

УДК 330.1317:519.81:65.016

Петик Л.О.

кандидат економічних наук,  
доцент кафедри міжнародної економіки і теорії фінансів  
Львівської державної фінансової академії

## ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ДЕФІНІЦІЇ «СТРУКТУРОВАННИЙ ФІНАНСОВИЙ ПРОДУКТ»

### THEORETICAL FOUNDATIONS OF DEFINITION “STRUCTURED FINANCIAL PRODUCT”

#### АНОТАЦІЯ

У статті розглянуто підходи різних вчених щодо розуміння і трактування сутності структурованих фінансових продуктів та до визначення поняття «структурований фінансовий продукт». Виявлено неоднозначність у розумінні структурованих фінансових продуктів. Визначено перелік фінансових інструментів та фінансових продуктів, які належать до структурованих.

**Ключові слова:** фінансовий ринок, структурований фінансовий продукт, опціон, своп, інвестиційний портфель.

#### АННОТАЦИЯ

В статье рассматриваются различные подходы ученых к пониманию и трактовке сущности структурированных финансовых продуктов и к определению понятия «структурированный финансовый продукт». Выявляется неоднозначность в понимании структурированных финансовых продуктов. Определяется перечень финансовых инструментов и финансовых продуктов, относящихся к структурированным.

**Ключевые слова:** финансовый рынок, структурированный финансовый продукт, опцион, своп, инвестиционный портфель.

#### ANNOTATION

Different approaches to understanding and interpretation of the essence of structured financial products and the definition of “structured financial product” offered by various scholars are discussed in the article. There comes to light the ambiguity in the meaning of structured financial products. The list of financial instruments and financial products belonging to the structured ones is determined.

**Keywords:** financial market, structured financial product, option, swap, investment portfolio.

**Постановка проблеми.** Поняття «структурований фінансовий продукт» у практичному та теоретичному контексті використовують досить розмито. Для вітчизняного фондового ринку структуроване фінансування – явище достатньо нове. Сьогодні в економічній науці відсутнє загальноприйняте визначення цього поняття, попри досить широке його використання на світових фондових ринках.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Дослідження структурованих фінансових продуктів представлено у працях таких зарубіжних вчених, як: Е. Банкс, Дж. Бредлі, Р. Кноп, Ф. Фабоцці, М. Чудрі та ін. Серед вітчизняних науковців проблематику досліджували: Д.О. Наумов, О.А. Пробоїв, Є.Я. Пенцак, О.Ю. Щекін та ін.

**Постановка завдання.** Метою статті є з'ясування різних підходів науковців до розуміння сутності структурованих фінансових продуктів, а також переліку фінансових інструментів та фінансових продуктів, які різні автори зараховують до складу структурованого фінансового продукту.

**Виклад основного матеріалу.** Незважаючи на присутність структурованих фінансових продуктів (СФП) на фінансових ринках США та Європи, серед провідних західних вчених та регуляторів ринку немає єдиного підходу до визначення сутності, основних рис та функцій структурованих фінансових продуктів.

Можна виокремити три підходи до розкриття сутності структурованих фінансових продуктів.

Прихильники першого підходу (Ф. Фабоцці, Е. Банкс, М. Чудрі) основним фактором детермінації (належності продукту, інструменту до структурованого продукту) вважають сам процес структурування на основі грошових потоків пулів активів, які лежать в їх основі, а структурований продукт є результатом структурування.

Один з провідних західних вчених у галузі цінних паперів Ф. Фабоцці зазначає, що під структурованими продуктами слід розуміти вільне поєднання стандартних або екзотичних опціонів, свопів на акції або пов'язаних з акціями, та боргових зобов'язань в одному пакеті. Поєднання інструментів підбирається відповідно до вимог інвесторів до ризику/дохідності. Тобто ці цінні папери створюють шляхом структурування на основі грошових потоків пулів активів, що лежать в їх основі. До структурованих фінансових продуктів вчений зараховує також комерційні іпотечні цінні папери (CMBS) та інші інструменти, що випускають при приватизації. Варто підкреслити, що всі інструменти, які вчений зараховує до СФП, є цінними паперами, а не набором активів, які належать до інвестиційного портфеля, або окремо взятими інструментами (наприклад, окремо депозит і опціони) [12]. Ф. Фабоцці відображає механізм структурованого фінансування у вигляді трансформації фінансових активів, вартість яких залежить від одного перебігу подій, у активи, вартість яких визначає інший перебіг подій. Процес структурованого фінансування, на думку вченого, є поєднанням класичних первинних активів (кредити, іпотечні позички, облигаційні займи та інвестиційний капітал) з похідними інструментами (деривативами), такими як: форварди, ф'ючерси, опціони чи свопи. У результаті такої комбінації досягається зміна відповідних характеристик дохідності та ризику, а отже, створюється додаткова вартість. Ін-

шими словами, створюється новий тип активу з особливими характеристиками ризику повернення порівняно з показниками первинного активу. Ф. Фабоцці характеризує вищезазначені деривативи як структурні елементи структурованого фінансування. Усі похідні інструменти є взаємодоповнюваними компонентами, що при мінливих ринкових умовах можуть бути розподілені в будь-який спосіб для досягнення найбільшої віддачі за збереження певного рівня ризику. Вчений також зазначає, що можливості перетворення фінансових активів, характеристики яких піддаються структуруванню, є нескінченими [11].

Деякі дослідники не погоджуються з таким підходом і не зараховують інструменти сек'юритизації та іпотечні цінні папери до списку структурованих продуктів. Є також автори, які структурованим продуктом вважати простий портфель фінансових інструментів (боргових та деривативів).

Бачення Ф. Фабоцці поділяють такі вчені, як: Ерік Банкс – автор книги «Синтетичні і структуровані активи» [8] та Моорад Чудрі – автор книги «Корпоративні облігації і структуровані фінансові продукти» [10].

На думку Е. Банкса, структурованими активами слід вважати інструменти, які створюють або реконструюють з метою зміни грошових потоків. А інструменти, які створюють з одного або декількох деривативів, автор визначає як синтетичні активи [8].

М. Чудрі зараховує до структурованих фінансових інструментів такі продукти [10]: цінні папери, забезпечені активами і випущені в результаті сек'юритизації (asset-backed securities); гібридні фінансові продукти; кредитні продукти (credit-linked).

У. Виступ у своїй книзі «FX опціони та структуровані продукти» усі складні інструменти, які можуть бути розкладені на більш прості, зараховує до структурованих: крос-валютні свопи, ноти, форварди, екзотичні опціони. Проте, він не дає чіткого визначення структурованих продуктів [17].

Наступним підходом до розкриття сутності структурованих продуктів є традиційний (інструментальний) підхід, відповідно до якого структурований продукт є комбінацією більш простих фінансових інструментів і деривативів. Прихильники цього підходу у класичний варіант внутрішньої побудови структурного продукту, як правило, включають інструменти з фіксованою доходністю (депозити, облігації, векселі і т. п.) та деривативи (найчастіше різноманітні опціони). Гарантія повернення певної суми досягається за рахунок того, що більша частина інвестованих коштів вкладається в депозити або облігації. Наперед визначається рівень гарантії поверненості капіталу. На залишок купують опціони, які при вдалому збігу обставин можуть принести прибуток, що значно перевищує ставку банківського депозиту.

П. Стоїменов стверджує, що структуровані продукти повинні поєднувати в собі щонайменше два фінансових інструменти, один з яких повинен бути похідним [15].

Відомий західний вчений Р. Кноп також є прихильником традиційного підходу, вважаючи структурований продукт як скомбінований інвестиційний інструмент, доходність якого залежить від інших, більш простих інструментів, що входять до його складу (наприклад, портфель цінних паперів та похідні інструменти). Зазвичай структурований продукт складається з кредиту в різних його проявах та одного або декількох похідних інструментів. Структуровані продукти призначені для інвесторів з визначеним баченням ринку і розумінням того, яке співвідношення ризику і доходності є для них оптимальним [14].

Третій підхід до розкриття сутності структурованих продуктів базується на грошових потоках (або потоках активів), доповнених різними умовами. Х. Кет [13] та М.Ю. Глухов є прихильниками такої думки. Так, М.Ю. Глухов трактує поняття структурованого фінансового продукту як комплексного фінансового продукту, який випускають переважно комерційні та інвестиційні банки, та який конструється для задоволення специфічних потреб клієнтів та має нестандартні характеристики (співвідношення ризику і доходності, структура потоків), що досягаються за рахунок комбінування у структурі продукту постійних та змінних потоків активів (грошових та негрошових), доповнених різними додатковими умовами (наприклад, правом відміни потоку, правом зміни параметру потоку і т. д.). Він використовує більш ширший підхід, згідно з яким структурований продукт може бути призначений для розв'язання різних завдань, а не тільки для отримання інвестиційного доходу (хеджування, економія трансакційних витрат, вихід на інші ринки, оптимізація оподаткування і т. п.). До переліку структурованих продуктів, на думку М.Ю. Глухова, можна включити ширший спектр продуктів, ніж при використанні традиційного (інструментального) підходу (наприклад, різні пенсійні та страхові продукти, серед яких Life Assurance Bond – облігація страхування життя та ін.) [1]. Таким чином, у підході, що базується на потоках, акцент зроблено не на складових елементах продукту, а на потоках активів.

Світові регулятори ринку цінних паперів також не залишають поза своєю увагою інвестування у структуровані фінансові продукти. Європейське управління з цінних паперів та ринків (ESMA), що є пан'європейським регулятором фондового ринку в ЄС, зазначає, що продукт може вважатися складним, якщо той відповідає одному чи кільком із таких критеріїв:

- є похідним інструментом, або включає похідні фінансові інструменти;
- базовим активом продукту є активи або індекси, вартість яких складно оцінити, або які

об'єднані таким чином, що важко оцінити ризикованість і передбачити сценарії зміни доходності продукту;

- мають фіксований термін обігу та бар'єри для виходу з інвестиції, які чітко не прописані. Наприклад, такі бар'єри можуть бути пов'язані з відсутністю вторинного ринку обігу інструменту, або зі значними штрафами чи збитками від завчасного виходу;

- для визначення доходів або втрат від інвестиції використовується декілька змінних або складні математичні формули;

- має гарантії захисту капіталу, які носять умовний або частковий характер, або які можуть зникати при настанні певних подій.

Таким чином, складними можна вважати досить широкий спектр продуктів: контракти на різницю (CFD), екзотичні опціони, облігації з правом дострокового погашення, конвертовані облігації; безстрокові облігації, субординовані облігації, цінні папери, забезпечені активами, та багато інших фінансових інструментів. І хоча часто поняття «складний» та «структурований» продукт вживають як синоніми, проте не всі складні фінансові продукти є структурованими. Як правило, до складу структурованих продуктів не зараховують безпосередньо варанти, ф'ючерси та біржові опціони, а також продукти, засновані на банківських депозитах. Проте комбінації цих продуктів можуть бути складовою структурованих продуктів [6].

Асоціація структурованих продуктів (ASP) визначає структурований продукт як фінансовий інструмент, що призначений для задоволення специфічних потреб інвесторів за рахунок використання спеціальних характеристик, включаючи гарантії повернення інвестованих капіталів, варантів, надання кредитного плеча, забезпечення зв'язку з іноземними цінними паперами, товарними ринками та інвестування у фондові індекси [16].

Європейська Асоціація структурованих інвестиційних продуктів (EUSIPA) поділяє структуровані продукти на дві основні категорії: інвестиційні продукти та продукти з кредитним плечем. При цьому до інвестиційних продуктів належать такі:

- продукти з гарантією повного захисту капіталу, які гарантують, що частину інвестицій (за правилом 100%) буде повернено інвестору в кінці терміну обігу. Такі продукти надають інвестору високу безпеку і певну частку в прибутку, яку генерує вбудований у продукт ринковий показник. Сюди входять інструменти з необмеженою максимальною прибутковістю та інструменти, за якими розмір максимального доходу для інвестора є обмеженим;

- продукти без гарантії повного захисту капіталу, які приносять інвестору обмежений дохід за певного рівня ризику і можуть гарантувати повернення лише частки вкладеного капіталу. Це більш ризиковані інструменти, пов'язані з більш високою часткою збитків від

«вбудованого інструменту», проте інвестор має шанси отримати більш високий прибуток. Частото більший ризик у таких продуктах компенсується за рахунок дисконту;

- інструменти участі, які мають профіль виграшів/програшів, що є ідентичним профілю виграшів/програшів базового активу, і які не дають гарантії повернення інвестору повної або часткової суми початкових інвестицій.

Міжнародна організація комісій з цінних паперів (IOSCO) наголошує, що основне правило інвестування в структуровані фінансові продукти полягає в тому, щоб працювати з ними лише у випадку, якщо ви чітко розумієте їх суть і відмінності від класичних – більш простих активів. Тому першим кроком при аналізі структурованих продуктів є аналіз динаміки активів, які покладені в їх основу, зокрема аналіз того, наскільки сильно їх вартість відповідає загальній динаміці ринку взагалі та зміні ринкових умов. При цьому необхідно оцінити наявність, достовірність і актуальність інформації щодо цих активів, а також впевнитись у тому, що ця інформація буде відкритою і надалі, що дозволить здійснювати моніторинг інвестицій на постійній основі [6].

Українські вчені теж досліджують цю проблематику. Так, Д.О. Наумов зазначає, що структурованим фінансуванню у широкому значенні можна назвати процес залучення фінансових ресурсів на основі емісії та розміщення цінних паперів, реалізація якого передбачає одночасне використання різноманітного інструментарію для управління ризиками. Інструменти управління ризиками, які використовували під час процесу структурованого фінансування, прогресують, удосконалюються та постійно змінюються відповідно до еволюції фінансових ринків [2].

Є.Я. Пенцак та О.В. Путненко структурованим фінансовим продуктом називають фінансовий інструмент, що складається з опціонів, індексів, сировинних активів, свопів, що реалізує в комплексі деяку інвестиційну ідею. У багатьох структурованих фінансових продуктах є вбудована риса захисту капіталу, тобто якщо інвестор тримає до завершення терміну інвестування певний структурований продукт, то він захищений від втрати інвестованих коштів. Вони зазначають, що володіючи цією безсумнівною перевагою захисту капіталу для інвестора, структуровані фінансові продукти мають деякі недоліки, а саме:

- кредитний ризик, тобто усі ризики щодо виконання виплат відповідно до продукту лежать на інвестиційному банку;

- брак ліквідності, тобто якщо інвестор бажає продати продукт до завершення терміну виконання, то він зможе це зробити зі значним дисконтом;

- відсутність щоденних оцінок вартості;

- складність, тобто індивідуальному інвестору важко зрозуміти усі ризики, що характерні для продукту і адекватно їх оцінити [3].



О.Ю. Щекін вважає, що основу структурованого продукту складають дві речі: прив'язка до динаміки вартості певного активу та інвестиційна ідея. Зміна вартості базового активу виступає основою для розрахунку дохідності структурованого продукту. У якості базового активу можуть виступати фондові індекси, товари або курси валют. Інвестиційна ідея – це прогноз поведінки ціни базового активу у визначений термін, ідея може полягати у підвищенні, зниженні або навіть у відсутності змін вартості базового активу [7].

На думку О.А. Пробоїв, структуровані фінансові продукти забезпечують повернення інвестованого капіталу зі збереженням високої дохідності, можуть генерувати вищий прибуток навіть в умовах падіння фондового ринку, відкривають можливості брати участь у становленні фондових ринків інших країн. Поява і використання структурованих фінансових активів чинить позитивний вплив на ринок похідних фінансових продуктів, підвищує ліквідність фінансового ринку в цілому, сприяє розширенню фінансового інструментарію, що значною мірою приваблює у фінансову систему певних країн нові інвестиції індивідуальних та інституційних інвесторів [5].

О.А. Пробоїв також стверджує, що структуровані фінансові продукти, які характеризуються потоками, що відповідають наявним стандартним інструментам, однак які штучно конструюють фінансові інженери з метою зниження фінансового ризику при одночасному гарантуванні певного рівня доходу, вважають синтетичними. Наприклад, одночасна купівля опціону «кол» (call option) і продаж опціону «пут» (put option) на ті ж акції, утворює синтетичні акції (synthetic stock). Синтетичні фінансові інструменти прив'язані до динаміки активів, що лежать в їх основі. Вони забезпечують майже безризикову присутність інвесторів на ринку і високий дохід при сприятливій динаміці цих активів. Гарантуючи повернення вкладеного капіталу, подібні синтетичні інструменти дозволяють уникати ризику зниження курсової дохідності базових активів. Такими базовими фондовими активами виступають акції, облігації, індекси, корзини акцій чи індексів, цінні папери, що прив'язані до динаміки товарних цін та валютних курсів [4].

Систематизувавши всю інформацію щодо сутності структурованих фінансових продуктів, можна підсумувати Дж. С. Бреддока: «структуровані продукти є фінансовими інструментами і договірними зобов'язаннями, які проектується, створюються, випускаються і продаються інвесторами для задоволення специфічних інвестиційних цілей» [9].

**Висновки.** Все, що пропонують різні вчені щодо сутності структурованих продуктів та їх визначення, має підґрунтя, проте тільки щодо тих продуктів, які вони вважають структурованими. Проведений аналіз дозволяє ствер-

джувати, що часто продукти, які різні автори зараховують до структурованих, значно відрізняються своїми характеристиками, параметрами, завданнями, які вони виконують, та методикою конструювання. Чітке визначення на теоретичному рівні загальноновизнаних правил та принципів належності фінансових продуктів і фінансових інструментів до структурованих продуктів, вироблення законодавчої бази сприяло б якісному розвитку ринку структурованих продуктів. Розвиток такого ринку позитивно впливатиме на ціноутворення та ліквідність похідних фінансових інструментів, на розширення можливостей інституційних та приватних інвесторів. Для банків – це механізм залучення фінансування, сек'юритизації та більш комплексного обслуговування своїх клієнтів.

#### БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Глухов М.Ю. Структурированные финансовые продукты: понятие и устройство / М.Ю. Глухов // Вестник Финансовой академии. – 2007. – № 3(43). – С. 124–132.
2. Наумов Д.О. Економічна сутність механізму структурованого фінансування / Д.О. Наумов // Актуальні проблеми економіки. – 2009. – № 7(97). – С. 237–251.
3. Пенцак Є.Я. Структуровані фінансові продукти та оцінка їх інвестиційної привабливості [Електронний ресурс] / Є.Я. Пенцак, О.В. Путненко. – Режим доступу : <http://www.wp.viem.edu.ua/konf6/art.php?id=0807>.
4. Пробоїв О.А. Фінансова архітектура: особливості застосування синтетичних фінансових інструментів на глобальних фінансових ринках [Електронний ресурс] / О.А. Пробоїв. – Режим доступу : [http://www.rusnauka.com/9\\_DN\\_2010/Economics/61891.doc.htm](http://www.rusnauka.com/9_DN_2010/Economics/61891.doc.htm).
5. Пробоїв О.А. Структуровані фінансові продукти: поняття і архітектура [Електронний ресурс] / О. А. Пробоїв. – Режим доступу : <http://intkonf.org/kand-ekon-nauk-proboiyiv-oa-strukturovani-finansovi-produkti-ponyattya-i-arhitektura/>.
6. Шапран Н.С. Структуровані фінансові продукти: актуальні проблеми регулювання [Електронний ресурс] / Н.С. Шапран // Цінні папери України. – 2014. – №20(815). – Режим доступу : [http://www.securities.org.ua/securities\\_paper/review.php?id=815&pub=6710](http://www.securities.org.ua/securities_paper/review.php?id=815&pub=6710).
7. Щекін О.Ю. Інвестиційні можливості структурованих продуктів [Електронний ресурс] / О.Ю. Щекін. – Режим доступу : [http://ena.lp.edu.ua:8080/bitstream/ntb/16464/1/259\\_Wek%D1%96n\\_442\\_442](http://ena.lp.edu.ua:8080/bitstream/ntb/16464/1/259_Wek%D1%96n_442_442).
8. Banks, E. Synthetic and Structured Assets. L. : John Wiley & Sons Ltd., 2006.
9. Braddock, J. C. Derivatives demystified: using structured financial products. – John Wiley&Sons Ltd, 1997.
10. Choudhry, M. Corporate Bonds and Structured Financial Products. – Jordan Hill, Oxford OX2 9DP 200 Wheeler Road, Burlington, MA 01803: Elsevier Butterworth-Heinemann Linacre House, 2004.
11. Fabozzi, F.J. Accessing Capital Markets Through Securitization. – John Wiley and Sons, 2001. – 248 p.
12. Fabozzi, F.J., Choudhry, M. The European handbook of structured financial products. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons Inc., 2004.
13. Kat, H.M. Structured equity derivatives: the definitive guide

- to exotic options and tructured notes. NY: John Wiley & Sons Ltd, 2001.
14. Knop, R. Structured Products, A Complete Toolkit to Face Changing Financial Markets. NY: John Wiley & Sons Ltd., 2002.
  15. Stoimenov, P.A., Wilkens S. Are structured products "fairly" priced? An analyses of German market for equity-linked instruments // Journal of banking and Finance. 2005. January, 18.
  16. Structured Products Association [Electronic resource]. – Mode of access : <http://www.structuredinvestments.com/>
  17. Wystup, U. FX Options and structured products. NY: John Wiley & Sons Ltd, 2006.