

Шаг в сторону от Plain Vanilla

Дорофеев Дмитрий
Отдел по анализу долговых рынков
ФГ БКС



Текущая ситуация

- Наиболее распространенными долговыми инструментами у российских эмитентов являются обыкновенные облигации типа **bullet**
- **Из более сложных инструментов сейчас представлены:** евробонды с пут/колл-опционами и конвертируемые в акции; на рублевом рынке - флоутеры, ипотечные выпуски, ноты со встроенными опционами и свопами

Основной минус: низкая ликвидность, что ограничивает их привлекательность для инвесторов

Основной плюс: наличие премии за структуру, возможность хеджировать риски (процентный, валютный и т.д.), участие в росте различных активов

- Интересными «не Plain Vanilla» идеями на долговом рынке могут стать:
 - Еврооблигации + RUB CCS
 - Облигации с опционами на различные базовые активы
 - Структурированные субординированные еврооблигации



Еврооблигация + RUB CCS

Расчет рублевой доходности по евробондам в USD на 1 год с ГО=10% по CCS:

$$\frac{\text{YTM евробонда}(\%, \text{USD}) + \text{RUB CCS (1Y=6.0\%)} - \text{USD SWAP (1Y=0.33\%)} + \text{ГО по CCS* МБК о/н (6.0\%)}}{1 + \text{ГО по CCS (\%)}}$$

- Преимущества:
 - **Более высокая рублевая доходность** (на 50-100 бп) по сравнению с обычной рублевой облигацией эмитента
Пример: Russia 17 (YTM 1.75%) + RUB CCS = **7.25% RUB** vs ОФЗ 26206 (YTM 6.65%)
 - Возможность формирования «**длинного**» **рублевого портфеля** (большинство бондов на внутреннем рынке выпускается со сроком обращения до 2 лет)
Пример: АКВНС 15/18 (YTM 10.7%/13.8%) + RUB CCS = **15.4%/18.2% RUB**
- Недостатки:
 - **Необходимость поддержания обеспечения** по валютному свопу: возможный margin call в случае резких движений на валютном рынке и росте ставок CCS
// Риск управляется с помощью контроля над уровнем левериджа

Облигация + опцион

- Преимущества:
 - Возможность формирования разнообразных позиций почти по всем торгуемым активам (акции, commodities, индексы, валюты, и т.д.) через продажу/покупку пут/колл опционов и их различных комбинаций
 - Участие в изменении стоимости базовых активов при частичной или полной защите капитала
- Недостатки:
 - Ограниченная ликвидность
 - Небольшой круг потенциальных инвесторов
 - Рыночный риск, связанный с открытыми позициями по опционам
- Пример продукта с полной защитой капитала:
 - Участие в росте стоимости золота сроком на 3 года с коэф. 120% с риском ТКС Банка или 90% с риском Банка «Русский Стандарт»
 - Участие в росте индекса РТС на 6 месяцев с коэф. 40% с риском ТКС Банка или 29% с риском Банка «Русский Стандарт»



Субординированные евробонды

- **ЦБ РФ может ужесточить правила расчета капитала** банков в 2013 г. В случае принятия проекта о «Расчете собственных средств (капитала) в соответствии с Базелем III» изменится подход к учету субординированного долга в капитале
- **Суборды должны будут иметь опцию конвертации** в акционерный капитал или возможность **списания на обесценение** для пополнения капитала
- Бессрочные субординированные инструменты будут учитываться в добавочном капитале или капитале 2-го уровня
- Выпущенные до введения новых правил суборды останутся в капитале 2-го уровня, но постепенно будут амортизироваться (дисконт 10%)



Субординированные евробонды

Последствия и торговые идеи:

- **Рост предложения новых гибридных инструментов** с необычной для российских эмитентов структурой и повышенной доходностью
→ **сужение премий** по мере развития рынка **по уже выпущенным инструментам**

Первый опыт: **вечные еврооблигации VTB PERP (Tier 1) и GPBRU PERP (Tier 2)**

- **Отсутствие необходимости размещать «классические» субординированные еврооблигации** типа bullet или со встроенным колл-опционом
→ **сужение премий обращающихся классических субординированных евробондов** к старшему долгу в условиях ограниченного предложения

Повышенную премию на данный момент предлагают:

- Старые субординированные выпуски **VTBNW 15, BKMOSC 15, BKMOSC 17** и **ALFARU 17**
- Размещенные осенью евробонды частных банков: **RUSB 18, АКВНС 18, PROMBK 19, STPETE 18** и **HCFBRU 20**

Спасибо!

