Сергей ДОВЖЕНКО,
эксперт по международным
долговым рынкам, Cbonds

Formosa bonds — следующие Dim Sum?

Текущий год оказался годом стремительного взлета тайваньского рынка облигаций, номинированных в юанях, так называемых формоза-облигаций, — только за первые 7 месяцев было выпущено облигаций на 25.7 млрд юаней (43 бумаги), при этом за весь 2014 год — только 20.8 млрд юаней и 31 бумага. Нормативная дерегуляция способствовала тому, что на этот рынок стекались эмитенты со всего мира, чтобы воспользоваться большим интересом инвесторов к данному классу активов. Рынок формоза-бондс стал уже вторым после Гонконга рынком облигаций в офшорных юанях. Однако есть ли у него перспективы стать лидером?

РЫНОК И ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО

Рынок формоза-бондс является относительно молодым — первый бонд был выпущен в марте 2013 года компанией CTBC (3-летняя бумага объемом 1 млрд RMB).

Формоза-бонд (с англ. «Formosa bond») — это облигация, выпущенная публично или в частном размещении в Тайване и номинированная в офшорных юанях (RMB), все подобные облигации имеют листинг на Taipei Exchange (Gre Tai Securities Market). Однако часть участников рынка также причисляют к формоза-бондс облигации и в других валютах, отличных от нового тайваньского доллара. Само слово «формоза» происходит от альтернативного названия острова Тайвань.

Общий объем выпущенных бумаг достиг 10.6 млрд юаней в 2013 году (13 бумаг) и 20.8 млрд юаней в 2014 году (31 бумага). Начиная с ноября 2013 года, когда материковым банкам Китая было разрешено размещать облигации данного типа, рынок формоза-бондс начал расти стремительными темпами, и с тех пор материковые банки доминируют в структуре выпусков на данном рынке. 12 ноября 2014 года China Construction Bank привлек 3.3 млрд RMB (539 млн USD) с помощью выпуска облигаций, что является крупнейшим размещением формоза-бондс на данный момент, а также подтверждает растущий спрос на такие продукты со стороны второго крупнейшего рынка депозитов в офшорных юанях.

Скорость роста рынка формоза-бондс поражает. В свой первый год он находился в штиле, с небольшим объемом первичных размещений и всего 9 сделками. Катализатором развития рынка стала отмена в мае 2014 года 45% потолка инвестирования в иностранные бумаги для страховых компаний. В соответствии с новым законодательством инвесторы — страховые компании могут расценивать инвестиции в бумаги, которые номинированы в иностранной валюте и обращаются в Тайване как внутренние инвестиции, даже если эмитент зарегистрирован в офшоре и клиринг производится за пределами Тайваня.

Данное решение, совместно с выгодными условиями по перекрестному валютному свопу между USD и RMB, по прогнозам, позволит увеличить рынок формоза-бондс в 2015 году на сумму от $12 млрд до $15 млрд. В течение первой половины 2015 года большое число эмитентов вышли на рынок формоза-бондс из-за высоких ставок по свопам. Заемщикам в большинстве своем необходимо финансирование в долларах США, поэтому они выпускали облигации в юанях, а затем конвертировали полученные средства в доллары через валютный своп — стоимость финансирования таким образом получалась ниже. Вместо того чтобы занимать в долларах на международном рынке и платить в среднем ставку Libor+100 б.п., эмитенты платили Libor+50 б.п.

Выпуск формоза-бондс и международных облигаций в Тайване привлек внимание участников долгового рынка со всего мира. Рынок дим-самов ослабевает, и большое число инвесторов из Китая проявляют интерес к рынку формоза. По состоянию на август 2015 года общий объем в обращении всех выпущенных бумаг составляет более 57.1 млрд юаней (87 бумаг). По структуре эмитентов около 65% формоза-бондс выпущены материковыми банками Китая, 27% — тайваньскими банками и компаниями, 8% — иностранные эмитенты. Кроме того, в марте 2015 года комиссия по финансовому надзору в Тайване увеличила квоту для выпуска бумаг в юанях китайскими банками с 25 млрд до 45 млрд юаней в год (около $7.25 млрд), что также стимулирует дальнейший рост. Важно отметить, что инвестировать в облигации формоза могут только квалифицированные инвесторы.

Тип эмитента	Тип инвестора	Налог
Внутренний	Внутренний	10% на купон; также подлежит 17%–ному налогу на доходы компаний (10%–ный налог на купон вычитается)
Внутренний	Иностранный	15%–ный налог на купон
Иностранный	Внутренний	10%–ный на купон; также подлежит 17%–ному налогу на доходы компаний (10%–ный налог на купон вычитается)
Иностранный	Иностранный	0%

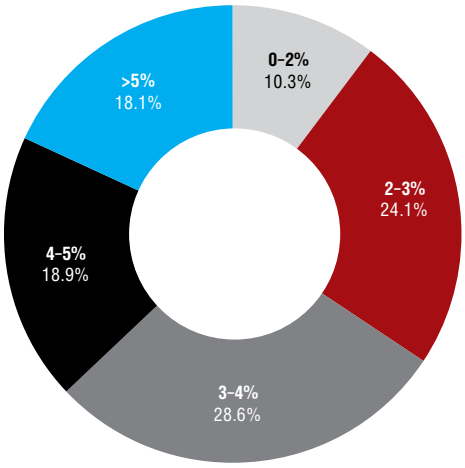
Источник: Тайваньская биржа

Таблица 1
Расчет величины налогов при инвестировании в Formosa bonds

Если посмотреть на международные облигации, выпущенные в Тайване, которые многие участники рынка также относят к формоза-бондс, можно отметить, что одним из ключевых преимуществ данных бумаг является возможность для эмитентов построить такие структуры, которые бы одинаково устраивали как заемщиков, так и инвесторов. Это подтверждается выпусками отзывных облигаций финансовыми институтами со сроком погашения 30 лет, по части из которых call-опцион присутствует уже в первый год. По оценкам аналитиков, около 90% выпусков формоза-бондс, номинированных в долларах, имеют встроенные call-опционы. Кроме того, как утверждают эксперты, call-опционы также доступны и в других типах облигаций, однако они имеют более высокую цену отзыва.

В 2015 году наблюдается повышение интереса к рынку формоза-бондс со стороны европейских эмитентов. В частности, крупные финансовые институты стремятся воспользоваться рынком с большим пулом ликвидности и преобладающим числом опытных инвесторов. В рамках своих планов по диверсификации такие банки, как Credit Suisse, Lloyds Bank и Standard Chartered, выпустили международные облигации в долларах в Тайване со сроком погашения 30 лет, а Deutsche Bank, Société Générale, Morgan

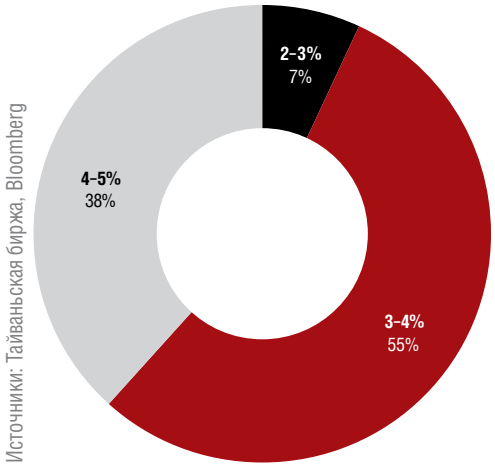
Рисунок 1
Распределение купонных ставок по облигациям дим-сам, выпущенным в Гонконге, %



Источники: Тайваньская биржа, Bloomberg

КАТАЛИЗАТОРОМ РАЗВИТИЯ РЫНКА СТАЛА ОТМЕНА В МАЕ 2014 ГОДА 45% ПОТОЛКА ИНВЕСТИРОВАНИЯ В ИНОСТРАННЫЕ БУМАГИ ДЛЯ СТРАХОВЫХ КОМПАНИЙ

Рисунок 2
Распределение купонных ставок по облигациям формоза, выпущенным в Тайване, %



Источники: Тайваньская биржа, Bloomberg

Stanley и Goldman Sachs продали формоза-бондс, номинированные в офшорных юанях со сроками погашения в среднем 5 лет. Кроме того, такие банки, как BNP Paribas, Citi, Deutsche Bank, HSBC, J.P. Morgan и UBS, получили лицензии на деятельность андеррайтеров при выпуске формоза-бондс.

СРАВНЕНИЕ С РЫНКОМ DIM SUM

Облигации формоза являются внутренними бумагами, в то время как дим-сам бондс являются международными облигациями. Таким образом, выпуск облигаций формоза производится при соблюдении условий и требований, установленных тайваньскими регуляторами, а также в некоторой степени требует согласия местных властей, несмотря на гораздо более упрощенную систему утверждения выпуска. Кроме того, инвестирование в формоза-бондс регулируется местным налоговым законодательством, в связи с чем, в зависимости от типа эмитента и инвестора, величина налогов может быть выше, чем в случае дим-самов (см. таблицу 1).

С другой стороны, процентные ставки по облигациям формоза исторически являются более низкими. Хотя в последнее время ставки поднялись до 4% и выше в связи с ростом стоимости финансирования из-за опасений дальнейшего обесценения юаня и ужесточения условий ликвидности.

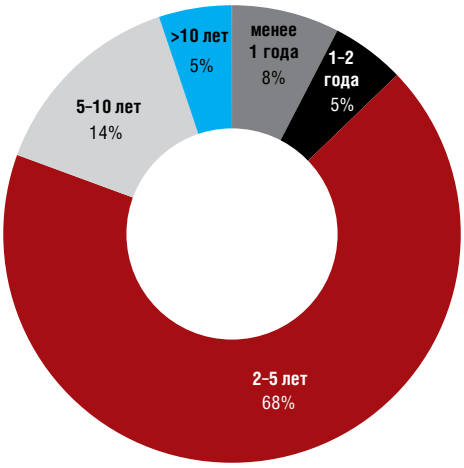
Рынок дим-самов является на данный момент гораздо более развитым по сравнению с рынком формоза. Начиная с 2007 года было выпущено облигаций дим-сам на сумму более 821.4 млрд юаней (искл. депозитные сертификаты; в обращении сейчас находится более 500 млрд юаней), в то время как на рынке формоза-бондс было выпущено всего бумаг на сумму около 57.1 млрд юаней. Как и рынок дим-самов, рынок формоза-бондс практически не имеет бондов с достаточно большим сроком обращения. По большей части это происходит из-за того, что кросс-валютные свопы имеют бенчмарки только до 10 лет, — возникает ситуация, когда у эмитентов отсутствуют инструменты хеджирования за пределами 10 лет, создавая риски для них. Только совсем недавно, в июне 2015 года, Bank of China в Тайване выпустил первый бонд со сроком обращения 15 лет и объемом 500 млн юаней, что поможет добавить новый бенчмарк на кривую доходности формоза-бондс.

ПЕРСПЕКТИВЫ

В то время как рынок формоза находится только в начале своего развития, по данным банка Standard Chartered, обилие ликвидности в Тайване предлагает большой потенциал для него. По прогнозам, законодательное дерегулирование рынка позволит увеличить рынок номинированных в юанях формоза-бондс до 50–60 млрд юаней в 2015 году по сравнению с 20.8 млрд юаней в 2014 году. Если данная цель будет достигнута, Тайвань станет вторым по счету офшорным рынком для бумаг, номинированных в юанях, превосходя Сингапур.

Рынок формоза-бондс обладает большими возможностями для дальнейшего роста: объем выпущенных облигаций формоза в юанях в данный момент составляет только 10% от общего объема депозитов в юанях в Тайване. В Гонконге, например,

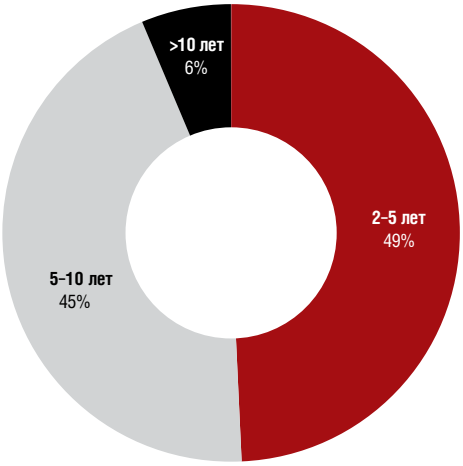
Рисунок 3
Распределение срока обращения по облигациям дим-сам, выпущенным в Гонконге, %



Источники: Тайваньская биржа, Bloomberg

РЫНОК ДИМ-САМОВ ОСЛАБЕВАЕТ, И БОЛЬШОЕ ЧИСЛО ИНВЕСТОРОВ ИЗ КИТАЯ ПРОЯВЛЯЮТ ИНТЕРЕС К РЫНКУ ФОРМОЗА

Рисунок 4
Распределение срока обращения по облигациям формоза, выпущенным в Тайване,%



объем размещенных облигаций дим-сам составляет 70% от объема депозитов.

Кроме того, широкими инвестиционными способностями обладают страховые компании Тайваня: их активы составляют более $600 млрд, а годовой доход вырос с 1.2 трлн тайваньских долларов в 2003 году до 2.7 трлн тайваньских долларов в 2013 году. Теперь страховщики ищут доходность в 3.5–4% годовых для этих активов на рынке формоза-бондс, в то время как на рынке гособлигаций доходность составляет около 1–1.5% годовых. Отличительной чертой стратегии инвестирования тайваньских страховых компаний по сравнению с гонконгскими также является нацеленность на инвестирование в инструменты с длительным сроком обращения, что отражается в большей доле бумаг со сроком обращения 5 и более лет.

Большая часть тайваньских банков и страховых компаний придерживаются стратегии buy and hold при инвестировании в формоза-бондс. Отсутствие разнообразия инвестиционных стратегий обуславливает недостаточно большой объем выпусков и ограниченную ликвидность. Дальнейшая либерализация рынка и построение кривой доходности обеспечит и развитие вторичного рынка. Формоза-бондс имеют все шансы стать следующим лидером рынка офшорных юаней.

ЗАКОНОДАТЕЛЬНОЕ ДЕРЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА ПОЗВОЛИТ УВЕЛИЧИТЬ ОБЪЕМ НОМИНИРОВАННЫХ В ЮАНЯХ ФОРМОЗА-БОНДС ДО 50–60 МЛРД ЮАНЕЙ В 2015 ГОДУ

на правах рекламы