Никита КАЛИНИН,
главный специалист отдела международных долговых рынков, Cbonds

Отказ от IBOR и переход к новым бенчмаркам

В современном мире оценка многих финансовых инструментов зависит от ограниченного круга ставок денежного рынка. Последние выступают ориентиром для других финансовых инструментов не только с точки зрения расчетов, но и при анализе доходности инвестиций. При этом использовавшиеся до последнего времени бенчмарки на основе ставок межбанковского предложения (IBOR) более не удовлетворяют регуляторов, на повестке дня — крупнейшая реформа ставок денежного рынка. Российским профучастникам нужно внимательно следить за данным процессом и подготовиться к изменениям.

СЕГОДНЯШНИЕ БЕНЧМАРКИ РЫНКОВ

По оценкам группы международных организаций финансового рынка ISDA, AFME, ICMA и SIFMA, на февраль 2018 года номинальный объем контрактов, которые зависят от IBOR-бенчмарков, составляет $370 трлн. Значительная часть таких контрактов представлена на рынке производных, но доля реальной экономики тоже высокая[1].

Ставки денежных рынков используются для определения процентных платежей по следующему неполному списку финансовых активов: облигациям, инструментам секьюритизации, процентным свопам, валютно-процентным свопам, фьючерсам на процентные ставки, структурным продуктам, потребительским и ипотечным кредитам, двухсторонним и синдицированным кредитам. Не стоит забывать и о том, что у перечисленных инструментов могут быть свои производные, которые также опосредованно зависят от ставок денежного рынка. Основные бенчмарки денежного рынка представлены ставками межбанковского предложения IBOR — InterBank Offered Rate.

Самым широко используемым и известным в мире бенчмарком является группа ставок LIBOR (London Interbank Offered Rate). На втором месте EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate). Далее идут ставки, которые рассчитываются в локальных валютах крупных экономик, например, для Канады — CDOR

[1] ISDA, AFME, ICMA, SIFMA and SIFMA Asset Management Group: IBOR Global Benchmark Survey 2018 Transition Roadmap, February 2018.

(Canadian Dealer Offer Rate), для Австралии — BBSW (Bank Bill Rate).

ЧТО ТАКОЕ LIBOR/EURIBOR?

Значение ставок LIBOR определяется ежедневным фиксингом среднего значения ставок, полученных от коммерческих банков, которые, грубо говоря, отвечают на вопрос: «По какой ставке вы могли бы занять приемлемый рыночный объем средств, если бы использовали предложения межбанковского рынка?»[1] Ответственность и обязательства за верный и транспарентный фиксинг несет его администратор, ICE Benchmark Administration Limited — дочерняя организация ведущего мирового биржевого холдинга и оператора производных инструментов ICE.

Группа ставок LIBOR представлена ставками, рассчитываемыми для пяти валют: швейцарский франк, евро, британский фунт, японская йена и американский доллар для семи различных сроков (овернайт, 1 неделя, 1 месяц, 2 месяца, 3 месяца, 6 месяцев и 12 месяцев).

EURIBOR похож на LIBOR, но, как следует из названия, определяется только для евро. Администратором фиксинга является Европейский институт денежного рынка (EMMI) — некоммерческая организация, представленная банками стран Еврозоны. Фиксинг происходит ежедневно по пяти срокам (1 неделя, 1 месяц, 3 месяца, 6 месяцев, 12 месяцев). Стоит отметить, что до 3 декабря 2018 года существовало 8 сроков, а еще раньше (до 1 ноября 2013 года) существовало 15 ставок EURIBOR! EURIBOR признан самой важной референсной ставкой для денежного рынка стран Еврозоны.

ЧТО НЕ ТАК С IBOR?

Особенностью межбанковских ставок предложения является то, что они определяются опросом банков, а не реальными договорами. Банк на основе своего видения предполагает, что сможет занять по некой ставке. Сразу возникают вопросы. Почему банк уверен в этой ставке? Как он докажет, что сможет занять именно по такой ставке? Не приукрашивает ли он картину?

Более того, занимать на рынке можно на разную сумму и на разный срок. Как быть уверенным в том, что объем предложения и стоимость средств совпадают с желанием потенциального банка-заемщика?

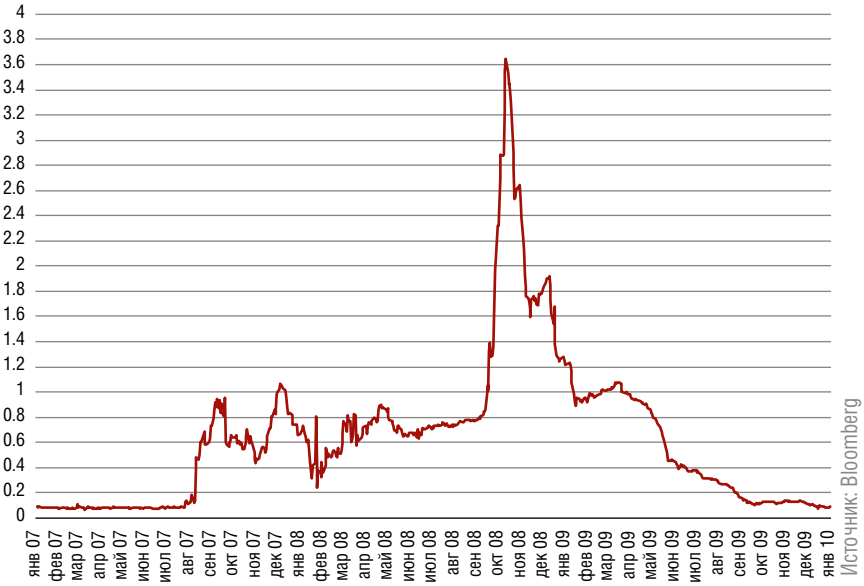


Рисунок 1
Спред LIBOR-OIS

В определенные моменты на значения ставок влияет ликвидность рынка, степень взаимодействия банков между собой и их кредитоспособность, оцениваемая контрагентами. Так, в период мирового кризиса 2008–2009 года банки, понимая, что их контрагент может оказаться неплатежеспособным, сократили объем кредитования, ставки IBOR стали расти. Возьмем для примера динамику спреда LIBOR-OIS. На Рисунке 1 отчетливо видно, что в период кризиса спред существенно вырос.

Данная закономерность приводит к еще одному следствию. Заемщики, кредитные обязательства которых привязаны к ставкам типа IBOR, начинают не только платить за свой кредитный риск в виде маржи к бенчмарку, но и переплачивают за кредитный риск банков, которые участвуют в формировании значений ставки.

В 2009 году финансовые регуляторы Великобритании, Японии, Швейцарии, Евросоюза и США стали расследовать дела о манипулировании значениями межбанковских ставок. В 2011–2012 годах факты манипулирования были доказаны, расследования закончились выписыванием штрафов в отношении крупных банков. Факты манипулирования побудили внести определенные изменения в надзор за LIBOR. В июне 2012-го правительство Великобритании поставило задачу новому руководителю финансового регулятора Соединенного Королевства Мартину Уитли пересмотреть аспекты формиро-

В 2009 ГОДУ ФИНАНСОВЫЕ РЕГУЛЯТОРЫ НАЧАЛИ РАССЛЕДОВАТЬ ДЕЛА О МАНИПУЛИРОВАНИИ ЗНАЧЕНИЯМИ СТАВОК IBOR. ФАКТЫ МАНИПУЛИРОВАНИЯ БЫЛИ ДОКАЗАНЫ

[1] С апреля 2019 ICE Benchmark использует Waterfall методологию при определении ставок LIBOR. Подробнее https://ir.theice.com/press/press-releases/all-categories/2019/04-01-2019-130225158.

вания данных ставок. Результатом такого пересмотра стали смена администратора ставок — его функцию передали от Банковской ассоциации к ICE Benchmark — и отмена ставок, определяемых на неликвидные сроки и валюты. На текущий момент ставки LIBOR определяются так, как было принято при Уитли.

Однако желание перемен у участников рынков и регуляторов не пропало. Было принято решение начать крупнейшую реформу бенчмарков, подыскав более транспарентные и адекватные. Помимо проблемы манипулирования, которую в случае IBOR полностью решить нельзя, есть еще как минимум две причины такого желания.

Вторая причина — изменение структуры финансовых рынков после финансового кризиса конца нулевых. Вот что по этому поводу сказал глава Банка Англии Марк Карни на Форуме рынков 24 мая 2018 года: «LIBOR не идет в ногу с рыночными изменениями. LIBOR создан измерять стоимость краткосрочного необеспеченного фондирования для банков. Но реальность такова, что с момента финансового кризиса LIBOR стал ставкой, которую банки не используют при кредитовании друг друга. Рынки банковского фондирования претерпели огромные изменения. Банки перестали принимать достаточное количество краткосрочных межбанковских депозитов, которые являлись бы здравой основой для расчета LIBOR. В результате LIBOR чрезвычайно зависит от экспертных суждений, а не реальных сделок. Мировые рынки продолжают сильно полагаться на LIBOR — бенчмарк, который может перестать существовать после 2021 года. Данная опора нежелательна и ненадежна».

Третью причину — влияние LIBOR на финансовую стабильность — на том же Форуме обозначил глава Федерального резервного банка Нью-Йорка Уильям Дадли: «Основная проблема LIBOR — это присущая перевернутым пирамидам хрупкость, когда цены финансовых инструментов на сотни триллионов долларов отдаются экспертному суждению, состоящему из небольшого числа индивидов, информированных на основе данных об очень маленьком количестве межбанковских необеспеченных транзакций. Несмотря на попытки улучшения LIBOR в последние годы, которые несомненно дали важные изменения, усилившие администрирование и управление, недостаток рыночной ликвидности на всех сроках и валютах остается проблемой, и здесь нет очевидного решения».На данный момент действует пять консультативных советов по реформе бенчмарков для пяти крупнейших мировых валют: доллара, евро, йены, швейцарского франка и британского фунта. Каждый из них подбирает альтернативу LIBOR-ставке с кредитным риском — безрисковую ставку или около-безрисковую ставку: risk-free rate/near risk-free rate.

ПОКА СИТУАЦИЯ СКЛАДЫВАЕТСЯ ТАКИМ ОБРАЗОМ, ЧТО С 2022 ГОДА ПУБЛИКАЦИЯ СТАВОК LIBOR МОЖЕТ БЫТЬ ПРЕКРАЩЕНА

ДОЛЛАРЫ: SOFR

В 2014 году Совет управляющих ФРС и ФРБ Нью-Йорка создали ARRC (ALTERNATIVE REFERENCE RATES COMMITTEE) — Комитет по альтернативной референсной ставке (КАРС). Сейчас в него входят представители организаций-основателей, а также банков, страховых компаний и крупных нефинансовых эмитентов. Целью его создания стали поиск и разработка альтернативной ставки, которая заменит долларовый LIBOR.

Цель была достигнута в 2017 году. ARRC выбрал SOFR ставкой, которая заменит LIBOR и будет использоваться во всех контрактах. SOFR (Secured Overnight Financing Rate) — широкая мера стоимости заимствования денежных средств овернайт, обеспеченная государственными облигациями США. Значение ставки SOFR учитывает все сделки РЕПО (двухсторонние и трехсторонние), обеспеченными государственными облигациями США. Данные по сделкам собирает Bank of New York Mellon и Fixed Income Clearing Corporation — дочерняя компания американского депозитария DTCC. Затем ФРБ Нью-Йорка рассчитывает и публикует SOFR — медианную ставку с учетом объема сделок, прошедших на рынках РЕПО.

За февраль — май 2019 года среднедневной объем сделок РЕПО, на основе которых рассчитывается SOFR, находился стабильно выше $930 млрд. Точного объема транзакций, служащих для расчета LIBOR в долларах, нет; по оценкам ФРС США, ежедневный объем трехмесячного заимствования составляет $500 млн, то есть в 1860 раз меньше рынка транзакций SOFR. Это не мешает LIBOR создавать индустрию финансовых контрактов на $200 трлн!

Несмотря на то что замена для долларового LIBOR найдена, Комитет продолжает работать. Теперь у него новые цели: разработка детализированных шагов и стимулирование перехода с USD LIBOR на SOFR. Комитет создал 10 рабочих групп, каждой из которых вменено решение

конкретных задач (вопросы бухгалтерского учета плавающих ставок, плавающие ставки на рынке секьюритизации, срочные биржевые и внебиржевые сделки с LIBOR, банковские займы с LIBOR).

Внедрение SOFR как бенчмарка может со временем привести к тому, что Совет управляющих ФРС будет определять не цель по ставке федеральных фондов, а цель по ставке SOFR. Объем ежедневных сделок в США на рынке однодневного необеспеченного кредитования в долларах — то есть федеральных фондов — составляет в среднем $70 млрд (на основе данных января —марта 2019 года), что в 13 раз меньше обеспеченной ставки SOFR.

По сравнению с данными за 1-е полугодие 2017 года объем сделок на SOFR за два года вырос на $180 млрд, и эта ставка остается главной ставкой денежного рынка США (Рисунок 3).

ФУНТЫ: SONIA

В Великобритании за реформу отвечает Рабочая группа по безрисковой фунтовой референсной ставке, образованная Банком Англии в 2015 году. Рабочая группа не стала создавать новую ставку, она рекомендовала в 2017 году использовать в качестве замены GBP LIBOR ставку SONIA (Sterling Overnight Index Average). Ставка была создана еще в 1997 году.

В 2018 году были проведены реформы SONIA для более корректного и полного расчета и соответствия лучшим практикам IOSCO (Международной организации комиссий по ценным бумагам). Банк Англии стал администратором данной ставки, заменив Wholesale Market Brokers Association. SONIA стала учитывать необеспеченные двухсторонние овернайт-сделки. Она стала рассчитываться как средневзвешенная по объему с исключением экстремальных значений (самых высоких и низких значений выборки). Было также изменено время публикации этой ставки.

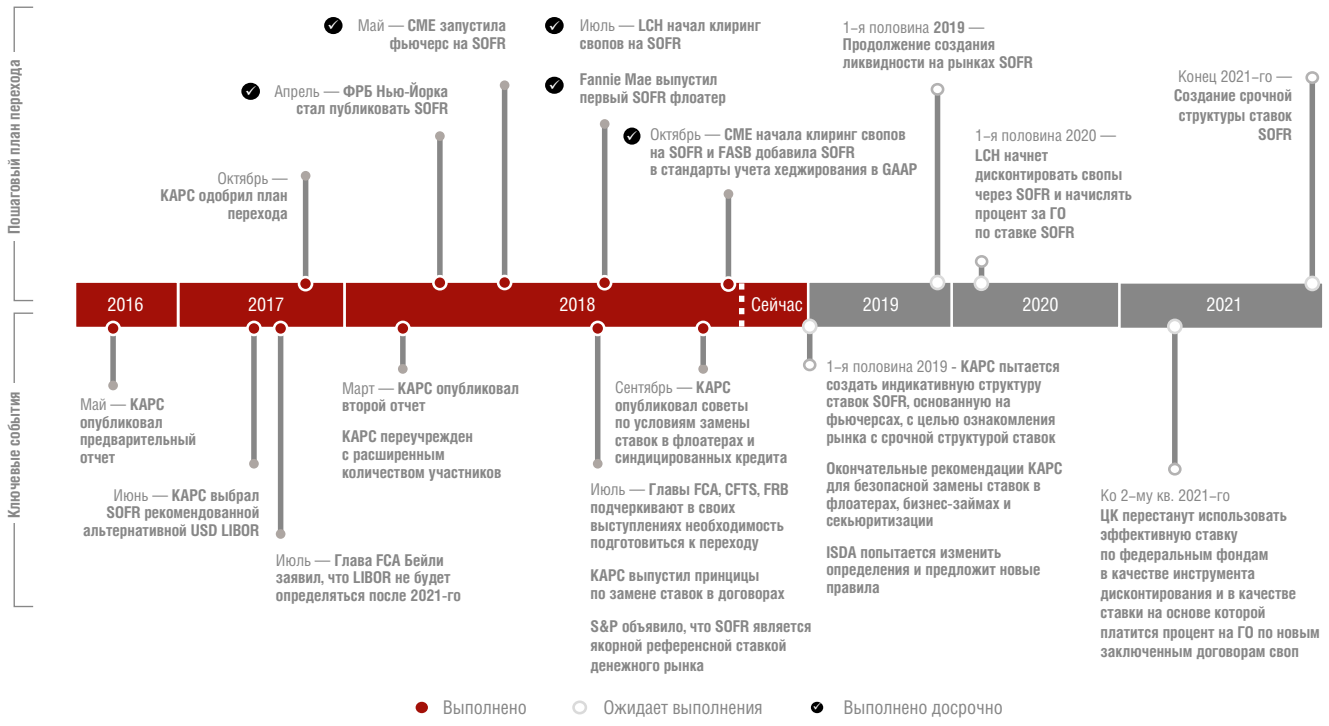
ШВЕЙЦАРСКИЕ ФРАНКИ: SARON

В Швейцарии в 2013 году была образована Национальная рабочая группа по референсным ставкам в швейцарских франках, которая курируется Национальным банком Швейцарии. В 2017 году Рабочая группа рекомендовала ставку SARON как альтернативу CHF LIBOR и создала две рабочие подгруппы для создания необходимого «фундамента» для перехода рынков капитала Швейцарии на новую ставку.

SARON (Swiss Average Rate Overnight) — средневзвешенная процентная ставка обеспеченного фондирования в швейцарских франках. Ставка отражает реальные транзакции и котировки по однодневному РЕПО в Швейцарии. Администратором ставки является Швейцарская фондовая биржа. Ставка была создана в 2009 году. Средний дневной объем торгов между 2015-м и 2017 годами составил около 7.5 млрд швейцарских франков.

ВНЕДРЕНИЕ SOFR КАК БЕНЧМАРКА МОЖЕТ ПРИВЕСТИ К ТОМУ, ЧТО ФРС БУДЕТ ОПРЕДЕЛЯТЬ НЕ ЦЕЛЬ ПО СТАВКЕ ФЕДЕРАЛЬНЫХ ФОНДОВ, А ЦЕЛЬ ПО СТАВКЕ SOFR

Рисунок 2
График перехода с долларового LIBOR на SOFR (на 30.01.2019)



Источник: Комитет по альтернативной референсной ставке

МОЖНО ОЖИДАТЬ, ЧТО В 2022 ГОДУ ПОЙДЕТ МАССОВЫЙ «ПАРАД» LIBOR EVENT ПО ОБЛИГАЦИЯМ, КОТОРЫЕ ПРИНЕСУТ ИХ ДЕРЖАТЕЛЯМ ПРОБЛЕМЫ И НЕУДОБСТВА

До 13 июня 2019 года Нацбанк задавал верхнюю и нижнюю границы колебания трехмесячной ставки LIBOR в швейцарских франках, но теперь регулятор ориентируется только на новый бенчмарк SARON и устанавливает границы его колебаний. Швейцария стала первой страной, где регулятор стал использовать новую безрисковую ставку в качестве инструмента своей монетарной политики.

ЯПОНСКИЕ ЙЕНЫ: TONA

В Японии за разработку и переход к безрисковой ставке в японских йенах отвечает Рабочая группа по безрисковой референсной ставке, созданная в 2015 году. В 2016 году Группа вынесла решение, что ставка TONA заменит JPY LIBOR, JPY TIBOR, EUROYEN TIBOR. TONA (Tokyo Overnight Average Rate) — средневзвешенная ставка необеспеченного кредитования овернайт, которая рассчитывается и публикуется Банком Японии по данным брокеров денежного рынка.

ЕВРО: ESTER

Работа по замене и поиску замены трех ставок: EUR LIBOR, EURIBOR[1], EONIA на безрисковую ставку в евро начались позже, чем в других странах. В 2018 году была создана рабочая группа по безрисковой ставке в евро. В том же году она разработала новую ставку ESTER, иногда пишут €STR (euro short-term rate) как новую ставку денежного рынка. ESTER — ставка отражающая стоимость необеспеченного заимствования овернайт для банков в еврозоне. Администратором ставки выступит Европейский Центральный банк. В отличие от других безрисковых ставок ESTER еще не публикуется и не рассчитывается, первая публикация намечена на октябрь 2019 года. Пока была опубликована лишь pre-ESTER — ставка, рассчитанная на основе данных и по методологии, которая будет использоваться для расчета «реальной» ESTER.

[1] В процессе обсуждения Рабочая группа по безрисковой ставке пришла к выводу, что нужно реформировать правила определения ставок EURIBOR, но не отказываться от данных ставок. https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/benchmark_rates_qa.en.html.

ОБЛИГАЦИИ С НОВЫМИ СТАВКАМИ

Первый выпуск FRN облигаций на основе безрисковой ставки провел Европейский инвестиционный банк в июне 2018-го. Это 5-летний выпуск на 1 млрд фунтов, процентная ставка зависит от SONIA+0.35%.

Далее последовали выпуски от американского государственного агентства Fannie Mae, которое обычно выпускает флоатеры с привязкой к USD LIBOR. Оно выпустило 3 долларовых выпуска с привязкой к SOFR в июле 2018-го.

Потом новые выпуски на SOFR и SONIA стали появляться несколько раз в месяц. За год более 40 эмитентов выпускали флоатеры в новых ставках. Пока в авангарде размещений флоатеров на безрисковых ставках присутствуют крупные мировые банки и международные организации, нефинансовый сектор продолжает выпускать в IBOR. На конец июня 2019 года общий суммарный объем SOFR-выпусков превышает $136 млрд[2], SONIA-облигации выпущены на 25.9 млрд фунтов[3].

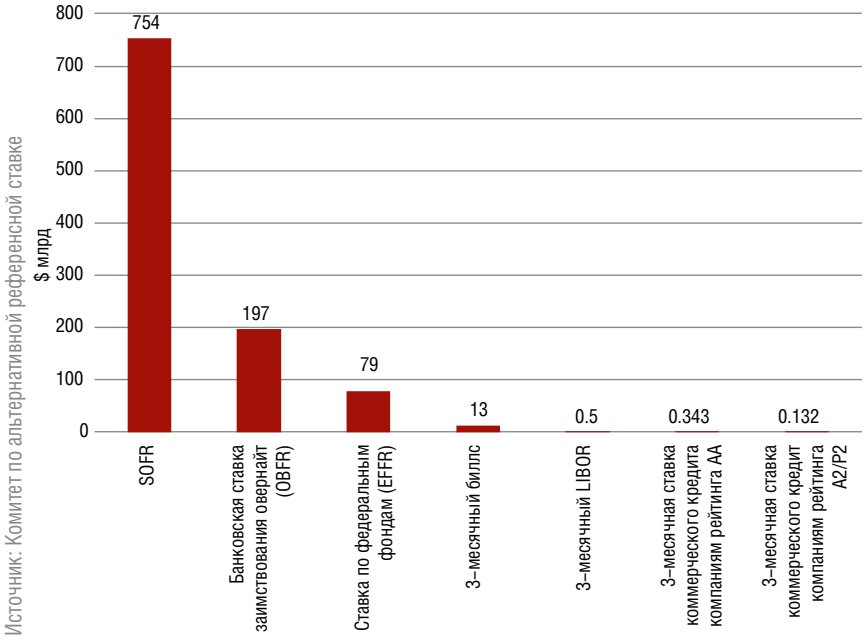
Особенностью флоатеров на основе новых ставок является то, что определение (ресеттинг) текущей ставки купона в каждом выпуске происходит по-разному, в отличие от «классических» LIBOR-выпусков.

Давайте сравним определение ставок LIBOR-флоатеров и флоатеров с привязкой к безрисковым ставкам.

[2] https://www.cmegroup.com/trading/interest-rates/secured-overnight-financing-rate-futures.html.

[3] Cbonds.ru.

Рисунок 3
Дневные объемы сделок на денежном рынке США, 1-е полугодие 2017 года



Источник: Комитет по альтернативной референсной ставке

Долларовый LIBOR-флоатер фиксируется обычно за два рабочих дня до даты начала нового купона, после чего данная ставка вместе с прибавленной маржой действует в течение купонного периода и НКД по облигации растет линейно. Если говорить о трехмесячных флоатерах, то выплата купона и ресеттинг происходят раз в 3 месяца.

С инструментами на SOFR и SONIA все происходит по-другому. Здесь периодичность выплаты купона не соответствует периодичности установки купона. Ресеттинг купона происходит ежедневно на основе значения бенчмарка вчера или пару дней назад. То есть каждый день значение текущей купонной ставки меняется, НКД при этом растет ступенчато. Это происходит из-за того, что новые бенчмарки отражают фактическую стоимость заимствования, у них нет временной структуры ставок, как у LIBOR, для которого доступны 7 сроков. Это создает трудности для эмитента и инвестора, обе стороны не знают конечного размера купонного платежа.

Флоатеры на безрисковых ставках напоминают работу КОБР Банка России. В КОБР установление ставки происходит каждый день, бенчмарком является ключевая ставка, выплата купона — 1 раз в 3 месяца. Так как ключевая ставка меняется периодически, а не каждый день, большую часть времени ставка по текущей купону остается неизменной. Но если в период обращения выпуска КОБР ЦБ РФ поменяет ключевую ставку, текущая ставка купона меняется, при этом НКД будет являться суммой значений ключевой ставки на каждый день в течение купонного периода.

Примечательно, что в 16 выпусках на основе безрисковых ставок, которые проанализировала финансовая компания CLARUS, применяется 6 разных конвенций (правил) определения ставки и периодов локаута.

Похоже, рынок еще не составил общее правило определения ставки в подобных облигациях. Это создает сложности для участников рынка, ведь при разных конвенциях и одинаковых кредитных рисках эмитента будет сложно сравнивать облигации между собой. С другой стороны, рынок сейчас только в самом начале, и первые ошибки позволят избежать будущих. Теперь купонная ставка по новым флоатерам не зависит от кредитного риска банка, который принимает участие в расчете LIBOR, а также отражает практически ежедневно процентную ставку, соответствующую текущему значению на финансовом рынке.

Таблица 1
Сравнение безрисковых ставок

Юрисдикция	Рабочая группа	Предложенная альтернативная безрисковая ставка	Администратор ставки	Обеспеченная/ необеспеченная
Великобритания	Рабочая группа по безрисковой фунтовой референсной ставке	Измененная Sterling Overnight Index Average (SONIA)	Банк Англии	Необеспеченная
США	Комитет по альтернативной референсной ставке	Secured Onvernight Financing Rate (SOFR)	ФРБ Нью-Йорка	Обеспеченная
Европа	Рабочая группа по безрисковой ставке в евро	Euro Short–Term rate (ESTER)	ЕЦБ	Необеспеченная
Швейцария	Национальная рабочая группа по референсной ставке в CHF	Swiss Average Rate Overnight (SARON)	Швейцарская биржа	Обеспеченная
Япония	Рабочая группа по безрисковой референсной ставке	Tokyo Overnight Average Rate (TONA)	Банк Японии	Необеспеченная

ИНСТРУМЕНТЫ СРОЧНЫХ СДЕЛОК

LIBOR активно используется в срочных сделках: свопы, фьючерсы, опционы на свопы и так далее. Уход от LIBOR невозможен без создания срочных инструментов, где базисным активом выступает безрисковая ставка. Финансовая индустрия активно развивает новые инструменты и спешит вывести их на рынки.

В декабре 2017 года биржа ICE запустила фьючерсы на SONIA, а в октябре 2018-го — фьючерсы на SOFR. В мае 2018 года произошел листинг 1-месячного и 3-месячного фьючерса на SOFR на бирже CME. В октябре 2018 года CME начала торговлю фьючерсами на SONIA. По данным обеих бирж, объем открытых позиций и средний дневной объем растут каждый месяц. Например, средний объем открытых позиций на SOFR в мае 2019 года на бирже CME составил 167 866 контрактов против 10 673 в мае 2018 года.

В октябре 2018 года группа CME стала первой в мире площадкой, начавшей регулярный клиринг внебиржевых свопов на SOFR, максимальная продолжительность контракта составляет 30 лет. Условия контракта позволяют обмениваться фиксированными платежами взамен SOFR, а также платежами по долларовому LIBOR против SOFR и эффективной ставке по федеральным фондам (EFFR) против SOFR.

В октябре 2017-го клиринговая площадка LCH стала проводить клиринг процентных свопов на SARON. Биржа EUREX первой запустила торги фьючерсом на SARON в 2018 году.

По данным ISDA , общий номинальный объем торгов процентными деривативами на безрисковые ставки за 9 месяцев 2018 года составил $6 трлн, или в относительном выражении 3.3% всех процентных деривативов. Количество сделок составило 5667 — 0.6% всех сделок. Наибольший объем торгов у SONIA — $5.9 трлн и 5430 сделок. Оставшиеся $100 млрд и 232 сделки были осуществлены на SOFR, SARON и TONA деривативах.

ПОСЛЕ 2021 ГОДА В ОБРАЩЕНИИ ОСТАНУТСЯ 42 СИНДИЦИРОВАННЫХ И ДВУХСТОРОННИХ КРЕДИТА, ПРИВЯЗАННЫХ К IBOR, ПРЕДОСТАВЛЕННЫХ РОССИЙСКИМ ЭМИТЕНТАМ

Эмитент	Дата выпуска	Ставка купона	Срок (лет)	Объем выпуска	Определение процентной ставки	Периодичность выплаты	Дата ресеттинга	Период локаута
European Investment Bank	29.06.2018	SONIA+0.35	5.0	GBP 1 млрд	Сложный процент	Ежеквартальная	t–5	нет данных
Fannie Mae	30.07.2018	SOFR+0.08	0.5	$2.5 млрд	Среднее арифметическое	Ежеквартальная	t–1	4 дня
World Bank	21.08.2018	SOFR+0.22	2.0	$1 млрд	Среднее арифметическое	Ежеквартальная	t–1	4 дня
Crédit Suissse	21.08.2018	SOFR+0.35	0.5	$1 млрд		Ежемесячная	t–1	нет данных
Barclays	22.08.2018	SOFR+0.35	0.3	$525 млн				
Metlife	07.09.2018	SOFR+0.57	2.0	$1 млрд		Ежеквартальная	t–1	4 дня
Lloyds Banking Group	13.09.2018	SONIA+0.43	3.0	GBP 750 млн	Среднее арифметическое	Ежеквартальная	t–5	нет данных
Santander	20.09.2018	SONIA+0.43	3.0	GBP 1 млрд	Сложный процент	Ежеквартальная	t–5	нет данных
TB&T	20.09.2018	SOFR*(0.67)+0.43	13.5	$107.3 млн				
Wells Fargo	21.09.2018	SOFR+0.35	1.0	$125 млн		Ежемесячная	t–1	нет данных
Wells Fargo	25.09.2018	SOFR+0.48	1.5	$1 млрд		Ежеквартальная	t–1	2 дня
World Bank	04.10.2018	SONIA+0.24	5.0	GBP 1.25 млрд		Ежеквартальная	t–5	нет данных
Crédit Suissse	05.10.2018	SOFR+0.38	1.0	$271 млн	Сложный процент	Ежемесячная	t–1	нет данных
JP Morgan Chase	19.10.2018	SOFR+0.55	2.0	$800 млн		Ежеквартальная	t–1	2 дня
Fannie Mae	30.10.2018	SOFR+0.04	0.5	$2 млрд		Ежеквартальная	t–1	2 дня
LBBW	31.10.2018	SOFR+0.27	1.0	$12 млн		Ежеквартальная	t–2	4 дня

Источник: Крис Барнс, Clarus

Таблица 2
Сравнение условий определения купонной ставки выпусков облигаций на SOFR и SONIA

НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ В СЕГМЕНТЕ ПРОЦЕНТНЫХ СВОПОВ 97% СДЕЛОК ПРИВЯЗАНЫ К LIBOR (СДЕЛКИ В ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЕ) И MOSPRIME (СДЕЛКИ В РУБЛЯХ)

О ПЕРЕХОДЕ РЫНКА НА НОВЫЕ СТАВКИ

Пока ситуация складывается таким образом, что с 2022 года может быть прекращена публикация ставок LIBOR. Регуляторы не гарантируют, что в 2022 году будет достаточное количество банков — участников LIBOR. Все рабочие группы и участники рынка работают над тем, чтобы полный переход на альтернативные ставки не привел к убыткам. Ведь прекращение публикации ставки LIBOR означает полную бесполезность свопов, опционов на ее основе, кредитов, облигаций. Неверные шаги в реформе могут привести к тому, что в LIBOR-инструментах будет постепенно пропадать ликвидность по мере приближения 2022 года.

Некоторые рабочие группы и участники рынка, например ISDA, готовят предварительные варианты отхода от IBOR и ответы на частые вопросы рынка (IBOR fallback). Варианты «отступления» обычно публикуются в эмиссионных документах новых облигаций с привязкой к LIBOR, которые до сих пор активно выпускаются в мире.

Например, в проспекте субординированных облигаций, размещенных 11 февраля 2019 года F.N.B. Corporation, 4.95% 14feb2029, USD[1], которые с 2024 года будут платить купон по ставке, равной 3M USD LIBOR+2.4%, сказано, что неопределенность по расчету LIBOR и потенциальное прекращение публикации ставки после 2021 года могут оказать неблагоприятное влияние на стоимости субординированных облигаций. Если эмитент решит, что LIBOR перестал быть постоянно доступен или не считается подходящим бенчмарком для облигации, то F.N.B. письменно уведомит калькуляционного агента о наступлении «LIBOR-события» (LIBOR Event) и по команде эмитента агент заменит LIBOR альтернативной ставкой, которая будет соответствовать рыночным практикам по замене LIBOR. Переход на альтернативную ставку также приведет к изменению спреда и условий ресеттинга ставки. Если эмитент не сможет найти подходящую альтернативную ставку, то он наймет независимого финансового советника, который должен будет проделать эту работу за него.

В отчете Комитета по альтернативной референсной ставке (ARRC) за 2018 год приводится оценка: после 2021 года в обращении останется 18% инструментов, которые используют USD LIBOR на общую сумму $35.8 трлн! Из них облигаций в обращении с привязкой к USD LIBOR останется на сумму $288 млрд. А ведь это сотни облигаций, которые размещались публично и частно.

Можно ожидать, что в 2022 году пойдет массовый «парад» LIBOR Event по облигациям, которые принесут их держателям проблемы и неудобства, связанные с оценкой портфеля и планированием дохода, а также потенциальное ухудшение ликвидности.

Мы уже знаем, какие ставки будут альтернативными. Например, все USD LIBOR бонды заменятся SOFR, вряд ли эмитенты и финансовые советники начнут использовать какую-то другую ставку. Вопрос остается лишь в условиях определения ставки (порядок ресеттинга) и какая будет установлена маржа к новому бенчмарку в каждом бонде. Рекомендации по оговоркам, касающиеся замены USD LIBOR на SOFR, были опубликованы Комитетом по альтерна-

[1] http://cbonds.ru/emissions/issue/503077.

тивной референсной ставке для облигаций, синдикаций и секьюритизаций.

Ожидается, что в конце 2019 года комитет МСФО опубликует финальные правки, затрагивающие учет хеджирования, который будет находиться под влиянием IBOR-реформы, в стандарт МСФО 9 «Финансовые инструменты».

В процессе подготовки статьи произошло важное событие: первый в мире эмитент поменял ставку по обращающейся облигации с LIBOR на безрисковую ставку. 12 июня 2019 года компания Abp Finance PLC — SPV британского портового оператора Associated British Ports — получила одобрение владельцев десятилетних облигаций с погашением 26 декабря 2022 года на замену трехмесячной ставки LIBOR на SONIA. Юридическим консультантом выступил Linklaters. Согласно новым условиям в эмиссионном документе процентная ставка LIBOR + 2.5% действовала до даты окончания купона 26 июня 2019 года, с нового купонного периода процентная ставка в выпуске стала зависеть от ежедневно капитализированного значения SONIA + 2.648%.

IBOR в РФ

Банк России в своем информационно-аналитическом материале «Обзор рисков финансовых рынков» за февраль 2019 года посвятил несколько страниц реформе LIBOR. В нем он указал, что занимается разработкой мер по минимизации рисков установления и пересмотра корректной цены действующих финансовых контрактов, привязанных к ставке LIBOR, наряду с другими центробанками, рабочими группами и регуляторами. Банк России считает, что «в целом переход к альтернативным ставкам и полный отказ от LIBOR и иных аналогичных ставок будут происходить плавно и постепенно».

КОММЕНТАРИЙ

Евгений ГОЛОВИН, начальник управления развития продуктов и услуг денежного рынка, Московская биржа

Появление на денежном рынке такого инструмента, как клиринговый сертификат участия (КСУ), позволило Московской бирже создать индикатор безрисковой стоимости обеспеченных денег — ставку RUSFAR (Russian Secured Funding Average Rate).

Американская ставка SOFR рассчитывается на основании реальных сделок репо, что создает некоторое сходство с российским RUSFAR. В России мы также наблюдаем растущий интерес к risk free индикаторам, поэтому решили создать подобный индикатор.

Многие российские индикаторы определяются на основании котировок, которые не обязывают участников к заключению сделок. Кроме того, список банков, которые формируют эти индикаторы, очень ограничен, и индикаторы в значительной степени учитывают риск контрагента. В тех индикаторах, которые рассчитываются по котировкам репо, существенное влияние на ставку оказывает внутренняя стоимость заимствования ценной бумаги, передаваемой по сделкам репо.

В ставке RUSFAR отсутствуют эти недостатки, при ее создании учитывался мировой опыт. Ставка RUSFAR рассчитывается на основании сделок и твердых котировок, подаваемых в торговую систему биржи всеми участниками денежного рынка по единой методике, схожей с методикой определения валютного фиксинга, а контрагентский риск нивелируется центральным контрагентом (НКЦ).

В мае этого года Московская биржа допустила к торгам 12 фьючерсных контрактов на среднемесячную ставку RUSFAR с исполнением каждый месяц и процентные своп-контракты (Overnight Index Swap, OIS) на ставку RUSFAR сроком исполнения до года на рынке СПФИ. Мы очень рассчитываем, что данный инструмент будет востребован на российском рынке как бенчмарк безрисковой стоимости обеспеченных денег и найдет очень широкое применение.

Таблица 3
Ожидаемый объем активов, привязанных к USD LIBOR

Класс	Инструмент	Объем ($ трлн)	Доля погашаемая			
			Конец 2021	Конец 2025	После 2030	После 2040
Внебиржевые деривативы	IRS	81	66%	88%	7%	5%
	FRA	34	100%	100%	0%	0%
	Опционы на процентные ставки	12	65%	68%	5%	5%
	CCS	18	88%	93%	2%	0%
Биржевые деривативы	Опционы на процентные ставки	34	99%	100%	0%	0%
	Фьючерсы на процентные ставки	11	99%	100%	0%	0%
Бизнес-займы	Синдицированные кредиты	1.5	83%	100%	0%	0%
	Несиндицированные кредиты	0.8	86%	97%	1%	0%
	Несиндицированные кредиты/Коммерческая ипотека	1.1	83%	94%	4%	2%
Потребительские кредиты	Ипотечные кредиты	1.2	57%	82%	7%	1%
	Прочие потребительские кредиты	0.1	---	---	---	---
Облигации	Облигации с плавающей/переменной процентной ставкой	1.8	84%	93%	6%	3%
Секьюритизация	MBS	1	57%	81%	7%	1%
	CLO	0.4	26%	72%	5%	0%
	ABS	0.2	55%	78%	10%	2%
	CDO	0.2	48%	73%	10%	2%
Итого		**198**	**82%**	**92%**	**4%**	**2%**

Источник: Комитет по альтернативной референсной ставке

Банк России также приводит статистику по российскому рынку деривативов. «В сегменте валютно-процентных свопов с плавающей процентной ставкой открытая позиция по контрактам (по стоимостному объему), привязанным к ставке LIBOR, по итогам февраля 2019 года составила $35 млрд. Открытая позиция по контрактам, привязанным к LIBOR, с погашением после 2021 года составляет $5.5 млрд, или 16%.

На российском рынке в сегменте процентных свопов 97% сделок (по открытой позиции) привязаны к LIBOR (сделки в иностранной валюте) и Mosprime (сделки в рублях). Причем открытая позиция по LIBOR в конце февраля составляла $73 млрд (70%). Открытая позиция по контрактам с датой погашения после 2021 года составляет $34 млрд (47% от сделок по открытой позиции, ставка по которым привязана к LIBOR). Самый длинный контракт со ставкой LIBOR истекает только в 2034 году».

По данным Cbonds, после 2021 года в обращении останутся 42 синдицированных и двухсторонних кредита, привязанных к IBOR, предоставленных российским эмитентам на сумму, эквивалентную $35 млрд[1]. При подготовке статьи мы попытались взять комментарии у некоторых банков, предоставивших кредиты российским заемщикам, с целью узнать, как поменяются условия по действующим кредитам после 2021 года. Банки отказались комментировать, отметив, что вопрос важный, работа по новым ставкам ведется на юридическом уровне и этап внедрения еще не произошел.

Среди облигаций и еврооблигаций российских эмитентов только две облигации используют в качестве бенчмарка LIBOR. Это долларовые облигации Ямал СПГ серии 01 и 02 на общую сумму $2.3 млрд[2]. У них ставка определяется на основании выбора наибольшего значения между значениями LIBOR плюс маржа и инфляции в США плюс маржа.

Важный шаг для российского рынка безрисковых ставок сделала Московская биржа. 18 апреля 2019 года она представила новый индикатор денежного рынка — ставку RUSFAR (Russian Secured Funding Average Rate), отражающую стоимость обеспеченных денег и рассчитывающуюся на базе самого ликвидного сегмента российского денежного рынка — репо с центральным контрагентом (ЦК) с клиринговыми сертификатами участия (КСУ).

Ставка RUSFAR рассчитывается ежедневно на основании заявок и сделок репо с КСУ, заключенных в период с 11:30 до 12:30 мск. RUSFAR рассчитывается сроком на один день, одну неделю, две недели, один месяц, два месяца, три месяца; это позволяет построить кривую стоимости обеспеченных денег. Маркет-мейкеры поддерживают котировки на рынке репо КСУ, что обеспечивает ее репрезентативность. Объемы операций репо с КСУ в 2018 году составили 46.9 трлн рублей, в первом квартале 2019 года — 11.1 трлн рублей. Среднедневная открытая позиция по репо с КСУ в 2018 году составила 336 млрд рублей, в первом квартале 2019 года — 1.0 трлн рублей.

13 мая 2019 года Московская биржа начала торги процентными своп-контрактами на RUSFAR, срок исполнения — от трех дней до одного года. Через неделю начали обращаться фьючерсы на RUSFAR.

Вполне вероятно, что в будущем мы увидим рублевые кредиты и облигации, которые будут привязаны к RUSFAR.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

До перехода на альтернативные ставки остается 9 кварталов. Пока мы видим неопределенность и неуверенность рынка в переходном этапе. За оставшееся время рабочие группы должны успеть дать необходимые точные ответы, касающиеся смены бенчмарков в действующих контрактах. Эмитенты, кредиторы, контрагенты подготовят планы действий по замене ставок в контрактах. Участники рынка приступят к массовому выпуску альтернативных флоатеров, в которых будет единообразный подход к определению и расчету ставки купона. На срочном рынке продолжится появление новых биржевых и внебиржевых инструментов, в основе которых заложены безрисковые ставки, и доля торговли ими станет значительной. Предлагаем российским участникам рынка следить за данным процессом, подготовиться к изменениям, а также подумать о том устраивают ли их рублевые бенчмарки денежного рынка и новый бенчмарк RUSFAR. Cbonds также продолжит наблюдать за одной из главных финансовых реформ этого десятилетия и будет держать в курсе последних нововведений своих читателей.

МОСКОВСКАЯ БИРЖА СДЕЛАЛА ВАЖНЫЙ ШАГ ДЛЯ РОССИЙСКОГО РЫНКА БЕЗРИСКОВЫХ СТАВОК, ПРЕДСТАВИВ НОВЫЙ ИНДИКАТОР ДЕНЕЖНОГО РЫНКА — RUSFAR

[1] Loans.cbonds.info на 30 июня 2019 года.

[2] Cbonds.ru на 30 июня 2019 года.

5 ВЫПУСК БИРЖЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

СОЛИД ЛИЗИНГ

ОРГАНИЗАТОР ВЫПУСКА:

ЦЕРИХ
Новые технологии дохода

8 495 737-64-93

www.zerich.com

1995	AA+.iv	ruBBB+
Год основания инвестиционной компании	Очень высокий рейтинг надежности от НРА	Рейтинг кредитоспособности «Эксперт» (RAEX)

Лицензии ФКЦБ России без ограничения срока действия на осуществление брокерской деятельности N045-03996-100000 от 21.12.2000 года; на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами N045-04091-001000 от 21.12.2000 года; на осуществление депозитарной деятельности N045-04359-000100 от 27.12.2000 года; на осуществление дилерской деятельности N045-04046-010000 от 21.12.2000 года;

Пятый выпуск биржевых облигаций ООО "Солид-Лизинг" (ОГРН 1047796977392). Источник информации, подлежащей раскрытию: https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=37460

Реклама