14	СФО БКС Структурные Ноты	24.18
15	СФО ВТБ Инвестиционные Продукты	82.23
16	СФО Инвестиционные решения	119
17	СФО Русол 1	71.67
18	СФО СБ Структурные продукты	13.4
19	Сбербанк России	3 819
20	Структурные инвестиции 1	9.4
21	Тинькофф Банк	4.45

22	Юнилайн Капитал Менеджмент	0.67
----	----------------------------	------

Источник: составлено автором по данным Cbonds по состоянию на 01.03.2021. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://cbonds.ru/bonds> (Дата обращения 01.03.2021)

В настоящий момент в России обращается около 700 выпусков структурных облигаций. По состоянию на 1 марта 2021 года объем рынка внутренних корпоративных облигаций составляет 16 065,9 млрд. рублей²⁷. Около 516 млрд. рублей приходится на структурные облигации. В основном в России выпускаются структурные облигации с полной защитой капитала. 9 выпусков структурных облигаций с частичной защитой капитала обращается на Московской бирже (эмитенты - СФО БКС Структурные Ноты, СФО СБ Структурные продукты, СФО РуСол, СФО ВТБ Инвестиционные Продукты)²⁸.

Таким образом, можно сделать вывод, что во всех регионах существует большое разнообразие структурных облигаций, отражающих местные нормативно-правовые требования и инвестиционные предпочтения. Следует отметить, что тенденция снижения процентных ставок сильно повлияла на развитие предложения продуктов финансового рынка всех регионов мира. Все большую долю начинают занимать инструменты с частичной защитой капитала. На взгляд автора, в ближайшее время российский финансовый рынок продолжит выпускать структурные облигации в основном с полной защитой капитала, чтобы

²⁷ Объем рынка внутренних корпоративных облигаций России, RUB. [Электронный ресурс] / Финансовое информационное агентство Cbonds. - Режим доступа: <https://cbonds.ru/indexes/58/>

²⁸ Структурные облигации / [Электронный ресурс]. - Московская биржа - Режим доступа: <https://www.moex.com/s3195> (дата обращения 07 апреля 2021)

успокоить регулятор и научить инвестора правильно понимать продукт. То есть Россия будет стараться приобщиться к мировым тенденциям выпуска структурных облигаций с частичной защитой капитала, но объемы таких выпусков будут скорее всего приближены к параметрам Бразилии и составлять около 10% всего рынка структурных облигаций и усложняться по мере развития рынка.

ГЛАВА 2

АНАЛИЗ МЕЖДУНАРОДНОГО И РОССИЙСКОГО ОПЫТА ВЫПУСКА И ОБРАЩЕНИЯ СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

2.1 МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ ВЫПУСКА И ОБРАЩЕНИЯ СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Так как структурные облигации являются разновидностью структурных продуктов, а в международной практике нормативно-правовые акты нацелены на структурные продукты в целом, то будем отталкиваться в данной работе именно от международной практики регулирования структурных продуктов.

Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO) не осталась в стороне от разработки рекомендаций по регулированию розничных структурных продуктов. В 2009 году организация опубликовала Доклад о «Надлежащей практике в отношении структурных финансовых инструментов среди инвестиционных менеджеров».²⁹ После IOSCO провела опрос среди профессиональных участников финансового рынка из разных стран и регионов (США, Европа, страны АТР) и на основе этого опубликовала доклад «О регулировании розничных структурных продуктов»³⁰. Заинтересованность IOSCO в

²⁹ Good Practices in Relation to Investment Managers' Due Diligence When Investing in Structured Finance Instruments. [Электронный ресурс] - Final Report of Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions - July 2009 - Режим доступа: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD300.pdf>

³⁰ Regulation of Retail Structured Products (Final Report) FR14/13 December 2013. [Электронный ресурс] - International Organization of Securities Commissions - Режим доступа:

регулировании произошла на основе значительного роста рынка структурных продуктов, событий 2008 года, банкротства Lehman Brothers Holding Inc., то есть возникла обеспокоенность по поводу защиты инвесторов, условий продаж, понимания самих продуктов инвесторами. Ряд стран озаботился о продажах сложных финансовых инструментов и начал выпускать предупреждения. Например, во Франции Управление финансовых рынков *Autorité des Marchés Financiers* (AMF) 15 октября 2010 г. направило производителям и дистрибьюторам свою рекомендацию в отношении приоритета соблюдения интересов клиента, понимания его целей, соответствия продукта типу инвестора, ЕС начал работу над регулированием пакетных розничных инвестиционных продуктов, Комиссия по ценным бумагам и биржам США (SEC) направляла некоторым эмитентам письма с целью улучшить раскрытие информации о предложении структурных облигаций, Комиссия по ценным бумагам и фьючерсам в Гонконге (SFC) потребовала от эмитентов раскрывать ключевые условия структурных продуктов в документах при их предложении инвесторам, в Мексике Национальная комиссия по банкам и ценным бумагам выпустила новые правила продаж финансовых инструментов, где среди прочего были обязательства в отношении распространения структурных нот и других сложных продуктов, Агентство финансовых услуг Японии привлекло к административной ответственности посредников структурных продуктов за недостаточное раскрытие

информации розничным инвесторам³¹.

В данном докладе IOSCO охватила рекомендации в 5 областях:

1. Общий подход к регулированию структурированных розничных продуктов.
2. Регулирование разработки и выпуска продукта.
3. Регулирование раскрытия информации и маркетинга продукта.
4. Регулирование распространения продукта.
5. Регулирование продукта после продажи.

Рекомендации IOSCO в целом коррелируются и очень схожи с рекомендациями Европейского управления по ценным бумагам и рынкам и их Директивы и Регламента (подробнее о европейской практике регулирования написано ниже в текущей главе настоящей работы), а именно:

— Продавать сложный продукт, исходя из интересов и целей инвестора, категории инвестора, его риск-профиля, опыта на финансовом рынке, знаний о продукте.

— Эмитенту следует предварительно моделировать поведение продукта на рынке, определяя все возможные сценарии стоимости продукта в будущем в различных рыночных условиях с учетом всевозможных затрат (включая комиссии, спреда вторичного рынка) и раскрыть данную информацию клиенту.

— Управление должно правильно распределить роли персонала в зависимости от функций, знаний, компетенций

³¹ Regulation of Retail Structured Products (Final Report) FR14/13 December 2013. [Электронный ресурс] - International Organization of Securities Commissions - Режим доступа: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD434.pdf>

для обеспечения эффективности создания и распространения продукта, избегая конфликта-интересов.

— Информация о продукте должна быть доступна и раскрыта инвестору в наиболее полной и понятной форме, не вводящей в заблуждение. При этом IOSCO боится, что существует риск стандартизации изложения информации, согласно которой будут приводиться шаблонные формулировки, бесполезные для инвестора. Автор считает, что требования к европейским KID приближены к наиболее подходящей форме изложения информации, несмотря на некую стандартизацию.

— Необходимо надлежащее краткое раскрытие информации, основные пункты раскрытия которых приведены в европейских KID (краткое описание продукта, дата погашения, риски, сценарный анализ (представление трех сценариев: худшего, безубыточного и лучшего), затраты, возможность отказаться от продукта до наступления срока погашения).

— Раскрытие затрат должно раскрываться полностью – показывая явные (комиссии) и неявные (затраты на составные части структурного продукта, расходы на продажу продукта) издержки.

— Также IOSCO рекомендует проводить тестирование продукта на исторических данных для демонстрации возможных результатов на рынке.

— Для улучшения принятия обоснованных инвестиционных решений международный регулятор предлагает создавать образовательные модули прежде чем инвестор мог вкладывать средства в покупку

структурированного продукта.

— Информирование инвесторов ключевой информацией в течение всего срока продукта, например, информацией о финансовом положении эмитента, кредитном рейтинге, важных событиях, влияющих на стоимость продукта.

— Эмитентам и посредникам рекомендуется иметь действенный механизм обработки и решения жалоб инвесторов.

Также IOSCO в своем Докладе пишет об определенном периоде, позволяющем инвестору отказаться от продукта, отменить договор купли-продажи. В России такой период существует в отношении структурных облигаций согласно ФЗ-39 и называется «периодом охлаждения» длиной 10 рабочих дней.

Регуляторы в некоторых юрисдикциях вмешиваются в выпуск сложных продуктов посредством предварительного одобрения продажи таких инструментов. Однако в данном случае существует риск того, что инвесторы, полагаясь на авторитетную проверку продукта регулятором, будут упускать некоторые значимые условия продукта.

Также регуляторы могут определить, например, требования к минимальному размеру капитала на основе сложности продукта (сложная формула расчета, сложные инвестиционные стратегии, отсутствие прозрачности). Это было бы полезно, если регулирующий орган желает в рамках правового поля вмешаться в процесс разработки продукта и постараться исключить те, особенности продукта, которые нежелательны для рынка. Австралия, например, приняла

стандарт маркировки для определенных структурных продуктов, торгуемых на бирже, чтобы помочь инвестором идентифицировать особенности продукта.³²

2.2 ЕВРОПЕЙСКИЙ ОПЫТ ВЫПУСКА И ОБРАЩЕНИЯ СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Для России введение структурных облигаций, да и структурных продуктов в целом – довольно новое явление. Поэтому имеет смысл обратиться к опыту стран, которые имеют более большую практику реализации данного инструментария. А именно обратиться в первую очередь к опыту Европы, так как российское регулирование равняется на данный регион.

Главными документами в регулировании Европейского рынка финансовых услуг являются MiFID II (Директива Европейского Парламента и Совета «О рынках финансовых инструментов»)³³ и MiFIR (Регламент (ЕС) Европейского парламента и Совета «О рынках финансовых инструментов»)³⁴.

³² Regulation of Retail Structured Products (Final Report) FR14/13 December 2013. [Электронный ресурс] - International Organization of Securities Commissions - Режим доступа: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCO434.pdf>

³³ Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU [Электронный ресурс]. - EUR-Lex - Режим доступа: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0065&from=EN#d1e4775-349-1>

³⁴ Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012. [Электронный ресурс]. - Eur-lex.europa.eu - Режим доступа: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0600&from=EN>

MiFID II был введен в 2014 году, вступил в силу в 2018 году для обеспечения более прозрачного и безопасного оказания финансовых услуг с учетом распространения более широкого набора финансовых инструментов (включая сложно-структурированные продукты) для обеспечения защиты инвесторов. Эта скорректированная Директива MiFID I 2004 года с учетом негативной практики минувшего кризиса является одним из важных документов регулирования. Кроме того, большая часть требований к торговой отчетности опубликована в отдельном документе под названием «Рынки финансовых инструментов и внесение поправок» (MiFIR).

Так в статье 24 «Общие принципы и информация для клиентов» раздела 2 «Положения по обеспечению защиты инвесторов» MiFID II прописано, что инвестиционная фирма должна понимать финансовые инструменты, которые она продает или рекомендует для покупки инвесторами, оценивать совместимость продукта с потребностями клиентов, принимая во внимание целевой рынок конечных клиентов финансового инструмента, который компания должна определить согласно статье 16 настоящей Директивы, и убедиться, что инструменты предлагаются клиентам только тогда, когда они отвечают интересам клиента.

Также в Директиве указано, что маркетинговые сообщения, которые направляются клиентам, должны быть честными, однозначными, понятными и не вводящими в заблуждение. Информация должна представляться клиентам своевременно, регулярно и в простой, понятной форме в

отношении фирмы и ее услуг, финансовых инструментов, стратегий, рисков, затрат (как комиссионных, так и дополнительных затрат), чтобы клиент смог понять общую стоимость продукта и осознанно принимать инвестиционные решения.

В статье 25 Директивы отмечено, что инвестиционная компания должна получить необходимую информацию, касающуюся знаний и опыта клиента или потенциального клиента в области инвестиций, относящихся к конкретному типу продукта или услуги, финансового положения этого лица, включая его способность нести убытки, его инвестиционные цели, включая его толерантность к риску, чтобы инвестиционная фирма могла рекомендовать клиенту или потенциальному клиенту инвестиционные услуги и финансовые инструменты, которые подходят для него и, в частности, соответствуют его толерантности к риску и способности нести убытки.

Если инвестиционная компания считает, на основе информации, полученной от клиента, что продукт или услуга не подходят для клиента или потенциального клиента, инвестиционная компания должна предупредить об этом клиента или потенциального клиента. Это предупреждение может быть предоставлено в стандартном формате.

Исходя из анализа Директивы можно сделать вывод, что российский рынок структурных облигаций путем ввода тестирования будет получать информацию об отношении к риску клиента, его знаний об объекте инвестирования. Также путем категоризации инвесторов российский рынок будет четко понимать какой ассортимент структурных облигаций

можно предлагать различным категориям инвесторов. То есть Россия пытается не наступать на ошибки Европы, учитывает европейское законодательство в регулировании сложных продуктов и пытается ввести и распространить на наш рынок данную практику регулирования.³⁵

Наряду с MiFID II было разработано положение о ключевых информационных документах - KID - для пакетных розничных и страховых инвестиционных продуктов - PRIIP³⁶ (PRIIP определяется как инвестиция, конечный финансовый результат которой, зависит от изменения значений одного или нескольких базовых активов, которые не покупаются напрямую розничным инвестором. В PRIIP входят структурные продукты). Это произошло в ответ на возросшую сложность финансовых продуктов, не ориентированных на потребности розничных инвесторов ЕС. С их помощью Европейская комиссия намерена защитить розничных инвесторов из ЕС, предоставив им возможность сравнивать или согласовывать ряд ключевых характеристик: описание эмитента, продукта, юридическая форма продукта, цели инвестирования, факторы, от которых зависит доходность, базовые активы, методология расчета, состав всех затрат, период обращения, дата погашения, возможность

³⁵ Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU [Электронный ресурс]. - EUR-Lex - Режим доступа: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0065&from=EN#d1e4775-349-1>

³⁶ Regulation (EU) No 1286/2014 of the European Parliament and of the Council of 26 November 2014 on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs). [Электронный ресурс]. - Eur-lex.europa.eu - Режим доступа: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R1286&from=EN>

досрочного погашения, максимальные потери (4 сценария - самый благоприятный, средний (умеренный), неблагоприятный, крайне неблагоприятный (стресс-сценарий)), профиль риска, определяемый Сводным индикатором риска (SRI). SRI представлен шкалой от 1 до 7, где 1 - продукт с наименьшим риском, а 7 - с наибольшим риском. SRI оценивается на основе рыночного, валютного, кредитного рисков, рисков ликвидности. Рыночный риск измеряется годовой волатильностью - VaR с доверительной вероятностью 97,5%. Методика определения кредитного риска, риска ликвидности, валютного риска подробно изложена в Постановлении комиссии (ЕС) 2017/653 от 8 марта 2017 г.³⁷ С другой стороны, фирмы, работающие в рамках MiFID II, должны создавать свои собственные модели (с учетом обоснования) для оценки риска своих продуктов.³⁸

Таким образом, цель KID - наиболее понятное для инвестора краткое изложение информации (на 2-3 страницы максимум) о характеристиках, рисках продукта, разработанный для целей упрощения задачи сравнения аналогичных продуктов между собой для принятия наиболее подходящего инвестиционного решения. То есть инвестор при прочтении данного документа должен самостоятельно понять все основные положения финансового инструмента

³⁷ Commission Delegated Regulation (EU) 2017/653 of 8 March 2017 supplementing Regulation (EU) No 1286/2014 of the European Parliament and of the Council on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs). [Электронный ресурс]. - EUR-Lex - Режим доступа: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:32017R0653&from=EN>

³⁸ Understanding the overlaps of PRIIPs and MiFID II. [Электронный ресурс]. -- Информационно-справочный ресурс Alveo. Режим доступа: <https://www.alveotech.com/understanding-the-overlaps-of-priips-and-mifid-ii>

без дополнительной документации. Шаблон KID представлен Регламенте комиссии ЕС³⁹.

Исходя из выводов Европейской комиссии - дизайн KID может являться важным звеном в понимании потребителями особенностей розничных продуктов и способствуют принятию более обоснованных финансовых решений.⁴⁰

Данные документы - KID обязательны в соответствии с Регламентом PRIIP⁴¹, который вступил в силу с 1 января 2018 года, разработанный для установления требований к прозрачности продукта, донесения информации о продукте в целом до неподготовленного инвестора в доступной и простой форме. Решение о регулировании PRIIP было принято в результате опросов, проведенных Европейской комиссией, результаты которых показали, что розничные инвесторы в ЕС часто инвестировали, не в полной мере осознавая и не понимая всех рисков и затрат продукта.

³⁹ Commission Delegated Regulation (EU) 2017/653 of 8 March 2017 supplementing Regulation (EU) No 1286/2014 of the European Parliament and of the Council on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs). [Электронный ресурс]. - EUR-Lex - Режим доступа: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:32017R0653&from=EN>

⁴⁰ Consumer testing services - Retail investors' preferred option regarding performance scenarios and past performance information within the Key Information Document under the PRIIPs framework [Электронный ресурс]. - EUROPEAN COMMISSION - Режим доступа: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200227-consumer-testing-services-summary_en.pdf (дата обращения 07 апреля 2021)

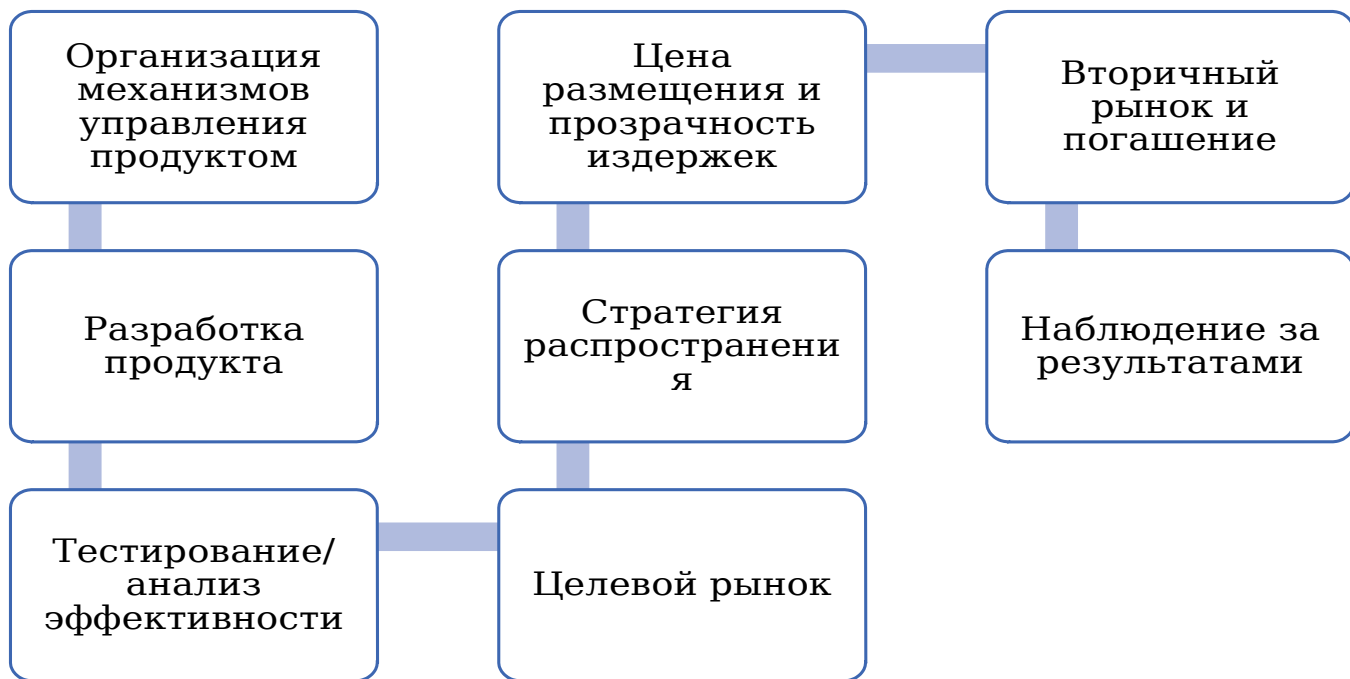
⁴¹ Regulation (EU) No 1286/2014 of the European Parliament and of the Council of 26 November 2014 on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs). [Электронный ресурс]. - Eur-lex.europa.eu - Режим доступа: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R1286&from=EN>

Положение очень похоже на ситуацию в России, в связи с чем, перенимаемая практика, по мнению автора, является обоснованной.

Регламент PRIIP во многом похож и частично совпадает с MiFID II, но разница состоит в том, что PRIIP специально предназначены для розничных инвесторов, то есть клиентов, классифицируемых как непрофессиональные клиенты согласно MiFID II. Кроме того, регулирование распространяется только на так называемые PRIIP-продукты.

Европейское управление по ценным бумагам и рынкам (ESMA) представила видение надлежащей практики разработки, управления и распространения розничных структурных продуктов, основанное на результатах работы как на европейском, так и на международном уровне в Заключении 2014/332 «О надлежащей практике механизмов управления структурными розничными продуктами».

Надлежащая практика состоит из учета принципов исполнения нескольких аспектов механизма управления продуктом [Рисунок 4].



Источник: составлено автором по материалам Европейского управления по ценным бумагам и рынкам (ESMA). Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangements. [Электронный ресурс] - European Securities and Markets Authority - Режим доступа:
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-332_esma_opinion_u_structured_retail_products_-_good_practices_for_product_governance_arrangements.pdf

Рисунок 4 - Механизмы управления продуктом

1. Общая организация механизмов управления структурным продуктом должна быть прозрачной, состоящей из следующих рекомендованных принципов:

— определения необходимых процедур для разработки, распространения продукта, описания всех негативных последствий;

— определения ролей, полномочий, функций, обязанностей лиц, задействованных в создании, управлении, распространении структурного продукта;

— гарантированное принятие ответственности

высшего руководства организации за создание, распространение и управление продуктом;

- определение того, что управление продуктом состоит не только из мнений ограниченного круга лиц, а включает эффективный вклад всех соответствующих сотрудников/специалистов;

- контроля механизмов управления продуктом на предмет соответствия требованиям, комплаенс;

- обновления и регулярного пересмотра механизмов управления продуктом, для обеспечения надежности его использования среди инвесторов на основе анализа всех источников информации о продукте – особенно таких как жалобы и мнения инвесторов;

- организация коммуникации между разработчиками продукта и дистрибьюторами, особенно в части поступления жалоб от инвесторов и получения пояснений к продукту.

2. Разработка продукта:

- построение продукта должно соответствовать целевому рынку, то есть выбор базовых активов должен прежде всего основываться не на внутренних потребностях производителя, а на потребностях целевого потребителя;

- участие комплаенса на каждом этапе разработки продукта;

- учет интересов инвесторов при разработке продукта;

- тестирование продукта до выпуска на рынок;

- обеспечение доступности информации производимых структурных продуктов для дистрибьюторов, объяснение функционирования действия сложного продукта,

всех рисков.

3. Тестирование/ анализ эффективности продукта:

- учет характеристики продукта, заложенных рисков;
- ретроспективный анализ поведения продукта на рынке;
- проведение стресс-тестирования;
- понимание и осведомление дистрибьюторами всех рисков, сценариев, результатов тестирования, проведенного разработчиками продукта.

4. Целевой рынок:

- определение потенциального целевого рынка структурного продукта;
- анализ целевого рынка (характеристика клиентов, их инвестиционные цели, оценка риск-профиля, знания о сложных продуктах, доступность продукта). Рекомендуется проводить тщательные исследования, для того, чтобы отсеять потенциально непригодные структурные продукты до выпуска на рынок;
- определение необходимого периода инвестирования для потенциального инвестора;
- общение с клиентами и выявление точных потребностей целевого рынка на основе опыта и знаний;
- учет потенциальных ограничений вторичного рынка структурных продуктов (неликвидность) и определение на основе этого подходящего срока для инвестиций;
- на основе определения целевого рынка выбирать подходящий способ распространения структурных продуктов, рекламы среди потенциальных инвесторов, изложения в материалах всей необходимой информации для наиболее

полноценного понимания продукта инвестором на основе его знаний и опыта.

5. Стратегия распространения:

— предоставление разработчиками продукта достаточно подробной информации о структуре выплат продукта, сценарии риска, доходности, прибыли инструмента;

— помощь дистрибьюторам в определении целевого рынка, определять при каких условиях продукта не следует распространять на конкретный целевой рынок;

— осторожность в распространении продуктов, условия которых трудно объяснить инвесторам;

— собственный анализ дистрибьюторами структурного продукта;

— дистрибьюторы должны учитывать понимание продукта инвесторами при предоставлении материалов разработчиков, попросить производителей продукта дополнительную информацию или обучение, если кажется необходимым для адекватного понимания продукта, не распространять структурный продукт, если дистрибьюторы сами не понимают его в достаточной степени;

— учет дистрибьюторами риск-профиля клиента при продажах.

6. Цена размещения и прозрачность издержек:

— обеспечение инвесторов информацией о цене размещения продукта на дату выпуска;

— установление цены на основе общепринятых стандартов, например, в соответствии с МСФО;

— проверка дистрибьюторами соответствия продукта

интересам инвесторов и определения цены (при необходимости привлекая третьих лиц).

7. Вторичный рынок и погашение:

— обычно структурные продукты разрабатываются на определенный срок с учетом целей и инвестиционного горизонта инвестора по принципу «купи и держи». Но при этом при недостаточно ликвидном вторичном рынке структурного продукта рекомендуется предлагать инвесторам возможности продажи продукта до истечения срока погашения;

— хорошая практика состоит в заранее определенной объективной методологии цены продажи продукта до срока погашения, с которой инвестор будет ознакомлен заранее;

— при существовании вторичного рынка надлежащей практикой является раскрытие дистрибьюторами условий торговли на вторичном рынке, метода определения цены, возможные расходы, связанные с операциями по сделкам на вторичном рынке, включая информацию о возможных затратах и/или штрафах за выход, спредах между спросом и предложением, минимальных объемах, частоте транзакций;

— предоставления компаниями информации о затратах, связанных с погашением структурного продукта (комиссия, налоги и другое);

— объяснение клиентам о причинах разницы между заявленными и фактическими торгуемыми оценками цены продукта;

— контроль и проверка за точностью расчетов окончательных выплат;

— своевременное объявление инвесторам о выплатах,

объяснение механизма расчета выплат.

8. Наблюдение за результатами продукта после выпуска:

— рекомендуется следить за результатами продукта после выпуска для последующего улучшения разработки продукта в соответствии с более точным представлением потребностей целевого рынка, улучшения системы управления за продуктом;

— оказание надлежащих смягчающих действий для уменьшения ущерба инвесторов, когда структурный продукт не работает в соответствии с ожидаемыми показателями.

Таким образом, европейский опыт регулирования является одним из наиболее развитых и тщательно проработанных, идеи которого можно взять в основу продолжения становления российского регулирования рынка структурных облигаций.

2.3 РОССИЙСКИЙ ОПЫТ ВЫПУСКА И ОБРАЩЕНИЯ СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Российское законодательство в области структурных облигаций только на этапе становления и развития. Лишь в октябре 2018 года Россия внесла поправки в закон «О рынке ценных бумаг», которые предусматривают введение нового вида ценных бумаг – структурных облигаций. Но нельзя сказать, что российские эмитенты не выпускали структурные облигации до введения закона. Со снижением доходности на рынках и с целью получения наибольшей прибыли данный сегмент начал довольно стремительно развиваться, но

выпускались структурные облигации по иностранному праву. Собственно, по этой причине появилась потребность в нормативно-правовом регулировании со стороны российского права.

Участники рынка, пытаясь приспособиться к российскому законодательству, точнее его отсутствию в отношении структурных облигаций, разрабатывали определенные модели выпуска структурных облигаций. Первая модель – использование традиционных классических облигаций, в решении о выпуске которых предусматривалось получение дохода от различных источников. Например, выплачивается фиксированный купон и дополнительный плавающий купон, размер которого зависит от иных обстоятельств, не зависящих от эмитента облигации, допустим, от стоимости акции или иной ценной бумаги, значения индекса или иных рыночных индикаторов. Но при этом следует отметить, что такие долговые ценные бумаги не являются структурными облигациями согласно российскому законодательству, так как они закрепляют безусловное право владельца на получение номинальной стоимости в полном объеме. Только выплата дополнительного плавающего купона зависит от наступления или ненаступления определенных обстоятельств. То есть эта модель является определенной версией инвестиционных облигаций.

Вторая модель немного сложнее – выпуск структурных облигаций с частичной защитой капитала можно запустить путем использования облигаций специализированного финансового общества с заранее недостаточным объемом обеспечения по облигациям для того, чтобы погасить

облигации на основании статьи 15.1 пункта 8 Закона «О рынке ценных бумаг», пункт которой предусматривает, что при неудовлетворении требований владельцев облигаций от реализации заложенного обеспечения, при взыскании такие ценные бумаги считаются погашенными. По данной модели обязательное условие – наличие залогового обеспечения по облигациям (денежные требования, которые оригинатор уступает специализированному обществу), также согласно Указанию Банка России от 07.07.2014, оригинатор должен принять участие в риске по выпуску в форме финансирования облигаций в объеме не менее 20% от общего размера обязательств по облигациям специализированного общества.⁴²

Но несмотря на эти две возможности выпускать подобие структурных облигации по российскому праву, данные финансовые инструменты выпускались в основном по иностранному праву из-за сложности данных моделей и не всегда оправданной эффективности. Прямой возможности выпуска облигаций с частичной защитой капитала по российскому законодательству не было. До введения санкций в отношении России эмиссия производилась с помощью дочерних организаций российских компаний, зарегистрированных по иностранному законодательству. После введения санкций эмитенты должны были пользоваться услугами иностранных участников рынка ценных бумаг и соответственно терять часть доходности,

⁴² Структурные облигации: специальное регулирование позволит их выпускать по российскому праву. [Электронный ресурс] / «ЭЖ-Юрист» №04 (1055) 2019 – Режим доступа: <https://www.eg-online.ru/article/393033/>

также у некоторых российских банков с государственным участием не получилось воспользоваться своими западными программами, после чего они были вынуждены ограничиться выпусками инвестиционных облигаций, что представляет собой довольно ограниченные возможности по получению прибыли⁴³. Это еще одна причина почему возникла необходимость регулирования структурных облигаций со стороны российского права. Санкционные риски для некоторых участников рынка поставили точку в решении закрепления понятия структурных облигаций в российском законодательстве.

Таким образом, возникала все большая необходимость в регулировании со стороны российского права. И 16 октября 2018 года, как отмечалось ранее, ознаменовалось поправками в закон «О рынке ценных бумаг». Было изменено понятие облигации, к исходному определению которого добавился факт того, что номинал облигации в зависимости от наступления или не наступления тех или иных обстоятельств может выплачиваться не в полном размере. Также немаловажным нововведением в Закон «О рынке ценных бумаг» является новая статья 27.1-1, которая определяет особенности эмиссии и обращения структурных облигаций. Согласно Закону, эмитент в Решении о выпуске структурных облигаций должен указывать дополнительные сведения до начала размещения облигаций обо всех

⁴³ Обзорный доклад. Структурные облигации в России: новый инструмент на российском финансовом рынке. [Электронный ресурс]. – Национальная финансовая ассоциация – Режим доступа: https://new.nfa.ru/upload/iblock/8cc/Strukturnye_obligatsii_v_Rossii_novyy_instrument_na_rossiyskom_finansovom_rynke.pdf (дата обращения 03 апреля 2021)

обстоятельствах, от которых зависит выплата по указанному финансовому инструменту и порядок расчета параметров или указания конкретных числовых значений в отношении которых определяется размер выплат или их отсутствие по структурной облигации и обязательно уведомить об этом Банк России.

Из-за алеаторности сделки по покупке структурных облигаций, где из-за высоких рисков стороны не могут достаточно точно оценить будущий экономический результат и объем исполнения обязательств эмитента, регулятор боится «выпускать» такие финансовые инструменты для физических лиц. По этой причине законодатель пытается создать определенные ограничения и правила для эмитентов, которые намерены выпускать структурные облигации для неквалифицированных инвесторов, чтобы защитить их от недопонимания всех рисков данного инструмента.

Для ограничения рисков по структурным облигациям законодательство ограничило круг эмитентов до тех, деятельность которых довольно строго регулируется государством. Также по этой причине все уполномоченные эмитенты, кроме кредитных организаций, обязаны выпускать такие финансовые инструменты только с залоговым обеспечением денежных требований и/или иного имущества. На данном этапе Центральный Банк РФ не разрешает продавать структурные облигации неквалифицированным инвесторам, кроме случаев, предусмотренных нормативным актам, установленным Банком России, до тех пор, пока не будет разработана система правил для эмитентов по продаже таких продуктов прежде всего физическим лицам. На данный

момент данный вопрос решился посредством введения тестирования для неквалифицированных инвесторов с 1 октября 2021 года.

Большинство участников финансового рынка считает, что неквалифицированных инвесторов не нужно ограничивать от приобретения простых структурных облигаций. Гораздо проще и разумнее представляется подход объяснения в наиболее понятной и простой форме всей информации, всех рисков, с которыми клиент обязан ознакомиться перед принятием решения об его отношении к структурным облигациям.

При разработке критериев продажи структурных облигаций неквалифицированным инвесторам в Рабочей группе при Центральном Банке РФ, с состав которой вошли представители НАУФОР, НФА и представители участников финансового рынка обсуждали вариант ограничения максимальных потерь для данной категории клиентов. Но проблема состоит в том, что ограничить потери можно только для акций, в отношении облигаций, при дефолте – потери ограничить нельзя. Риск в случае долговых ценных бумаг можно ограничить путем определения допустимого кредитного рейтинга эмитента облигаций.

По итогам обсуждений участниками Рабочей группы было достигнуто соглашение, которое подразумевало, что в качестве базового актива структурных облигаций можно использовать ценные бумаги из перечня, определенного Банком России, которые имеют рыночную котировку на бирже, котировки которых ежедневно пересчитываются, информация по ним находится в общем доступе. В том числе

использование кредитных событий должно предусматриваться стандартной документацией на рынке кредитных производных инструментов. Индексы должны соответствовать порядку расчета и раскрытия информации по принципам IOSCO.

Рабочая группа в том числе пришла к консенсусу о возможности выплат по структурной облигации неквалифицированным инвесторам в виде денежных средств и ценных бумаг, которые доступны для приобретения ими.

Также Рабочей группой до сих пор ведется обсуждение по поводу ограничения минимальных потерь, порядка определения числовых параметров в отношении суммы дохода, выплат в случае досрочного погашения. И как возможный способ ограничить риски потерь – установление оптимального минимального кредитного рейтинга эмитента базового актива, несущего в себе кредитный риск, риск дефолта.⁴⁴ Устанавливать рейтинг выпуска структурных облигаций, как предложила в своем обращении банку России НАУФОР,⁴⁵ является довольно дорогостоящей процедурой, которая в конечном итоге будет «съедать» часть доходности данного инструмента, поэтому, на взгляд автора, установление рейтинга эмитента структурных облигаций является достаточным и более оптимальным решением.

⁴⁴ Обзорный доклад. Структурные облигации в России: новый инструмент на российском финансовом рынке. [Электронный ресурс]. – Национальная финансовая ассоциация – Режим доступа: https://new.nfa.ru/upload/iblock/8cc/Strukturnye_obligatsii_v_Rossii_novyy_instrument_na_rossiyskom_finansovom_rynke.pdf (дата обращения 03 апреля 2021)

⁴⁵ НАУФОР направила в ЦБ РФ предложения к критериям структурных облигаций для неквалифицированных инвесторов. [Электронный ресурс] / НАУФОР – Режим доступа: <http://www.naufor.ru/tree.asp?n=16449>

Согласно статьи 27.1-1 пункта 9 Закона «О рынке ценных бумаг», если физическое лицо, которое не является квалифицированным инвестором, приобретает структурные облигации, то он может воспользоваться так называемым «периодом охлаждения» длиной в 10 рабочих дней с даты заключения договора, чтобы расторгнуть в одностороннем порядке договор с правом требования возврата денежных средств, которые были уплачены за структурную облигацию. Эмитент же обязан вернуть в течение 7 рабочих дней с даты получения уведомления о расторжении договора все денежные средства за структурную облигацию эмитенту. Данный тезис имеет две стороны – положительную для инвестора и отрицательную для эмитента. Положительная сторона для неквалифицированного инвестора заключается в том, что в случае недостаточно обдуманного решения, непонимания всех рисков структурной облигации, маркетингового влияния со стороны продавца у физического лица есть время для принятия более взвешенного решения по поводу вложения своих денежных средств. Также инвестор может воспользоваться возможностью оценки динамики активов такого финансового инструмента после заключения договора и в случае неблагоприятного движения рынка физическое лицо вправе отказаться от сделки. Что соответственно нельзя не определить, как положительный момент для инвестора – и отрицательный для эмитента. Так как последняя сторона прежде всего не получит прибыли от комиссионных, которые могут быть заложены в сам финансовый инструмент, и от самой структурной облигации.

Для целей продажи структурных облигаций всем категориям клиентов участники финансового рынка пытаются разработать специальные краткие и информативные документы КИДы (Key Information Documents), чтобы неквалифицированные инвесторы могли самостоятельно ознакомиться со всеми характеристиками, затратами и возможными рисками продукта.

Принятие поправок в российское законодательство должно было упростить и удешевить процедуру выпуска структурных облигаций в России, но по факту, издержки, связанные с выпуском данных финансовых инструментов, по мнению участников финансового рынка все равно большие, в том числе временные издержки, связанные с процедурой регистрации и согласования эмиссионной документации с Банком России, который равен одному месяцу по законодательству (около двух месяцев по факту)⁴⁶, не демонстрируют выгодный вариант выпуска структурных облигаций по российскому праву. Московская биржа не раз предлагала передать ей право регистрации выпусков для ускорения процедуры, но Центральный Банк РФ пока боится передавать такие полномочия из-за неразвитости инструмента.⁴⁷ Также для того, чтобы запустить вторичные торги по структурным облигациям, необходимо опять обратиться в Центральный Банк РФ для регистрации итогов

⁴⁶ Риск — структурное дело. [Электронный ресурс]. - Издательский дом Коммерсантъ. - Режим доступа: <https://www.kommersant.ru/doc/4244293> (дата обращения 07 апреля 2021)

⁴⁷ Конференция «Структурные продукты» [Электронный ресурс]. - Национальная ассоциация участников фондового рынка - Режим доступа: <https://www.naufor.ru/tree.asp?n=17322> (дата обращения 07 апреля 2021)

выпуска, на что дается две недели. Проблема состоит в том, что инвестиционная идея за это время теряет свою актуальность и интерес среди инвесторов к таким структурным облигациям может пропасть. Глава «БКС Капитал» Эдвард Голосов отмечает, что выпуски по иностранному праву стоят около \$10–15 тыс., в России тем временем — в 2,5–3 раза дороже.⁴⁸ В том числе существуют достаточно высокие накладные расходы на выпуск небольших объемов (до 50 млн. руб.) структурных облигаций, куда включаются государственная пошлина, комиссии Биржи и НРД, если данный выпуск допущен к торгам на бирже, расходы на формирование и поддержание инфраструктуры специализированного финансового общества, если оно выступает в роли эмитента структурных облигаций.⁴⁹ Поэтому существует большая вероятность того, что российские эмитенты будут продолжать выпускать структурные облигации по иностранному праву при условиях строгого ограничения к доступу покупки таких инструментов неквалифицированными инвесторами, при высоких издержках на эмиссию, в том числе временных и снижению санкционных рисков со стороны Запада.

Некоторые участники рынка, например, СРО «Национальная финансовая ассоциация» в запросе в

⁴⁸ Риск — структурное дело. [Электронный ресурс]. – Издательский дом Коммерсантъ. – Режим доступа: <https://www.kommersant.ru/doc/4244293> (дата обращения 07 апреля 2021)

⁴⁹ Обзорный доклад. Структурные облигации в России: новый инструмент на российском финансовом рынке. [Электронный ресурс]. – Национальная финансовая ассоциация – Режим доступа: <https://new.nfa.ru/publications/obzornyy-doklad-strukturnye-obligatsii-v-rossii-novyy-instrument-na-rossiyskom-finansovom-rynke.html> (дата обращения 03 апреля 2021)

Верховный суд РФ выделяют проблему применение норм производных финансовых инструментов к структурным облигациям из-за встроенного дериватива, которая может вызвать споры по поводу судебной защиты споров контрагентов.⁵⁰ На взгляд автора, применение норм ПФИ к структурным облигациям невозможна вследствие того, что данное определение отражено в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг», которое определяет облигацию как эмиссионную ценную бумагу, предусматривающую выплату полной номинальной стоимости или же при наступлении определенных обстоятельств возможность неполучения номинальной стоимости – то есть речь идет о структурной облигации. Таким образом, анализируя термин, определенный в Законодательстве можно с уверенностью предположить, что структурная облигация является ценной бумагой, а не производным финансовым инструментом, следовательно, нормы деривативов не распространяются. Риски судебной защиты при сделках с ПФИ заложены только у эмитента финансового продукта. Для устранения противоречий автор полагает, что было бы разумнее отдельным подпунктом статьи 2 ФЗ «О рынке ценных бумаг» дать определение структурных облигаций, так как с обычными облигациями у данного финансового инструмента есть большие различия, и вдобавок существует риск того, что инвесторы, ознакомившись с понятием «Облигация»,

⁵⁰ Запрос НФА к председателю Научно-консультативного совета при Верховном суде РФ, д.ю.н., профессору, Заслуженному юристу РФ. [Электронный ресурс]. – Национальная финансовая ассоциация – Режим доступа: http://new.nfa.ru/upload/iblock/da6/Otvet-Verkhovnogo-Suda-RF-_opredelenie-pravovogo-statusa-strukturnykh-obligatsiy.pdf.

приведенном в данном Законе будут больше недопонимать характеристики как обычной облигации, так и вступать в споры из-за того, что конкретное определение структурных облигаций в Законе не приведено.

29 мая 2019 Государственной Думой был принят Законопроект в первом чтении о внесении изменений в Закон «О рынке ценных бумаг» и иные нормативно-правовые акты в части категоризации инвесторов - физических лиц.⁵¹ Предлагалось ввести следующие категории инвесторов - «профессиональный инвестор», «простой квалифицированный», «простой неквалифицированный», «особо защищаемый неквалифицированный инвестор».

В конечной версии Законопроекта Центральный банк РФ сохранил деление инвесторов только на две категории - квалифицированных и неквалифицированных с большими ограничениями для последних. Теперь без прохождения тестирования квалифицированный инвестор не сможет приобретать структурные облигации. Но при этом из данного Законопроекта под редакцией Банка России следует, что, если инвестору не удастся пройти тестирование у брокера на знание структурной облигации, то он сможет купить структурные облигации на сумму не более 100 000 рублей с заявлением о принятии рисков.⁵² Такая сумма не является

⁵¹ Законопроект № 618877-7 "О внесении изменений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" и отдельные законодательные акты Российской Федерации". [Электронный ресурс]. - Система обеспечения законодательной деятельности - Режим доступа: <https://sozd.duma.gov.ru/bill/618877-7>

⁵² ЦБ определился с итоговой версией ограничений для начинающих инвесторов. [Электронный ресурс] / Информационное агентство Forbes. - Режим доступа: <https://www.forbes.ru/newsroom/finansy-i-investicii/402779-cb-opredelilsya-s-itogovoy-versiey-ogranicheniy-dlya>

большой, особенно для данного инструмента, а в случае облигаций с полной защитой капитала даже противоречащей стратегии развития финансового рынка из-за не доступа инвесторов к новым продуктам. Напомним, что Центральный Банк неоднократно отмечал, что обеспечение доступности финансовых услуг и капитала для всех членов общества является одной из важных социально-экономических задач страны, так как это способствует росту финансового рынка и развитию конкуренции.⁵³

После внесения довольно жестких правок в части доступа на рынок инвесторов в законопроект Центральным банком участники рынка выразили протесты, пытаясь донести, что таким образом, клиентам будет проще перейти на иностранный рынок торговли финансовыми инструментами. Структурные облигации с полной защитой капитала – инвестиционные облигации представляют не такой большой риск, чтобы инвестору необходимо было проходить тестирование или иметь неподъемную сумму для того, чтобы беспрепятственно торговать такими инструментами для типичного российского розничного инвестора.

Российский рынок сделал большой шаг в развитии фондового рынка путем добавления на законодательном уровне нового финансового инструмента – структурных облигаций. Но в тоже время он может помешать развитию

⁵³ Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019-2021 годов. [Электронный ресурс]. – Центральный банк РФ – Режим доступа: http://www.cbr.ru/content/document/file/71220/main_directions.pdf (дата обращения 07 апреля 2021)

путем усложнения доступа на рынок инвесторов в части приобретения различных финансовых инструментов. Автор считает, что тестирование инвесторам можно проводить в случае достаточных рисков инструмента - например, облигаций с неполной защитой капитала. Но не для того, чтобы ограничить в приобретении данного финансового инструмента, а понять конкретные пункты, в части рисков и характеристики продукта, которые необходимо продавцу структурного продукта объяснить клиенту более подробно. Обозначить определенную сумму активов - те же 6 миллионов, после которого инвестор будет считаться квалифицированным, тоже не есть разумный ход. Вряд ли человека, получившего такую сумму в наследство можно назвать более финансово грамотным, чем студента экономического факультета.

По мнению автора, профессиональный участник рынка ценных бумаг при совершении сделок с неквалифицированным физическим лицом на рынке ценных бумаг и производных финансовых инструментов обязан представлять информацию о характеристиках и рисках инструмента. При этом форма и определенные обязательные пункты представления данной информации в Законопроекте не указаны. На взгляд автора, приведена наиболее общая формулировка, а именно указано то, что объем данной информации должен предоставляться в достаточном объеме для оценки риска и принятия решения по поводу совершении сделки. Исходя из данной формулировки, объем информации может быть достаточно большой и полный, но риск как раз состоит в том, будет ли физическое лицо тратить время на

изучение всей информации. Для эффективности донесения информации и устранения противоречий Законопроектом и правилами для участников финансового рынка должны быть закреплены определенные пункты, кратко и информативно отражающие информацию об инструменте и его рисках, которые должны содержаться в подобии европейского KIDa. Таким образом, автор предлагает определение на законодательном уровне формы представления ключевых характеристик финансового инструмента Информационного документа для инвесторов.

По состоянию на конец 2020 года определены критерии структурных облигаций для неквалифицированных инвесторов, разработанные НАУФОР, Рабочей группой, с которыми Банк России согласился.

Достигнуто согласие по следующим критериям⁵⁴:

1) Должен быть обозначен уровень предельных потерь по данному инструменту.

НАУФОР предложил установить зависимость предельных потерь по структурным облигациям в зависимости от их срока обращения [Таблица 5]:

Таблица 5 - Зависимость предельных потерь по структурным облигациям в зависимости от их срока обращения

Срок обращения СО	Значение уровня предельных потерь
Не более 1 года с даты начала размещения	Не более 15% от номинальной стоимости
От 1 года до 2 лет с даты начала размещения	Не более 15% от номинальной стоимости за первый год от даты начала размещения

⁵⁴ Онлайн-конференция "Структурные продукты" [Электронный ресурс] / НАУФОР, Московская биржа - Режим доступа: <https://www.moex.com/e16968/> (дата обращения 07 апреля 2021)

	7,5% за период обращения, превышающий 1 год
От 2 до 3 лет с даты начала размещения	Не более 22,5% от номинальной стоимости за первый и второй годы от даты начала размещения 7,5% за период обращения, превышающий 2 года
Более 3 лет с дат начала размещения	не более 30% от номинальной стоимости

Источник: составлено автором на основе данных по итогам Онлайн-конференции "Структурные продукты" [Электронный ресурс] / НАУФОР, Московская биржа - Режим доступа: <https://www.moex.com/e16968/> (дата обращения 07 апреля 2021)

По поводу уровня предельных потерь Банк России в конференции, проведенной совместно с Московской Биржей и НАУФОР Представитель Центрального Банка отметила, что Центральный Банк для продажи структурных облигаций неквалифицированным инвесторам рассматривает видение дуализма – то есть в данный продукт должен быть либо заложен высоколиквидный, качественный базовый актив, то максимальный уровень потерь в таком случае даже не будет устанавливаться, но если базовый актив представлен не столь высококачественным активом, то тогда вступает в силу требование об ограничении максимальных потерь – максимум 30%.

Планируется определить ограничение потерь в формате плавной кривой доходности.

2) Должен существовать принцип «прозрачности» цен (значений) базовых активов. То есть в качестве базовых активов для структурных облигаций должны применяться инструменты, имеющие:

— рыночную котировку на бирже, либо

— индикатор, в отношении которого любому инвестору доступны без дополнительных затрат правила его расчета и ежедневные котировки,

— для индексов - соответствие порядка их расчета и раскрытия информации по принципам IOSCO.

3) Предполагается, что инвестору могут быть предложены выплаты денежными средствами и/или ценными бумагами. Эмитент может дать возможность такого выбора покупателю данного инструмента.

Таким образом, Банк России выделил следующие критерии структурных облигаций для неквалифицированных инвесторов:

1. Качественная база - высокорейтинговый эмитент, от которого зависит выплата по структурным облигациям, либо высокорейтинговое контрольное лицо. В этом случае не требуется ограничивать максимальный уровень потерь.

Если база не столь высококачественная, то максимальный уровень потерь ограничивается 30% до 3ех лет и это определяется по кривой.

2. Выплаты по структурным облигациям должны происходить денежными средствами или качественным базисным активом по выбору владельца структурной облигации, где качественный базовый актив - это актив, который доступен для приобретения неквалифицированным инвестором. При этом использовать ПФИ, как базовый актив, предназначенный для выплаты неквалифицированным инвесторам - невозможен.

3. Понятность базового актива. Только наиболее простые и понятные для неквалифицированных инвесторов

инструменты. При этом контрольных лиц должно быть не более 4-ех.

4. Прозрачность базового актива. По базовому активу должно быть раскрытие информации. Возможность владельца структурных облигаций требовать досрочного погашения, если эмитент нарушил обязательство по раскрытию информации о базовом активе.

5. Введение требования - внутри структурных облигаций не должно быть заложено большое плечо.

6. Необходимо повысить качество информирования. Не допускать формального ознакомления клиента с документами.

Под тестирование потенциальных владельцев структурных облигаций будут заложены отдельные правила (закон о категоризации инвесторов). При этом, если для покупки базового актива инвестором требуется прохождение тестирования, то и для покупки структурных облигаций с данным базовым активом неквалифицированному инвестору необходимо будет пройти тестирование на знание и понимание базового актива.

Правила продаж структурных облигаций должны были вступить в силу совместно с законом о категоризации инвесторов - в апреле 2022 года. Однако рынок критически воспринял эту новость Банка России и категорически не согласился с такой поздней датой. Поэтому Банк России предложил начать тестирование с 1 октября 2021 года, а не с даты вступления в силу закона о категоризации инвесторов.

Банк России 15 декабря 2020 года направил в адрес финансовых институтов Информационное письмо «О

недопустимости предложения сложных инвестиционных продуктов неквалифицированным инвесторам», содержание которого настоятельно рекомендовало участникам рынка не продавать сложные финансовые инструменты неквалифицированным инвесторам до введения тестирования⁵⁵.

На данный момент брокеры для защиты неквалифицированного инвестора руководствуются Базовыми стандартами НАУФОР, которые подразумевают под собой определение риск-профиля клиента и Письмом ЦБ РФ о недопустимости предложение сложных инвестиционных продуктов неквалифицированным инвесторам до введения тестирования.

Некоторые находят положительные стороны в тестировании для защиты неквалифицированных инвесторов. Но некоторые участники рынка видят негативную сторону в развитии российских структурных облигаций, по их мнению, данная защитная мера не приведет ни к росту финансовой грамотности населения, ни к повышению защищенности инвесторов от недобросовестных практик.

Брокеры и отраслевые издания провели достаточно большое количество опросов клиентов, результаты которых очертили не самые вдохновляющие результаты, а именно в среднем от 20 до 40% инвесторов выберут иностранного брокера вместо прохождения тестирования. Что может привести к тому, что небольшие брокеры, обслуживающие

⁵⁵ Информационное письмо от 15 декабря 2020 г. N ИН-01-59/174 О недопустимости предложения сложных инвестиционных продуктов неквалифицированным инвесторам. Центральный банк Российской Федерации. – КонсультантПлюс.

физических лиц, могут покинуть рынок. В основном рынок придерживается мнения, что тестирование полезно только для особо рискованных инструментов, например, фьючерсы или акции венчурных компаний.

Также существует небезоснованное мнение, что инвестор при прохождении тестирования может переоценить свои возможности и начать вступать в более рискованные сделки, что в итоге может обернуться убытками и разочарованием в финансовом рынке⁵⁶.

В данный момент вводится законопроект в части определения объема информации, предоставляемой потребителю - физическому лицу при заключении финансового договора, и об ограничениях на совершение финансовых сделок с или за счет физических лиц, не являющихся квалифицированными инвесторами, согласно которому финансовые институты должны предоставлять полную и достоверную информацию о финансовом инструменте и рисках, объем и достоверность которых будет определять Центральный банк РФ и о необходимости переноса тестирования с 1 апреля 2022 года на 1 октября 2021 года⁵⁷. При этом хочется подчеркнуть, что как именно будет определяться достоверность и полнота информации в законопроекте не указано, также формулировки «требуется

⁵⁶ Частных инвесторов разделят на две категории [Электронный ресурс] / Информационное агентство Ведомости - Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2020/07/17/834780-investitsii-riska> (дата обращения 03 апреля 2021)

⁵⁷ Законопроект №1098730-7 " О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» в части регулирования структурных облигаций [Электронный ресурс]. - Система обеспечения законодательной деятельности - Режим доступа: <https://sozd.duma.gov.ru/bill/1098730-7> (дата обращения 07 апреля 2021)

специальных знаний и опыта работы на финансовом рынке» могут иметь неоднозначное толкование, в следствие чего может произойти недопонимание.

Таким образом, можно отметить, что российский рынок следует европейскому опыту регулирования сложных продуктов, придерживаясь рекомендаций международного уровня. Например, ввод Центральным банком РФ тестирования для получения информации об отношении к риску клиента, его знаний об объекте инвестирования, обозначение категоризации инвесторов для определения возможности предложения структурных облигаций, правильного подхода к продаже (согласно Директиве), разработка KID (согласно Регламенту PRIIP) для наиболее точного и простого понимания клиентом, потенциальным инвестором условий, риска, доходности продукта, для предоставления возможности сравнения продуктов между собой. Несмотря на это законодательство находится все еще процессе разработки и согласования с участниками рынка по поводу выпуска и обращения структурных облигаций, несмотря на то, что данный инструмент уже доступен к выпуску по российскому праву.

ГЛАВА 3

ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В РОССИИ

3.1 Доходность структурных облигаций российских эмитентов

По состоянию на 7 марта 2021 года было погашено 114 выпусков структурных облигаций.

Проведем анализ доходности структурных облигаций основных эмитентов на российском рынке – Сбербанк России и ВТБ исходя из данных погашенных выпусков облигаций. А также проанализируем доходность погашенных выпусков Газпромбанка, так как среди всей выборки погашенных выпусков они являются одними из преобладающих. По эмитенту BrokerCreditService Structured Products автору не удалось найти достаточно информации, чтобы дать объективную оценку по выпускам для российского рынка в связи с тем, что данный эмитент зарегистрирован на Кипре, а не в России.

Сбербанк

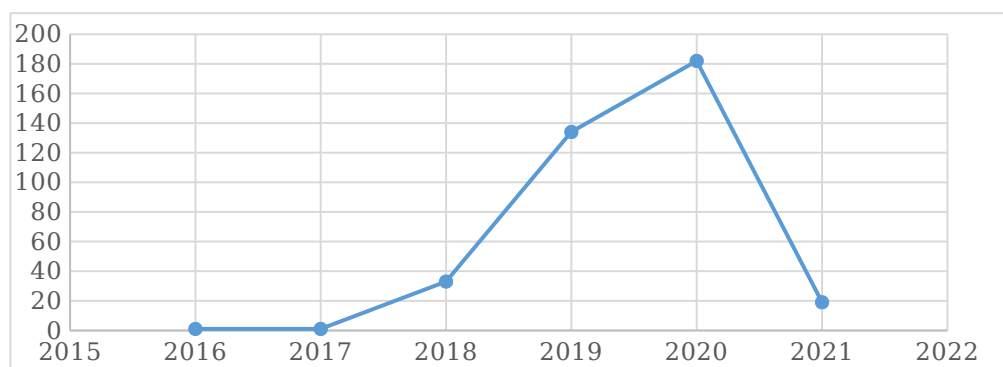
Сбербанк выпускает Инвестиционные облигации Сбербанка (ИОС), что подразумевает под собой биржевые облигации, не являющиеся при этом структурными облигациями. Так Сбербанк указывает в Условиях выпуска данного вида финансового инструмента.

Но стоит учитывать, что ИОС – долговые ценные бумаги со 100% гарантией возврата капитала, которые зависят от

динамики рыночной стоимости базового актива⁵⁸. Что подходит под определение структурных облигаций с полной защитой капитала, которое автор рассматривал в первой главе. Поэтому в данной работе будем считать согласно международной практике, что ИОС – структурные облигации, хоть по российскому законодательству они таковыми не являются.

Сбербанк на своем сайте представляет Инвестиционные облигации как инструмент, способный принести доход больше, чем по классическим облигациям со средней потенциальной доходностью 8-11% годовых при этом риск – минимальный.

Наибольшую активность в размещении Сбербанк показал в 2020 году -182 выпуска [Рисунок 5]. С 22 декабря 2020 года Сбербанк временно прекратил продажу ИОС неквалифицированным инвесторам после Информационного письма Банка России⁵⁹.



⁵⁸ Инвестиционные облигации Сбербанка. [Электронный ресурс] / Сбербанк. – Режим доступа: <https://www.sberbank.ru/ru/person/investments/ios>

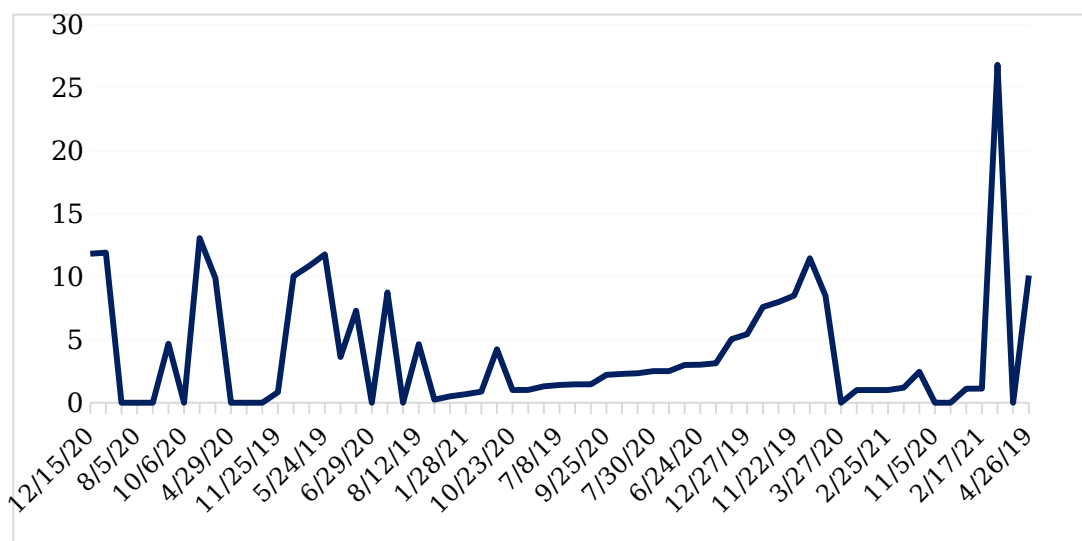
⁵⁹ Информационное письмо от 15 декабря 2020 г. N ИН-01-59/174 О недопустимости предложения сложных инвестиционных продуктов неквалифицированным инвесторам. Центральный банк Российской Федерации. – КонсультантПлюс.

Источник: составлено автором по данным Cbonds [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://cbonds.ru/bonds> (Дата обращения 01.03.2021)

Рисунок 5 – Количество выпусков структурных облигаций Сбербанка

Среди данных – 62 погашенных выпуска Структурных облигаций, итоговую доходность, которых можно проанализировать.

36 выпусков принесли дополнительный доход. У остальных 26 выпусков инвестиционные стратегии не сработали и в итоге не принесли дополнительный доход инвесторам [Рисунок 6]. Если посчитать среднюю доходность среди всех погашенных выпусков, то она составит 4,15 % годовых.



Источник: составлено автором по данным Cbonds [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://cbonds.ru/bonds> (Дата обращения 01.03.2021)

Рисунок 6 – Доходность реализованная Инвестиционных облигаций Сбербанка

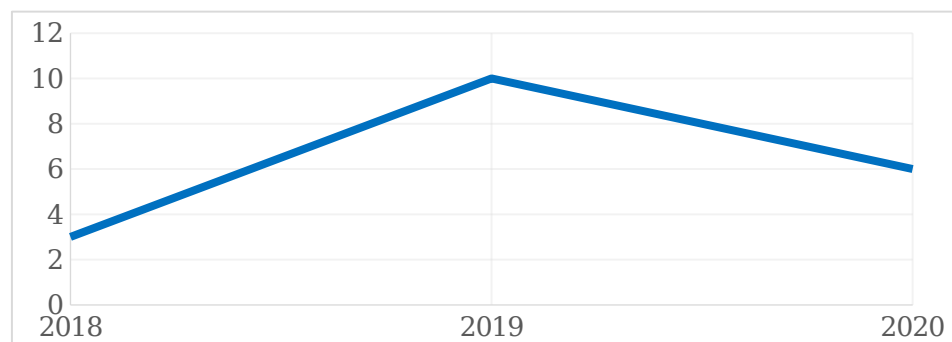
Если проанализировать среднюю доходность тех выпусков ИОС, которые принесли дополнительный доход, то потенциальную среднюю доходность можно оценить на

уровне 6,5% годовых. Самая низкая доходность по сработанной инвестиционной стратегии облигаций составила 0,24% годовых, а самая высокая – 26,8% годовых. Некоторые облигации размещались по цене ниже номинала, добавляя проценты к потенциальной доходности, у некоторых был определен гарантированный купон 1%, 1,5%, 2,2%, 2,5%, 3% и 4% годовых, но у преобладающего большинства выпусков гарантированная купонная доходность была на уровне 0,01% годовых. Стоит учитывать, что Сбербанк за совершение операции берет довольно нескромные комиссии, которые могут быть более 0,3% от суммы сделки.

Таким образом, доходность инвестиционных облигаций Сбербанка не представляет под собой продукт, который в большинстве случаев может принести повышенную доходность по сравнению с корпоративными облигациями.

Газпромбанк

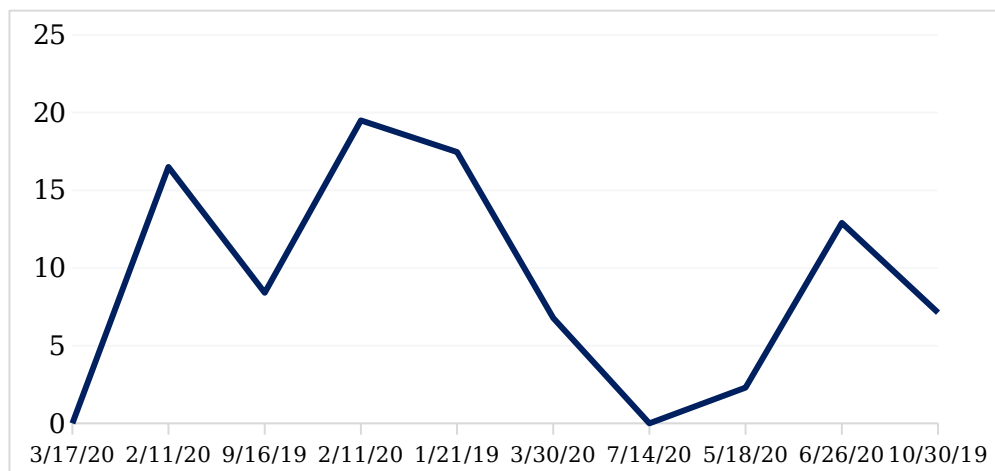
Газпромбанк выпускает структурные облигации с полной защитой капитала также в виде биржевых облигаций. Всего выпусков было 19 (включая облигации в обращении). Наибольшее количество размещений пришлось на 2019 год – 10 выпусков [Рисунок 7].



Источник: составлено автором по данным Cbonds [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://cbonds.ru/bonds> (Дата обращения 01.03.2021)

Рисунок 7 – Количество выпусков структурных облигаций Газпромбанка

Гарантированный купонный доход во всех случаях определен на уровне 0,01% годовых. Из 10 погашенных выпусков 8 принесли дополнительный доход, 2 соответственно нет [Рисунок 8]. Если посчитать среднюю доходность среди всех погашенных выпусков, то она составит 9,1% годовых.



Источник: составлено автором по данным Cbonds [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://cbonds.ru/bonds> (Дата обращения 01.03.2021)

Рисунок 8 – Доходность реализованная структурных облигаций Газпромбанка

Если проанализировать среднюю доходность выпусков, которые принесли дополнительный доход, то она составит 11,37 % годовых. Самая низкая доходность по сработанной инвестиционной стратегии облигаций составила 2,3 % годовых, а самая высокая – 19,5 % годовых.

Таким образом, структурные облигации Газпромбанка в большей степени способны принести доход больший, чем по корпоративным облигациям. Но при этом риск недополучения купонного дохода остается, так как инвестиционная стратегия облигаций не сработала в 2 из 10 случаев (20%).

ВТБ

ВТБ является эмитентом структурных облигаций с полной защитой капитала, которые выпускаются в форме биржевых облигаций согласно российскому законодательству и эмиссионным документам. На данный момент ВТБ выпустил 122 выпуска структурных облигаций, 6 из которых были погашены [Рисунок 9]. В 2020 году ВТБ выпустил наибольшее количество выпусков структурных облигаций – 114.

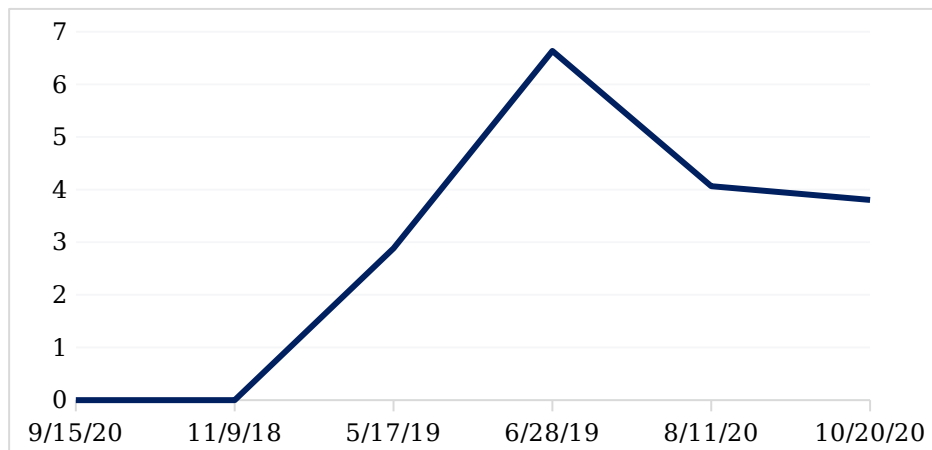


Источник: составлено автором по данным Cbonds [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://cbonds.ru/bonds> (Дата обращения 01.03.2021)

Рисунок 9 – Количество выпусков структурных облигаций ВТБ

4 выпуска из 6 погашенных принесли дополнительный доход. У остальных 2 выпусков инвестиционные стратегии не сработали и в итоге не принесли дополнительный доход

инвесторам [Рисунок 10]. Если посчитать среднюю доходность среди всех погашенных выпусков, то она составит 2,9% годовых.



Источник: составлено автором по данным Cbonds [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://cbonds.ru/bonds> (Дата обращения 01.03.2021)

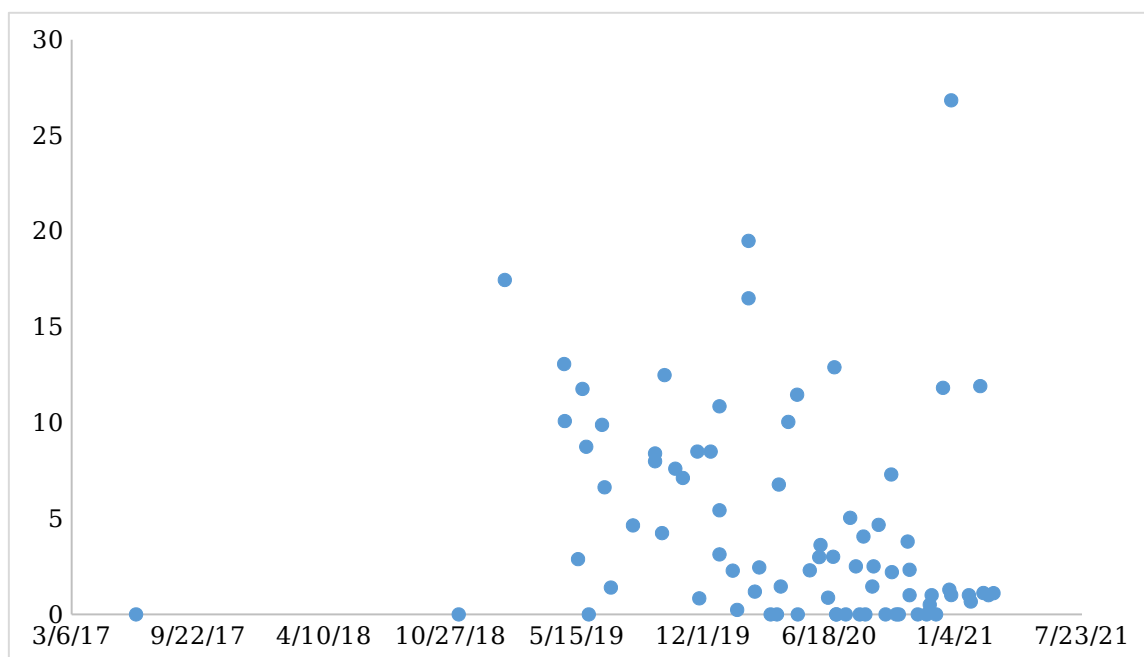
Рисунок 10 – Доходность реализованная структурных облигаций ВТБ

Если проанализировать среднюю доходность тех выпусков ИОС, которые принесли дополнительный доход, то потенциальную среднюю доходность можно оценить на уровне 4,3% годовых. Самая низкая доходность по сработанной инвестиционной стратегии облигаций составила 2,8 % годовых, а самая высокая – 6,6 % годовых.

Таким образом, ни один из проанализированных выпусков структурных облигаций ВТБ не показал результат выше средних значений доходности по корпоративным облигациям, годовая доходность по которым составляет 4,14 - 8,9% (исходя из данных Индекса корпоративных облигаций за 2020 год)⁶⁰.

⁶⁰ Индексы облигаций. [Электронный ресурс] / Московская Биржа. - Режим доступа: <https://www.moex.com/ru/index/RGBITR/about/>

Средняя доходность по погашенным выпускам составила 4,69% годовых (все выпуски в основном были погашены во второй половине 2019 года и 2020 году [Рисунок 11]. Срок обращения составлял от нескольких месяцев до года (преобладающее большинство)). Что не больше процентной ставки по депозитам за данный период (4 -7,7% годовых)⁶¹.



Источник: составлено автором по данным Cbonds [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://cbonds.ru/bonds> (Дата обращения 01.03.2021)

Рисунок 11 – Доходность реализованная структурных облигаций на российском рынке

Значительный объем облигаций, размещенных в 2019–2020 гг., имеют срок до погашения пять лет – как следствие, основные результаты инвестирования в структурные

⁶¹ Динамика максимальной процентной ставки (по вкладам в российских рублях) десяти кредитных организаций, привлекающих наибольший объем депозитов физических лиц. [Электронный ресурс]. – Центральный банк РФ – Режим доступа: <https://www.cbr.ru/statistics/avgprocstav/> (дата обращения 07 апреля 2021)

облигации станут понятны лишь в 2024–2025 годах. Для начинающего инвестора это значительный срок по сравнению с банковским вкладом, и вполне вероятно, что часть физических лиц захотят продать облигации досрочно на вторичном рынке, причем скорее всего с дисконтом к первоначальной сумме.

3.2 ЭФФЕКТИВНОСТЬ ИНВЕСТИЦИОННЫХ СТРАТЕГИЙ ЭМИТЕНТОВ РОССИЙСКИХ СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Проанализируем инвестиционные стратегии структурных облигаций российских эмитентов, оценка доходности которых была проведена в предыдущем пункте, для того, чтобы оценить их эффективность, понять какие базовые активы пользуются популярностью у эмитентов, какие облигации принесли доход, а какие нет.

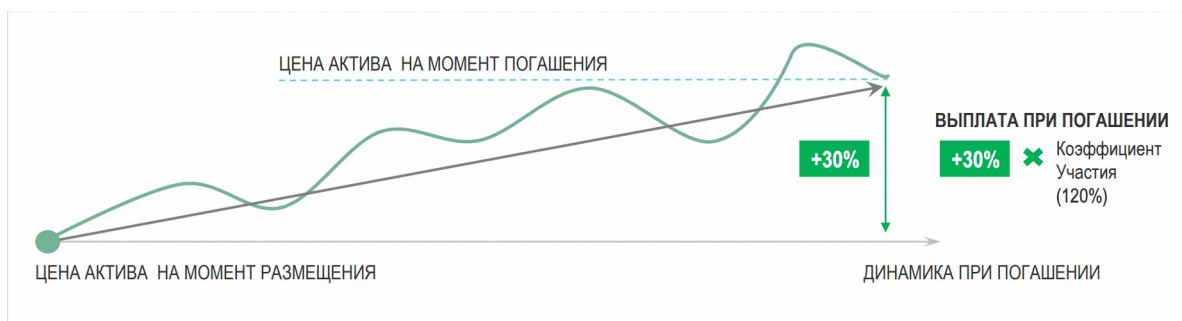
ВТБ

ВТБ также выпускает инвестиционные облигации (ИО ВТБ), доходность по которым зависит от наступления заранее определенных событий, процентную ставку заранее определить невозможно. При этом банк гарантирует возврат капитала, то есть ВТБ выпускает структурные облигации с полной защитой капитала.

ВТБ выделяет несколько видов инвестиционных стратегий ИО ВТБ.

1. Участие в динамике базового актива. То есть по данным облигациям устанавливается коэффициент участия. При этом участие может быть как с ограничением, так и без

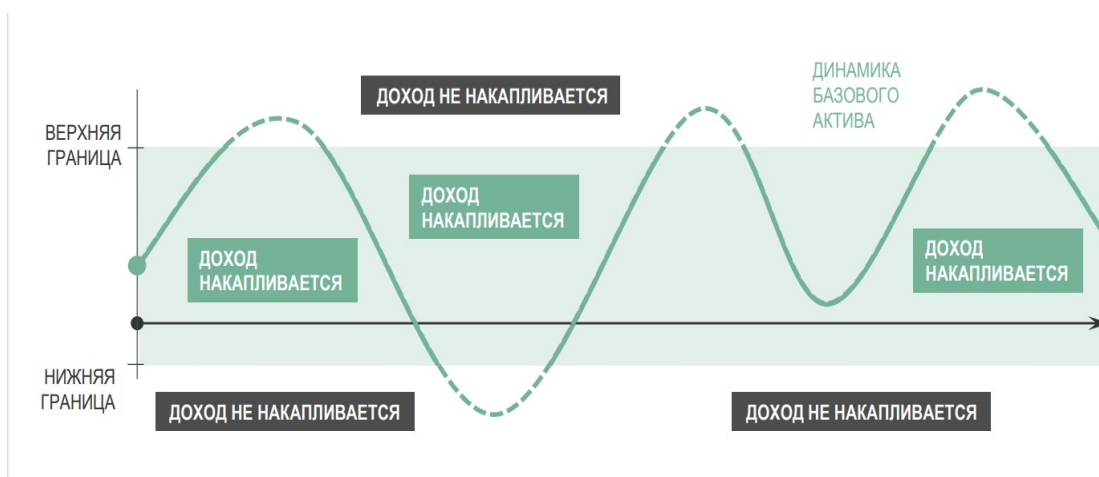
него, то есть может быть установлен максимальный прирост или снижение цены [Рисунок 12].



Источник: Инвестиционные облигации Банка ВТБ. [Электронный ресурс] / Банк ВТБ. – Режим доступа: <https://www.vtb.ru/-/media/Files/personal/investicii/iovtb1.pdf>

Рисунок 12 – Участие в росте или снижении базового актива

2. Накопительный коридор (Range accrual). По такому виду облигаций доход накапливается по мере нахождения базового актива в заданном диапазоне его стоимости, если базовый актив находится вне диапазона, то дополнительный доход не выплачивается [Рисунок 13]. Вероятнее всего, что данный вид структурных облигаций состоит из депозита и стратегии бинарных опционов⁶².



⁶² Глухов М.Ю. Структурированные финансовые продукты в системе финансового инжиниринга [Электронный ресурс] / М.Ю. Глухов – Режим доступа: <https://docplayer.ru/36687689-Gluhov-mihail-yurevich-strukturirovannye-finansovye-produkty-v-sisteme-finansovogo-inzhiniringa.html>

Источник: Инвестиционные облигации Банка ВТБ. [Электронный ресурс] / Банк ВТБ. – Режим доступа: <https://www.vtb.ru/-/media/Files/personal/investicii/iovtb1.pdf>

Рисунок 13 – Накопительный коридор (Range accrual)

В основном такой тип продукта используется для курса валют или иных активов, динамика которых в основном находится в боковике.

3. Облигации с «эффектом памяти» купона. Как правило, базовым активом данной инвестиционной облигации является корзина акций. Доход по таким облигациям выплачивается в том случае, если базовый актив находится выше заранее определенного барьера. «Эффект памяти» купона заключается в том, что если условие выплаты дохода в первый купонный период не было соблюдено, то доход не пропадает и может быть выплачен в следующую дату выплаты дохода при соблюдении условий выплаты [Рисунок 14]. То есть если в следующую дату базовый актив находится выше барьерного уровня, то выплачиваются все пропущенные купоны.⁶³

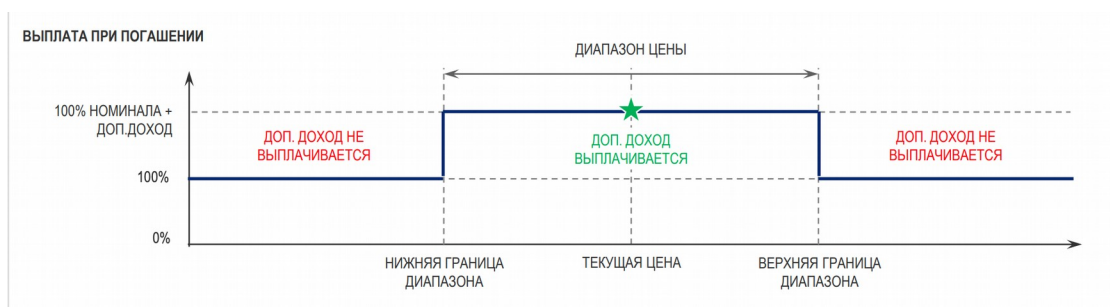


Источник: Инвестиционные облигации Банка ВТБ. [Электронный ресурс] / Банк ВТБ. – Режим доступа: <https://www.vtb.ru/-/media/Files/personal/investicii/iovtb1.pdf>

⁶³ Инвестиционные облигации. [Электронный ресурс]. – ВТБ Брокер – Режим доступа: <https://broker.vtb.ru/school/for-beginners/rynok-tsennykh-umag/detail-investitsionnye-obligatsii/#how-to-0>

Рисунок 14 – Облигации с «эффектом памяти» купона

4. Не касаясь границ. Дополнительный доход выплачивается в том случае, если базовый актив не достигал установленных границ за время обращения с момента начала размещения. Если базовый актив коснется границ или выйдет за их пределы, то дополнительный доход не выплачивается [Рисунок 15]. Можно предположить, что в данном варианте встроены барьерные опционы (knock-out опцион, доход по которому отменяется в случае достижения активом установленного барьера).

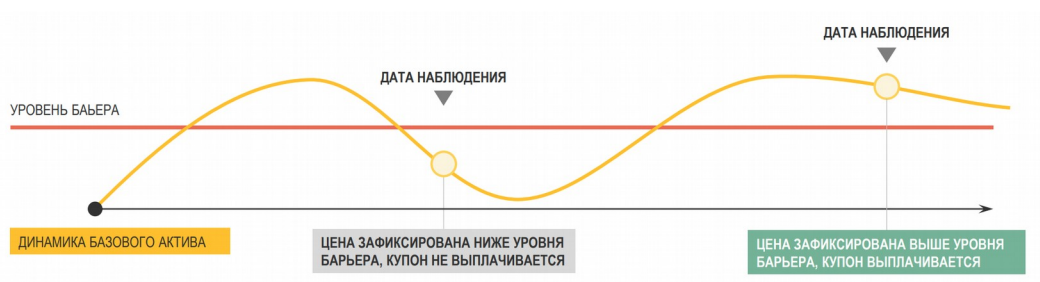


Источник: Инвестиционные облигации Банка ВТБ. [Электронный ресурс] / Банк ВТБ. – Режим доступа: <https://www.vtb.ru/-/media/Files/personal/investicii/iovtb1.pdf>

Рисунок 15 – Облигации «не касаясь границ»

Это продукт роста, связанный с рынком, который предлагает 100% защиту капитала и участие в росте базового актива до тех пор, пока базовый актив не преодолевает заранее определенный барьер, установленный выше его начального уровня. Если происходит нарушение барьера, инвесторы получают 100% своих первоначальных инвестиций.

5. Барьер. Дополнительный доход выплачивается в том случае, если в дату погашения достигнут либо наоборот не достигнут определенный барьер [Рисунок 16]. Данный вид инвестиционных облигаций ВТБ говорит о том, что в стратегию включен барьерный опцион (knock-in или knock-out).



Источник: Инвестиционные облигации Банка ВТБ. [Электронный ресурс] / Банк ВТБ. – Режим доступа: <https://www.vtb.ru/-/media/Files/personal/investicii/iovtb1.pdf>

Рисунок 16 – Облигации с барьером

По погашенным выпускам инвестиционных облигаций ВТБ должен был быть выплачен дополнительный доход по четырём ИО ВТБ, так как 4 стратегии сработали, но 2 из шести нет [Приложение А]. Максимальная доходность по погашенным выпускам, которую удалось определить автором составляет 6,64% годовых, самая низкая - 2,88% годовых. По 3 из 6 облигаций ВТБ установил базовый актив в виде курса доллара США к рублю (с заданным диапазоном range accrual по двум выпускам и «не касаясь границ» по одному выпуску), также среди погашенных выпусков были такие базовые активы как ключевая ставка (вид облигаций - «Не касаясь границ»), курс доллара США к евро (range accrual), Цена золота и Цена нефти Сорт Brent (range accrual).

По инвестиционным стратегиям облигаций ВТБ можно сделать вывод, что не сработали те стратегии, которые установили барьеры knock-out для выплаты дополнительного дохода. То есть, как правило, базовый актив во всех наблюдаемых случаях выходил за пределы установленных границ.

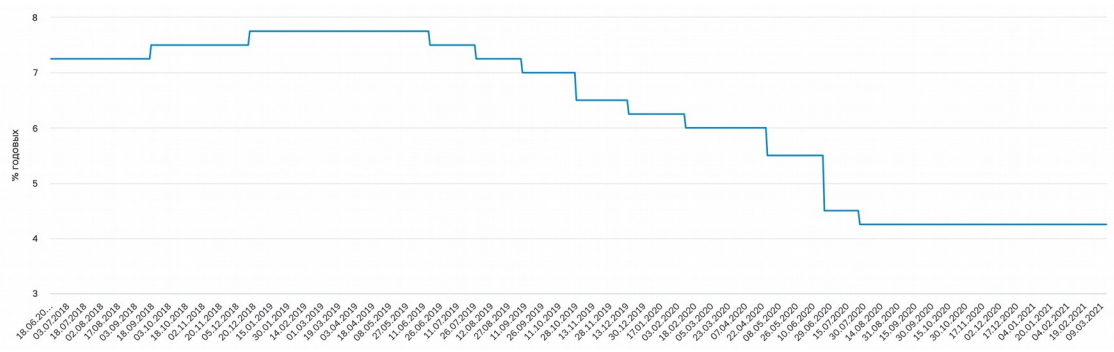
Сбербанк

1. Базовый актив - Ключевая ставка Центрального банка Российской Федерации (CBR Key Rate).

Гарантированный купон во всех выпусках с данным базовым активом - 0.01% годовых.

Во всех случаях для выплаты дополнительного дохода должно соблюдаться условие, чтобы на дату оценки Значение базового актива можно было определить и также в большинстве случаев Значение базового актива не должно превышать Предельный уровень значения базового актива на Дату оценки (1 или 2 дня в периоде наблюдения), который устанавливается эмитентом.

Из 9 выпусков с данным базовым активом 5 были успешны, остальные 4 - не принесли дополнительного дохода, инвестиционная стратегия не сработала. В основном доходными оказались те облигации, которые были нацелены на снижение ключевой ставки ЦБ РФ, так как с 2019 года она постепенно уменьшалась [Рисунок 17].



Источник: Ключевая ставка Банка России. [Электронный ресурс]. –
 Центральный банк РФ – Режим доступа:
https://www.cbr.ru/hd_base/KeyRate/

Рисунок 17 - Ключевая ставка Центрального банка Российской Федерации

Не сработали соответственно те структурные облигации, инвестиционная стратегия которых была нацелена на потенциально высокий уровень ставки. [Приложение Б]

2. Базовый актив - Курс доллара США к рублю РФ, устанавливаемый Банком России.

Большую часть погашенных выпусков структурных облигаций составляют Инвестиционные облигации Сбербанка с базовым активом - Курс доллара США к рублю РФ, устанавливаемый Банком России - 35 выпусков (по 20 из которых был выплачен дополнительный доход).

В основном по таким ИОС эмитент устанавливает коридор (верхний и/или нижний предел, в котором должен находиться курс доллара США к рублю на Дату оценки (каждый рабочий день) базового актива. То есть по данному виду структурных облигаций Дополнительный доход выплачивается в зависимости от количества дней, в которых базовый актив находился в коридоре (range accrual).

Дополнительный доход по таким облигациям выплачивался, но в небольших размерах [Приложение В]. Формула определения дополнительного дохода в преобладающем большинстве по такому сценарию выплат:

$$\text{ДД}(\%) = P * \text{рд} / \text{РД} * 100\%, \quad (1)$$

где ДД (%) – дополнительный доход, выраженный в процентах;

P – параметр, устанавливаемый эмитентом;

рд – количество Дат оценки, когда Значение Базового актива было менее значения Верхней границы коридора и при этом превышало значение Нижней границы коридора;

РД – общее количество Рабочих дней Базового актива в Периоде наблюдения Базового актива.

Также были инвестиционные стратегии облигаций, при которых финальное значение на дату оценки базового актива должно быть более или менее предельного уровня базового значения. При выполнении условий дополнительный доход выплачивался согласно ставке, установленной эмитентом до размещения. Как правило, по таким облигациям дополнительный доход не выплачивался, так как условие не выполнялось [Приложение].

3. Базовый актив - Курс доллара США к евро, определяемый Европейским Центральным Банком.

По данному виду ИОС было успешно погашено 2 выпуска, был выплачен дополнительный доход. Эмитент установил коридор, в котором должен находиться базовый актив для выплаты дополнительного дохода (не менее одного

дня в периоде наблюдения). Доходность по данным выпускам получилась также невысокая – 3,6 и 7,3% соответственно по первому и второму выпуску с данным базовым активом [Приложение Г]. Эмитент выпускал данные облигации сроком на 1 год. Формула определения дополнительного дохода однотипна с формулой определения дополнительного дохода по базовому активу - Курс доллара США к рублю РФ.

4. Базовый актив - Нефть сорта «Brent».

Гарантированный купон по всем погашенным выпускам ИОС, базовым активом которых выступает Нефть сорта «Brent», составляет 0,01% годовых.

По данным инвестиционным стратегиям облигаций также более выигрышными оказались те, которые строились на том, что дополнительный доход зависит от того, сколько дней оценки базовый актив находился в пределах верхней и нижней установленных границ, но доходность по таким облигациям совсем не высока и находится на уровне 1% годовых.

Облигации Сбербанка, условием которых является превышение начальной цены финального значения базового актива, не принесли дополнительного дохода инвесторам [Приложение Д].

5. Базовый актив - Индекс EURO STOXX 50 Index.

Условиями выплаты по таким облигациям у погашенных выпусков, конечно же, является возможность определения значения базового актива на Дату оценки и значение базового актива на Дату оценки должно быть равно или превышать 90% от Начального значения Базового актива. Гарантированный купон составляет 0,01% годовых.

Формула определения дополнительного дохода у всех погашенных выпусков идентична [Приложение Е]. В 1 из 3 случаев был выплачен дополнительный доход, который составил 4,67% годовых.

6. Базовый актив - Индекс FTSE 100 Index.

Условия выплаты и формула определения дополнительного дохода очень схожи с условиями и формулой для другого индекса - Индекса EURO STOXX 50 Index.

Базовый актив также должен иметь возможность определить свое значение на Дату оценки и должен быть равен или превышать 91% от Начального значения Базового актива. По данному индексу был погашен всего 1 выпуск (СберИОС140) с периодом обращения 07.10.2019- 06.10.2020 (1 год), который не принес дополнительного дохода.

7. Базовый актив - Обыкновенная акция ПАО Московская Биржа.

Самый большой дополнительный доход - 376.28 рублей на облигацию пришелся на облигации с базовым активом - акция Московской Биржи. Согласно условиям выплаты дополнительного дохода данной облигации, базовый актив должен превышать начальное значение базового актива.

Период обращения - 27.06.2019 - 28.12.2020, как раз приходится на рост активности розничных инвесторов, которые становились участниками торгов. Если бы инвесторы за этот период купили не Инвестиционную облигацию Сбербанка, а акцию Московской Биржи, то их доходность составила бы не 26,8% годовых, а 58,4% годовых [Рисунок 18].



Источник: Публичное акционерное общество Московская Биржа ММВБ-РТС, обыкновенная акция (МОЕХ). [Электронный ресурс]. – Московская Биржа – Режим доступа: <https://www.moex.com/en/issue.aspx?board=TQBR&code=MOEX>

Рисунок 18 – Значение цен акции ПАО Московская Биржа

Формула выплаты по данной облигации выглядит:

$$\text{ДД (\%)} = P \times (\text{БАФИН} - \text{БАНАЧ}) / \text{БАНАЧ} \times 100\% \quad (2)$$

где ДД (%) – дополнительный доход, выраженный в процентах;

P – Параметр, равный 47.00%;

БАНАЧ – Начальное значение Базового актива;

БАФИН – Финальное значение Базового актива;

Данный результат наглядно показывает, что Параметр P, который устанавливает эмитент перед размещением – это коэффициент участия.

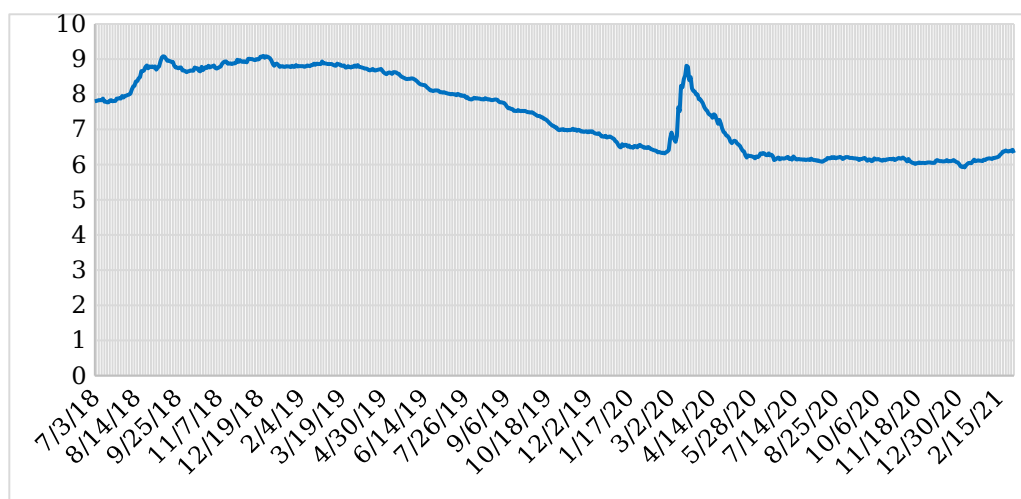
Сбербанк также погасил структурные облигации такими базовыми активами как Фиксинг по паре доллар/рубль (МОЕХ

USD / RUB FX FIXING) (доходность 0,01% годовых), АДР на акции Газпрома (доходность 10,09% годовых), 1 тройская унция золота (доходность 12,5% годовых), обыкновенная акция Сбербанка (доходность 0,01% годовых), корзина американских акций (доходности 11,9% и 11,8% годовых) [Приложение Ж].

Таким образом, исходя из анализа определения дополнительного дохода по ИОС, можно заключить, что в большинстве случаев эмитент закладывает в формулы ограничения, которые не позволяют получить потенциально высокую доходность по ИОС, учитывая то, что не всегда инвестиционная стратегия таких облигаций срабатывает.

Газпромбанк

У Газпромбанка всего 2 выпуска погашенных структурных облигаций с полной защитой капитала были погашены без выплаты дополнительного дохода. Остальные инвестиционные стратегии оказались довольно доходными. Максимальную доходность принесла облигация с базовым активом – Обыкновенная акция «РусГидро» - 19,5% годовых. В целом, стратегии облигаций Газпромбанка, основанные на обыкновенных акциях оказались удачны и сыграли лучше среднерыночной доходности по облигациям [Рисунок 19] [Приложение З].



Источник: составлено автором на основе данных Московской Биржи «Индекс Мосбиржи корпоративных облигаций RUCBITR». [Электронный ресурс] / Московская Биржа. – Режим доступа: <https://www.moex.com/ru/index/RUCBITR/archive/#/from=2018-07-01&till=2021-03-01&sort=TRADEDATE&order=desc>

Рисунок 19 – Доходность Индекса Мосбиржи корпоративных облигаций RUCBITR

Инвестиционная стратегия облигаций Газпромбанка в основе которой лежал базовый актив в виде обыкновенной акции Сбербанка оказалась неудачной, так как день погашения облигации пришелся на март 2020 года – пик спада экономики из-за корона-вирусной инфекции. Поэтому финальное значение (186,80 рублей за акцию) оказалось значительно ниже начального (205,65 рублей за акцию), что по формуле определения дополнительного дохода означает нулевую выплату.

Также Газпромбанк с нулевым дополнительным доходом погасил облигации с базовым активом - Нефть Brent. На это повлияло такое событие – как обвал цен на нефть весной 2020 года, после чего к лету значение данного базового актива не

успело восстановиться до прошлогоднего уровня. Начальное значение базового актива на дату размещения – 66,41 доллара за баррель, финальное значение опустилось до 43,11 доллара за баррель.

Наиболее вероятная стратегия, которую использовал Газпромбанк для построения структурных облигаций с полной защитой капитала в основе которых были заложены такие базовые активы, как обыкновенная акция, корзина акций, нефть сорта Brent, Индекс МосБиржи – call spread, так как эмитент использует в наименовании облигаций.

Для таких базовых активов как золото и курс доллара США к рублю эмитент обозначил диапазон, в котором должен находиться базовый актив, чтобы Газпромбанк смог выплатить дополнительный доход, то есть эмитент использовал стратегию Range accrual. Облигации с заданным диапазоном Газпромбанка принесли не такую высокую доходность, как по call spread (6,78% годовых по золоту и 2,3% годовых по курсу валют соответственно) [Приложение И].

Таким образом, у эмитентов всегда срабатывают облигации с заданным диапазоном (range accrual) – связанный с рыночной динамикой продукт, по которому выплачивается купон на основе количества дней, в течение которых цена базового актива оставалась в пределах заранее определенного коридора. Как правило, такие инструменты состоят из депозита и стратегии бинарных опционов.⁶⁴

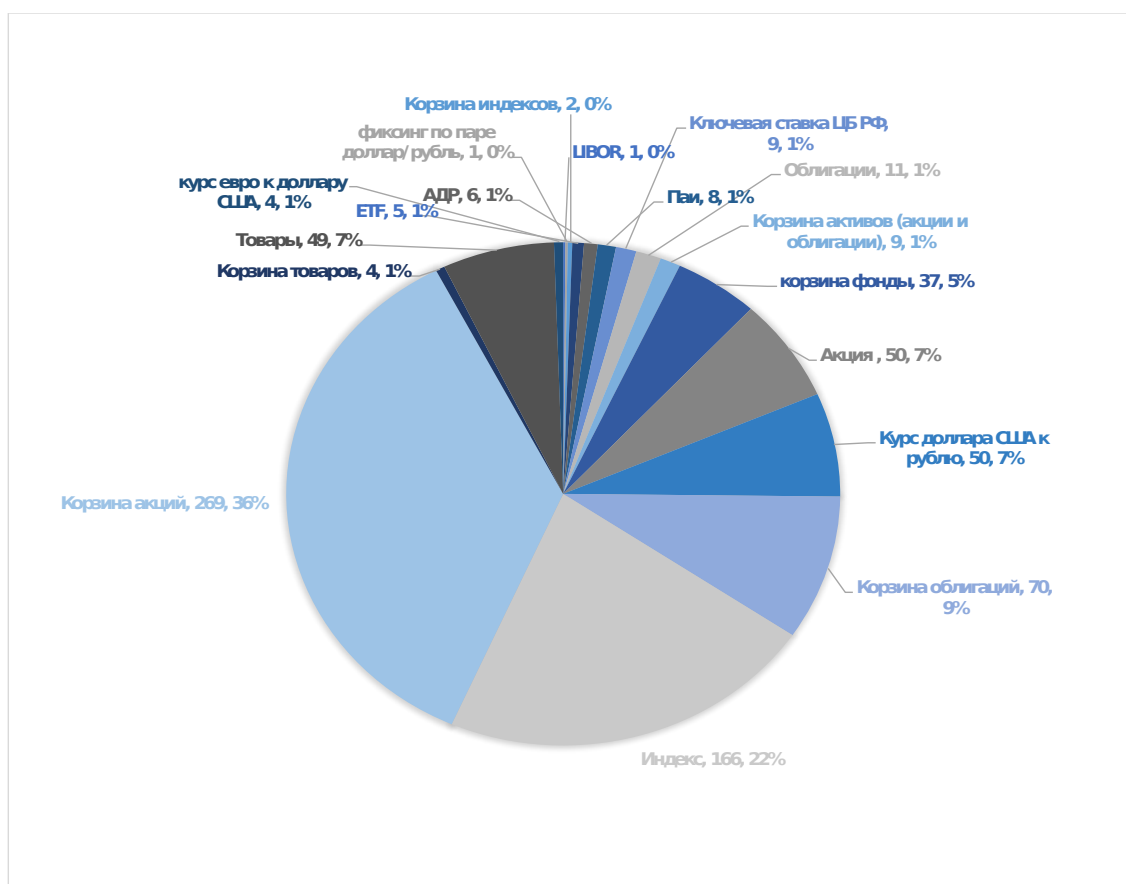
⁶⁴ Глухов М.Ю. Структурированные финансовые продукты в системе финансового инжиниринга [Электронный ресурс] / М.Ю. Глухов – Режим доступа: <https://docplayer.ru/36687689-Gluhov-mihail-yurevich-strukturirovannye-finansovye-produkty-v-sisteme-finansovogo->

Обычно данный тип конструирования используют, когда рынок находится в боковике, именно в этот период можно получить наибольшую прибыль. Данный вариант срabатывает в России не потому что рынок находится во флэте, а как раз наоборот, из-за высокой волатильности шанс попасть в диапазон выше, чем угадать значение базового актива через определенный промежуток времени.

Эмитенты в основном используют range actual для определения дополнительного дохода по базовому активу.

Автором было проанализировано 767 выпусков структурных облигаций, включая облигации в обращении и погашенные выпуски, чтобы дать оценку наиболее преобладающих видов базовых активов на российском рынке. Представим на рисунке 20 базовые активы, которые берут российские эмитенты для конструирования структурных облигаций.

Преобладающую часть (36%) занимает такой базовый актив – как корзина акций, на втором месте по популярности – Индекс (22%), на третьем – корзина облигаций (9%) и также эмитенты довольно часто используют такой базовый актив как товары – (7%), большая часть из которых представлена в виде Золота.



Источник: составлено автором по данным Cbonds [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://cbonds.ru/bonds> (Дата обращения 01.03.2021)

Рисунок 20 – Базовые активы российских структурных облигаций

Основным эмитентом выпусков структурных облигаций к привязке к корзине акций является Сбербанк (120 выпусков, что составляет 32% в общей совокупности выпусков данного эмитента), BrokerCreditService Structured Products (85 выпусков, что составляет 46% в общей совокупности структурных облигаций), ВТБ (32 выпуска, что составляет 26% в совокупности выпусков структурных облигаций). Стоит понимать, что инвестор по таким облигациям несет не только риск банкротства эмитента базовых активов, но и самого эмитента структурных облигаций.

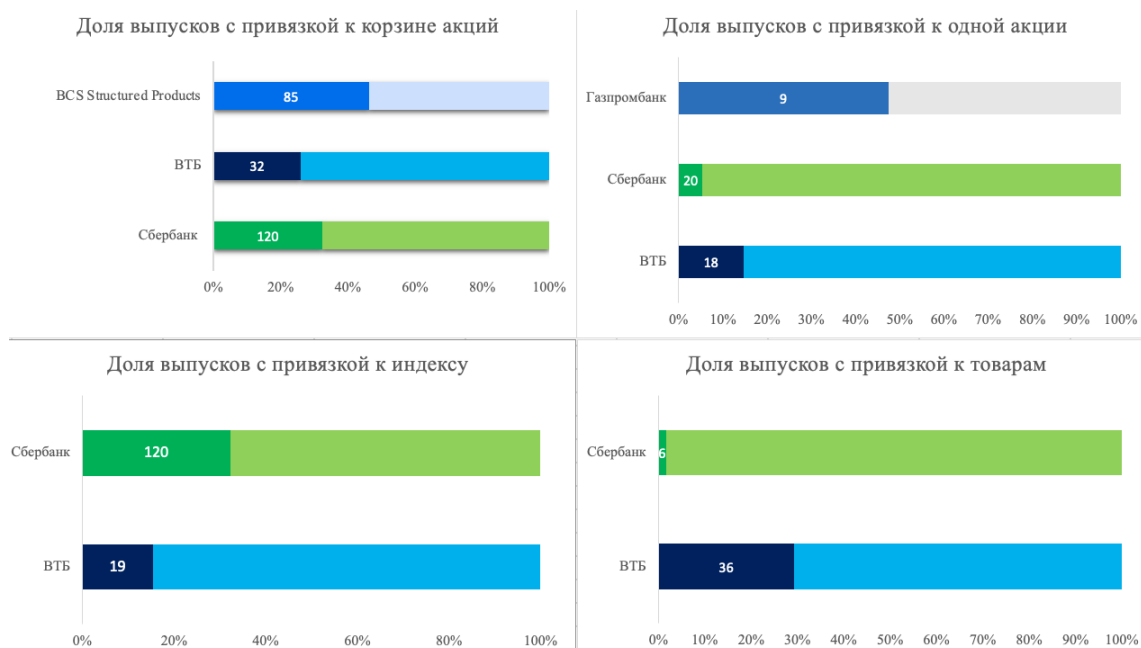
Главными эмитентами по выпуску структурных облигаций с привязкой к индексу являются Сбербанк (120 выпусков, что составляет 32% в общей совокупности выпусков данного эмитента) и ВТБ (19 выпусков, что составляет 15% в совокупности выпусков структурных облигаций) [Рисунок 21].

К корзине облигаций свои выпуски в основном привязывает только BrokerCreditService Structured Products (69 выпусков из 70 представленных на рынке).

3 лидера по выпуску структурных облигаций с привязкой к одной акции – Сбербанк (20 выпусков), ВТБ (18 выпусков) и Газпромбанк (9 выпусков).

Среди главных эмитентов по выпуску структурных облигаций с привязкой к товарам – ВТБ (36 выпусков с привязкой к золоту) и Сбербанк (6 выпусков, включая корзину товаров).

Что касается курса доллара США к рублю, то Сбербанк выпустил 41 выпуск из 50 когда-либо предложенных на рынке.

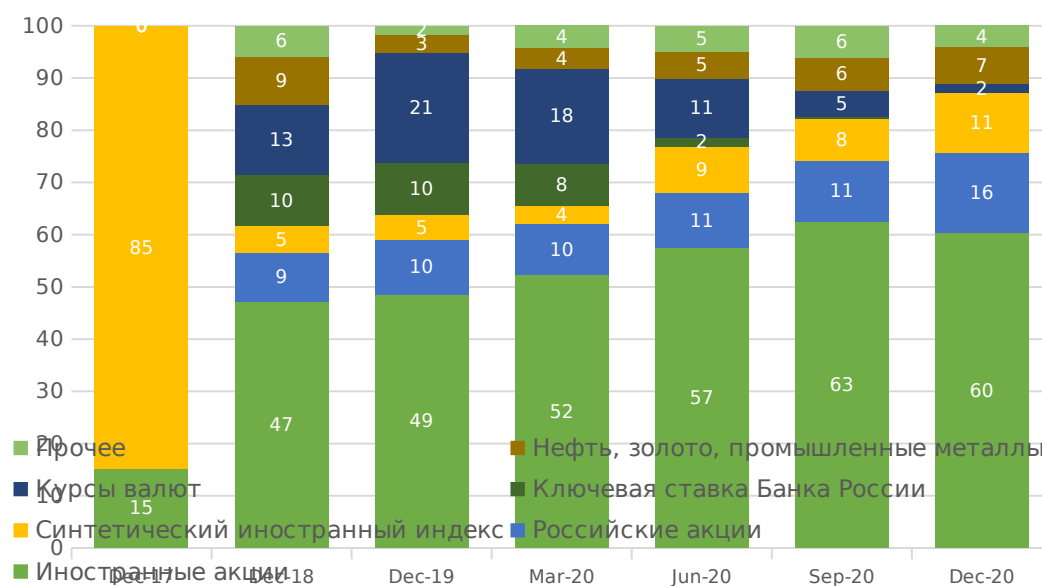


Источник: составлено автором по данным Cbonds [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://cbonds.ru/bonds> (Дата обращения 01.03.2021)

Рисунок 21 – Доля выпуска Базового актива основных эмитентов в общей структуре выпуска структурных облигаций

Анализ структуры базовых активов структурных облигаций резидентов показывает, что дополнительный доход по таким облигациям в основном привязывается к динамике котировок иностранных акций. Это во многом обусловлено длительным периодом роста мировых рынков акций, в результате чего клиенты (безосновательно) рассчитывают на продолжение аналогичного тренда в будущем. В 2020 г. также росла популярность структурных облигаций с привязкой к российским акциям, синтетическим иностранным индексам, а также к нефти, золоту и промышленным металлам. Напротив, доля бумаг с привязкой к курсам валют снижалась [Рисунок 22]. Рост популярности облигаций с привязкой купона к иностранным акциям (в основном технологических компаний) объясняется как

ослаблением рубля, так и высокой волатильностью, которую демонстрировали акции в этом году. Резкая просадка в марте и дальнейший отскок, а также стремительный рост акций отдельных отраслей, выигравших от пандемии могли сформировать у инвесторов ожидания быстрого заработка в случае покупки данных бумаг.



Источник: О чем говорят тренды. Макроэкономика и рынки. Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования. Январь 2021. [Электронный ресурс]. – Центральный банк РФ – Режим доступа: http://www.cbr.ru/collection/collection/file/31939/bulletin_21-01.pdf (дата обращения 07 апреля 2021)

Рисунок 22 - Динамика объема структурных облигаций на счетах физлиц по типу выпуска, млрд руб.

Следует учитывать, что российский рынок высоковолатилен, чтобы предугадывать значения базовых активов, тем более на долгий срок. И многие инвестиционные стратегии структурных облигаций заведомо становятся проигрышными. Приведем пример из теории вероятности. Допустим, структурная облигация привязана к 4 акциям.

Условие выплаты дополнительного дохода - базовый актив по каждой ценной бумаге не должен опуститься ниже 65% от своего первоначального уровня за три года. Психологически кажется, что при постоянном росте активов такой исход практически невозможен. Предположим, что вероятность того, что цена каждой акции упадет ниже порогового значения равна 20% за три года (что весьма оптимистично), тогда вероятность того, что 4 акции не упадут ниже 65% от своего первоначального значения составляет $0,8*0,8*0,8*0,8 = 0,4096$ или 40,96%. Таким образом, вероятность получить убыток по такой структурной облигации составляет $100\% - 40,96\% = 59,04\%$.

3.3 ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ

В течение последних лет на фоне снижающихся процентных ставок наблюдается рост интереса физических лиц к инструментам фондового рынка, особенно к инструментам с повышенной доходностью и соответственно риском. Граждане вывели 1,5 трлн рублей за 2020 год с депозитов, при этом количество участников торгов значительно увеличилось⁶⁵. Волатильность в период пандемии, низкие процентные ставки по депозитам были значимыми факторами для того, чтобы обратиться к эмитентами

⁶⁵ Законопроект №1098730-7 " О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» в части регулирования структурных облигаций [Электронный ресурс]. - Видеопарламент - Режим доступа: <https://video.duma.gov.ru/watch/?id=322417> (дата обращения 07 апреля 2021)

внимание инвесторов на структурные облигации с полной защитой капитала в качестве безопасной альтернативы.

Структурная облигация является сложным комплексным инструментом, как правило, состоящим из депозита и опционов, что представляет собой риски для инвестора, выражающиеся в оценке справедливой стоимости, что как следствие приводит к рискам ликвидности при продаже данного финансового инструмента.

В том числе анализ, проведенный в данной главе показал, что в большинстве случаев инвестор не получил доходность по структурным облигациям выше среднерыночной по корпоративным облигациям, более того в 30 из 78 проанализированных случаев инвестиционные стратегии структурных облигаций не сработали и инвесторы не получили дополнительного дохода, что составляет 38,5% всей совокупности. Ожидаемая доходность инвестора в большинстве случаев не совпадает с фактической, оказываясь значительно ниже. Таким образом, «безопасная» альтернатива депозитам несет высокий риск недополучения дохода по сравнению с обычными депозитами. Но в то же время такая безобидная оболочка финансового инструмента является благодатной почвой для мисселинга.

Таким образом, учитывая данные риски и довольно высокую комиссию (явную или скрытую), уплачиваемую инвестором, за сделку со структурной облигацией, в итоге доходность с высокой долей вероятности будет ниже доходности от инвестирования в классические инструменты. Средняя доходность по погашенным выпускам составила 4,69% годовых (все выпуски в основном были погашены во

второй половине 2019 года и 2020 году. Срок обращения анализируемых инструментов составлял от нескольких месяцев до года (преобладающее большинство)). Что не больше процентной ставки по депозитам за данный период (4-7,5% годовых)⁶⁶.

Поэтому, если инвесторы будут разочарованы в доходности структурных облигаций, то в будущем может произойти сокращение выпусков данных инвестиционных продуктов за счет уменьшения спроса на них и падения популярности среди инвесторов. Данный фактор может коснуться не только структурных облигаций, но и всего фондового рынка из-за падения доверия к нему со стороны инвесторов.

Беспрекословно нельзя стараться предугадывать потенциальную доходность на основе предыдущих погашенных выпусков, особенно на тех, инвестиционные стратегии которых успешно сработали, что делали эмитенты до рассылки Информационного письма Банка России 15 декабря 2020 года.

Центральный банк Российской Федерации отстаивает свою позицию среди участников рынка, которая выражается в том, чтобы не разрешать инвестировать неквалифицированным инвесторам до момента полного понимания финансового продукта и его рисков. Что также

⁶⁶ Динамика максимальной процентной ставки (по вкладам в российских рублях) десяти кредитных организаций, привлекающих наибольший объём депозитов физических лиц. [Электронный ресурс]. – Центральный банк РФ – Режим доступа: <https://www.cbr.ru/statistics/avgprocstav/> (дата обращения 07 апреля 2021)

ведет к уменьшению спроса и предложения структурных облигаций на рынке.

Также для того, чтобы найти правильный баланс для привлекательности структурных облигаций и желаемой прибылью эмитенты используют при выборе базовых активов сложные формулы расчета, которые могут усложняться по мере распространения структурных облигаций, увеличению спроса на них, тем самым все больше формируя ложные ожидания относительно будущего дохода среди неквалифицированных инвесторов, так как не все лица могут правильно оценить финансовый инструмент. Инвестор, как правило, не сможет дать грамотную оценку стоимости структурных облигаций, так как для этого необходимо проанализировать стоимость и входящих в него активов, опционов, конструкций, скрытых комиссий, что эмитент, как правило, не раскрывает. Поэтому инвестор полагается только на динамику базовых активов, доходность по которым не всегда совпадает с доходностью приобретенных структурных облигаций. Что ведет к разочарованию нового инвестора к фондовому рынку, в целом подкрепляя мнение, что данный сегмент финансового рынка – казино.

Кроме того, эмитенты, как правило, не упоминают, что досрочно вернуть средства из структурных облигаций можно только на вторичном рынке, продажа которых осуществляется со значительным дисконтом к первоначальной сумме в том числе из-за трудности в оценке справедливой стоимости данного продукта. При этом структурные облигации с большим сроком погашения

увеличивают вероятность досрочной продажи. Все это может вводить потенциальных клиентов в заблуждение.

В том числе, для оценки справедливой стоимости необходимо знание сегментов определенных рынков, спредов, ликвидности, оценки ПФИ, с чем не всегда справится даже профессиональный трейдер, это приводит к низкой ликвидности на вторичном рынке (при условии, что он существует) и существенным спредом между ценами спроса и предложения.

Таким образом, единственные участники рынка структурных облигаций, которые в большинстве случаев получают доход – эмитент и организатор размещения структурных облигаций, которые, как правило, являются членами одной финансовой группы.

В связи с данными обстоятельствами приобретает особую актуальность вопрос о защите неквалифицированных инвесторов – физических лиц, решить который призвано введение обязательного тестирования клиентов на знание продуктов.

Если рассмотреть динамику выпусков по годам, то можно наблюдать почти полную зависимость объема в обращении и количества выпусков, что может говорить нам о том, что объем в обращении увеличивался не за счет увеличения номинала, а за счет новых эмиссий [Рисунок 23].

Для корректности сравнения все валюты приведем в одну – долл. США.

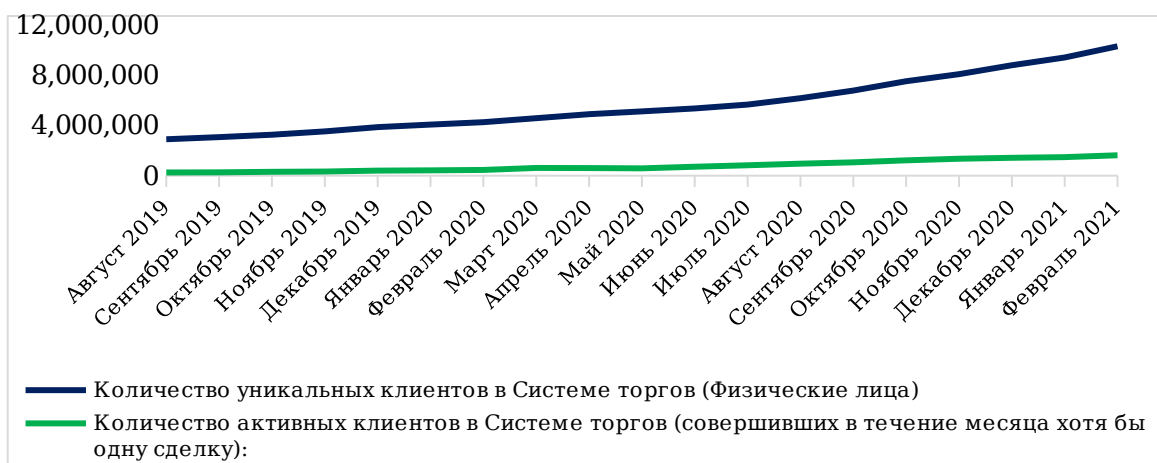


Источник: составлено автором по данным Cbonds [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://cbonds.ru/bonds> (Дата обращения 01.03.2021)

Рисунок 23 - Зависимость объема в обращении и количества выпусков

Таким образом, за 5 лет произошло увеличение выпуска в 201 раз (с 2 выпусков в год в 2016 до 402 в 2020) и увеличение объема в обращении более чем в 100 раз (с 39 453 736,12 долл. США в 2016 до 4 005 637 989,35 в 2020 долл. США).

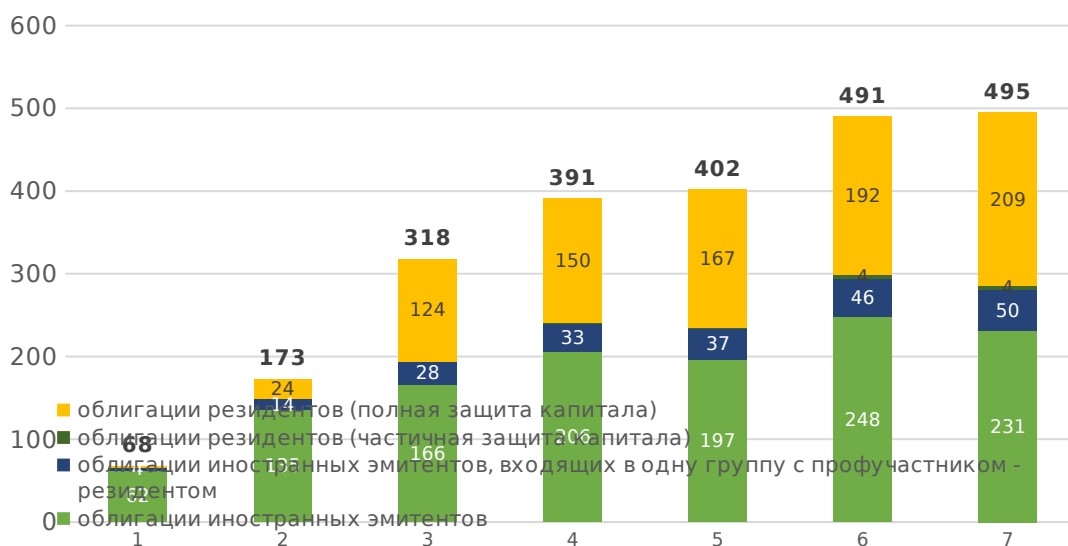
На такую тенденцию в развитии сложных финансовых инструментов и одновременному увеличению количества розничных инвесторов не мог не обратить свое внимание Центральный банк Российской Федерации. При этом стремительно увеличивается не только количество уникальных клиентов в Системе торгов, но и количество активных клиентов [Рисунок 24].



Источник: составлено автором на основе данных Московской Биржи «Статистика по клиентам». [Электронный ресурс] Режим доступа: <https://www.moex.com/s719>

Рисунок 24 – Количество клиентов в Системе торгов
Участие физических лиц на рынке структурных облигаций за последние годы выросло в несколько раз.

На данный момент физические лица покупают в основном либо структурные облигации с полной защитой капитала на российском рынке, либо облигации иностранных эмитентов [Рисунок 25].



Источник: О чем говорят тренды. Макроэкономика и рынки. Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования. Январь 2021. [Электронный ресурс]. – Центральный банк РФ – Режим доступа: http://www.cbr.ru/collection/collection/file/31939/bulletin_21-01.pdf (дата обращения 07 апреля 2021)

Рисунок 25 - Динамика объема структурных облигаций на счетах физлиц по типу выпуска, млрд руб.

Также существует риск того, что российские эмитенты будут продолжать выпускать структурные облигации по иностранному праву при условиях строгого ограничения к доступу покупки таких инструментов неквалифицированными инвесторами, при высоких издержках на эмиссию, в том числе временных и снижению санкционных рисков со стороны Запада.

Поэтому есть риск того, что клиенты могут перейти на иностранный рынок торговли структурных облигаций при запрете покупки данных инструментов на российском рынке. Брокеры и отраслевые издания провели достаточно большое количество опросов клиентов, результаты которых очертили не самые вдохновляющие результаты, а именно в среднем от 20 до 40% инвесторов выберут иностранного брокера вместо прохождения тестирования. Что может привести к тому, что небольшие брокеры, обслуживающие физических лиц, могут покинуть рынок.

По состоянию на 30.12.2020 на счетах физических лиц в российских депозитариях находилось в совокупности структурных облигаций на 495 млрд руб., в том числе выпущенных иностранными эмитентами - 231 млрд руб., выпущенных резидентами - 213 млрд руб., выпущенных иностранными эмитентами, входящими в одну группу с российским профучастником, - 50 млрд руб.

Чистый приток средств физических лиц за 12 месяцев 2020 г. (без учета валютной и курсовой переоценок) в

структурные облигации иностранных эмитентов составил 63 млрд руб., в структурные облигации резидентов – 85 млрд руб., в структурные облигации иностранных эмитентов, входящих в одну группу с российским профучастником – 22 млрд рублей. Большая часть структурных облигаций резидентов представлена инструментами с полной защитой капитала.

Основная часть облигаций резидентов была выпущена крупными банками, в то время как облигации иностранных эмитентов выпускались как крупнейшими инвестиционными банками, так и небольшими компаниями с низким кредитным рейтингом либо без рейтинга.

Центральный банк РФ отметил, что ряд банков предлагал клиентам, не готовым идти на фондовый рынок, но желающим получать доходность выше, чем по депозиту, инвестиционные продукты под видом вкладов, что могло спровоцировать случаи мисселинга. Банки и брокеры активно продвигали структурные облигации (как с полной, так и с частичной защитой капитала) как безопасную альтернативу депозитам. Физическим лицам и неквалифицированным инвесторам были доступны оба вида сложных облигаций. При этом в большинстве случаев заявленная доходность была гораздо выше депозитов. Также эмитенты не акцентировали свое внимание на том, что оценка сформирована на основе результатов предыдущих периодов, что не является гарантией получения такого дохода по структурной облигации в будущем⁶⁷. Кроме того, эмитенты, как правило,

⁶⁷ О чем говорят тренды. Макроэкономика и рынки. Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования. Январь 2021. [Электронный ресурс]. – Центральный банк РФ – Режим доступа: <http://>

не упоминают, что досрочно вернуть средства из структурных облигаций можно только на вторичном рынке, продажа которых осуществляется со значительным дисконтом к первоначальной сумме в том числе из-за трудности в оценке справедливой стоимости данного продукта. При этом структурные облигации с большим сроком погашения увеличивают вероятность досрочной продажи. Все это может вводить потенциальных клиентов в заблуждение.

Помимо этого, структурные облигации используются в качестве объекта инвестирования в ряде крупных стандартных стратегий доверительного управления. Крупнейшая из них (с портфелями физических лиц на 57 млрд руб. по состоянию на 30.11.2020) полностью основана на инвестировании средств в структурные облигации своей финансовой группы. По сути клиент платит двойную комиссию: за доверительное управление и за структурную облигацию (в цену которой заложена комиссия за организацию структуры).

В настоящий момент привлечение новых клиентов в данную стратегию приостановлено.

С учетом увеличения развития данных факторов Банк России запретил продажу структурных облигаций неквалифицированным инвесторам, в том числе иных сложных инвестиционных продуктов, подразумевая инвестиционные облигации. Письмо о недопустимости предложения сложных финансовых инструментов было

опубликовано 15 декабря 2020 года, после чего выпуск сократился [Рисунок 26].⁶⁸



Источник: составлено автором по данным Cbonds [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://cbonds.ru/bonds> (Дата обращения 01.03.2021)

Рисунок 26 – Объем в обращении и количество выпусков структурных облигаций

Таким образом, данные действия притормаживают развитие российского рынка структурных облигаций.

В мировой практике структурные продукты изначально рассматривались как способ предоставления возможности инвесторам получить более высокую доходность на финансовом рынке без риска потери капитала, но постепенно

⁶⁸ Информационное письмо от 15 декабря 2020 г. N ИН-01-59/174 О недопустимости предложения сложных инвестиционных продуктов неквалифицированным инвесторам. Центральный банк Российской Федерации. – КонсультантПлюс.

степень отношения к риску менялась в связи с чем данный инструмент усложнялся и приобретал новые формы. Такую же тенденцию мы наблюдаем и на российском рынке. Приток инвесторов на фондовый рынок растет, вместе с тем, структура выплат по финансовым инструментам усложняется, что является логичным ответом на тенденции развития финансового рынка.

Можно отметить, что российский рынок следует европейскому опыту регулирования сложных продуктов, придерживаясь рекомендаций международного уровня. Например, ввод Центральным банком РФ тестирования для получения информации об отношении к риску клиента, его знаний об объекте инвестирования, обозначение категоризации инвесторов для определения возможности предложения структурных облигаций, правильного подхода к продаже (согласно Директиве), разработка KID (согласно Регламенту PRIIP) для наиболее точного и простого понимания клиентом, потенциальным инвестором условий, рисков, доходности продукта, для предоставления возможности сравнения продуктов между собой.

Исходя из выводов Европейской комиссии - дизайн KID может являться важным звеном в понимании потребителями особенностей розничных продуктов и способствуют принятию более обоснованных финансовых решений.⁶⁹

⁶⁹ Consumer testing services - Retail investors' preferred option regarding performance scenarios and past performance information within the Key Information Document under the PRIIPs framework [Электронный ресурс]. - EUROPEAN COMMISSION - Режим доступа: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200227-consumer-testing-services-summary_en.pdf (дата обращения 07 апреля 2021)

То есть Россия пытается не наступать на ошибки Европы, учитывает европейское законодательство в регулировании сложных продуктов и пытается вводить и распространить на наш рынок данную практику регулирования.

На данный момент стоит вопрос о корректной продаже и правильном понимании продукта. Возможно стоит увеличить образовательные модули о каждом продукте. На взгляд автора, в ближайшее время российский финансовый рынок продолжит выпускать структурные облигации в основном с полной защитой капитала, чтобы успокоить регулятор и научить инвестора правильно понимать продукт. То есть Россия будет стараться приобщиться к мировым тенденциям выпуска структурных облигаций с частичной защитой капитала, но объемы таких выпусков будут скорее всего приближены к параметрам Бразилии и составлять около 10% всего рынка структурных облигаций и усложняться по мере развития рынка.

Возможно механизм «последнего слова», который позволит инвестору покупать структурные облигации на сумму не более 100 000 рублей с заявлением о принятии рисков также подкрепит развитие структурных облигаций. Для большинства населения такая сумма и так является достаточно большой для инвестирования. Но не будем забывать о стратегии развития финансового рынка Центрального банка РФ, которая подразумевает содействие обеспечению доступности финансовых услуг и капитала для всех членов общества, что способствует росту финансового рынка и росту конкуренции. И при введении довольно

жесткого тестирования на знание продукта неквалифицированным инвестором, такая система может оказаться противоречащей данной стратегии развития российского рынка.

Также существует небезоснованное мнение, что инвестор при прохождении тестирования может переоценить свои возможности и начать вступать в более рискованные сделки, что в итоге может обернуться убытками и разочарованием в финансовом рынке⁷⁰.

Профессиональный участник рынка ценных бумаг при совершении сделок с неквалифицированным физическим лицом на рынке ценных бумаг и производных финансовых инструментов обязан представлять информацию о характеристиках и рисках инструмента. При этом форма и определенные обязательные пункты представления данной информации в Законопроекте не указаны. На взгляд автора, приведена наиболее общая формулировка, а именно указано то, что объем данной информации должен предоставляться в достаточном объеме для оценки риска и принятия решения по поводу совершения сделки. Исходя из данной формулировки, объем информации может быть достаточно большой и полный, но риск как раз состоит в том, будет ли физическое лицо тратить время на изучение всей информации. Для эффективности донесения информации и устранения противоречий Законопроектом и правилами для участников финансового рынка должны быть закреплены

⁷⁰ Частных инвесторов разделят на две категории [Электронный ресурс] / Информационное агентство Ведомости - Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2020/07/17/834780-investitsii-riska> (дата обращения 03 апреля 2021)

определенные пункты, кратко и информативно отражающие информацию об инструменте и его рисках, которые должны содержаться в подобии иностранного KIDa. Таким образом, автор предлагает определение на законодательном уровне формы представления ключевых характеристик финансового инструмента Информационного документа для инвесторов.

Эмитенты структурных облигаций на данном этапе видят хороший комиссионный доход от выпуска таких финансовых инструментов, поэтому, конечно, просят регулятор разрешить продавать неквалифицированным инвесторам хотя бы простые структурные облигации с полной защитой капитала без каких-либо ограничений. НАУФОР предлагает разделить структурные продукты на 3 группы, две из которых доступны неквалифицированным инвесторам (с полной защитой капитала и с частичной защитой или сложной формулой определения дохода), а третья только для квалифицированных инвесторов. Такой подход поддерживают и банки. В том числе ассоциация выступает против того, чтобы эмитент выкупал продукты по требованию ЦБ (байбэк), так как такая практика может привести к банкротству некоторых участников рынка или в целом к отказу от продажи структурных облигаций из-за потенциальных рисков высоких потерь. Данная практика будет основана на субъективных и неопределенных критериях в отношении однотипных сделок.⁷¹

⁷¹ Профучастники просят смягчения. ЦБ предложено допустить всех инвесторов до простых структурных продуктов. категории [Электронный ресурс] / Газета "Коммерсантъ" №12 от 26.01.2021, стр. 8 - Режим доступа: <https://www.kommersant.ru/doc/4662027> (дата обращения 07 апреля 2021)

На данный момент Банк России рекомендовал всем финансовым институтам воздержаться от продажи сложных инвестиционных продуктов до введения тестирования. Сейчас регулирование нашей страны на стадии защиты населения от мисселинга структурных продуктов, путь которого уже пройден в США и Европе.

Российская история рынка структурных облигаций только зарождается и лучшее, что можно сделать – учиться на чужих ошибках.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Целью работы являлось изучение специфики нового финансового инструмента на российском рынке, определение перспектив развития нового финансового инструмента на основе выявленных проблем в регулировании, продаже и выпуска структурных облигаций. В результате работы была проанализирована российская и зарубежная практика развития и регулирования структурных продуктов, нот. Исследование, проведенное в данной работе, помогло достичь целей и решить поставленные в начале работы задачи.

Были изучены особенности различия трактовки понятия «структурные облигации» в российской и зарубежной практике, в ходе которого были выявлены противоречия в определениях в зависимости от субъекта регулирования. В результате чего автором было приведено свое видение в различиях понятийного аппарата на основе анализа различных зарубежных и российских источников.

Были рассмотрены особенности структурных облигаций, их отличия от классических облигаций. Также были изучены основные причины появления структурных облигаций как в мире, так и в России. В основном это связано с поиском более прибыльного инструмента с потенциальной возможностью получения прибыли выше среднерыночного значения у надежных эмитентов. Проведен анализ трансформации облигаций от различных видов зависимостей выплаты купонного дохода от значений базового актива до

возможности получения неполной суммы номинальной стоимости по облигациям.

В работе было оценено положение российского рынка структурных облигаций в мире в сравнении с другими странами. Однозначным выводом которого стало, что данный сегмент в России только на стадии зарождения, но несмотря на это результаты постоянно растущего количества выпусков структурных облигаций как с полной, так и частичной защитой капитала являются довольно прогрессивными.

Была изучена стадия регулирования выпуска и обращения структурных облигаций, на основе которых выделены такие основные проблемы как долгая и дорогая процедура выпуска структурных долговых ценных бумаг по российскому законодательству, не достаточно корректная продажа нового финансового инструмента инвесторам, у некоторых инвесторов не сложилось четкое понимание механизма работы нового сложного инструмента, его конструкции и формулы определения дополнительного дохода, которая не совпадает с формулой определения дохода по базовому активу, включение комиссий и низкая ликвидность структурных облигаций, незавершенное регулирование выпуска и продажи структурных облигаций неквалифицированным инвесторам, на текущий момент реализованная доходность большинства выпусков остается ниже доходности по депозитам, 38,5% анализируемой совокупности (30 из 78 выпусков) не принесли дополнительного дохода инвесторам, как следствие появляется вероятность недоверия инвесторов как к фондовому рынку в целом, так и в части покупки

структурных облигаций, что является факторами, тормозящими процесс развития структурных облигаций на российском рынке.

На данный момент Банк России ограничил продажу сложных финансовых инструментов неквалифицированным инвесторам до введения тестирования на знание продукта.

Международная практика показывает, что данные опасения не беспочвенны, регуляторы многих стран выработали определенные критерии и рекомендации в части выпуска, распространения и постпродажного регулирования структурных нот, продуктов в частности после мирового финансового кризиса 2008 года. Российское регулирование следует законодательству Европейского союза, например, введение тестирования для инвесторов, их категоризация, разработка аналога KID - паспорта продукта - данные меры регулирования были введены в Европе.

В работе был проведен анализ реализованной доходности погашенных выпусков на российском рынке. (78 выпусков). Можно сказать, что у большинства выпусков она не является выше среднерыночной доходности по облигациям. Средняя доходность по погашенным выпускам составила 4,69% годовых (все выпуски в основном были погашены во второй половине 2019 года и 2020 году. Срок обращения составлял от нескольких месяцев до года (преобладающее большинство)), что не больше процентной ставки по депозитам за данный период (4 -7,7% годовых).

При анализе эффективности применения в конструкциях структурных облигаций те или иных стратегий можно отметить, что у эмитентов всегда срabатывают облигации с

заданным диапазоном (range actual) – связанный с рыночной динамикой продукт, по которому выплачивается купон на основе количества дней, в течение которых цена базового актива оставалась в пределах заранее определенного коридора. Обычно данный тип конструирования используют, когда рынок находится в боковике, именно в этот период можно получить наибольшую прибыль. Данный вариант срabатывает в России не потому что рынок находится во флэте, а как раз наоборот, из-за высокой волатильности шанс попасть в диапазон выше, чем угадать значение базового актива через определенный промежуток времени. Стратегия range actual является популярной среди эмитентов структурных облигаций.

Автором было проанализировано 767 выпусков структурных облигаций, включая облигации в обращении и погашенные выпуски, чтобы дать оценку наиболее преобладающих видов базовых активов на российском рынке. Преобладающую часть (36%) занимает такой базовый актив – как корзина акций, на втором месте по популярности – Индекс (22%), на третьем – корзина облигаций (9%) и также эмитенты довольно часто используют такой базовый актив как товары – (7%), большая часть из которых представлена в виде Золота.

На данный момент российский рынок структурных облигаций постепенно развивается, регулятор осторожно приспосабливается к мировым тенденциям развития корпоративных облигаций, пытаясь минимизировать риски по выпуску, продаже и пост-продажном регулировании структурных облигаций на основе опыта других стран.

Таким образом, изменения в ФЗ «О рынке ценных бумаг» 2018 года фактически расширили линейку и возможности инструментов фондового рынка. Теперь финансовые институты могут выпускать структурные облигации с частичной защитой капитала без участия иностранных дочерних организаций или партнеров, а инвесторы при согласии с повышенным риском получили возможность получать потенциально повышенную доходность на рынке. Однако исследование, проведенное, в данной работе показывает, что на данном этапе структурные облигации с частичной защитой капитала скорее расширили возможности российских эмитентов, нежели инвесторов. Так как продажа таких продуктов доступна только квалифицированным инвесторам, которые могут покупать такие инструменты, выпущенными и иностранными эмитентами.

«Данная работа выполнена мною
самостоятельно»

«__» _____ 2021 г. _____

(подпись

автора)

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 26.01.1996 (ред. от 27.12.2019, с изм. от 28.04.2020) - КонсультантПлюс. - Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_9027 (дата обращения 20 апреля 2021)

2. О рынке ценных бумаг: [Федеральный закон 22.04.1996 N 39-ФЗ: принят ГД 20 марта 1996]. - КонсультантПлюс. - Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148 (дата обращения 07 апреля 2021)

3. Законопроект № № 211550-7 "О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» в части регулирования структурных облигаций [Электронный ресурс]. - Система обеспечения законодательной деятельности - Режим доступа: <https://sozd.duma.gov.ru/bill/211550-7> (дата обращения 07 апреля 2021)

4. Законопроект №1098730-7 " О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» в части регулирования структурных облигаций [Электронный ресурс]. - Система обеспечения законодательной деятельности - Режим доступа: <https://sozd.duma.gov.ru/bill/1098730-7> (дата обращения 07 апреля 2021)

5. Законопроект №1098730-7 " О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» в части регулирования структурных облигаций [Электронный ресурс]. - Видеопарламент - Режим доступа: <https://video.duma.gov.ru/watch/?id=322417> (дата обращения 07 апреля 2021)

6. Законопроект № 618877-7 "О внесении изменений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" и отдельные законодательные акты Российской Федерации". [Электронный ресурс]. - Система обеспечения законодательной деятельности - Режим доступа: <https://sozd.duma.gov.ru/bill/618877-7>

7. Заключение ПУ Аппарата ГД ФС РФ "По проекту федерального закона N 618877-7 "О внесении изменений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" и отдельные законодательные акты Российской Федерации" (первое

чение). [Электронный ресурс]. – КонсультантПлюс. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?rnd=5CB0440C405736EEE27C7B1AD502C8F5&req=doc&base=PRJ&n=185384&REFFIELD=134&REFDST=1000000027&REFDOC=179228&REFBASE=PRJ&stat=refcode%3D16876%3Bindex%3D34#9l6c6domo88>

8. Запрос НФА к председателю Научно-консультативного совета при Верховном суде РФ, д.ю.н., профессору, Заслуженному юристу РФ. [Электронный ресурс]. – Национальная финансовая ассоциация – Режим доступа: http://new.nfa.ru/upload/iblock/da6/Otvet-Verkhovnogo-Suda-RF-_opredelenie-pravovogo-statusa-strukturnykh-obligatsiy.pdf.

9. Официальный отзыв Правительства РФ "На проект федерального закона N 618877-7 "О внесении изменений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" и отдельные законодательные акты Российской Федерации" [Электронный ресурс]. – КонсультантПлюс. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?rnd=5CB0440C405736EEE27C7B1AD502C8F5&req=doc&base=PRJ&n=185482&REFFIELD=134&REFDST=1000000028&REFDOC=179228&REFBASE=PRJ&stat=refcode%3D16876%3Bindex%3D35#2lfqgxrjls>

10. Указание Банка России от 07.07.2014 № 3309-У «О формах и способах принятия рисков по облигациям с залоговым обеспечением специализированного финансового общества и специализированного общества проектного финансирования» [Электронный ресурс]. – КонсультантПлюс. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_166459/

11. Брюховецкая С.В., Рубцова Б.Б.. Финансовые рынки [Электронный ресурс]: учебник.– М.: КноРус, 2018. – 462с. (Бакалавриат). – Режим доступа: <http://www.book.ru/book/926950>

12. Гусева, И. А. Финансовые рынки и институты : учебник и практикум для академического бакалавриата / И. А. Гусева. — Москва : Издательство Юрайт, 2019. — 347 с. — (Бакалавр. Академический курс). — ISBN 978-5-534-00339-0. — Текст : электронный // ЭБС Юрайт [сайт]. — URL: <https://urait.ru/bcode/433417> (дата обращения: 27.04.2021).

13. Гусева, И.А. Финансовые технологии и финансовый инжиниринг : учебник / Гусева И.А. — Москва : КноРус, 2021. — 312 с. — ISBN 978-5-406-07678-1. — URL:

<https://book.ru/book/938540> (дата обращения: 27.04.2021). — Текст : электронный.

14. Анкета выпуска. [Электронный ресурс] / Финансовое информационное агентство Rusbonds. - Режим доступа: https://www.rusbonds.ru/ank_obl.asp?tool=8313

15. Бумага двойного назначения. [Электронный ресурс] / Информационный источник РБК. - Режим доступа: <https://www.rbc.ru/newspaper/2015/03/02/56bd151d9a7947299f72c2dd>

16. Глухов М.Ю. Структурированные финансовые продукты в системе финансового инжиниринга [Электронный ресурс] / М.Ю. Глухов - Режим доступа: <https://docplayer.ru/36687689-Gluhov-mihail-yurevich-strukturirovannye-finansovye-produkty-v-sisteme-finansovogo-inzhiniringa.html>

17. Глухов М.Ю. Структурированные продукты: что внутри? [Электронный ресурс] / М.Ю. Глухов - Режим доступа: http://www.mirkin.ru/_docs/sprod.pdf

18. Годовой отчет 2012 - Банк ВТБ. [Электронный ресурс] / Банк ВТБ. - Режим доступа: www.vtb.ru: www.vtb.ru > Files > godovoi-otchet > annual_2012_rus

19. Годовой отчет 2013 - Банк ВТБ. [Электронный ресурс] / Банк ВТБ. - Режим доступа: www.vtb.ru: www.vtb.ru > media > Files > vtb_2013_annual_report

20. Динамика максимальной процентной ставки (по вкладам в российских рублях) десяти кредитных организаций, привлекающих наибольший объем депозитов физических лиц. [Электронный ресурс]. - Центральный банк РФ - Режим доступа: <https://www.cbr.ru/statistics/avgprocstav/> (дата обращения 07 апреля 2021)

21. Динамика официального курса заданной валюты. [Электронный ресурс]. - Центральный банк РФ - Режим доступа: https://www.cbr.ru/currency_base/dynamics/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.mode=1&UniDbQuery.date_req1=&UniDbQuery.date_req2=&UniDbQuery.VAL_NM_RQ=R01235&UniDbQuery.From=01.01.2019&UniDbQuery.To=01.03.2021

22. Инвестиционные и структурные облигации — новые возможности для инвесторов и эмитентов в России [Электронный ресурс] / Cbonds Review - 2018 - Режим доступа: <http://review.cbonds.info/article/magazines/4915/>

23. Инвестиционные облигации. [Электронный ресурс]. - ВТБ Брокер - Режим доступа: <https://broker.vtb.ru/school/for->

beginners/rynok-tsennykh-bumag/detail-investitsionnye-obligatsii/#how-to-0

24. Инвестиционные облигации Банка ВТБ. [Электронный ресурс] / Банк ВТБ. – Режим доступа: <https://www.vtb.ru/-/media/Files/personal/investicii/iovtb1.pdf>

25. Инвестиционные облигации Сбербанка. [Электронный ресурс] / Сбербанк. – Режим доступа: <https://www.sberbank.ru/ru/person/investments/ios>

26. Индекс Мосбиржи корпоративных облигаций RUCBITR. [Электронный ресурс] / Московская Биржа. – Режим доступа: <https://www.moex.com/ru/index/RUCBITR/archive/#/from=2018-07-01&till=2021-03-01&sort=TRADEDATE&order=desc>

27. Индексы облигаций. [Электронный ресурс] / Московская Биржа. – Режим доступа: <https://www.moex.com/ru/index/RGBITR/about/>

28. Информационное письмо от 15 декабря 2020 г. N ИН-01-59/174 О недопустимости предложения сложных инвестиционных продуктов неквалифицированным инвесторам. Центральный банк Российской Федерации. – КонсультантПлюс. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/search/?q=%D0%98%D0%9D%D0%A4%D0%9E%D0%A0%D0%9C%D0%90%D0%A6%D0%98%D0%9E%D0%9D%D0%9D%D0%9E%D0%95+%D0%9F%D0%98%D0%A1%D0%AC%D0%9C%D0%9E+%D0%BE%D1%82+15+%D0%B4%D0%B5%D0%BA%D0%B0%D0%B1%D1%80%D1%8F+2020+%D0%B3.+N+%D0%98%D0%9D-01-59%2F174>

29. Ключевая ставка Банка России. [Электронный ресурс]. – Центральный банк РФ – Режим доступа: https://www.cbr.ru/hd_base/KeyRate/

30. Конференция «Структурные продукты» [Электронный ресурс]. – Национальная ассоциация участников фондового рынка – Режим доступа: <https://www.naufor.ru/tree.asp?n=17322> (дата обращения 07 апреля 2021)

31. Малиновский, М. Обзор состоявшихся выпусков корпоративных и структурных облигаций. Инструменты структурных облигаций и методики работы инструмента. [Электронный ресурс] – Малиновский, М. / Московская биржа – Режим доступа: <http://www.moex.com>

32. НАУФОР направила в ЦБ РФ предложения к критериям структурных облигаций для

неквалифицированных инвесторов. [Электронный ресурс] / НАУФОР - Режим доступа: <http://www.naufor.ru/tree.asp?n=16449>

33. Нотная азбука. [Электронный ресурс] / Издательский дом Коммерсантъ. - Режим доступа: <https://www.kommersant.ru/doc/860065>

34. О чем говорят тренды. Макроэкономика и рынки. Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования. Январь 2021. [Электронный ресурс]. - Центральный банк РФ - Режим доступа: http://www.cbr.ru/collection/collection/file/31939/bulletin_21-01.pdf (дата обращения 07 апреля 2021)

35. Обзор денежного рынка. [Электронный ресурс]. - Информационно аналитический материал Центрального банка Российской Федерации - Режим доступа: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/8870/MMR_15Q1.pdf

36. Обзор ключевых показателей профессиональных участников рынка ценных бумаг. [Электронный ресурс]. - Центральный банк РФ. - 2020- Режим доступа: https://www.cbr.ru/analytics/rcb/review_rcb/

37. Обзорный доклад. Структурные облигации в России: новый инструмент на российском финансовом рынке. [Электронный ресурс]. - Национальная финансовая ассоциация - Режим доступа: https://new.nfa.ru/upload/iblock/8cc/Strukturnye_obligatsii_v_Rossii_novyy_instrument_na_rossiyskom_finansovom_rynke.pdf (дата обращения 03 апреля 2021)

38. Объем рынка внутренних корпоративных облигаций России, RUB. [Электронный ресурс] / Финансовое информационное агентство Cbonds. - Режим доступа: <https://cbonds.ru/indexes/58/>

39. Онлайн-конференция "Структурные продукты" [Электронный ресурс] / НАУФОР, Московская биржа - Режим доступа: <https://www.moex.com/e16968/> (дата обращения 07 апреля 2021)

40. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019-2021 годов. [Электронный ресурс]. - Центральный банк РФ - Режим доступа: http://www.cbr.ru/content/document/file/71220/main_directions.pdf (дата обращения 07 апреля 2021)

41. Отчет СЕВ. Структурированные облигации.

[Электронный ресурс]. - Группа SEB - Режим доступа: https://www.seb.ee/files/mifid/SEB_mifid_7_ENG.pdf

42. Поиск облигаций [Электронный ресурс] / Финансовое информационное агентство Cbonds. - Режим доступа: https://premium.cbonds.ru/bonds/?emitent_country_id=0-2&status_id=5-1z141z4&structured_note=1&securitisation_ne=1&mortgage_bonds_ne=1&green_bonds_ne=1&euro_commercial_paper_ne=1&order=document&dir=asc (дата обращения 07 апреля 2021)

43. Профучастники просят смягчения. ЦБ предложено допустить всех инвесторов до простых структурных продуктов. категории [Электронный ресурс] / Газета "Коммерсантъ" №12 от 26.01.2021, стр. 8 - Режим доступа: <https://www.kommersant.ru/doc/4662027> (дата обращения 07 апреля 2021)

44. Публичное акционерное общество Московская Биржа ММВБ-РТС, обыкновенная акция (МОЕХ). [Электронный ресурс]. - Московская Биржа - Режим доступа: <https://www.moex.com/en/issue.aspx?board=TQBR&code=MOEX>

45. Регулирование рынка структурных продуктов 2019. [Электронный ресурс]. - Национальная ассоциация участников фондового рынка - Режим доступа: [www.naufor.ru: http://www.naufor.ru/tree.asp?n=17665&hk=20190913](http://www.naufor.ru/tree.asp?n=17665&hk=20190913)

46. Риск — структурное дело. [Электронный ресурс]. - Издательский дом Коммерсантъ. - Режим доступа: <https://www.kommersant.ru/doc/4244293> (дата обращения 07 апреля 2021)

47. Статистика по клиентам. [Электронный ресурс] / Московская Биржа. - Режим доступа: <https://www.moex.com/s719>

48. Структурные облигации / [Электронный ресурс]. - Московская биржа - Режим доступа: <https://www.moex.com/s3195> (дата обращения 07 апреля 2021)

49. Структурные облигации. Критерии для розницы. [Электронный ресурс] / Рейтинговое агентство Эксперт РА - 2019. - Режим доступа: https://raexpert.ru/researches/ua/structural_bonds_2019/

50. Структурные облигации. Критерии для розницы. [Электронный ресурс] / Cbonds Review - 2019 - Режим доступа: <http://review.cbonds.info/article/magazines/5089/>

51. Структурные облигации: новый институт в российском праве. [Электронный ресурс] / Cbonds Review - 2018 - Режим доступа: <http://review.cbonds.info/article/magazines/4913/>

52. Структурные облигации: российский и европейский опыт [Электронный ресурс] / Cbonds Review - 2018 - Режим доступа: <http://review.cbonds.info/article/magazines/4909/>

53. Структурные облигации: специальное регулирование позволит их выпускать по российскому праву. [Электронный ресурс] / «ЭЖ-Юрист» №04 (1055) 2019 - Режим доступа: <https://www.eg-online.ru/article/393033/>

54. Тройка Диалог закрыла книгу заявок на дебютный выпуск индексных облигаций объемом 500 млн рублей. [Электронный ресурс] / Финансовое информационное агентство Cbonds. - Режим доступа: <https://cbonds.ru/news/435778>

55. Управление процентным риском — залог успешного бизнеса в условиях современной денежнокредитной политики. [Электронный ресурс]. - Cbonds Review. - Режим доступа: <http://review.cbonds.info/article/magazines/4631/>

56. Фьючерс на нефть Brent. [Электронный ресурс] / Финансовое информационное агентство «Investing.com». - Режим доступа: <https://ru.investing.com/commodities/brent-oil>

57. ЦБ заступился за инвесторов и ограничил им доступ к ряду сложных финансовых инструментов. [Электронный ресурс]. - Издательский дом Коммерсантъ. - Режим доступа: <https://www.kommersant.ru/doc/4682906>

58. ЦБ определился с итоговой версией ограничений для начинающих инвесторов. [Электронный ресурс] / Информационное агентство Forbes. - Режим доступа: <https://www.forbes.ru/newsroom/finansy-i-investicii/402779-cb-opredelilsya-s-itogovoy-versiey-ogranicheniy-dlya>

59. Частных инвесторов разделят на две категории [Электронный ресурс] / Информационное агентство Ведомости - Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2020/07/17/834780-investitsii-riska> (дата обращения 03 апреля 2021)

60. Commission Delegated Regulation (EU) 2017/653 of 8 March 2017 supplementing Regulation (EU) No 1286/2014 of the European Parliament and of the Council on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs). [Электронный ресурс]. - EUR-Lex - Режим доступа: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?>

uri=CELEX:32017R0653&from=EN

61. Consumer testing services - Retail investors' preferred option regarding performance scenarios and past performance information within the Key Information Document under the PRIIPs framework [Электронный ресурс]. - EUROPEAN COMMISSION - Режим доступа: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200227-consumer-testing-services-summary_en.pdf (дата обращения 07 апреля 2021)

62. Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU [Электронный ресурс]. - EUR-Lex - Режим доступа: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0065&from=EN#d1e4775-349-1>

63. Instrução nº 569, de 14 de outubro de 2015. [Электронный ресурс]. - Ministério da Fazenda/COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - Режим доступа: https://www.in.gov.br/materia/-/asset_publisher/Kujrw0TZC2Mb/content/id/33273178/do1-2015-10-15-instrucao-n-569-de-14-de-outubro-de-2015-33273174

64. Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012. [Электронный ресурс]. - Eur-lex.europa.eu - Режим доступа: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0600&from=EN>

65. Regulation (EU) No 1286/2014 of the European Parliament and of the Council of 26 November 2014 on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs). [Электронный ресурс]. - Eur-lex.europa.eu - Режим доступа: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R1286&from=EN>

66. Regulation of Retail Structured Products (Final Report) FR14/13 December 2013. [Электронный ресурс] - International Organization of Securities Commissions - Режим доступа: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD434.pdf>

67. A short history of structured products [Электронный ресурс] - Информационно-справочный ресурс structuredretailproducts.com - Режим доступа: <https://www.structuredretailproducts.com/srp-academy/structured-products-history> (дата обращения 20 апреля 2021)

68. Craig McCann, P. C. PhD, CFA and Dengpan Luo. Structured Products NASD Provides Guidance Concerning the Sale of Structured Products. [Электронный ресурс] / Craig McCann, P. C - Securities Litigation and Consulting Group - Режим доступа: <https://www.slcg.com/securities-structured-products.php?c=structured-products-news-commentary>

69. Dictionary. [Электронный ресурс] - Информационный ресурс Investopedia - Режим доступа: <https://www.investopedia.com/financial-term-dictionary-4769738>

70. Equity-Linked Notes. [Электронный ресурс] - Quantitative Research, Equity Derivatives. Lehman Brothers. - Режим доступа: <https://www2.ulb.ac.be/cours/solvay/farber/VUB/10%20Lehman%20Brother%20Equity-Linked%20Notes.pdf>

71. Equity-linked notes. [Электронный ресурс] - livejournal.com - Режим доступа: <https://tridevyataya.livejournal.com/86446.html>

72. Floating Rate Notes. [Электронный ресурс] - RBC Capital Markets - Режим доступа: <https://www.rbccm.com/assets/rbccm/docs/expertise/fixed-income/us/rbc-floating-rate-notes-fact-sheet.pdf>

73. Good Practices in Relation to Investment Managers' Due Diligence When Investing in Structured Finance Instruments. [Электронный ресурс] - Final Report of Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions - July 2009 - Режим доступа: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD300.pdf>

74. Guide to investing in structured products. [Электронный ресурс] - Securities and Exchange Commission - Режим доступа: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/36995/000121465907002234/c101872fwp.htm>

75. Investor Bulletin: Structured Notes. [Электронный ресурс] - Securities and Exchange Commission - Режим доступа:

https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_structurednotes.html (дата обращения 07 апреля 2021)

76. Inside Investment Certificates: Structure and Application in the Developing Italian Market. [Электронный ресурс] - LUISS Guido Carli. Department of Economics and Finance. Chair of Theory of Finance - Режим доступа: http://tesi.luiss.it/24314/1/690611_FIASCHINI_JACOPO.pdf

77. Market Linked Notes with Upside Participation with

Averaging and Minimum Return at Maturity. [Электронный ресурс] – Securities and Exchange Commission – Режим доступа:

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/72971/000119312515247660/d46142dfwp.htm> (дата обращения 07 апреля 2021)

78. Mexico plans bonds pegged to oil price. [Электронный ресурс]. – New York Times. - March 15, 1977. – Режим доступа: <https://www.nytimes.com/1977/03/15/archives/mexico-plans-bonds-pegged-to-oil-price-a-90-million-experimental.html>

79. Russian Depository Index (RDX). [Электронный ресурс]. – Cbonds. – Режим доступа: <https://cbonds.ru/indexes/3891/#:~:text=%D0%9E%D0%BF%D0%B8%D1%81%D0%B0%D0%BD%D0%B8%D0%B5%20%D0%B8%D0%BD%D0%B4%D0%B5%D0%BA%D1%81%D0%B0,%D1%84%D0%BE%D0%BD%D0%B4%D0%BE%D0%B2%D0%BE%D0%B9%20%D0%B1%D0%B8%D1%80%D0%B6%D0%B5%20%D1%80%D1%8B%D0%BD%D0%BE%D0%BA%20IOB>

80. Structured notes: Investment tools with a purpose. [Электронный ресурс] – RBC Wealth Management – Режим доступа:

<https://ca.rbcwealthmanagement.com/documents/300021/300037/Structured+Notes.pdf/e2b40c6d-3a0a-41f6-bc3b-1fc4b19534b9>

81. Structured Notes with Principal Protection: Note the Terms of Your Investment. [Электронный ресурс] – Securities and Exchange Commission – Режим доступа: <https://www.sec.gov/investor/alerts/structurednotes.htm> (дата обращения 07 апреля 2021)

82. Structured Products In the Aftermath of Lehman Brothers. [Электронный ресурс] – Securities Litigation and Consulting Group – Режим доступа:

<https://www.slcg.com/pdf/workingpapers/Structured%20Products%20in%20the%20Aftermath%20of%20Lehman%20Brothers.pdf>

83. Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangements. [Электронный ресурс] – European Securities and Markets Authority – Режим доступа:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-332_esma_opinion_u_structured_retail_products_-_good_practices_for_product_governance_arrangements.pdf

84. Terms and Conditions: Russian version [Электронный ресурс]. – Европейский Банк Реконструкции и Развития – Режим доступа: www.ebrd.com. - www.ebrd.com > downloads >

capital > termsr.

85. Types of structured products. [Электронный ресурс]. – Информационно-справочный ресурс Structuredretailproducts.com – Режим доступа: <https://www.structuredretailproducts.com/srp-academy/introduction-to-structured-products>

86. Understanding the overlaps of PRIIPs and MiFID II. [Электронный ресурс]. -- Информационно-справочный ресурс Alveo. – Режим доступа: <https://www.alveotech.com/understanding-the-overlaps-of-priips-and-mifid-ii>

87. What are certificates actually for? [Электронный ресурс]. – Немецкая ассоциация деривативов. Deutscher Derivate Verband – Режим доступа: <https://www.derivateverband.de/DE/MediaLibrary/Document/13%2007%2016%20Facts%20and%20Figures%20%201.%20What%20are%20certificates%20actually%20for.pdf>

88. Yunwoo Park. The Status of Structured Note Markets in Korea and the Direction of Oversight [Электронный ресурс] – Yunwoo Park, Senior Research / Fellow Korea capital market institute – Режим доступа: <http://www3.kcmi.re.kr> > common > downloadw

ПРИЛОЖЕНИЕ А
(информационное)

**ПОГАШЕННЫЕ ВЫПУСКИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ОБЛИГАЦИЙ
ВТБ**

Таблица 6 – погашенные выпуски Инвестиционных облигаций ВТБ

Выпуск	Период обращения	Условие В Дату оценки Базовый актив (БА)	Формула определения дополнительного дохода (ДД)	Доп. Доход, рубле й	Доходность, % годовых
<i>Базовый актив - Ключевая ставка Центрального банка Российской Федерации (CBR Key Rate)</i>					
ВТБ Б-1-39	17.09.2019-15.09.2020	Ключевая ставка Центрального Банка Российской Федерации, публикуемая на сайте www.cbr.ru , находится в диапазоне: Для первого периода дополнительного дохода - от 6,70% до 7,60% включительно; · Для второго периода дополнительного дохода - от 6,45% до 7,60% включительно;	$ДД = Nom * R * K * 182/365 / 100\%$, где Nom – непогашенная часть номинальной стоимости одной Биржевой облигации; R – 10% годовых. K – коэффициент, который принимает значение, равное 1	0	0

<i>Базовый актив - Курс доллара США к рублю РФ, устанавливаемый Банком России</i>					
ВТБ Б-1-7	10.08.2018-09.11.2018	Дополнительный доход выплачивается в том случае, если каждый день в течение периода дополнительного дохода Обменный курс доллара США к рублю находился в рамках заданного Условиеми выпуска интервала (Нижний уровень (курс, уменьшенный на 3 рубля), Верхний уровень (курс, увеличенный на 3 рубля). Нижний уровень: 63.2856 руб. Верхний уровень: 69.2856 руб.	$ДД = N * R * K * (91 / 365) * 100\%$, где N - номинальная стоимость; R - процентная ставка дополнительного дохода K - коэффициент, который принимает значение, равное 1	0	0

Продолжение таблицы 6

Выпуск	Период обращения	Условие В Дату оценки Базовый актив (БА)	Формула определения дополнительного дохода (ДД)	Доп. Доход, рубле й	Доходнос ть, % годовых
<i>Базовый актив - Курс доллара США к рублю РФ, устанавливаемый Банком России</i>					
ВТБ Б-1-5	18.05.2018-17.05.2019	Дополнительный доход выплачивается за дни в течение каждого периода дополнительного дохода, в которые Обменный курс рубля к доллару США находился в рамках заданного Условиеми выпуска интервала	$ДД = AC1 * Nom * n(j) / (364 * 100\%) + AC2j * Nom * N(j) / (364 * 100\%)$, где j - порядковый номер периода дополнительного дохода, (j=1,2..., 4); Nom - номинальная стоимость; AC1 -	1) 22.8 2)-3)- 4) 6.04	2,884

		(Нижний уровень (курс, уменьшенный на 5 рублей), Верхний уровень (курс, увеличенный на 2 рубля). Нижний уровень: 57.5417 руб. Верхний уровень: 64.5417 руб.	процентная ставка дополнительного дохода, в процентах годовых, равная 0 (Нулю) процентов годовых; $AC2j$ – процентная ставка дополнительного дохода, определенная решением уполномоченного органа управления Эмитента; $n(j)$ – количество Торговых дней, в которые не соблюдаются Условия выплат $N(j)$ – количество Торговых дней, в которые соблюдаются Условия выплат		
--	--	--	---	--	--

Продолжение таблицы 6

Выпуск	Период обращения	Условие В Дату оценки Базовый актив (БА)	Формула определения дополнительного дохода (ДД)	Доп. Доход, рубл ей	Доходность, % годовых
<i>Базовый актив - Курс доллара США к рублю РФ, устанавливаемый Банком России</i>					

ВТБ Б-1-6	29.06.2018-28.06.2019	Дополнительный доход выплачивается за дни в течение каждого периода дополнительного дохода, в которые Обменный курс рубля к доллару США находился в рамках заданного Условиями выпуска интервала (Нижний уровень (курс, уменьшенный на 3 рублей), Верхний уровень (курс, увеличенный на 3 рубля).	$ДД = AC1 * Nom * n(j) / (364 * 100\%) + AC2j * Nom * N(j) / (364 * 100\%),$ <p>где j - порядковый номер периода дополнительного дохода, ($j=1,2,\dots, 4$); Nom - номинальная стоимость; $AC1$ - процентная ставка дополнительного дохода, в процентах годовых, равная 0 (Нулю) процентов годовых; $AC2j$ - процентная ставка дополнительного дохода, определенная решением уполномоченного органа управления Эмитента; $n(j)$ - количество Торговых дней, в которые не соблюдаются Условия выплат $N(j)$ - количество Торговых дней, в которые соблюдаются Условия выплат</p>	1)13.13 2)12.86 3)15.8 4)24.38	6,64
-----------	-----------------------	---	---	---	------

Выпуск к	Период обращения	Условие В Дату оценки Базовый актив (БА)	Формула определения дополнительного дохода (ДД)	Доп. Доход, рубле й	Доходнос ть, % годовых
<i>Базовый актив - Обменный курс, выраженный как количество долларов США за один евро, определяемый как кросс-курс на основе установленного и опубликованного Банком России курса доллара США к рублю и курса евро к рублю, действующих по состоянию на Торговый день</i>					
ВТБ Б- 1-35	13.08.201 9- 11.08.202 0	Доход выплачивается за дни, в которых базовый актив находился в установленном диапазоне. Обменный курс евро к доллару США принимает значение больше или равное Нижнему уровню и ниже или равное Верхнему уровню. Верхний уровень: верхнее значение Обменного курса евро к доллару США, равное Обменному курсу евро к доллару США по состоянию на второй Торговый день (или каждый рабочий день, следующий за вторым Торговым днем, но не позднее дня, предшествующего дате начала размещения Биржевых облигаций) после даты окончания срока для направления оферт от потенциальных приобретателей Биржевых облигаций с Предварительные	$ДД = 10\% * Nom * N(j) / (365 * 100\%),$ где j - порядковый номер периода дополнительного дохода, (j=1, 2); Nom - номинал облигации; N(j) - количество Торговых дней в течение j-го периода дополнительного дохода	1) 20.27 2) 20.27	4,065

		договоры, увеличенному на величину Спрэда (по итогам сбора оферт от потенциальных приобретателей Биржевых облигаций с предложением заключить Предварительные договоры); Нижний уровень: уменьшается на 0,01 доллара США			
--	--	--	--	--	--

Продолжение таблицы 6

Выпуск	Период обращения	Условие В Дату оценки Базовый актив (БА)	Формула определения дополнительного дохода (ДД)	Доп. Доход, рубле й	Доходнос ть, % годовых
<i>Базовый актив - Цена золота - GOLD-A.M. FIX Цена нефти Сорт Брент</i>					
ВТБ Б-1-45	22.10.2019-20.10.2020	Доход выплачивается за дни, в которых базовый актив находился в установленном диапазоне. Цена золота принимает значение больше или равное Нижнему уровню золота и ниже или равное 2) Цена нефти принимает значение больше или равное Нижнему уровню нефти и ниже или равное Верхнему уровню нефти. Верхний уровень золота - Цена золота по состоянию на дату размещения Биржевых облигаций, увеличенной на 135	$ДД = Nom * R/100\% * 182/365 * N(j)/B(j) * USDRUB(j)/USDRU B(0)$ <p>R - величина Фиксированной ставки, в процентах. j - порядковый номер периода дополнительного дохода, (j=1, 2); N - количество Торговых дней дополнительного дохода, в которые соблюдаются условия.</p>	1) 37.92 2) 0	3,8

		долларов США; Нижний уровень золота - Цена золота, уменьшенная на 135 долларов США; Верхний уровень нефти - Цена нефти по состоянию на дату размещения Биржевых облигаций, увеличенное на 9 долларов США; Нижний уровень нефти - Цена нефти по состоянию на дату размещения Биржевых облигаций, уменьшенное на 9 долларов США	В - общее количество Торговых дней ДД; USDRUB(0) - установленный и опубликованный Банком России курс доллара США к рублю; USDRUB - установленный и опубликованный Банком России курс доллара США к рублю.		
--	--	---	---	--	--

Источник: составлено автором по данным Cbonds [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://cbonds.ru/bonds> (Дата обращения 01.03.2021)

ПРИЛОЖЕНИЕ Б (информационное)

ПОГАШЕННЫЕ ВЫПУСКИ ИОС С БАЗОВЫМ АКТИВОМ КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА ЦБ РФ

Таблица 7- погашенные выпуски ИОС с базовым активом Ключевая ставка ЦБ РФ

Выпуск	Период обращения	Условие В Дату оценки Базовый актив (БА)	Формула определения дополнительного дохода (ДД)	Доп. Доход, рубле й	Доходнос ть, % годовых
СберБ Б56R	22.02.2019 - 25.04.2019	не превышает Предельный уровень значения БА (8,125%)	$ДД(\%) = P * 100\%$ P - Параметр, равный 2,22%	22,2	13,07
СберБ Б40R	21.12.2018 - 24.05.2019	не превышает Предельный уровень значения БА (7,85%)	$ДД(\%) = P \times 182/365 * 100\%$ P - Параметр, равный 11,77%;	58,69	11,77
СберБ Б68R	02.04.2019 - 24.06.2019	не превышает Предельный уровень значения БА (7,85%)	$ДД(\%) = P * 100\%$ P - Параметр, равный 2,25%	22,5	9,9

	9				
СберИ ОС103	25.06.2019 - 25.11.2019	больше Предельного уровня значения БА (7,1%)	ДД(%)=Р Р - Параметр, равный 3,50%;	0	0,8 размещен ие ниже номинала
СберИ ОС43	25.01.2019 - 27.12.2019	не превышает Предельный уровень значения БА (8,15%)	ДД(%)=Р*100%, Р - Параметр, равный 10,00%	100	10,86
СберИ ОС69	14.05.2019 - 14.04.2020	не превышает Предельный уровень значения БА (8, 350%)	ДД(%)=Р*100% Р - Параметр, равный 4,625%;	1.46, 25 2.46, 25	10, 05
СберИ ОС82	30.04.2019 - 29.04.2020	равно или превышает Предельный уровень значения БА (7,40%)	ДД(%)=Р*100% Р - Параметр, равный 4,625%	0	0,01
СберИ ОС94	26.07.2019- 29.06.2020	больше Предельного уровня значения БА (6,90%)	ДД(%)=Р Р - Параметр, равный 4,625%	0	0,01
СберИ ОС147	04.10.2019- 02.10.2020	больше или равно Значению Нижней границы коридора (6,700 и 6,450 для первой и второй выплаты соответственно) и меньше или равно Значению Верхней границы коридора (7,600 для обоих периодов выплат)	ДД(%) = Р * 100% Р - Параметр, равный 0,05	0	0,01

Источник: составлено автором по данным Cbonds [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://cbonds.ru/bonds> (Дата обращения 01.03.2021)

ПРИЛОЖЕНИЕ В

(информационное)

ПОГАШЕННЫЕ ВЫПУСКИ ИОС С БАЗОВЫМ АКТИВОМ КУРС ДОЛЛАРА США К РУБЛЮ РФ, УСТАНОВЛИВАЕМЫЙ БАНКОМ РОССИИ

Таблица 8 – погашенные выпуски ИОС с базовым активом Курс доллара США к рублю РФ, устанавливаемый Банком России

Выпуск	Период обращения	Верхний уровень значения базового актива (БА)	Нижний уровень значения базового актива (БА),	Формула определения дополнительного дохода (ДД)	Доп. Доход, рубл ей	Доходность, % годовых

		начальное значение, увеличенное на	начальное значение, уменьшенное на			
СберБ Б80R	26.04.2019 - 30.05.2019	1,0000 рубль	1,0000 рубль	$ДД(\%) = P * rd / RД * 100\%$ Р - Параметр, равный 0,84%;	8,15	8,75
СберБ Б65R	07.03.2019 - 03.06.2019	Финальное значение превышает Начальное значение Базового актива		$ДД(\%) = P * MIN [2,40\%; (БАфин - БАнач) / БАнач * 100\%] * 100\%$. Р - Параметр, равный 1; БАфин - Финальное значение Базового актива; БАнач - Начальное значения Базового актива; MIN [А;В] - означает выбор меньшего из значений А и В	0	0,01
СберБ Б96R	13.06.2019 - 08.07.2019	1,5000 рубля	0,5000 рубля	$ДД(\%) = P * rd / RД * 100\%$ Р - Параметр, равный 0,7644%;	0,96	1,40
СберИОС109	12.07.2019 - 12.08.2019	1.5000 рубля	0,5000 рубля	$ДД(\%) = P * rd / RД * 100\%$ Р - Параметр, равный 0,7644%;	3,95	4,65
СберИОС125	16.08.2019 - 16.09.2019	1,0000 рубля	0,5000 рубль	$ДД(\%) = P * rd / RД * 100\%$ Р - Параметр, равный 0.7219%;	6,79	8,00
СберИОС104	27.06.2019 - 27.09.2019	1,5000 рубля	0,5000 рубля	$ДД(\%) = P * rd / RД * 100\%$ Р - Параметр, равный 2.35%;	8,17	4,2 (размещение по цене ниже номинала)
СберИОС141	17.09.2019 - 18.10.2019	1,0000 рубля	0,5000 рубль	$ДД(\%) = P * rd / RД * 100\%$ Р - Параметр, равный 0.7219%;	6,46	7,60

Продолжение таблицы 8

Выпуск	Период обращения	Верхний уровень значения	Нижний уровень значения	Формула определения дополнительного	Доп. Доход,	Доходность, %
--------	------------------	--------------------------	-------------------------	-------------------------------------	-------------	---------------

		базового актива (БА) - начальное значение, увеличенное на	базового актива (БА), начальное значение, уменьшенное на	дохода (ДД)	рублей	годовых
СберИОС155	22.10.2019-22.11.2019	1,0000 рубля	0,4000 рубля	$ДД(\%) = P \cdot rd / RD \cdot 100\%$ P - Параметр, равный 0.7219%;	7,22	8,50
СберИОС168	12.11.2019-13.12.2019	1,0000 рубля	0,4000 рубля	$ДД(\%) = P \cdot rd / RD \cdot 100\%$ P - Параметр, равный 0.7219%;	7,2	8,5
СберИОС149	26.09.2019-27.12.2019	0,9000 рубля	0,3000 рубля	$ДД(\%) = P \cdot rd / RD \cdot 100\%$, P - Параметр, равный 1.5123%;	6,2	5,44
СберИОС169	26.11.2019-27.12.2019	1,0000 рубля	0,2500 рубля	$ДД(\%) = P \cdot rd / RD \cdot 100\%$ P - Параметр, равный 0.7219%;	2,66	3,13
СберИОС184	17.12.2019-17.01.2020	1,0000 рубля	0,2000 рубля	$ДД(\%) = P \cdot rd / RD \cdot 100\%$ P - Параметр, равный 0.6795%;	1,94	2,28
СберИОС190	24.12.2019-24.01.2020	0.9000 рубля	0,2000 рубля	$ДД(\%) = P \cdot rd / RD \cdot 100\%$ P - Параметр, равный 0.6250%;	0,2	0,24
СберИОС195	28.01.2020-28.02.2020	95% от Начального значения		$ДД(\%) = P$ P - Параметр, равный 5,00%	0	2,5 (учитывая купон 2,5% годовых)
СберИОС138	27.09.2019-02.04.2020	95% от Начального значения		$ДД(\%) = P$ P - Параметр, равный 5,00%	0	1,5 (купон 1,5% годовых)
СберИОС154	28.10.2019-28.04.2020		110% от Начального значения	$ДД(\%) = P$ P - Параметр, равный 5,00%;	50	11,5
СберИОС166	02.12.2019-02.06.2020	95% от Начального значения		$ДД(\%) = P$, где P - Параметр, равный 5,00%;	0	3 (купон 3% годовых)
СберИОС88	09.07.2019-16.06.2020	4,0000 рубля	1,0000 рубль	$ДД(\%) = P \cdot rd / RD \cdot 100\%$ P - Параметр, равный 5,5%	8,20	0,87
СберИОС183	30.12.2019-29.06.2020	3.3000 рубля	1.1000 рубля	$ДД(\%) = PP \times 100\%$. PP - Параметр, равный 4,00%	0	0,01
СберИОС185	24.12.2019-24.06.2020	95% от Начального значения		$ДД(\%) = P$ P - Параметр, равный 5,00%;	0	3 (купон 3% годовых)

	0					
СберИОС1 08	22.07.2019- 21.07.2020	3.0000 рубля	1.0000 рубль	ДД(%)=Р*рд/ РД*100%, Р - Параметр, равный 5,00%;	1.40. 23 2.10. 19	5,04

Продолжение таблицы 8

Выпуск	Период обращения	Верхний уровень значения базового актива (БА) - начальное значение, увеличенное на	Нижний уровень значения базового актива (БА), начальное значение, уменьшенное на	Формула определения дополнительного дохода (ДД)	Доп. Доход, рубл ей	Доходность, % годовых
СберИОС1 98	30.01.2020- 30.07.2020	95% от Начального значения		ДД(%) = Р, где Р - Параметр, равный 5,00%;	0	2,5 (купон 2,5% годовых)
СберИОС1 22	26.08.2019- 25.08.2020	3,0000 рубля	1,0000 рубль	ДД(%)=Р*рд/ РД*100% Р - Параметр, равный 5,00%;	1)5.1 6 2)9.4	1,456
СберИОС1 99	27.02.2020- 27.08.2020	95% от Начального значения		ДД(%) = Р * 100%	0	2,5 (купон 2,5% годовых)
СберИОС2 25	27.03.2020- 25.09.2020	95% от Начального значения		ДД(%) = Р*100% , Р - Параметр, равный 3,90%;	0	2,2 (купон 2,2% годовых)
СберИОС1 51	25.10.2019- 23.10.2020	4,0000 рубля	1,0000 рубль	ДД(%)=Р*рд/ РД*100% Р - Параметр, равный 4,50%	23,24	2,33
СберИОС2 47	24.04.2020- 23.10.2020	95% от Начального значения		ДД(%) = Р * 100% Р - Параметр, равный 4,70%;	0	1,00 (купон 1% годовых)
СберИОС1 61	25.11.2019- 24.11.2020	3,0000 рубля	1,0000 рубль	ДД(%)=Р*рд/ РД*100% Р - Параметр, равный 4,60%;	5,04	0.5
СберИОС2 55	29.05.2020- 27.11.2020	95% от Начального значения		ДД(%) = Р * 100% Р - Параметр, равный 4,70%;	0	1 (купон 1% годовых)
СберИОС1 79	26.12.2019- 25.12.2020	3,0000 рубля	1,0000 рубль	ДД(%)=Р*рд/ РД*100% Р - Параметр, равный 4,05%;	12,90	1,29
СберИОС2 68	30.06.2020- 28.12.2020	95% от Начального значения		ДД(%) = Р * 100% Р - Параметр, равный 4,50%;	0	1,00 (купон 1% годовых)
СберИОС2 81	27.07.2020- 0-	95% от Начального		ДД(%) = Р * 100% Р - Параметр,	0	1 (купон 1%

	25.01.2021	о значения		равный 4,00%;		годовых)
СберИОС189	30.01.2020-28.01.2021	2.5000 рубля	1,0000 рубля	ДД(%)=Р*рд/РД*100% Р - Параметр, равный 4,00%;	6,67	0, 67
СберИОС313	27.08.2020-25.02.2021	95% от Начальног о значения		ДД(%) = Р * 100% Р - Параметр, равный 4,00%;	0	1 (купон 1% годовых)

Источник: составлено автором по данным Cbonds [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://cbonds.ru/bonds> (Дата обращения 01.03.2021)

Приложение Г (информационное)

ПОГАШЕННЫЕ ВЫПУСКИ ИОС С БАЗОВЫМ АКТИВОМ КУРС ДОЛЛАРА США К ЕВРО, ОПРЕДЕЛЯЕМЫЙ ЕВРОПЕЙСКИМ ЦЕНТРАЛЬНЫМ БАНКОМ

Таблица 9 - погашенные выпуски ИОС с базовым активом Курс доллара США к евро, определяемый Европейским Центральным Банком

Выпуск	Период обращения	Верхний уровень значения базового актива (БА) - начальное значение, увеличенное на	Нижний уровень значения базового актива (БА), начальное значение, уменьшенное на	Формула определения дополнительного дохода (ДД)	Доп. Доход, рублей	Доходность, % годовых
СберИОС84	28.06.2019 - 04.06.2020	0.0400 доллара США	0.0200 доллара США	$ДД(\%) = Р \times \text{рд} / \text{РД} \div \text{USD} \text{RUB} \text{НАЧ} \times \text{USD} \text{RUB} \text{ФИН} \times 100\%$ Р - Параметр, равный 5,00%; рд - количество Дат оценки, когда Значение Базового актива было менее значения Верхней границы коридора (или равнялось ему) и при этом превышало значение Нижней границы коридора (или равнялось ему); РД - общее количество Рабочих дней Базового актива в соответствующем Периоде наблюдения; USDRUBНАЧ - курс доллара США к	33.93	3,6

				рублю РФ, установленный ЦБ РФ в Дату начала размещения Облигаций; USDRUBФИН - курс доллара США к рублю РФ, установленный ЦБ РФ в Дату окончания соответствующего Периода наблюдения Базового актива		
СберИ ОС136	25.09 .2019 - 24.09 .2020	0.0300 доллара США	0.0200 доллара США	$ДД(\%) = P \times \text{рд}/\text{РД} \div USDRUBНАЧ \times USDRUBФИН \times 100\%$ <p>Р - Параметр, равный 4,50%; рд - количество Дат оценки, когда Значение Базового актива было менее значения Верхней границы коридора и при этом превышало значение Нижней границы коридора; РД - общее количество Рабочих дней Базового актива в соответствующем Периоде наблюдения Базового актива; USDRUBНАЧ - курс доллара США к рублю РФ, установленный ЦБ РФ в Дату начала размещения Облигаций; USDRUBФИН - курс доллара США к рублю РФ, установленный ЦБ РФ в Дату окончания Периода наблюдения Базового актива</p>	1)50. 86 2)22. 18	7,3

Источник: составлено автором по данным Cbonds [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://cbonds.ru/bonds> (Дата обращения 01.03.2021)

ПРИЛОЖЕНИЕ Д

(информационное)

ПОГАШЕННЫЕ ВЫПУСКИ ИОС С БАЗОВЫМ АКТИВОМ НЕФТЬ СОРТА «BRENT»

Таблица 10 - погашенные выпуски ИОС с базовым активом Нефть сорта «Brent»

Выпуск	Период обращения	Условие В Дату оценки Базовый актив (БА)	Формула определения дополнительного дохода (ДД)	Доп. Доход, рублей	Доходность, % годовых
СберИ ОС120	08.08.2019 - 14.08.2020	превышает Начальную цену Базового актива	$ДД(\%) = P \times \text{MIN}[(\text{БАФИН} - \text{БАНАЧ})/\text{БАНАЧ} \times 100\%; 20\%] \times 100\% \times USDRUBНАЧ \times USDRUBФИН$ <p>где: Р - Параметр, равный 0,65; БАФИН - Финальная цена Базового актива; БАНАЧ -</p>	0	0,01

			Начальная цена Базового актива; USDRUBНАЧ - курс доллара США к рублю РФ, установленный Банком России в Дату начала размещения Облигаций для расчётов на следующий день; USDRUBФИН - курс доллара США к рублю РФ, установленный Банком России в Дату определения Финальной цены Базового актива для расчетов на следующий день; MIN [А; Б] - означает выбор меньшего из значений А и Б.		
СберИ ОС209	05.03.2 020- 05.03.2 021	Существует не менее одной Даты оценки в соответствии с Периоде наблюдения Базового активаN, когда Цена Базового актива была менее значения Верхней границы коридора и при этом превышала значение Нижней границы коридора	$ДД(\%) = P \times \text{рд}N / \text{РД}N \div 365 \times tN \div USDRUBНАЧ \times USDRUBN \times 100\%$ <p>рдN - количество Дат оценки, когда Цена Базового актива была менее значения Верхней границы коридора и при этом превышала значение Нижней границы коридора; РДN - общее количество Дат оценки в Периоде наблюдения Базового активаN; tN - количество календарных дней в Периоде наблюдения Базового активаN, USDRUBНАЧ - курс доллара США к рублю РФ, установленный ЦБ РФ в Дату начала размещения Облигаций и используемый для расчётов на следующий день; USDRUBN - курс доллара США к рублю РФ, установленный ЦБ РФ в Дату окончания Периода наблюдения Базового активаN</p>	1) Доп. доход - 1.98 руб. 2) Доп. доход - 9.11 руб.	1,1

Продолжение таблицы 10

Выпуск	Период обращения	Условие В Дату оценки Базовый актив (БА)	Формула определения дополнительного дохода (ДД)	Доп. Доход, рублей	Доходность, % годовых
СберИ ОС205	18.02.2 020- 17.02.2	Существует не менее одной Даты	$ДД(\%) = P \times \text{рд}N / \text{РД}N \div 365 \times tN \div USDRUBНАЧ \times USDRUBN \times 100\%$	1) Доп. доход - 2.77	1,12

	021	оценки в соответствии с Периодом наблюдения Базового актива N, когда Цена Базового актива была менее значения Верхней границы коридора и при этом превышала значение Нижней границы коридора	рдN - количество Дат оценки, когда Цена Базового актива была менее значения Верхней границы коридора и при этом превышала значение Нижней границы коридора; РДN - общее количество Дат оценки в Периоде наблюдения Базового актива N; tN - количество календарных дней в Периоде наблюдения Базового актива N, USDRUBНАЧ - курс доллара США к рублю РФ, установленный ЦБ РФ в Дату начала размещения Облигаций и используемый для расчётов на следующий день; USDRUBN - курс доллара США к рублю РФ, установленный ЦБ РФ в Дату окончания Периода наблюдения Базового актива N	руб. 2) Доп. доход - 8.41 руб.	
--	-----	--	--	-----------------------------------	--

Источник: составлено автором по данным Cbonds [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://cbonds.ru/bonds> (Дата обращения 01.03.2021)

ПРИЛОЖЕНИЕ Е
(информационное)

**ПОГАШЕННЫЕ ВЫПУСКИ ИОС С БАЗОВЫМ АКТИВОМ ИНДЕКС
EURO STOXX 50 INDEX**

Таблица 11 - погашенные выпуски ИОС с базовым активом Индекс EURO STOXX 50 Index

Выпуск	Период обращения	Условие	Формула определения дополнительного дохода (ДД)	Доп. Доход, рублей	Доходность, % годовых
СберИО С111	06.08.2019-05.08.2020	равно или превышает 90% от Начального значения Базового актива	$ДД(\%) = P \times \text{MIN}[10\%; \text{ABS}(\text{БАФИН}/\text{БАНАЧ} - 1) \times 100\%]$ P - Параметр, равный 1; БАНАЧ - Начальное значение Базового актива БАФИН - Финальное значение Базового актива MIN [A; B] - означает выбор меньшего из значений A или B в соответствии с арифметическими правилам; ABS (X) - означает использование значения модуля числа X	0	0,01
СберИО С167	05.12.2019-04.12.2020	равно или превышает 90% от Начального значения Базового актива	$ДД(\%) = P \times \text{MIN}[10\%; \text{ABS}(\text{БАФИН}/\text{БАНАЧ} - 1) \times 100\%]$ P - Параметр, равный 1; БАНАЧ - Начальное значение Базового актива БАФИН - Финальное значение Базового актива MIN [A; B] - означает выбор меньшего из значений A или B в соответствии с арифметическими правилам; ABS (X) - означает использование значения модуля числа X	0	0,01
СберИО С128	06.09.2019-04.09.2020	равно или превышает 90% от Начального значения Базового актива	$ДД(\%) = P \times \text{MIN}[10\%; \text{ABS}(\text{БАФИН}/\text{БАНАЧ} - 1) \times 100\%]$ P - Параметр (как он определен в Программе Биржевых облигаций), равный 1; БАНАЧ - Начальное значение Базового актива БАФИН - Финальное значение Базового актива MIN [A; B] - означает выбор меньшего из значений A или B	46,62	4,66

			в соответствии с арифметическими правилами; ABS (X) - означает использование значения модуля числа X		
--	--	--	--	--	--

Источник: составлено автором по данным Cbonds [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://cbonds.ru/bonds> (Дата обращения 01.03.2021)

ПРИЛОЖЕНИЕ Ж

(информационное)

ПОГАШЕННЫЕ ВЫПУСКИ ИОС С РАЗЛИЧНЫМИ БАЗОВЫМИ АКТИВАМИ

Таблица 12 - погашенные выпуски ИОС с различными базовыми активами

Выпуск	Период обращения	Условие В Дату оценки Базовый актив (БА)	Формула определения дополнительного дохода (ДД)	Доп. Доход (ДД), рублей	Доходность, % годовых
Базовый актив - Фиксинг по паре доллар/рубль (MOEX USD / RUB FX FIXING)					
СберБ БО1Р	16.12.2016-16.06.2017	Отменительное Условие - Значение Базового актива по состоянию на 4-ый Рабочий день, предшествующий дате погашения Биржевых облигаций, увеличился более чем на 10,89% по	$ДД (\%) = P \times \text{MAX} [(A_f - A_i) / A_i; 0],$ где P - Коэффициент Участия, равный 100%; A _i - значение Базового актива на дату начала размещения Биржевых облигаций A _f - значение Базового актива по состоянию на 4-й Рабочий день, предшествующий дате погашения Биржевых облигаций, MAX [A; B] - означает выбор большего из значений A и B	0	0,01

		сравнению со значением Базового актива на Дату начала размещения Биржевых облигаций, т.е. $A_f > A_i \times 110,89\%$.			
--	--	---	--	--	--

Продолжение таблицы 12

Выпуск	Период обращения	Условие В Дату оценки Базовый актив (БА)	Формула определения дополнительного дохода (ДД)	Доп. Доход (ДД), рублей	Доходность, % годовых
Базовый актив - Цена закрытия, в долларах США, 1 (одной) Американской депозитарной расписки на акции ПАО Газпром (ISIN: US3682872078) в секции Международная книга заявок (International Order Book) Лондонской фондовой биржи (London Stock Exchange, LSE)					
СберБ БО2R	28.04.2017- 26.04.2019	составляет не менее Значения Базового актива в Дату начала размещения (БАНАЧ)	$ДД (\%) = 11,30\% + P \times MIN ((BA_{FIN} - BA_{NACH}) / BA_{NACH} * 100\%; 14\%) \times KURS_{FIN} / KURS_{NACH}$ Р - Параметр, равный 1; MIN - функция минимального значения указанных переменных; БАНАЧ - Значение Базового актива в Дату начала размещения Биржевых облигаций; БАФИН - Значение Базового актива в Дату определения значения Базового актива; КУРСНАЧ - значение фиксинга по паре доллар США / российский рубль (MOEX USD / RUB FX FIXING),	201,31	10,09

			рассчитанный Московской Биржей; КУРСФИН - Курс MOEX USD / RUB FX FIXING в 4-й Рабочий день до даты погашения Биржевых облигаций		
1 тройская унция золота					
СберИ ОС66	09.04.2019 - 01.10.2019	равен или превышает 110% от Начальной Цены Базового актива	ДД(%)=P×182/365*100% P - Параметр, равный 8,00%	39,89	12,5
1 обыкновенная акция ПАО Сбербанк					
СберИ ОС170	26.11.2019 - 19.11.2020	Расчётное значение Базового актива в Дату определения Расчётного значения Базового актива превышает Начальную цену Базового актива	ДД(%) = MIN[11.78%; P × (БАРАСЧ – БАНАЧ)/БАНАЧ]. P - Параметр, равный 100%; БАНАЧ - Начальная цена Базового актива БАРАСЧ - Расчетное значение Базового актива MIN[A;B] - означает выбор меньшего из значений A и B	0	0,01

Продолжение таблицы 12

Выпуск	Период обращения	Условие В Дату оценки Базовый актив (БА)	Формула определения дополнительного дохода (ДД)	Доп. Доход (ДД), рублей	Доходность, % годовых
1) TIFFANY & CO US8865471085 Доллар США 2) LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUITTON FR0000121014 Евро 3) COMPAGNIE FINANCIERE RICHEMONT SA CH0210483332 Швейцарский франк					
Сбер ИОС4 9	15.03.2019 -	Цена каждого Базового актива в	ДД(%) = P * (m+1) / USDRUBНАЧ * USDRUBн * 100% а) если до Даты выплаты было не менее одной Даты выплаты, на которую сумма	1) 104.67 2) 123.86	11,9

	12.0 2.20 21	соответствует вующую Дату оценки превышает 90% от Начальной цены соответствует вующего Базового актива	Дополнительного дохода превышала 0, то m является количеством соответствующих Дат выплат, в которые сумма Дополнительного дохода была равна 0 и наступивших после наиболее поздней Даты выплаты, на которую сумма Дополнительного дохода превышала 0; b) если до Даты выплаты не было ни одной Даты выплаты, на которую сумма Дополнительного дохода превышала 0, то m=n-1. P - Параметр (как он определен в Программе Биржевых облигаций), равный 11,00%; USDRUBНАЧ - курс доллара США к рублю РФ, установленный ЦБ РФ на следующий рабочий день после Даты начала размещения Биржевых облигаций; USDRUBn - курс доллара США к рублю РФ, установленный ЦБ РФ на следующий, после Даты оценки, рабочий день;		
1)TIFFANY & CO US8865471085 Доллар США 2) LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUITTON FR0000121014 Евро 3)COMPAGNIE FINANCIERE RICHEMONT SA CH0210483332 Швейцарский франк					
Сбер ИОС4 1	17.0 1.20 19 - 15.1 2.20 20	Цена каждого Базового актива в соответствует вующую Дату оценки превышает 90% от Начальной цены соответствует вующего Базового актива	$ДД(\%) = P * (m+1) / USDRUBНАЧ * USDRUBn * 100\%$ a) если до Даты выплаты было не менее одной Даты выплаты, на которую сумма Дополнительного дохода превышала 0, то m является количеством соответствующих Дат выплат, в которые сумма Дополнительного дохода была равна 0 и наступивших после наиболее поздней Даты выплаты, на которую сумма Дополнительного дохода превышала 0; b) если до Даты выплаты не было ни одной Даты выплаты, на которую сумма Дополнительного дохода превышала 0, то m=n-1. P - Параметр (как он определен в Программе Биржевых облигаций), равный 11,00%; USDRUBНАЧ - курс доллара США к рублю РФ, установленный ЦБ РФ на следующий рабочий день после Даты начала размещения Биржевых облигаций; USDRUBn - курс доллара США к рублю РФ, установленный ЦБ РФ на следующий, после Даты оценки, рабочий день;	1) 104.78 2) 121.4	11,8

Источник: составлено автором по данным Cbonds [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://cbonds.ru/bonds> (Дата обращения 01.03.2021)

ПРИЛОЖЕНИЕ 3

(информационное)

ПОГАШЕННЫЕ ВЫПУСКИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ОБЛИГАЦИЙ ГАЗПРОМБАНКА, БАЗОВЫМ АКТИВОМ КОТОРЫХ ЯВЛЯЕТСЯ ОБЫКНОВЕННАЯ АКЦИЯ

Таблица 13 - погашенные выпуски Инвестиционных облигаций Газпромбанка, базовым активом которых является обыкновенная акция

Выпуск	Период обращения	Базовый актив	Условие В Дату оценки Базовый актив (БА)	Формула определения дополнительного дохода (ДД)	Коэффициент участия / Барьерное значение	Доп. Доход, руб лей	Доходность, % годовых
ГПБ00 2Р-06	18.03. 2019- 16.09. 2019	Обыкновенная акция ПАО «РусГидро»	значение БА в Дату определения значения (БАфин) может быть определено	$ДД \text{ (в \%)} = \min[\max\{(БАфин / БАнач - 1); 0\}; (БАбар / БАнач - 1)] * К * 111\%$ где: max - функция максимального значения указанных переменных; min - функция минимального значения указанных переменных;	0,55/ БАнач *1,3	165, 01	16,5
ГПБ00 2Р-05	11.02. 2019- 11.02. 2020	Обыкновенная акция ПАО «РусГидро»		значения указанных переменных; min - функция минимального значения указанных переменных;	0,60/ БАнач *1,2	41.8 9	8,4
ГПБ00 2Р-04	11.02. 2019- 11.02. 2020	Обыкновенная акция ПАО Газпром		БА на дату размещения Биржевых облигаций, в рублях; БАфин - значение БА на Дату определения значения Базового актива, в рублях; БАбар - Барьерное значение Базового актива, К - коэффициент участия.	0,65/ БАнач *1,3	194. 98	19,5
ГПБ00 2Р-07	18.03. 2019- 17.03. 2020	Обыкновенная акция ПАО Сбербанк		значения Базового актива, в рублях; БАбар - Барьерное значение Базового актива, К - коэффициент участия.	0,60/ БАнач *1,3	0	0
ГПБ00 2Р-01	23.07. 2018- 21.01. 2019	Обыкновенная акция ПАО «Газпром»	значение Базового актива в Дату определения значения Базового актива (БАФИН) может быть определено или составляет более значения	$ДД \text{ (\%)} = \min\{(БАФИН / БАНАЧ - 1); (БАБАР / БАНАЧ - 1)\} * К * 100\%$ где ДД (%) - размер дополнительного дохода, в процентах; MIN - функция минимального значения указанных переменных; БАНАЧ - значение Базового актива в дату	0,65/ БАНАЧ + 20,00 руб	87.0 5	17,5

			Базового актива в Дату начала размещения Биржевых облигаций (БАНАЧ)	начала размещения Биржевых облигаций; БАФИН - значение Базового актива в Дату определения значения Базового актива; БАБАР - Барьерное значение Базового актива; К - коэффициент участия.			
--	--	--	---	--	--	--	--

Источник: составлено автором по данным Cbonds [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://cbonds.ru/bonds> (Дата обращения 01.03.2021)

ПРИЛОЖЕНИЕ И (информационное)

ПОГАШЕННЫЕ ВЫПУСКИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ОБЛИГАЦИЙ ГАЗПРОМБАНКА, БАЗОВЫМ АКТИВОМ КОТОРЫХ НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ОБЫКНОВЕННАЯ АКЦИЯ

Таблица 14 - погашенные выпуски Инвестиционных облигаций Газпромбанка. базовым активом которых не является обыкновенная акция

Выпуск	Период обращения	Условие В Дату оценки Базовый актив (БА)	Формула определения дополнительного дохода (ДД)	Доп. Доход, рубл ей	Доходность, % годовых
Базовый актив - Утренний фиксинг цены на золото					
ГПБ002Р-10	30.09.2019-30.03.2020	Существует как минимум одна дата в Периоде наблюдения, когда значение Базового актива находилось в Диапазоне целевых значений. Диапазон целевых значений - диапазон значений Базового актива, начиная со значения Базового актива на 30.09.2019 (включительно) (далее - Рнач) и до значения, определяемого по	$ДД (в \%) = K * d/D * 100\%$ где: К - параметр, равный 0,065; d - количество Торговых дней в течение Периода наблюдения, в которые значение Базового актива находилось в Диапазоне целевых значений; D - количество всех Торговых дней в течение Периода наблюдения	33,8	6,78

		формуле и равного $1,07 \cdot P_{нач}$ (включительно).			
Базовый актив - Нефть Brent					
ГПБ002Р-09	15.07.2019-14.07.2020	значение БА в Дату определения значения (БАфин) может быть определено	$ДД \text{ (в \%)} = \min[\max\{(\text{БА}_{фин} / \text{БА}_{нач} - 1); 0\}; (\text{БА}_{бар} / \text{БА}_{нач} - 1)] \cdot K \cdot (\text{USDRUB}_{фин} / \text{USDRUB}_{нач}) \cdot 100\%$ <p>где $\text{БА}_{НАЧ}$ - начальное значение БА $\text{БА}_{ФИН}$ - Финальное значение БА; $\text{БА}_{бар}$ - Барьерное значение, равное $\text{БА}_{нач} \cdot 1,20$, в долларах США; $\text{USDRUB}_{нач}$ - курс доллара США к рублю РФ; $\text{USDRUB}_{фин}$ - курс доллара США к рублю РФ, K - коэффициент участия, равный 0,7.</p>	0	0

Продолжение таблицы 14

Выпуск	Период обращения	Условие В Дату оценки Базовый актив (БА)	Формула определения дополнительного дохода (ДД)	Доп. Доход, рубл ей	Доходность, % годовых
Базовый актив - Курс доллара США к рублю Российской Федерации, устанавливаемый Банком России					
ГПБ002Р-11	18.11.2019-18.05.2020	Существует как минимум одна дата в Периоде наблюдения, когда значение Базового актива находилось в Диапазоне целевых значений Диапазон целевых значений - диапазон значений Базового актива с Начального значения Базового актива, уменьшенного на 0,3%, (включительно) до Начального	$ДД \text{ (в \%)} = K \cdot d/D \cdot 100\%$ <p>где: K - параметр, равный 0,0475; d - количество Рабочих дней в течение Периода наблюдения, в которые значение Базового актива находилось в Диапазоне целевых значений; D - количество всех Торговых дней в течение Периода наблюдения.</p>	11.47	2,3

		значения Базового актива, увеличенного на 3,0%, (включительно);			
Базовый актив - Индекс МосБиржи					
ГПБ002Р-03	27.12.2018-26.06.2020	значение Базового актива в Дату определения значения Базового актива (БАфин) может быть определено	ДД (в %) = $\min[\max\{(\text{БАфин} / \text{БАнач} - 1); 0\}; (\text{БАбар} / \text{БАнач} - 1)] * K * 100\%$, где \max - функция максимального значения указанных переменных; \min - функция минимального значения указанных переменных; БАнач - значение Базового актива на дату размещения Биржевых облигаций, в рублях; БАфин - значение Базового актива на Дату определения значения Базового актива, в рублях; БАбар - Барьерное значение Базового актива, равное $\text{БАнач} * 1,2$, в рублях; K - коэффициент участия, равный 1.	193,41	12,9

Продолжение таблицы 14

Выпуск	Период обращения	Условие В Дату оценки Базовый актив (БА)	Формула определения дополнительного дохода (ДД)	Доп. Доход, рубл ей	Доходность, % годовых
Базовый актив - 1) ПАО «Газпром» 2)					обыкновенная акция
ПАО «Магнитогорский металлургический комбинат» 3)					обыкновенная акция
ПАО «Московская Биржа ММВБ-РТС» 4)					обыкновенная акция
ПАО «Аэрофлот - российские авиалинии»					
ГПБ002Р-02	30.10.2018-30.10.2020	значение всех Базовых активов в Дату определения	ДД (в %) = $\{ \text{СУММА} \max \{ K * ((\min(P_i; P_i, \max) - P_i, \text{нач}) / P_i,$	71,22	7,122

	19	<p>значений Базовых активов (P_i) может быть определено и значение всех Базовых активов в Дату определения значений Базовых активов (P_i) составляет более их значений в Дату начала размещения Биржевых облигаций ($P_{i,нач}$)</p>	<p>нач); $0\}/4 \} * 100\%$ $i=1$ где: \max - функция максимального значения указанных переменных; \min - функция минимального значения указанных переменных; $P_{i,нач}$ - значение i-го Базового актива из Корзины Базовых активов на дату размещения облигаций, в рублях; P_i - значение i-го Базового актива из Корзины Базовых активов на Дату определения значения Базового актива, в рублях; $P_{i,max} = P_{i,нач} + 30\%$ - верхняя граница значения i-го Базового актива, входящего в Корзину Базовых активов, в рублях; K - коэффициент участия, равный 60%;</p>		
--	----	---	--	--	--

Источник: составлено автором по данным Cbonds [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://cbonds.ru/bonds> (Дата обращения 01.03.2021)