Воробьева Зоя Александровна. Финансовый инжиниринг на рынке корпоративных облигаций : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2004 305 c. РГБ ОД, 61:05-8/1177

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава I. Теоретические основы финансового инжиниринга на рынке облигаций 11

1.1. Финансовый инжиниринг на рынке облигаций: содержание и методы 11

1.2. Продукты финансового инжиниринга 36

Глава II. Практика использования финансового инжиниринга для развития российского рынка корпоративных облигаций 69

2.1 Финансовый инжиниринг на рынке корпоративных облигаций: ретроспективный анализ 69

2.2. Перспективы финансового инжиниринга: прогноз развития его продуктов на рынке корпоративных облигаций 104

Глава III. Методика финансового инжиниринга при конструировании облигационных займов российских эмитентов 119

3.1. Использование основных концепций финансового инжиниринга при конструировании общих параметров займов 120

3.2. Определение специфических параметров выпусков и создание пакетных продуктов на основе облигаций 148

Заключение 160

Библиографический список литературы 169

Приложения 183

**Введение к работе**

Финансовые рынки инновационны по своей природе. Финансовых инноваций требует и современная экономика, подверженная высоким рискам, постоянно обновляющая свой продуктовый и технологический базис. Усиление волатильности и открытости финансовых рынков в 70-е - 80-е годы двадцатого века, устойчивый рост объемов денежных ресурсов, поступающих на них, насыщение хозяйственного оборота финансовыми активами, обострение конкуренции за инвестиции, - все эти факторы привели к тому, что финансовый инжиниринг стал фундаментальной составляющей бизнеса на современном рынке ценных бумаг.

Конструирование новых финансовых продуктов, соответствующих уникальным потребностям клиентов в доходности, ликвидности и управлении рисками, является сейчас ключевым элементом, обеспечивающим перераспределение фондовым рынком денежных ресурсов на цели инвестирования.

Особенное значение приобретает способность отрасли ценных бумаг к финансовому инжинирингу в отечественной практике. Переходный характер российской экономики, ее высокие риски при дефиците инвестиций и проблемном финансовом секторе предполагают, что финансовый инжиниринг должен сопровождать каждый шаг по развитию рынка ценных бумаг, усилению его инвестиционного потенциала, введению на рынок новых финансовых продуктов.

Вместе с тем нет единства в понимании содержания, инструментария и методов финансового инжиниринга. Отсутствуют общепризнанные методики финансового инжиниринга, которые позволили бы использовать его в фондовом бизнесе и в развитии регулятивной инфраструктуры российского рынка ценных бумаг.

Международные исследования в этой области ориентированы скорее на решение частных проблем, а не на формирование строгой системы с четким и логически выстроенным понятийным аппаратом. В отечественных публикациях тема финансового инжиниринга не разработана.

**Актуальность темы.**

Особое значение имеет исследование проблем финансового инжиниринга на российском рынке корпоративных облигаций, что обусловлено такими факторами, как:

дефицит источников и недостаточный уровень развития инструментария долгосрочного финансирования модернизации экономики; преобладание концентрированной структуры собственности и экономический интерес мажоритарных акционеров к долговым инструментам, выпуск которых не приводит к размыванию структуры корпоративного контроля;

высокий кредитный, валютный и процентный риски российских эмитентов при низкой ликвидности их долговых продуктов; низкий уровень развития российского рынка деривативов, не позволяющий в полной мере использовать методы финансового инжиниринга в российской практике;

возрастающая необходимость точного учета разнообразных потребностей эмитентов и инвесторов, создания финансовых продуктов, максимально адекватных структуре их денежных потоков и обладающих оптимальным соотношением риска, доходности и ликвидности; волатильная природа российского бизнеса (совмещение российскими эмитентами выпуска долговых продуктов с реструктуризацией бизнеса и акционерных капиталов, венчурными проектами и реализацией стратегий повышения капитализации компаний на публичном рынке ценных бумаг).

**Ограничения на предметную область исследования.**

За рамками диссертационной работы оставлен анализ выпуска и обращения ипотечных ценных бумаг и других секьюритизированных активов, являющихся особым сегментом фондового рынка, требующим отдельного исследования.

**Цель и задачи исследования.**

**Целью исследования**является разработка прогноза развития и методики финансового инжиниринга на российском рынке корпоративных облигаций. Для достижения поставленной цели решаются следующие задачи:

уточнить и дополнить понятийный аппарат финансового инжиниринга (его содержание, основные инструменты и методы, продукты), системно представить инжиниринговый процесс с позиции целостности его применения для конструирования выпусков облигаций

разработать типологию инноваций на рынке облигаций в соответствии с примененными для их конструирования методами и инструментами финансового инжиниринга, раскрыть причины их возникновения;

дать характеристику и обобщить практику применения финансового инжиниринга для конструирования облигаций на примере России, США и рынков ряда стран СНГ;

определить среднесрочные тенденции развития продуктов финансового инжиниринга на отечественном рынке корпоративных облигаций (на основе оценки перспектив использования методов финансового инжиниринга);

разработать методику финансового инжиниринга для конструирования облигаций российских эмитентов.

Объектом **исследования**является финансовый инжиниринг на рынке облигаций.

**Предметом исследования**- конструирование выпусков облигаций корпоративных эмитентов на основе финансового инжиниринга.

**Теоретической основой исследования**в области финансового инжиниринга послужили работы Л.Галица, Дж.Ф.Маршалла и В.К.Бансала, Дж.Финнерти, Г.Джо. Изучены труды российских и зарубежных ученых, посвященные вопросам

организации эмиссии корпоративных ценных бумаг и их конструированию, среди них такие авторы как: Г.Александер, М.Ю.Алексеев, О.В.Буклемишев, А.Н.Буренин, Р.Брейл, Г.Бэйли, Дж.К.Ван Хорн, Г.Л.Гастино, Л.Дж.Гитман, С.Дас, М.Д.Джонк, Х.М.Ката, Роберт У.Колб, М.П.Крицман, С.Майерс, Я.М.Миркин, Д.М.Михайлов, К.Роджерс, Б.Б.Рубцов, К.И.Рэй, Ч.Смитсон, Дж.Хал, У.Шарп.

Большое внимание уделено публикациям специалистов по рынку долговых инструментов: С.Амосова, С.Вайна, О.Гороховской, И.Конькова, А.Краева, С.Лялина, П.Малеева, Е.Седикина, А.Семканова, Л.Храпченко и др.

Вместе с тем теоретическое содержание финансового инжиниринга, выстраивание четкого понятийного аппарата, разработка методов финансового инжиниринга для конструирования облигаций, как правило, остаются за пределами исследования указанных авторов (ориентация зарубежных исследователей на решение частных проблем, недостаточное внимание к проблематике финансового инжиниринга в отечественной научной школе).

**Методологическая и информационная база исследования.**

Исследование основано на методологии системного анализа, позволяющей выявить причинно-следственные связи между событиями, а также разработать качественный прогноз развития рынка. Использовались метод аналогий, сравнительный и статистический анализ данных, экспертный анализ.

Информационную базу исследования составили нормативные документы справочных правовых систем; материалы научных и практических конференций, затрагивающих данную проблематику; статистические материалы Центрального Банка РФ и Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, Регионального отделения ФКЦБ России в Центральном федеральном округе, саморегулируемых организаций, данные, размещенные в сети Интернет.

При анализе мировой практики применения финансового инжиниринга на рынке облигаций использовались статистические данные и аналитические материалы Банка международных расчетов, ряда ведущих организаторов торговли на рынке

ценных бумаг, а также материалы консалтинговых компаний и инвестиционных банков.

Важным источником получения необходимой для проведения диссертационного исследования информации явились данные систем раскрытия информации на рынке ценных бумаг.

Исследование выполнено в рамках п. 4.1. «Теоретические основы организации и функционирования рынка ценных бумаг и его сегментов», п. 4.5. «Разработка методологических основ и принципов управления эмиссией и перераспределения ценных бумаг в масштабах страны и регионов» раздела 4 «Формирование и развитие рынка ценных бумаг» Паспорта специальности 08.00.10 - «Финансы, денежное обращение и кредит».

**Научная новизна**исследования заключается в развитии теоретических основ финансового инжиниринга, в определении его специфики и классификации его продуктов в облигационном сегменте, в оценке его среднесрочных перспектив и на этой основе в формировании прогноза развития российского рынка корпоративных облигаций, а также в разработке методики финансового инжиниринга конструирования займов.

Уточнен и дополнен понятийный аппарат финансового инжиниринга: раскрыто содержание, определены факторы, формирующие потребности экономических субъектов в финансовых инновациях, выявлены специфические черты финансового инжиниринга в облигационном сегменте фондового рынка, на концептуальном уровне раскрыты его основные инструменты и методы, определена основная цель и элементы финансового инжиниринга на рынке облигаций, установлена их взаимосвязь.

Предложена классификация продуктов финансового инжиниринга на рынке облигаций, соответствующая его логике, что позволило избежать присущих ранее разработанным классификациям облигаций неточностей и дублирования.

Проведен ретроспективный анализ развития российского рынка корпоративных облигаций, выделены его основные этапы на основе обобщения опыта применения концепций, методов и инструментов финансового инжиниринга. Что, в совокупности с анализом практики финансовых инноваций продуктов на зарубежных рынках позволило, *во-первых,*выявить основные тенденции в развитии финансового инжиниринга, в том числе: зависимость используемых методов и инструментов от уровня развития финансового рынка; переход от управления макро- к микроэкономическим рискам, как одной из задач финансового инжиниринга, по мере снижения волатильности рынка и достижения им большей зрелости, расширение продуктового ряда, большее разнообразие применяемых инструментов; *во-вторых,*показать сопоставимость финансовых инноваций, появляющихся на российском и зарубежных рынках; *в-третьих,*разработать прогноз отечественного рынка корпоративных облигаций (на основе оценки перспектив использования методов финансового инжиниринга) и предложить ряд финансовых инноваций в области структурирования эмиссий облигаций.

Разработана методика финансового инжиниринга на рынке облигаций российских эмитентов,учитывающая взаимную зависимость структур отдельных параметров финансовых продуктов. Выявлены условия, при которых целесообразен выпуск облигаций, основанных на известных на зарубежных рынках финансовых инновациях. Обоснован порядок формирования как общих, так и специфических параметров выпусков облигаций (в зависимости от влияющих на формирование интересов эмитентов и инвесторов внешних и внутренних факторов).

**Практическая значимость диссертационной работы**заключается в том, что положения, выводы и практические рекомендации, содержащиеся в диссертационном исследовании, ориентированы на широкий круг российских предприятий, планирующих привлечение инвестиций путем выпуска корпоративных облигаций. Разработанная методика финансового инжиниринга может применяться как эмитентами, так и профессиональными участниками рынка ценных бумаг при

конструировании эмиссий облигаций в качестве организаторов выпусков ценных бумаг. Оценка среднесрочных перспектив и прогноз развития рынка корпоративных облигаций может быть использован органами исполнительной власти, регулирующими рынок ценных бумаг, саморегулируемыми организациями, торговыми системами, институциональными инвесторами для разработки перспективных стратегий в области облигационного сегмента фондового рынка и в сфере корпоративного финансирования. Результаты исследования могут быть использованы в системе высшего и дополнительного профессионального образования при преподавании дисциплин «Рынок ценных бумаг», «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг».

**Апробация результатов исследования.**

Исследование выполнено в рамках НИР Финансовой академии, проводимых в соответствии с Комплексной темой «Финансово-экономические основы устойчивого и безопасного развития России в XXI веке», разрабатываемых Финансовой академией при Правительстве Российской Федерации.

Теоретические результаты работы используются в учебном процессе при преподавании специализированных дисциплин на кафедре «Ценные бумаги и финансовый инжиниринг» Финансовой Академии при Правительстве Российской Федерации.

Основные выводы и положения диссертационного исследования легли в основу работы «Финансовый инжиниринг на рынке облигаций», занявшей первое место во Всероссийском конкурсе научных работ аспирантов, стажеров, соискателей и молодых ученых высших учебных заведений и научно-исследовательских учреждений Российской Федерации «Экономический рост России», проведенном Вольным экономическим обществом России в 2002г.

Отдельные положения применялись Региональным отделением ФКЦБ России в Центральном федеральном округе при разработке Программы стимулирования привлечения инвестиций промышленными предприятиями Центрального

федерального округа с использованием инструментов рынка ценных бумаг, а также ряда нормативных актов Правительства Москвы, направленных на развитие инвестиционного процесса в регионе. Методика применения финансового инжиниринга для конструирования облигаций российских эмитентов используется ОАО «Инвестиционная компания «Еврофинансы» в части задач, решаемых при организации выпусков корпоративных облигаций.

Ряд выводов данного исследования был использован при разработке Стандарта  
Национальной фондовой ассоциации "Организация андеррайтинга

профессиональными участниками рынка ценных бумаг".

Отдельные аспекты были доложены в процессе участия в работе Потсдамской летней школы для молодых ученых экономистов в рамках российско-германской программы академических обменов (Финансовая Академия при Правительстве РФ -Потсдамский Университет), г. Потсдам, Германия, июль 2004 г.

**Публикации.**По теме диссертации опубликовано четыре работы общим объемом 36,2 п.л., в которых отражены основные результаты исследования (авторский объем - 4,2 п.л.).

**Структура работы.**Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка литературы и приложений.

## Финансовый инжиниринг на рынке облигаций: содержание и методы

Основной целью исследования является разработка методов финансового инжиниринга при конструировании облигаций российских эмитентов. В этой связи необходимо определить содержание финансового инжиниринга, раскрыть на концептуальном уровне его основные методы и инструменты (с учетом его специфики на облигационном рынке).

За последние два десятилетия опубликовано значительное число исследований, посвященных финансовому инжинирингу, однако единой позиции авторов в отношении понятийного аппарата финансового инжиниринга так и не сложилось.

Большинство западных исследователей ориентировано скорее на изложение примеров решения частных проблем, а не на формирование строгой научной концепции с четким и логически выстроенным терминологическим аппаратом.

В частности, в диссертационной работе Ю.И.Капелинского «Финансовый инжиниринг с использованием ценных бумаг» проведен анализ концепций финансового инжиниринга, предложенных в работах В.Дюффей и Дж.Гидди: «изменения в комбинации элементов, составляющих финансовый инструмент, таких как доходность, рисковость, срочность, трансферабельность», Ф.Мишкина: «желание снизить риск и развивать новую технологию для получения большей прибыли», Т.Кима: «непредсказуемые изменения в форме нового финансового продукта, системы расчетов или организационной структуры для оказания новых финансовых услуг», Дж.Маршалла и В.К.Бансалла в формулировке «приложение технологии инвестирования к решению финансовых проблем».1 Автором отмечена некоторая узость представленных точек зрения и приведен собственный взгляд на суть финансового инжиниринга: «создание новых финансовых продуктов и услуг, которые используются финансовыми институтами для перераспределения денежных ресурсов, рисков, ликвидности, доходов и информации в соответствии с финансовыми потребностями клиентов и изменениями в макро- и микроэкономической ситуации».

Это определение, по нашему мнению, сложно счесть полным и исчерпывающим. Вряд ли можно согласиться с тем, что изменения в макро- и микроэкономической ситуации являются равнозначной с потребностями клиента причиной финансового инжиниринга, поскольку специфические потребности клиентов, для удовлетворения которых недостаточно стандартных финансовых продуктов , являются следствием изменения макро- или микроэкономической ситуации. Также не совсем корректным представляется употребление термина «клиент», ведь зачастую инновационные финансовые продукты выпускаются инвестиционными банками для собственных потребностей. Безусловно, эти выпуски ориентированы на определенный круг потенциальных инвесторов, но их главной целью является реструктуризация собственных денежных потоков. И, наконец, все финансовые продукты применяются для перераспределения денежных ресурсов, рисков, ликвидности, доходов и информации. Риск, ликвидность и доходность являются скорее характеристиками финансового продукта, управление которыми формирует его инвестиционную привлекательность.

Для более полного анализа подходов к определению финансового инжиниринга приведем ряд, на наш взгляд, наиболее емких и интересных определений: Создание, усовершенствование и применение инновационных финансовых инструментов и процессов, а также поиск творческих (креативных) решений проблем в области финансов,4 данное Дж.Финнерти.

## Финансовый инжиниринг на рынке корпоративных облигаций: ретроспективный анализ

Процесс разработки и выпуска в обращение финансовых инноваций не обошел стороной и российский рынок ценных бумаг и в наибольшей степени затронул рынок облигаций. Развитие этого сегмента началось в 90-х гг., когда традиционные инструменты фондового рынка стали фактически невыгодными из-за тяжелой экономической и политической ситуации в стране. Именно благодаря применению финансового инжиниринга в процессе посткризисного восстановления и развития рынка ценных бумаг стало возможным появление нового для российских компаний инструмента финансирования - корпоративных облигаций. В связи с достаточно высоким уровнем рисков, сопряженных с вложениями в ценные бумаги российских эмитентов, нестабильностью мировых финансовых рынков, а также новизной финансового продукта для широкого круга как реальных, так и потенциальных инвесторов, не раз терявших свои вложения за годы реформ, при конструировании параметров корпоративных облигаций эмитенты и их финансовые консультанты столкнулись с необходимостью включать в структуру займа инструменты хеджирования рисков. В результате большинство долгосрочных облигаций, обращающихся на организованном рынке ценных бумаг, являются продуктами финансового инжиниринга. Поэтому представляется важным проанализировать этот процесс, выявить его специфику применительно к рынку облигаций, определитьцелесообразность применения инструментов и методов для повышения инвестиционной привлекательности ценных бумаг российских эмитентов.

Начиная с 1999 года, когда началось становление рынка корпоративного долга в России, и до конца 2003 г. 154 эмитентами (промышленными предприятиями различных отраслей) размещено 238 выпусков корпоративных облигаций, на сумму порядка 161,6 млрд. руб. по номиналу.

За этот период финансовыми структурами, к которым мы относим банки, небанковские кредитные организации, а также дочерние общества, со стопроцентным участием банка - учредителя, размещено 76 выпусков на сумму (по номиналу) 45,6 млрд. руб. (в т.ч. 7 выпусков квази-ипотечных ценных бумаг, размещенных 4 операторами рынка ипотечных кредитов на сумму 4,7 млрд. руб.).

Анализ данных показывает, что рынок корпоративных облигаций, как сегмент финансового рынка, динамично растет. При этом наибольшее развитие он получил в 2002 - 2003 гг., когда было размещено 93 и 99 выпусков, а их объем составил 57,2 и 71,5 млрд. руб., что составляет 29% и 30% от количества и 29% и 36% от стоимостного объема размещенных выпусков.

Расширение рынка в 2003 г. в целом было достигнуто за счет существенного увеличения количества размещенных выпусков нефинансовыми организациями и их суммарного объема: 73 выпуска (по сравнению с 61 в 2002 г.) на общую сумму 60,4 млрд. руб. (по сравнению с 40,1 млрд. руб. в 2002 г.). В секторе эмиссий финансовых организаций наблюдалось сокращение количества и объемов выпусков: 16 выпусков (по сравнению с 32 в 2002 г.) на общую сумму 9,1 млрд. руб. (по сравнению с 17,1 млрд. руб. в 2002 г.).

Структура эмиссионной активности в пределах года на протяжении всего периода оставалась достаточно стабильной: пики приходились на IV квартал, тогда как в 2003 году, напротив, пик активности пришелся на III квартал (в предыдущие годы в этот период на рынке было относительное затишье). Однако, вероятнее всего, это нельзя рассматривать как смену тенденции, поскольку стремление участников рынка разместить выпуски в III квартале (традиционный период отпусков) в значительной степени было обусловлено возраставшими в связи с выборами к концу года политическими рисками.

## Использование основных концепций финансового инжиниринга при конструировании общих параметров займов

В процессе ретроспективного анализа развития рынка корпоративных облигаций в России мы выявили, что в зависимости от стадии развития рынка, уровня рисков, а также ситуации у самого заемщика применялись различные методы финансового инжиниринга для управления параметром срока обращения.

Так, для снижения рисков и продвижения облигаций на рынок эмитентами предоставлялись опционы инвесторам. В периоды стабилизации экономической ситуации, а также при выходе на рынок наиболее устойчивых заемщиков сроки заимствований расширялись. Пока не приобрели популярности характерные для развитых рынков облигации с колл-опционами, однако, ускоряющие ковенанты и амортизация суммы основного долга уже применялись. Таблица 3.1.1. содержит условия применения финансового инжиниринга в области формирования параметра срочности.

1. Определение потребности эмитента, т.е. проведение анализа инвестиционного проекта, для реализации которого осуществляется выпуск облигаций, на предмет выявления возможного срока возврата средств (без учета возможности рефинансирования).

2. Соотнесение предполагаемого срока заимствования и сроков рыночных заимствований с учетом качества заемщика (его финансового положения, кредитоспособности):

в случае соответствия показателей - установление необходимого срока; в случае неполного несоответствия - применение финансового инжиниринга для повышения инвестиционной привлекательности инструмента либо направленных на снижение рисков (выставление оферт на досрочный выкуп/ погашение, предоставление дополнительного обеспечения), или повышения потенциальной доходности инструмента (за счет модификации параметра платности путем применения концепции предоставления инвесторам возможности участвовать в дополнительных доходах эмитента).

в случае существенного несоответствия - применение концепции сегментирования рынков, т.е. поиск целевой группы инвесторов и ориентация займа на нее или формирование программы заимствований, направленной на последовательное рефинансирование долга. В соответствии с текущим состоянием рынка возможные сроки можно сгруппировать в следующие категории:

а) краткосрочные выпуски - до 1 года;

б) среднесрочные выпуски - от 1 года до 3-х лет;

б) долгосрочные выпуски - от 3-х до 5 -6-ти лет;

в) супердолгосрочные выпуски - более 5 - 6-ти лет.

При относительно коротких заимствованиях на срок в пределах 3-х лет предпочтительным, на наш взгляд, является установление фиксированного срока обращения. Во-первых, прогнозирование денежных потоков эмитента и инвесторов на относительно короткий срок можно осуществить достаточно точно. Во-вторых, включение инструментов, обеспечивающих переменный срок обращения, усложняет структуру займа и, следовательно, может отрицательно сказаться на инвестиционной привлекательности, а в последствии и ликвидности облигации. В случае недостаточно устойчивого финансового положения заемщика (даже в случае соответствия формальным требованиям законодательства), для повышения привлекательности инструмента целесообразно применять привлечение дополнительного обеспечения. В этом случае также возможно формирование условно-фиксированного срока обращения, что позволяют действующие Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг (далее Стандарты эмиссии), утвержденные постановлением ФКЦБ России от 18 июня 2003г. № 03-30/пс «О стандартах эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг». Это означает, что эмитент оставляет за собой возможность принимать решения о выкупе облигаций с возможностью их дальнейшего обращения по согласованию с их владельцами. Т.е. на момент выпуска облигаций опцион на досрочный выкуп/ погашение не предоставляется ни эмитенту, ни инвесторам, что означает фактически фиксированный срок обращения, поскольку эмитент уже не может потребовать предъявления бумаг к досрочному погашению, и существует вероятность, что и инвесторам такой опцион предоставлен не будет. Однако эмитент в течение всего срока обращения облигаций может принять решение о предоставлении инвесторам опциона на предъявление к досрочному выкупу, что в представлении инвесторов превратит облигацию в ценную бумагу с переменным сроком обращения.

Целесообразными случаями установления переменного срока обращения (т.е. выпуск облигаций для среднесрочных облигаций (от 1 года до 3 лет) считаем: первый выход эмитента - среднего предприятия на рынок, когда еще отсутствует публичная кредитная история; недостаточный для организации ликвидного рынка объем выпуска (в соответствии с текущим состоянием рынка корпоративных облигаций это объемы менее 300 млн. руб.).

Дополнительно в среднесрочных структурах плавающий срок может применяться в обязательном порядке в связи с установлением размера одного или нескольких купонных платежей уполномоченным органом эмитента после регистрации отчета об итогах выпуска.

При долгосрочных займах установление переменного срока обращения, напротив, улучшает инвестиционные характеристики ценной бумаги за счет того, что эмитент или инвестор может погасить/ продать облигации при изменении условий на рынке и использовать альтернативные варианты вложения/ привлечения средств, а также инвестор в большей мере защищен от низкой ликвидности инструмента, когда его продажа на вторичном рынке до момента погашения невозможна.

В то же время возможным вариантом управления сроком обращения является замена одного долгосрочного выпуска серией последовательных краткосрочных эмиссий. В этом случае появляется возможность изменять различные параметры облигации, рефинансируя их за счет новых краткосрочных выпусков. С одной стороны, такая замена позволяет изменить финансовый поток, генерируемый выпуском облигации в соответствии с изменениями условий на рынке, что позволяет избежать потерь инвестору и излишних выплат эмитенту. С другой стороны, для инвестора она может обернуться утратой возможности получить дополнительный доход (в случае, если ставки на рынке снизились, а принадлежащие ему облигации приносят фиксированный доход), а для эмитента - дополнительными расходами (при необходимости повышения дохода по последующим выпускам облигаций при повышении ставок на рынке).