

БУДУЩЕЕ ЗА НОВЫМИ ФИНАНСОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

АНДРЕЙ АКСЕНОВ,

заместитель начальника управления
регулирования рынка ценных бумаг
Департамента по ценным бумагам Минфина

Министерство финансов на постоянной основе ведет работу по развитию финансового рынка и, в частности, сегмента ценных бумаг как одного из основных его составляющих. Среди прочего внедряются новые инструменты, позволяющие инвесторам найти наиболее оптимальные варианты для вложения свободных ресурсов, а компаниям – получить заемные средства на приемлемых условиях. В этой связи полагаем, что в нашей стране может получить популярность механизм STRIPS, законодательную базу под появление которого Минфин планирует разработать в текущем году.

СТРАТЕГИЧЕСКИЕ ЗАДАЧИ

Вопросы функционирования финансового рынка в очередной раз были подняты во время обращения Главы государства с Посланием к белорусскому народу и Национальному собранию 24 апреля 2018 года. Во исполнение полученных по итогам мероприятия поручений Минфином проработан пакет системных мер по эффективному развитию отрасли. В целях их реализации предлагается внесение изменений в Стратегию развития финансового рынка до 2020 года по следующим основным направлениям:

- улучшение институциональной структуры рынка ценных бумаг;
- увеличение предложения на рынке, развитие новых инструментов (видов ценных бумаг, сделок, операций), снятие барьеров по свободному обращению ценных бумаг;
- повышение спроса на ценные бумаги через развитие новых и действующих элементов фондовой инфраструктуры, интеграция современных инфор-

мационных технологий в практику работы фондового рынка, расширение инвесторской базы и степени вовлеченности различных категорий инвесторов в операции, сохранение действующих и внедрение новых мер фискального стимулирования развития отрасли.

Одним из проектов, реализация которого намечена на ближайшее время, является формирование законодательных и регулятивных условий для появления СТРИП-облигаций (STRIPS) – синтетического финансового инструмента, позволяющего раздельно обращаться на рынке купонам и номиналу ценных бумаг.

ПРЕДПОСЫЛКИ ПОЯВЛЕНИЯ

Всегда существует некоторое фундаментальное противоречие между целями и задачами, которые ставят перед собой эмитенты облигаций, с одной стороны, и инвесторы (дилеры, брокеры, банки, фонды, их клиенты) – с другой.

Для компаний, выходящих на рынок с надеждой привлечь на

нем денежные средства, важно реализовать такие программы, которые бы формировали «длинный» долг с возможностью гибкого управления его стоимостью. Поэтому они ориентируются на средне- и долгосрочные облигации с купонными выплатами.

Вместе с тем брокеры, дилеры, банки, институциональные инвесторы готовы генерировать спрос на простые по своей структуре краткосрочные и среднесрочные финансовые инструменты, в частности облигации с дисконтным доходом со сроками обращения до года, от года и до пяти лет. Эти продукты удобны для гибкого управления собственной ликвидностью, формирования гарантированных, диверсифицированных по сроку и стоимости денежных потоков инвестора.

ТЕНДЕНЦИИ РЫНКА

На первоначальном этапе рынок облигаций формировался прежде всего за счет государственных ценных бумаг (ГЦБ).

При этом основной упор делался на выпуск государственных краткосрочных облигаций с дисконтным доходом, номинированных в национальной валюте. Затем эмитент постепенно перешел к реализации долгосрочных облигаций с купонным доходом. При этом валютные ГЦБ постепенно практически вытеснили рублевые.

После введения стимулирующего режима налогообложения развитие сегмента корпоративных «долговых расписок» шло по аналогичному пути.

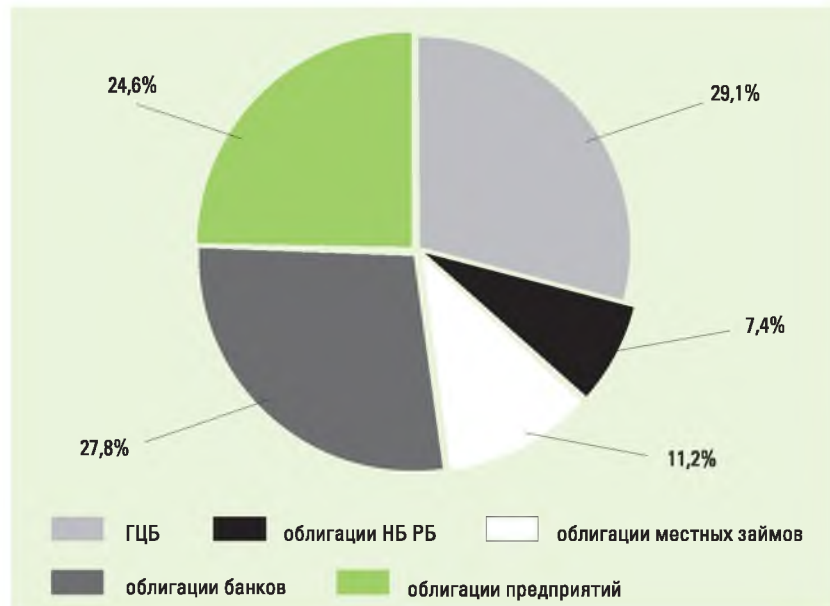
Сегодня долговой рынок представлен облигациями, которые эмитируются банками, предприятиями реального сектора экономики, иными субъектами хозяйствования, органами местной государственной власти, а также Нацбанком и Минфином.

По состоянию на 01.01.2019 общее количество эмитентов облигаций составило 275 субъектов. По сравнению с 01.01.2018 их численность увеличилась на 10,4%. Наибольшие темпы роста продемонстрировал корпоративный сектор, за истекший год увеличившийся на 15,8%.

Общий объем выпусков облигаций по номинальной стоимости достиг 30,6 млрд BYN, в том числе: у банков – 8,5 млрд BYN (+18% по сравнению с 01.01.2018), предприятий – 7,5 млрд BYN (+24,9%), органов местной власти – 3,4 млрд BYN (-4,6%); государственных облигаций – 8,9 млрд BYN (-3,2%), облигаций Нацбанка – 2,3 млрд BYN (-51%).

Изменились показатели валютной структуры объема эмиссии. На 01.01.2019 объем эмиссии облигаций, номинированных в рублях, составил 11,2 млрд BYN,

РИС. 1. СТРУКТУРА ОБЪЕМА ЭМИССИИ ОБЛИГАЦИЙ ПО ИХ ВИДАМ НА 01.01.2019



повысившись на 6,1% относительно уровня на 01.01.2018, в долларах США достиг в эквиваленте 13,3 млрд BYN, в евро – 5,1 млрд BYN, в российских рублях – 931,9 млн BYN.

Отметим, что доля облигаций, номинированных в иностранной валюте, в совокупном объеме эмиссии к началу года сложилась в размере 63,1%.

Тренды во временной структуре за истекший год существенно не изменились. Объем эмиссии облигаций (кроме ценных бумаг Нацбанка и ГЦБ) со сроком обращения до года пусть и увеличился на 15,5%, но на 01.01.2019 сложился в размере только 29,6 млн BYN. Наиболее часто на рынке размещают ценные бумаги сроком обращения от 1 до 5 лет – 7,7 млрд BYN (+18,2%), а также от 5 до 10 лет – 7,6 млрд BYN (+12,4%).

Также все чаще выбор делается в пользу облигаций со сроком обращения более 10 лет. На 01.01.2019 объем их эмиссии составил 4,1 млрд BYN.

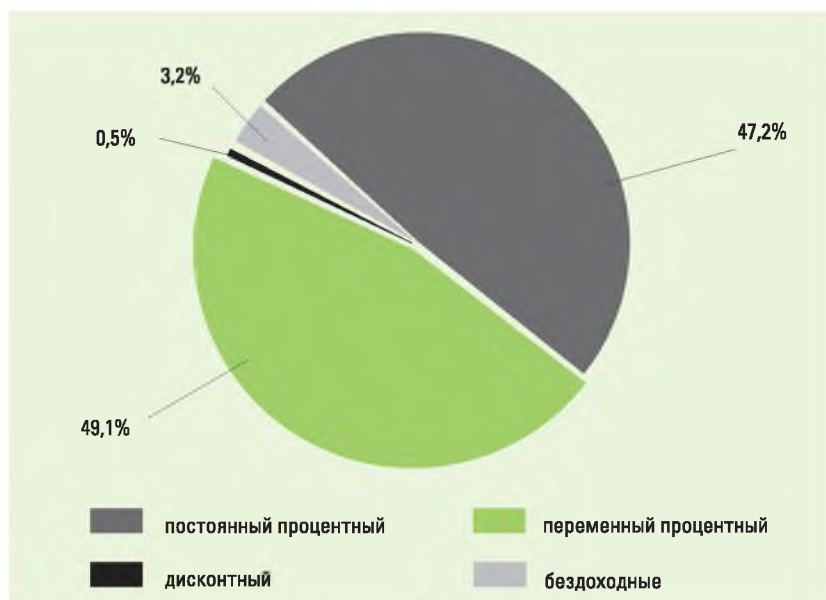
При этом бескупонные долговые облигации практически не обращаются. Выпуски осуществляются в основном на условиях постоянного либо переменного процентного дохода.

Совокупный выпуск облигаций (кроме ГЦБ и облигаций Нацбанка) с постоянным процентным доходом составил на 01.01.2019 9,2 млрд BYN (+1,2% по сравнению с 01.01.2018), а с переменным – 9,5 млрд BYN (+32,9%).

Процентная ставка по облигациям с процентным (купонным) доходом, как правило, привязана к объективно меняющимся экономическим индикаторам (например, ставке рефинансирования).

Наблюдаемые тенденции представляются совершенно предсказуемыми. Но они не в полной мере отвечают интересам всех участников рынка. В конечном итоге политика компаний, направленная на «удлинение» долга, приводит к снижению спроса на облигации со стороны инвесторов.

РИС. 2. СТРУКТУРА ОБЪЕМА ЭМИССИИ ОБЛИГАЦИЙ ПО ВИДУ ДОХОДА НА 01.01.2019



ПОПУЛЯРНОСТЬ STRIPS

Есть ли выход из создавшейся ситуации? Опыт иных финансовых рынков говорит о том, что помочь удовлетворить как эмитентов, так и инвесторов может механизм STRIPS (Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities). Безусловно, он не является единственным в международной практике инструментом по решению подобного рода задач, но, в отличие от иных, сумел получить довольно высокий уровень развития в ряде государств.

Появившийся в начале 1980-х годов механизм является продуктом финансового инжиниринга. STRIPS позволяет, не увеличивая реального объема облигационного долга и не укорачивая для эмитента сроков его обслуживания, производить долгосрочные заимствования, одновременно с этим предлагая участникам рынка пользующиеся повышенным спросом краткосрочные и среднесрочные долговые инструменты. Попу-

лярность предлагаемой схемы также объясняется тем, что она дает возможность оценивать будущие ставки (forward rates), которые становятся более предсказуемыми.

Один из первых рынков стрипования облигаций начал формироваться в Канаде с 1982 года. В настоящий момент необходимые процедуры в этой стране выполняет Канадский депозитарий ценных бумаг (CDS). Наиболее высокие темпы развития инструмента здесь пришлось на 1990-е годы. С 1991 по 1996 год общая номинальная стоимость облигаций, прошедших процедуру стрипования, изменилась с 15,6 до 55,6 млрд USD. Любопытно, что из этой суммы 34% приходилось на облигации правительства Канады. Остальной объем поделили между собой корпоративные и муниципальные долговые бумаги.

Отметим, что на долю стрипованных канадских государственных облигаций в 1996 году приходилось порядка 7% от общего

объема ГЦБ Канады. По состоянию на 30.11.2018 номинальная стоимость облигаций, прошедших соответствующую процедуру, составляла 103,1 млрд USD.

В США программа стрипования была введена в 1985 году.

Во Франции первую сделку разделения купонов и номинала государственных ценных бумаг произвели 23 мая 1991 года. Необходимые процедуры осуществляются через единый центр – Euroclear France.

С середины 1997 года началось раздельное обращение купонов и номинала некоторых государственных облигаций Германии со сроком обращения 10 и 30 лет. В Италии программа STRIPS введена в июле 1998 года, а в Японии такой рынок запущен с 1 января 2003 года.

ОСОБЕННОСТИ ПРОДУКТА

Стрипование представляет собой процесс разделения обычной купонной облигации на составные части: купоны (C-strips) и номинал (P-strips). Стрип, соответствующий чистому номиналу исходной облигации, называется также остаток (residual).

Инициатором процедуры для того или иного выпуска купонных облигаций может выступать эмитент или крупный брокер. В первом случае компания осуществляет стрипование своего выпуска ценных бумаг и самостоятельное размещение продуктов. Далее они начинают обращаться на вторичном рынке.

Во втором случае крупный брокер или банк выкупает весь выпуск купонных облигаций, проводит стрипование и далее действует в соответствии с соб-

ственной стратегией. Отметим, что первоначально механизм возник именно по предложению крупных брокеров. Эмитенты соглашались на него, потому что только в этом случае им гарантировался спрос на облигации.

В некоторых странах, таких как США, Франция, ЮАР, стрипование проводится через единый центр. Эту функцию может также выполнять центральный депозитарий. Новые синтетические долговые инструменты в данном случае хранятся и учитываются в депозитарной системе, а обращаются на рынке как отдельные бескупонные облигации. Однако очень важно понимать, что данные объекты являются облигациями только с функциональной точки зрения. Формально в результате стрипования не происходит эмиссия новых ценных бумаг. Общая сумма выплат остается неизменной и соответствующей условиям выпуска исходной купонной облигации.

Инвестор может приобрести стрипованные облигации в разных формах. В США, ЮАР и некоторых других странах в результате формируются и обращаются объекты, называемые расписками или сертификатами на купонные выплаты. В этом случае говорят об эмиссии производных ценных бумаг.

В Канаде предусмотрены четыре формы стрипов, среди которых наиболее распространенной является запись на счете в депозитарии. Это вполне объяснимо, учитывая доминирующее развитие бездокументарных форм ценных бумаг. То есть на депозитарном счете после необходимых процедур формируются объекты – стрипы с определенной кодировкой, позволяю-

щей осуществлять их однозначную привязку к тому или иному купону исходной облигации (которая не поступает в обращение на рынок).

Остальные способы эмиссии и обращения связаны с документальной (бумажной) формой. В соответствии со стандартами, установленными для них, стрипы представляют собой в буквальном смысле листы бумаги (они могут называться расписками или сертификатами) с четко определенными размерами и информацией, которая на них размещается.

На развитых рынках используется также механизм, когда в один пакет объединяются несколько купонов, но пока нельзя сказать, что он получил достаточно широкое распространение.

В качестве наглядного примера процедуры стрипования можно привести следующую схему. Допустим, компания имеет купонную облигацию со сроком обращения пять лет, ежегодной выплатой купона (общей численностью пять) под 5% годовых, номинальной стоимостью 50 млн USD. Исходя из ставки, можно сделать вывод, что размер каждой купонной выплаты составит 2,5 млн USD.

После разделения на рынок поступят шесть стрипов: один с номиналом 50 млн USD и сроком обращения пять лет и еще пять номиналом по 2,5 млн USD. Сроки обращения каждого из них будут 1 год, 2 года, 3 года, 4 года и 5 лет соответственно. Все шесть стрипов функционально и с точки зрения финансовой математики представляют из себя стандартные дисконтные облигации

(zero-coupon bonds). Принципы и механизмы ценообразования таких финансовых продуктов довольно просты и интуитивно понятны.

ЦЕЛЕСООБРАЗНОСТЬ ИНСТРУМЕНТА

Представляется, что для белорусского рынка облигаций назрела необходимость и целесообразность внедрения данного механизма. Стрипование может оказаться полезным как для Министерства финансов (выступающего эмитентом государственных ценных бумаг), так и крупных и средних корпоративных заемщиков, включая банки.

Полагаем, инвесторы с оптимизмом воспримут появление новых, простых и понятных по структуре долговых инструментов, имеющих широкую номенклатуру сроков обращения и номиналов. Внедрение программы стрипования позволит крупным заемщикам, не изменяя кардинально свою политику и объемы заимствования, предложить рынку востребованные инструменты. При этом функциональным и технологическим центром внедрения механизма, исходя из мировой практики, мог бы стать Республиканский центральный депозитарий ценных бумаг.

Появление стрипования в Беларуси способствует повышению спроса на облигации, формированию репрезентативных процентных ставок на различные сроки заимствований, в целом придаст импульс долговому рынку.

Министерство финансов планирует в 2019 году начать разработку нормативных правовых актов, создающих условия по внедрению механизма STRIPS. ■