

# СТРУКТУРНЫЕ ОБЛИГАЦИИ: ОПРЕДЕЛЕНИЕ И КЛАССИФИКАЦИЯ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ РЕЙТИНГОВОГО АГЕНТСТВА

**ЦЕЗАРЬ ХОРККЕ**

Старший директор — руководитель  
группы рейтингов проектного  
и структурированного финансирования

+7 (495) 139 04 80, доб. 163

cesar.horqqe@acra-ratings.ru

**ТИМУР ИСКАНДАРОВ**

Директор, группа рейтингов  
проектного и структурированного  
финансирования

+7 (495) 139 04 94

timur.iskandarov@acra-ratings.ru

**СЕРГЕЙ МИШИН**

Разработчик, группа рейтингов  
проектного и структурированного  
финансирования

+7 (495) 139 04 80, доб. 226

sergey.mishin@acra-ratings.ru

Контакты для СМИ

**АЛЕКСЕЙ ЧУРИЛОВ**

Менеджер по внешним  
коммуникациям

+7 (495) 139 04 80, доб. 169

media@acra-ratings.ru

## СТРУКТУРНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

### Что такое структурные облигации?

Правовые основы использования структурных облигаций в России были сформированы в 2018 году с принятием Федерального закона № 75-ФЗ.

Ключевой особенностью структурных облигаций является то, что они дают эмитенту возможность выпускать облигации без защиты капитала. Исполнение обязательств по таким облигациям полностью или частично зависит от наступления так называемого триггерного события, которое может быть связано, например, с реализацией кредитного или рыночного риска. Приведем примеры триггерных событий:

- ~ изменение цен на товары;
- ~ изменение финансово-экономических показателей (обменных курсов, процентных ставок, уровня инфляции, биржевых индексов и т. д.);
- ~ события, связанные с финансовым состоянием отдельной организации или группы компаний (дефолт, изменение кредитного рейтинга и т. д.);
- ~ события, связанные с реализацией суверенного кредитного риска.

В настоящем исследовании проводится анализ сделок, связанных с кредитным риском (поскольку именно этот риск оценивают рейтинговые агентства), а также дается краткая характеристика особенностей рыночного риска.

### Рыночный и кредитный риски

Кредитный риск — это возможность возникновения убытков в результате неспособности заемщика погасить кредит или выполнить иные договорные долговые обязательства, в результате чего возникают убытки у инвесторов или кредиторов, прерываются их денежные потоки и возникают затраты на взыскание задолженности. В рамках транзакций по выпуску структурных облигаций избыточные денежные потоки могут быть использованы как дополнительное покрытие кредитного риска. Кредитор или инвестор могут использовать характерную для таких инструментов повышенную купонную ставку и связанный с ней дополнительный денежный поток как элемент минимизации повышенного кредитного риска.

Рыночный риск — это вероятность того, что инвестор может понести убытки в результате действия факторов, влияющих на общие показатели финансовых рынков, участником которых он является. Рыночный риск, также называемый системным риском, не может быть устранен путем диверсификации, но его можно хеджировать другими способами. К источникам рыночного риска относятся экономические спады, политические события, изменения процентных ставок, инфляционные процессы, динамика курсов валют, стихийные бедствия и террористические акты. Как правило, системный или рыночный риск влияет одновременно на весь рынок.

В случае использования структурных облигаций инвестор может подвергаться воздействию обоих рисков, поскольку для одной и той же эмиссии может быть предусмотрено два и более триггерных события. Например, падение цены той или иной акции ниже 50% от заранее определенной стоимости (рыночный риск) и дефолт какого-либо правительства, например, Бразилии (кредитный риск).

Есть разные подходы к типизации указанного класса инструментов. В данном исследовании ограничимся рассмотрением классификаций, основанных на разграничении рыночного и кредитного рисков.

**Опыт стран Запада**

Опыт использования этих видов активов на Западе разнообразен. Изучив специфику финансовых рынков США и Евросоюза, полный эквивалент структурных облигаций (в понимании российского законодательства) найти не удалось, поэтому рассмотрим некоторые финансовые инструменты без защиты капитала, их особенности и основные источники риска.

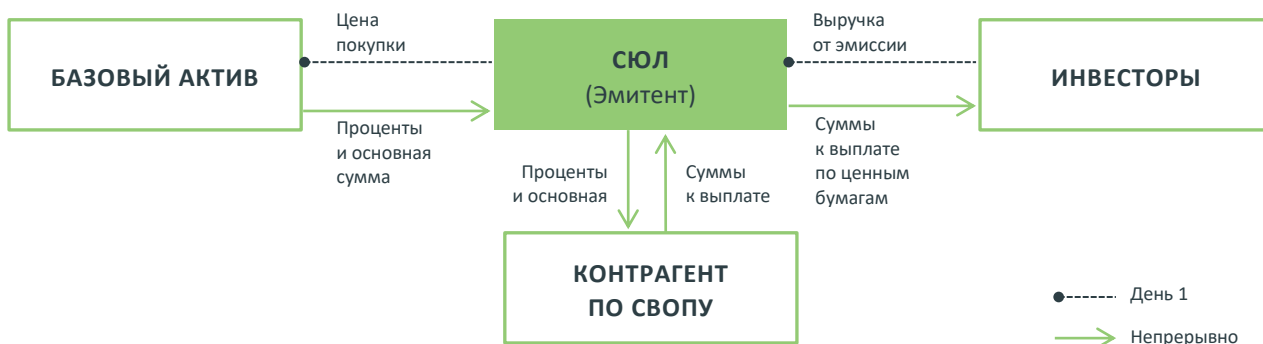
**Кредитные ноты**

Это обязательства, привязанные к кредитоспособности определенной организации. Платежи по двусторонним кредитным нотам обычно зависят от кредитоспособности эмитента (не являющегося специальным юридическим лицом), а также третьего юридического лица. При определении кредитного рейтинга таких обязательств учитывается кредитный риск третьей стороны в дополнение к кредитному риску первичного заемщика. При отсутствии каких-либо механизмов поддержки рейтинг устанавливается на наименьшем уровне из рейтингов этих двух сторон. Например, банк выпускает облигации, по которым обязуется выплачивать проценты и основную сумму только в том случае, если конкретная страна выполняет свои обязательства по суверенному долгу, и у этого финансового инструмента нет внешней поддержки или существенного обеспечения. В этом случае инструменту был бы присвоен наиболее низкий рейтинг из двух, т. е. из рейтингов суверенных облигаций и самого банка.

**Переупакованные облигации**

Термин «переупаковка» применяется к широкому спектру структурных финансовых инструментов, также известных как «структурные ноты» (особенно они распространены в США). В своей простейшей форме переупаковка заключается в эмиссии ценных бумаг специальным юридическим лицом (СЮЛ) с целью покупки или обеспечения кредитной защиты облигаций, кредита или другого финансового актива (базового актива). Переупакованные облигации не имеют траншей.

В некоторых случаях переупаковки эмитент заключает договор хеджирования с финансовым учреждением (контрагентом) для компенсации несоответствий между запланированными денежными потоками, поступающими от его активов, и суммами, которые он должен выплачивать инвесторам. Договор хеджирования, как правило, представляет собой обмен (своп), например, фиксированных процентных платежей на плавающие процентные платежи или денежных потоков в одной валюте на потоки в другой валюте. На рис. 1 показана структура переупаковки, включающая покупку базового актива (денежной структуры) в сочетании с договором хеджирования. В случае простых сделок, в которых отсутствуют свопы, контрагент по свопу исключается.

**Рисунок 1. Структура переупаковки**

Источник: АКРА

### Что такое синтетическая переупаковка?

В сделках, в которых эмитент обеспечивает кредитную защиту, привлеченные от эмиссии средства обычно инвестируются в другие финансовые инструменты, такие как государственные облигации с высоким рейтингом и тем же сроком погашения, что и выпущенные в рамках сделки ценные бумаги. Эти инвестиции служат обеспечением обязательств эмитента как продавца защиты в рамках кредитного дефолтного свопа (КДС) по базовому активу. Ниже приведена структура сделки, включающая КДС (синтетическая структура).

Рисунок 2. Структура сделки с КДС



Источник: АКРА

#### Цели эмиссии в сделках синтетической переупаковки:

- ~ выход на новые рынки;
- ~ удовлетворение потребности в ликвидности;
- ~ хеджирование (в случае синтетических инструментов);
- ~ оптимизация налогов.

#### Потенциальные риски, с которыми могут столкнуться инвесторы:

- ~ риск несоответствия принципу действительной продажи (в денежных операциях);
- ~ риски несоответствия потоков платежей;
- ~ риск несогласованности интересов участников транзакции;
- ~ определение кредитного события;
- ~ риск контрагента по свопу.

Более подробная информация о рейтинговом анализе транзакций переупаковки приведена в [Методологии присвоения кредитных рейтингов переупаковке финансовых требований по долговому инструменту](#). В случае простых сделок переупаковки (при условии правильного структурирования) рейтинг должен отражать кредитный риск базового актива.

### Сделки «до первого дефолта»

Это самый сложный из описанных в этом исследовании тип структурных продуктов, который по ряду признаков может быть отнесен к инструментам структурированного финансирования.

В сделках «до первого дефолта» инвесторы получают или выплачивают премию за продажу или покупку защиты по корзине КДС, действие которой прекращается при наступлении первого кредитного события или по истечении фиксированного срока, обычно составляющего около пяти лет при отсутствии

кредитных событий. Такой тип сделок относится к операциям с левэриджем (финансовым рычагом), поскольку предусмотренная ими защита более чувствительна к изменениям спредов базового пула активов, чем прямая продажа защиты по любому из активов отдельно.

Эти виды сделок могут использоваться инвесторами для извлечения прибыли или хеджирования существующих позиций в условиях узких спредов. Дефолтная корреляция между базовыми активами определяет будущую динамику корзины и ее спред.

#### *Структура*

Если по одному из активов, находящихся в корзине, наступает кредитное событие, то сделка прекращается. В этом случае покупатель защиты получает разницу между номинальной стоимостью инструмента и уровнем возмещения по нему (денежные расчеты) или номинальную стоимость в обмен на кредитный инструмент (как правило, это облигация или заем (физические расчеты)) в том же порядке, который предусмотрен для любого другого КДС, соответствующего требованиям стандартов ISDA. Например, инвестор может продать защиту «до первого дефолта» на 10 млн руб. по пяти активам и получить премию. Сделка прекращается после дефолта по одному из активов, и инвестор выплачивает (возмещение по одному активу)  $\times$  10 млн руб. В этот момент инвестор перестает получать премию и нести какие-либо обязательства в отношении оставшихся четырех активов. Средний срок существования этого вида сделок — от пяти до десяти лет.

#### *Корреляция и спреды*

На момент заключения сделки «до первого дефолта» неясно, по какому активу может наступить дефолт, в результате которого продавец защиты должен будет произвести выплату и понести убытки. Ключевым параметром, помогающим определить стоимость такой сделки, является дефолтная корреляция, которая выражает вероятность одновременного дефолта по активам. Эта корреляция помогает количественно оценить вероятность коллективного дефолта по базовым активам, учитывая вероятность первого дефолта по корзине и, следовательно, размер премии, которая должна быть выплачена. При прочих равных условиях низкий уровень корреляции предполагает более высокую премию. Для наглядности вот два идеализированных сценария: независимость (корреляция = 0%) и абсолютная зависимость (корреляция = 100%).

#### *Независимость*

Если между обязательствами в корзине нет абсолютно никакой взаимосвязи, то продажа защиты «до первого дефолта» аналогична продаже защиты по всем кредитам в отдельности. Событие дефолта по одному активу абсолютно не зависит от события дефолта по любому другому активу в корзине, и вероятность наступления дефолта зависит от вероятности дефолта по каждому из активов в корзине. Следовательно, если целью продавца защиты «до первого дефолта» является хеджирование, то он должен учитывать сумму защиты по каждому отдельному активу в пуле, при этом он будет рассчитывать на получение компенсации в виде суммы спредов по каждому отдельному активу.

#### *Абсолютная зависимость*

Если кредиты полностью взаимосвязаны, то продажа защиты «до первого дефолта» аналогична продаже защиты по активу самого низкого качества. При абсолютной зависимости в случае дефолта по активу самого низкого качества предполагается, что дефолт также наступит по всем активам в корзине.

Следовательно, вероятность дефолта прямо зависит от самого рискованного из активов в корзине, и продавец защиты рассчитывает на получение компенсации в сумме спреда по наиболее рискованному активу в корзине.

#### *Реальность*

Разумеется, независимость и абсолютная зависимость — две теоретические крайности, а реальная корреляция находится где-то посередине. С учетом принятой нами простой и интуитивно понятной структуры рассмотрим возможности инвестора, стремящегося заработать премию, продавая защиту «до первого дефолта». Предполагая, что набор активов торгуется с одним и тем же спредом, инвестор, желающий получить самую высокую премию, должен продать защиту корзины активов с низкой корреляцией, относящихся, например, к различным не связанным между собой отраслям. При формировании такой корзины инвестор получает высокий спред, так как низкая корреляция увеличивает риск дефолта корзины. Напротив, тот же инвестор должен избегать продажи защиты по сильно коррелированной корзине, например, состоящей из активов, относящихся к одному сектору экономики, поскольку в этом случае премия будет ниже.

#### *Распределение спреда*

Помимо фактора корреляции величина защиты до первого дефолта также зависит от распределения спредов по активам в корзине. Как правило, наиболее высокая премия характерна для корзин, содержащих активы, торгующиеся на сопоставимых уровнях.

Рассмотрим пример транзакции, в рамках которой инвестор уже выбрал приемлемую корреляцию и сузил корзину до пяти активов, из которых четыре (каждый на сумму 100 б. п.) имеют одинаковый кредитный рейтинг А, а пятый (на сумму 1 000 б. п.) имеет кредитный рейтинг ССС. В этой корзине рост, выходящий за рамки самого широкого спреда, не является определяющим, поскольку «нестандартный» компонент с рейтингом ССС доминирует над другими. Поскольку сделка, скорее всего, будет прекращена из-за наличия низкокачественного нестандартного компонента, ценность продажи защиты для других кластерных компонентов снижается. В результате сделка будет характеризоваться небольшой премией, а основным источником стоимости будет премия, полученная за счет продажи защиты по нестандартному компоненту. Для максимизации генерируемой премии инвесторам следует выбирать компоненты с кластеризованными спредами.

Сделки «до первого дефолта» позволяют распределять риски, связанные с конкретным активом или сектором экономики, а также осуществлять эффективное кредитное хеджирование. Зачастую они соответствуют всем вышеперечисленным условиям, позволяя инвесторам учитывать корреляцию при определении инвестиционной стратегии. Поскольку транзакции данного типа относятся к операциям с леввериджем, спред корзины чувствителен к движениям базовых спредов ее компонентов. В частности, ликвидность спроса/предложения КДС имеет большое значение для реализации стоимости, если инвестор принимает решение заключить сделку «до первого дефолта». Наконец, различные относительные изменения кредитного качества различных активов оказывают влияние на вероятность первого дефолта.

### Опыт использования структурных облигаций в России

За последние два года был проведен ряд эмиссий структурных облигаций. Основными эмитентами выступали Сбербанк, ВТБ и БКС. Общая сумма частных и публичных размещений превысила 25 млрд руб. В настоящем исследовании учитывались только объемы сделок, которые проводились в соответствии с российским законодательством и документация по которым была общедоступна или предоставлена АКРА соответствующими эмитентами.

**Таблица 1. Эмиссии структурных облигаций за последние два года**

	Название эмиссии	Объем, руб.
1	СФО ВТБ Инвестиционные Продукты, 01	7 179 000
2	СФО РүСол 1, класс «В»	98 474 000
3	СФО ВТБ Инвестиционные Продукты, 02	359 800 000
4	СФО БКС Структурные Ноты, 04	600 000 000
5	СФО БКС Структурные Ноты, 03	600 000 000
6	СФО БКС Структурные Ноты, 01	600 000 000
7	СФО ВТБ Инвестиционные Продукты, 03	761 294 000
8	СФО РүСол 1, класс «Б»	860 139 000
9	СФО СБ Структурные продукты, 01	1 000 000 000
10	СФО Инвестиционные решения, 03	2 590 000 000
11	СФО Инвестиционные решения, 02	3 108 000 000
12	СФО Инвестиционные решения, 04	3 108 000 000
13	СФО РүСол 1, класс «А»	4 467 491 000
14	СФО ВТБ Инвестиционные Продукты, 04	5 000 000 000
15	СФО ВТБ Инвестиционные Продукты, 05	5 000 000 000

Источник: АКРА, данные эмитентов

Четкое разделение эмиссий по секторам экономики отсутствует; эмитенты использовали различные структуры сделок с расчетом на разные категории инвесторов. Здесь присутствует и сделка в сфере возобновляемой энергетики с участием СФО РүСол 1 (присвоен рейтинг АКРА), и сделки «до первого дефолта», организованные БКС.

АКРА имело возможность обсудить характеристики выпущенных структурных облигаций с определенными эмитентами, а также, в случае СФО РүСол 1, использовать публичные рейтинговые материалы для анализа особенностей транзакции.

#### Эмиссии структурных облигаций в портфеле Сбербанк КИБ

Сбербанк является одним из лидеров рынка структурных облигаций. На его счету четыре сделки с разными сроками погашения, ставками купона и профилями базовых активов, большинство из которых были проведены дочерним обществом Сбербанк КИБ. Детали по каждой из четырех сделок даны в приведенной ниже таблице.

Таблица 2. Эмиссии структурных облигаций в портфеле Сбербанк КИБ

Эмитент	Объем, руб.	Базовые активы	Вид сделки	Покупатель/ инвесторы	Ставка купона	Срок погашения	Цели
СФО СБ Структурные продукты, 01	1 000 000 000	Паи фонда недвижимости	Переупаковка	Клиенты Сбербанка	Доходность фонда	5 лет	Ликвидность, выход на вторичный рынок, оптимизация налогообложения
Сбербанк КИБ	1 000 000 000	Обратно конвертируемые ноты по акциям Сбербанка	Обратно конвертируемые акции, по номинальной стоимости, триггер 90%	Сбербанк	12,33%	1 год	Тест (первая эмиссия структурных нот Сбербанк КИБ)
Сбербанк КИБ	408 000 000	Портфель (Petroleos Mexicanos, AT&T, Роснефть)	До первого дефолта (ISDA)	Клиенты Сбербанка	8,25%	5 лет	Доход по пулу активов
Сбербанк КИБ	1 500 000 000	ПАО «Полюс»	Кредитные ноты (CLN) (по правилам ISDA)	Клиенты Сбербанка	6,50%	3,5 года	Риски ПАО «Полюс»

Источник: Сбербанк КИБ

#### *СФО СБ Структурные продукты, 01*

Переупаковка в чистом виде — это передача риска и денежных потоков, но в данном случае облигации также подвержены рискам паев фонда недвижимости, предлагаемых клиентам Сбербанка. Возврат номинальной стоимости инвестиций будет полностью зависеть от доходности фонда. Доступ к этому фонду ограничен, а минимальная сумма инвестиций выше, чем минимальная рыночная стоимость этих структурных облигаций, например, на Московской бирже. Такие сделки дают инвесторам возможность диверсифицировать свои позиции и в то же время приносят дополнительную ликвидность фонду.

В настоящее время рейтинговые агентства не могут оценивать рыночный риск. Поскольку в случае сделки СФО СБ Структурные продукты, 01 эмитентом выступило СЮЛ, это ограничивает кредитный риск сделки. Срок сделки составляет пять лет, а основными покупателями данных бумаг стали клиенты Сбербанка.

#### *Структурные облигации Сбербанк КИБ*

Эмитентом остальных выпусков структурных облигаций в портфеле Сбербанка выступил непосредственно Сбербанк КИБ. Российское законодательство разрешает выпуск таких облигаций не только СЮЛ, но и рейтингуемыми эмитентами.

Сбербанк КИБ осуществил три эмиссии:

- ~ Сделка по выпуску обратно конвертируемых структурных облигаций, связанных с собственными акциями Сбербанка. Эта сделка была проведена в качестве тестовой транзакции с использованием структурных нот (объем сделки был достаточно скромным — 1 млн руб.).



Учитывая характер сделки, единственным инвестором выступил сам Сбербанк, а срок погашения бумаг составил один год (к настоящему моменту эмиссия уже погашена).

- ~ Сделка «до первого дефолта» представляет наибольший интерес для рейтингового агентства среди всех сделок, проведенных Сбербанком. Как было указано выше, такой вид сделки дает инвесторам возможность получить увеличенную доходность за счет принятия на себя рисков как эмитента, так и сторонних организаций. В рамках данной транзакции организатором был отобран ряд надежных референсных компаний: Petroleos Mexicanos (Мексика), AT&T (США) и Роснефть. Срок погашения выпуска структурных облигаций составляет пять лет, т. е. бумаги находятся в обращении. По мнению АКРА, инвестиции в этот вид более сложных финансовых инструментов может быть доступен неквалифицированным инвесторам при условии надлежащего описания всех релевантных рисков и использования кредитного рейтинга с высоким пороговым уровнем для допуска инвесторов в качестве стандартизированной и сопоставимой меры кредитного риска для всего спектра таких продуктов. Условия дефолта и возмещения по сделке были установлены в соответствии с международным стандартом ISDA.
- ~ Четвертой собственной сделкой в портфеле Сбербанка стала транзакция по выпуску кредитных нот (CLN), в рамках которой референсным лицом выступила российская компания ПАО «Полюс». Все основные условия сделки установлены в соответствии со стандартом ISDA. Эта сделка также интересна с точки зрения возможных способов анализа кредитного риска, поскольку инвесторы сталкиваются с двумя его источниками: кредитным качеством эмитента (Сбербанк КИБ) и риском упомянутой референсной компании (ПАО «Полюс»). Помимо анализа кредитоспособности эмитента и референсного лица существенная часть анализа связана с оценкой корреляции и различных сценариев дефолта и возмещения для каждого из контрагентов. Что произойдет, если дефолт ПАО «Полюс» наступит первым? Какова вероятность этого сценария? Ответы на эти и другие вопросы может дать рейтинговое агентство на основе всестороннего рейтингового анализа, результаты которого отражаются в рейтинговом пресс-релизе и отчете в развернутой понятной инвесторам форме.

### **Структурные облигации в портфеле БКС**

Финансовая группа БКС — это независимая финансовая организация, предоставляющая полный спектр услуг институциональным и розничным клиентам. Штат компании превышает 5 000 сотрудников, работающих в более чем 130 офисах и представительствах. Портфель сделок со структурными облигациями БКС включает транзакции, отраженные в приведенной ниже таблице.

Таблица 3. Эмиссии структурных облигаций в портфеле БКС

Эмитент	Объем, руб.	Базовые активы	Вид сделки	Покупатель/ инвесторы	Ставка купона	Срок погашения	Цели
СФО БКС Структурные Ноты, 01	600 000 000	1. GTLK Europe DAC 2. Polyus Finance Plc 3. ALROSA Finance S.A. 4. Evraz plc 5. SIBUR Securities DAC 6. VEON Holdings B.V.	До первого дефолта	Инвесторы	10%	5 лет	Предоставить инвесторам возможность приобрести структурные облигации, выпущенные российской организацией в соответствии с российским законодательством
СФО БКС Структурные Ноты, 03	600 000 000	1. ПАО Сбербанк 2. ПАО ЛУКОЙЛ (ADR) 3. ПАО «ГМК Норильский никель» 4. ПАО «Газпром» 5. Yandex NV (США)	Купонные ноты с автоматическим погашением и переменной ставкой купона (Phoenix Autocallable with Snowball Digital Coupon) с защитой 85% капитала	Инвесторы	16%	3 года	Предоставить инвесторам возможность приобрести структурные облигации, выпущенные российской организацией в соответствии с российским законодательством
СФО БКС Структурные Ноты, 04	600 000 000	1. Amazon.com Inc 2. eBay Inc 3. Uber Technologies Inc 4. Yandex NV	Купонные ноты с автоматическим погашением и переменной ставкой купона	Инвесторы	17,5%	3 года	Предоставить инвесторам возможность приобрести структурные облигации, выпущенные российской организацией в соответствии с российским законодательством

Источник: БКС

Все сделки БКС были реализованы через СЮЛ, которые были созданы специально для эмиссии нот. Одна из основных целей всех указанных сделок — дать инвесторам возможность инвестировать средства в отечественный структурный продукт, выпущенный в соответствии с российским законодательством. По словам представителей БКС, эти инвесторы уже имеют опыт покупки аналогичных продуктов на европейском рынке и знакомы с основными риск-характеристиками этих инструментов.

В сделке «до первого дефолта», проведенной БКС (СФО БКС Структурные Ноты 01), объем эмиссии составил 600 млн руб. с плановым сроком погашения в течение пяти лет с момента выпуска при условии отсутствия дефолтного события, что соответствует стандартным условиям в сделках аналогичного типа. Особенностью данной транзакции является использование корзины активов шести разных компаний в качестве базового актива, что говорит о необходимости более тщательного корреляционного анализа с учетом увеличенного количества факторов по сравнению с базовыми сделками подобного типа.

Чтобы разобраться в сути двух других сделок БКС, необходимо понимать, что купонные ноты с автоматическим погашением (Phoenix Auto-Callable) как класс структурных продуктов в основном подвержены рыночному риску. При этом следует принимать во внимание следующие определения:

- ~ Купонные ноты (Phoenix Notes) предусматривают ежемесячные, квартальные или полугодовые купонные выплаты до тех пор, пока цена базовых активов не упадет ниже установленного порогового значения. Поскольку такие ноты по своей структуре обеспечивают регулярные купонные выплаты, то доходность по ним, как правило, ниже, чем по нотам с автоматическим погашением.
- ~ Ноты с автоматическим погашением (Auto-Callable Notes) отличаются от нот Phoenix тем, что регулярные купонные выплаты по ним не производятся, а накапливаются до момента выполнения условий автоматического погашения. При наступлении таких условий эмитент осуществляет погашение ноты с одновременной выплатой всей накопленной ранее суммы купонных платежей, а также номинальной стоимости нот.

Для нот типа Phoenix Autocall, как правило, устанавливается два пороговых значения стоимости базового актива или барьера (без учета пут-опциона нижнего барьера): один относится к автоматическому погашению, а другой — к купонным выплатам. Например, может случиться так, что купонная выплата производится без автоматического погашения в каждую установленную дату. Как правило, рейтинговые агентства не дают заключений по таким нотам, поскольку они сильно зависят от рыночного риска.

Для двух последних эмиссий, осуществленных БКС в соответствии с российским законодательством, срок погашения составляет три года, а ставки купона равны 16 и 17,5%, благодаря чему они пользуются спросом у инвесторов. При наличии независимой оценки рисков и надлежащего подробного описания процесса анализа, понятного инвесторам, такие сделки могут стать дополнительной возможностью для диверсификации инвестиционного портфеля для широкого круга участников финансовых рынков.

### **Заключение**

Разнообразие инструментов, которые могут быть отнесены к структурным облигациям, весьма велико. Это касается как самых простых, так и относительно сложных по своей структуре инструментов. Рейтинговое агентство АКРА считает, что кредитный рейтинг и сопутствующее ему раскрытие параметров анализа, а именно пресс-релиз и рейтинговый отчет, являются оптимальным способом описать все риски (как прямые, так и косвенные), которые принимают на себя инвесторы. Независимая всесторонняя экспертиза транзакций по выпуску структурных инструментов способна существенно упростить процесс количественной оценки рисков всеми заинтересованными сторонами. Кредитные рейтинги — это стандартизированный способ описания кредитного риска, а также инструмент сопоставительного анализа рисковых характеристик различных финансовых инструментов. В то же время при необходимости кредитные рейтинговые агентства могут также способствовать разработке стандартизированного метода определения рыночного риска для структурных инструментов. Это позволит расширить базу инвесторов, а также спектр разновидностей структурных облигаций, предлагаемых на российском рынке, что обеспечит удовлетворение спроса как уже существующих, так и новых инвесторов на подобные инструменты.

(C) 2021

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)

Москва, Садовническая набережная, д. 75

[www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru)

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом. Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ представленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: [www.acra-ratings.ru/criteria](http://www.acra-ratings.ru/criteria).

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — [www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru). Информация представляется на условии «как есть». Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью. АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.