# Аннотация к докладу «Структурные продукты с полной защитой капитала на российском рынке и их маржинальность для эмитентов»

В исследовании впервые на российском рынке предпринята попытка оценить величину скрытых комиссий эмитентов структурных продуктов. Под скрытой комиссией подразумевается разница между ценой, по которой продукт был продан инвестору, и суммой стоимостей простых активов, из которых состоит продукт, приведенной к моменту выпуска. Исследования, проведенные на рынках структурных продуктов стран Европы, доказывают существование положительной скрытой комиссии, которая уменьшается по мере развития рынка и появления на нем новых игроков, но увеличивается по мере усложнения продукта. На российском рынке подобных исследований ранее не проводилось.

Структурный продукт можно определить как инструмент, состоящий из двух и более простых активов финансового рынка – например, бескупонной облигации и опциона, акции и опциона, корзины облигаций. Этот инструмент позволяет получить доходность выше, чем при простой покупке включенных в него активов по отдельности, и при этом ограничить риск убытков с учетом риск-профиля конкретного инвестора.

В России первые структурные продукты начали торговаться в начале 2000-х годов, но до 2018 года этот рынок никак не регулировался. В российском правовом поле даже не существовало официального определения структурного продукта. Эмитенты выпускали их либо в форме внебиржевых форвардных контрактов, либо в юридической оболочке европейской среднесрочной ноты (EMTN) через иностранное SPV. Первый шаг в сторону организованного рынка структурных продуктов произошел 16 октября 2018 года, когда вступил в силу Федеральный закон от 18 апреля 2018 года N 75-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» в части регулирования структурных облигаций». В соответствии с этим законом, в России появился новый вид ценных бумаг – структурные облигации, или облигации, которые предполагают, что выплата номинальной стоимости и купонного дохода не гарантированы и привязаны к наступлению или ненаступлению определенного события. Если от этого события зависит только доход, а выплата номинала гарантирована эмитентом, то такие облигации называются облигациями со структурным доходом. По данным CBonds, в период с 2019 по 2021 годы ежегодное количество выпусков структурных облигаций в российском праве выросло в 3,8 раза.

В исследовании мы оценили маржинальность облигаций со структурным доходом, выпущенных российскими эмитентами. Поскольку маржинальность рассчитывают как разницу между стоимостью продажи продукта инвестору и суммой стоимостей простых активов, из которых состоит продукт, она также известна как переоценка («overpricing») или скрытая комиссия («hidden costs»).

Объектом исследования являются облигации со структурным доходом, обращающиеся на российском рынке. Предметом исследования - маржинальность таких облигаций для их эмитентов.

Цель исследования – определить величину скрытых комиссий, которые российские эмитенты закладывают в облигации со структурным доходом.

Используя базу данных CBonds, мы сформировали выборку из 174 облигаций со структурным доходом. Этот инструмент относится к классу структурных продуктов с полной защитой капитала и участием. Доходность такого продукта зависит от динамики заранее известного базисного актива: акции, биржевого индекса, товара и т.п. Таким образом продукт имеет всего два возможных исхода: возврат всей инвестированной суммы, если на дату погашения котировки базисного актива упали, либо возврат всей инвестированной суммы и дохода, если на дату погашения котировки базисного актива выросли.

Далее мы оценили скрытую комиссию в каждом продукте. Мы использовали методологию, в соответствии с которой объем инвестированных клиентом средств делится на три части: депозит, обеспечивающий полную защиту капитала, колл-опцион, позволяющий получить неограниченный доход, и скрытую комиссию. Отсюда скрытая комиссия находится как разность между ценой размещения продукта и затратами на его структурирование, которые складываются из вложений в депозит и премии по колл-опциону.

Мы установили, что медианное значение скрытой комиссии эмитента на российском рынке облигаций со структурным доходом составляет 12,12% от привлеченных средств, или 2,63% в пересчете на год. Это выше, чем скрытая комиссия на европейском рынке. Мы можем объяснить это тем, что российский рынок структурных продуктов значительно моложе европейского и является олигополией. Почти все структурные продукты по российскому праву выпущены тремя эмитентами, которые могут устанавливать маржу на высоком уровне вследствие того, что имеют рыночную власть. Исходя из результатов предыдущих исследований, можно ожидать, что величина скрытой комиссии на российском рынке структурных продуктов будет снижаться в случае развития рынка и выхода на него новых игроков, которые будут способствовать более конкурентному ценообразованию.

Научная новизна работы заключается в том, что в ней впервые предпринимается попытка на выборке из 174 облигаций со структурным доходом оценить величину скрытой комиссии, которую российские эмитенты закладывают в такие продукты при их продаже. Исследование проведено с опорой на статьи иностранных авторов, которые оценивали величину скрытой комиссии на европейском рынке структурных продуктов. Работ, посвященных рассмотрению российского рынка структурных продуктов, очень мало. При этом имеющиеся статьи представляют собой либо теоретические исследования, либо case study, когда автор анализирует только несколько конкретных продуктов без формирования крупной выборки. Комплексного исследования по выявлению размера скрытых комиссий, включенных в цены структурных продуктов на российском рынке, ранее не проводилось.

Исследование имеет практическую значимость для регулятора российского финансового рынка, эмитентов, определяющих оптимальную величину скрытой комиссии, инвесторов, которые желают разобраться в принципах ценообразования структурных продуктов с полной защитой капитала, а также всех, кому интересны структурные продукты.

Результаты исследования опубликованы в рецензируемом журнале:

*Ткаченко М. В. Структурные продукты с полной защитой капитала на российском рынке и их маржинальность для эмитентов //Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика. – 2023. – №. 3. – С. 44-67.*