FRN против кризиса

Евгения ЛЮБИМОВА,
старший специалист управления по долговому финансированию и деривативам, HSBC

Работает в управлении по долговому финансированию и деривативами российского HSBC с сентября 2010 года. До прихода в HSBC развивала направления долгового финансирования на рынках капитала и корпоративных финансов в ряде российских банков, таких как Альфа-Банк, РОСБАНК, МФК.

Окончила Финансовую академию при Правительстве РФ по специальности «Экономист» и имеет степень MSc Finance Лондонской школы бизнеса и финансов (совместно с Гренобльской школой менеджмента).

Александр МЕЛЬЦОВ,
трейдер отдела операций с долговыми инструментами, HSBC

Работает в отделе операций с долговыми инструментами российского HSBC с апреля 2010 года. В период с 2008 по 2010 год проходил обучение по магистерской программе «Финансовая экономика» Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики» при участии Лондонской школы экономики и политических наук (LSE). Имеет степень магистра экономики.

Нина АНТОНОВА,
аналитик управления по долговому финансированию и деривативам, HSBC

В 2009 году окончила с отличием Финансовую академию при Правительстве РФ по специальности «Учет, анализ и аудит». В течение полутора лет после выпуска в рамках европейской программы HSBC по подготовке менеджеров работала в разных подразделениях банка в Малайзии, Греции, Великобритании. С марта 2011 года присоединилась к команде управления по долговому финансированию и деривативам в Москве.

Облигации с плавающей процентной ставкой (floating rate notes, FRN) впервые появились в 70-х годах в Великобритании. В условиях достаточно нестабильного экономического роста и значительного уровня инфляции правительство предложило рынку инструменты, доход по которым был привязан к текущему уровню процентных ставок. В следующие годы появилось множество видов долговых инструментов, в которых купонные выплаты и номинал привязывали к показателям денежного, валютного рынка, макростатистическим показателям. На данный момент в США обращается около $500 млрд защищенных от инфляции казначейских облигаций с плавающим купоном (TIPS), в Великобритании и других странах ЕС общий объем подобных госбумаг в полтора-два раза превышает эту сумму. Среди корпоративных бумаг наиболее часто FRN выпускают банки, а также ипотечные агентства (в частности, в США это Fannie Mae и Freddie Mac), тем самым получающие возможность хеджировать свои процентные риски.

ЧТО ТАКОЕ FRN?

FRN, как и облигации с фиксированным купоном, можно условно разделить на несколько видов (тем не менее, различные бумаги могут совмещать в себе характеристики нескольких видов одновременно), наиболее распространенными из которых являются:

• Бессрочные облигации с плавающей процентной ставкой (perpetual notes, PRN). Такие облигации не имеют срока погашения, но, как правило, содержат встроенный пут-опцион (put option), позволяющий эмитенту погасить заем. Российские эмитенты не имеют опыта размещения бессрочных облигаций: выпуск на локальном рынке в текущий момент невозможен, поскольку бессрочные облигации не соответствуют критерию срочности долговых инструментов, закрепленному в российском законодательстве.

• Структурные FRN — облигации, обеспеченные какими-либо активами, например

платежами по выданным кредитам. Наиболее популярные виды обеспечения включают в себя денежные потоки по ипотечным, авто- и потребительским кредитам.

• FRN с ограничением максимального значения купона (capped), минимального значения купона (floored) или минимального и максимального значений купона (FRN with collar). Данная структура позволяет минимизировать возможные колебания ставки по купону и может быть направлена на защиту как эмитента (cap), так и инвестора (floor).

• Индексируемые облигации — облигации, купон которых привязан к каким-либо экономическим показателям, таким как инфляция, изменения валютного курса и так далее. Купон по таким облигациям корректируется на коэффициент, отражающий изменение соответствующего показателя (темп инфляции, динамика валютного курса и т.п.). Российские эмитенты имеют опыт размещения таких облигаций с целью минимизации валютных рисков.

• Двухвалютные облигации используются для диверсификации валютного риска эмитента и представляют собой облигацию, номинал которой выпущен в одной валюте, а купон номинирован в альтернативной валюте.

• «Перевернутые» облигации с плавающей процентной ставкой — долговые инструменты, купонный доход по которым равен фиксированной процентной ставке, уменьшенной на значение ставки межбанковского кредитования (MOSPRIME, LIBOR). Используются эмитентами в случае, когда ожидается увеличение процентных ставок межбанковского кредитования. В России пока не применялись.

• Амортизируемые FRN полностью аналогичны амортизируемым облигациям с фиксированным купоном.

Эмитенты также могут конвертировать фиксированный купон по своим облигациям в синтетический FRN посредством процентного свопа.

FRN В РОССИИ

Большая часть FRN в России, как и облигации с фиксированным купоном, выпускается со сроком обращения от трех до семи лет и имеет встроенный пут-опцион через 2.5–3 года после размещения. Наиболее популярными среди российских эмитентов базовыми ставками являются ставки РЕПО ЦБ РФ и MOSPRIME, гораздо реже используются различные индексы, макростатистические показатели (например, темпы роста экономики или инфляционный индекс), а также расчетные коэффициенты.

С точки зрения инвестора, облигацию с плавающей процентной ставкой можно рассматривать как некую комбинацию инструмента денежного рынка и классической облигации с фиксированным купоном (bullet bond + IRS). Это сочетание нивелирует риски, связанные с изменением процентной ставки (то есть такой инструмент априори менее волатилен в условиях колебаний ставок), но дает инвестору дополнительный доход как премию за риск эмитента.

Основными преимуществами выпуска облигации с плавающей ставкой для эмитента являются:

– потенциальное удешевление стоимости заимствования;

– большая гибкость в управлении денежными потоками.

Разумеется, выпуск таких облигаций оправдан в том случае, если эмитент ожидает снижения ставок на рынке в будущем. Однако, с точки зрения российского эмитента, выпуск облигаций с плавающим купоном может быть менее привлекательным по сравнению с выпуском стандартных бумаг с фиксированным доходом по следующим причинам:

– Потенциальные эмитенты стремятся зафиксировать платежи по долговым обязательствам и зачастую не готовы нести риск процентных ставок. Абсолютное большинство существующих облигаций имеют встроенный пут-опцион и возможность изменения ставки купона на оставшийся срок обращения после даты пута (вплоть до нуля), который позволяет досрочно выкупить выпуск облигаций в случае, если ввиду изменения рыночных условий обслуживание бумаг становится дорогим.

– В случае необходимости зафиксировать ставку купона обращающегося FRN посредством заключения процентного свопа гораздо более трудно, чем реализовать обратный процесс — превращение обязательства с фиксированным купоном в FRN. Например, распространенная структура, в которой базовой ставкой является ставка РЕПО ЦБ РФ (недавние выпуски РЖД, «Транснефти», АИЖК), практически исключает такую возможность.

– Если рассматривать FRN как комбинацию стандартной облигации и процентного свопа, вероятной причиной непопулярности данного инструмента является то, что использование инструментов хеджирования (в частности, деривативов) в России ограничено. Сложности связаны в первую очередь с особенностями российского бухгалтерского и налогового учета деривативов.

Ограничителем также служит сложившееся представление о деривативах (в частности, свопах) как о спекулятивном инструменте, а не инструменте управления ликвидностью. Так, операции с деривативами на российском рынке осуществляют в основном финансовые институты, они и являются основными эмитентами облигаций с плавающей процентной ставкой.

За последние несколько лет на российском внутреннем рынке состоялся ряд выпусков рублевых флоатеров (например, «Транснефть», АИЖК, ИНГ БАНК, ХКФ Банк), в то же время еврооблигации с плавающим купоном на настоящий момент практически не представлены. Возможно, индикатором для смены тренда послужит успешное июньское размещение еврооблигаций «ВымпелКома», в числе организаторов которого был HSBC.

Первоначально «ВымпелКом» планировал выпустить два транша еврооблигаций со сроком пять и десять лет, однако в день размещения от инвесторов был получен запрос на выпуск дополнительного транша бумаг с плавающей купонной ставкой 3M LIBOR + 400 б.п. (что в настоящий момент составляет 4.28% и обеспечивает эмитенту экономию около 140 б.п. по сравнению с простым трехлетним долларовым бондом с тем же сроком обращения). Данный выпуск FRN был высоко востребован инвесторами, заинтересованными в инструментах с плавающей доходностью.

ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА FRN В РОССИИ

Посткризисные стимулирующие меры в развитых странах, а также бурный рост на развивающихся рынках провоцируют инфляционные ожидания их участников. Прогнозируя более высокие процентные ставки, все больше инвесторов по всему миру, включая страховые компании, пенсионные и хедж-фонды используют FRN, фиксируя вознаграждение за риск эмитента, но ограничивая возможность роста доходности облигации из-за изменения рыночных ставок.

На внутреннем рынке рублевого долга FRN является скорее экзотикой, здесь обращается всего несколько десятков выпусков, подпадающих под определение флоутеров, при этом большинство из них низколиквидные. Тем не менее, мы считаем, что постепенно предложение FRN со стороны российских эмитентов будет увеличиваться. Среди наиболее перспективных направлений развития облигаций с плавающей купонной ставкой в России мы бы выделили следующие:

– Дальнейшее развитие FRN со ставками MOSPRIME в качестве базовой ставки. В настоящее время существует большой спрос на подобные выпуски со стороны инвесторов ввиду крайне ограниченного количества таких инструментов. Так, выпуски ЕБРР серий 3, 4 и 5, размещенные в 2009 году, отличаются большой ликвидностью. Более того, использование ставки MOSPRIME в качестве базовой позволит эмитентам использовать процентные свопы, если возникнет необходимость зафиксировать ставку купона.

– Облигации, индексируемые в соответствии с уровнем инфляции. По нашему мнению, данный инструмент будет пользоваться спросом со стороны инвесторов, в частности нерезидентов — в настоящий момент реальные ставки по облигациям часто отрицательны, и инфляционное хеджирование могло бы повысить привлекательность российских облигаций. Мы также можем предположить, что такой инструмент будет очень интересен пенсионным фондам (как российским, так и зарубежным).

– В условиях развивающегося рынка была бы интересной идея привязки купона по облигациям к темпам роста ВВП. К сожалению, данная структура пока не используется, и для ее проработки потребуется дополнительное время.

В ситуации повышенной турбулентности рынков именно FRN могут быть особенно актуальны как для инвесторов, так и для эмитентов. Для инвесторов в периоды макроэкономической нестабильности интересны описанные выше преимущества данного типа бумаг для защиты портфеля от возможного неблагоприятного изменения ставок. В то же время, «антикризисная» востребованность функции FRN как инструмента хеджирования процентных рисков позволяет эмитентам снизить стоимость финансирования и повысить привлекательность выпуска в условиях слабого рынка. Вопреки традиционной концепции, даже при неблагоприятной конъюнктуре денежных рынков грамотно структурированный выпуск FRN (предпочтительно с «кэпом») может быть эффективнее для эмитентов, чем облигации с фиксированной доходностью. При этом на сегодняшний день аналитики денежных рынков сходятся во мнении, что в связи с новым витком нестабильности на мировых рынках в ближайшие годы следует ожидать низких ставок, обеспечивающих высокую ликвидность. Так, представители ФРС США уже выступили с заявлением о сохранении нулевой базовой процентной ставки еще на два года. Все это повышает перспективы роста объема и значения рынка займов с плавающей процентной ставкой уже в ближайшем будущем.