Сергей Лялин,
к.э.н., генеральный директор Cbonds.Ru



Немецкая структура

Дойче Банк готовит первый на российском рынке выпуск структурированных облигаций

Несомненной проблемой российского рынка облигаций является узость инструментария. Несмотря на то что совокупный объем рынка облигаций уже превысил 2 трлн руб., львиная доля обращающихся на рынке инструментов — это так называемые plain vanila bonds, то есть «простые» облигации с заранее определенным, до погашения (или оферты), купоном. В 2007 году, правда, ситуация начала меняться. На рынке уже появились две сделки секьюритизации («ГПБ-Ипотека» и АИЖК), прошла пара выпусков с плавающими ставками («Лебедянский», «Дельта-Кредит»). В общем, начался рост рынка не только в количественном, но и в качественном плане.

Еще один инструмент, который призван разнообразить ландшафт российского рынка, намерен предложить Дойче Банк. Это так называемые структурированные облигации, купон по которым привязан к какому-то другому финансовому инструменту. В Дойче Банке не стали изобретать велосипед и вполне справедливо решили, что в России есть один финансовый индикатор, который знают не только читатели журнала Cbonds Review, но и вообще все, кто умеет читать (а возможно, и те, кто не умеет). Этот инструмент — официальный курс доллара США. Причем этот индикатор люди не просто знают — редкий россиянин не имеет своего прогноза относительно курса доллара в среднесрочной перспективе! Поэтому «привязаться» в Дойче Банке решили именно к американской валюте.

Сама идея выпустить структурированную бумагу для Дойче Банка не нова. Он уже пытался сделать это в 2005 году, правда в форме векселей. Но в силу сложности структуры банк отказался от реализации проекта в такой форме. Поэтому было решено делать структурированную бумагу в форме облигаций. Воплощение этой идеи в жизнь началось год назад. Еще на прошлогоднем декабрьском конгрессе Cbonds представитель Дойче Банка вкратце рассказал о планах по выпуску структурированных бумаг. Зарегистрирован выпуск был в мае 2007 года, сейчас проходит премаркетинг, и, по словам Вадима Мартыненко, начальника отдела продаж инструментов с фиксированной доходностью Дойче Банка, размещение бумаг планируется на конец лета или начало осени.

КУПОН КЛАССА ПРЕМИУМ

Параметры инструмента следующие. Эмитентом выступит российский Дойче Банк, но под гарантию люксембургского Deutsche Bank (рейтинг AA-). Объем выпуска составит 3 млрд руб., срок обращения — пять лет при годовой оферте. Самое интересное и сложное в этом инструменте — купон по облигациям. Вернее, купоны, потому что их два. И оба привязаны к курсу рубль/доллар. Итак, подробнее. Перед размещением эмитент фиксирует и объявляет некий диапазон колебаний валютного курса от текущего значения. К примеру, этот диапазон — курс ЦБ

+/- 50 коп. (эти параметры предварительные, но, по словам представителей банка, итоговые параметры будут близки к ним). За каждый день, в который курс доллара находится в рамках этого диапазона, инвестор будет получать купон, ставка которого будет определена на аукционе по размещению (Дойче Банк предварительно ориентируется на ставку 7%). Остается курс в рамках диапазона — купон начисляется. Выходит за границы диапазона — купон не начисляется (с формальной точки зрения начисляется по ставке 0% годовых). Если курс снова возвращается в диапазон, начисление купона продолжается по определенной ставке. Получается, что чем дольше курс остается в рамках диапазона, тем выше доходность для инвестора.

Самое интересное, что это не все! Кроме первого купона есть еще и второй, который называется премиальным. Ставка по нему устанавливается Дойче Банком за шесть дней до даты размещения. Премиальный купон выплачивается только в том случае, если за все время до оферты (один год) курс доллара ни разу не вышел за пределы диапазона. Стоит курсу хоть на день на 1 копэ выйти из диапазона — и о премиальном купоне можно забыть.

Итак, в чем будут заинтересованы инвесторы? Разумеется, в том, чтобы курс доллара как можно дольше оставался в рамках диапазона, а желательно, чтобы вообще никогда из него не выходил. В этом самом благоприятном для них случае они получат доходность в виде обоих купонов. Обратный, экстремальный, вариант — в первый же день курс доллара выходит за пределы диапазона и больше в него не возвращается. Тогда инвесторы не получат купонов вовсе. Промежуточный вариант — когда курс доллара какое-то время торгуется внутри диапазона, а потом выходит из него, в этом случае инвесторы получат часть основного купона, но не получат премиальный.

Соответственно, от бумаги можно и нужно ожидать интересной волатильности, которая практически не будет связана с общей динамикой рынка облигаций, но окажется в зависимости от динамики валютного рынка. Как только курс доллара приблизится к границам диапазона, цена бумаги, очевидно, снизится. Если диапазон будет пробит, последует скачкообразное снижение цены за счет потери премиального купона. В общем, поиграть есть на чем. Тем более что Дойче Банк обещает ликвидность инструмента и двусторонние котировки с минимальным спредом.

КУПИТЬ ИЛЬ НЕ КУПИТЬ?

Кому этот инструмент нужен? В мировой практике обычное назначение структурных продуктов — дать доступ к тому или иному рынку группам инвесторов, которые в силу каких-то, обычно регулятивных, ограничений его не имеют. Скажем, есть пенсионный фонд, который может покупать облигации надежных эмитентов, но не может покупать нигерийские акции. При этом управляющий фондом уверен, что именно нигерийские акции будут расти быстрее всего. И если какой-то высоконадежный эмитент предложит ему облигации, купон которых привязан к индексу нигерийских акций, он их с радостью купит. При этом с точки зрения регулятора все приличия будут соблюдены: в портфеле фонда будут лежать облигации высоконадежного эмитента. И инвесторы сыты, и регуляторы целы! Конечно, до тех пор, пока нигерийские акции растут.

Насколько такая логика применима к российским институциональным инвесторам? Казалось бы, да, в последние годы Минфин существенно ограничил инвестиционную деятельность институциональных инвесторов (НПФ, страховых компаний), «загнав» их в высоконадежные инструменты. Однако в Дойче Банке признают, что пока интерес этих категорий инвесторов минимален. Более реален спрос со стороны российских банков, которым бумага может быть интересна как спекулятивный инструмент, причем инструмент, дающий совершенно новые возможности. Еще одна категория инвесторов, на которую рассчитывают в Дойче Банке, — российские «дочки» иностранных банков. Причем их интерес к бумаге будет продиктован не только привлекательностью самого инструмента, но и желанием поддержать коллег в нелегком деле расширения инструментария российского рынка.

Рискнем предположить, что одной из проблем для покупателей бумаг станет отсутствие инструментария (и, что не менее важно, персонала), способного оценивать подобные бумаги. Вообще говоря, любую структурированную облигацию можно представить в виде двух частей: «обычной» облигации и одного или нескольких опционов (современная финансовая наука вообще любит описывать финансовые инструменты в виде опционов). В данном случае это комбинация обычной облигации Дойче Банка и опционов на курс рубль/доллар. Правда, это не простые опционы, а скорее инструменты, которые следует называть exotic options. Никакой мистики в их оценке нет, только вот управляющие облигационными портфелями редко бывают хорошо знакомы с опционной математикой.

В любом случае появление нового класса активов на российском облигационном рынке следует расценивать как позитивную тенденцию. Вряд ли это размещение будет легким, как и размещение любого нового продукта, зато заложит фундамент для дальнейших размещений подобных бумаг. С учетом того, что регулирующие органы сейчас достаточно строго ограничивают возможности российских институциональных инвесторов, спрос на структурированные бумаги, дающие доступ к недоступным иначе активам, несомненно будет расти.



Мнение

Михаил Галкин,

директор отдела анализа рынка облигаций, МДМ-Банк

Инструмент, безусловно, интересен и полезен для участников российского рынка, как любая инновация. В то же время сложно предположить, кто решился бы купить такие облигации. Те российские инвесторы, которые способны понять математику подобных инструментов, при желании могут сконструировать их сами. Те же, кто математику не понимает, будут относиться к предлагаемым облигациям с большой осторожностью. Кроме того, часть облигационных инвесторов может отказаться от покупки по формальным признакам, ведь предлагается не только стандартный для облигаций набор рисков (кредитный, процентный), но и риск изменения валютного курса. Возможно, подобный инструмент заинтересует российские управляющие компании и их клиентов. Предполагаю, что, как и у любого другого сложного структурного инструмента, ликвидность у таких облигаций будет низкой.



Мнение

Наталья Путилина,
юрист,
юридическая фирма «Линия права»

Облигации с плавающей ставкой, к которым относятся готовящиеся к размещению облигации ООО «Дойче Банк», в части юридической конструкции всегда более сложные, чем ценные бумаги с фиксированным купоном. Это связано с тем, что в нормативных актах, являющихся правовой основой эмиссии облигаций, предпринята попытка детального регулирования каждой составной части облигационного займа. По сравнению с рамочным такой подход законодателя страдает серьезным недостатком: невозможностью учесть все многообразие конструкций финансового инструмента, в результате чего любую инновацию приходится встраивать в узкие нормативные рамки.

Условия выпуска облигаций ООО «Дойче Банк» предусматривают возможность получения владельцами облигаций не только основного купонного дохода, но и дополнительного, в случае если значение курса доллара США к рублю не будет выходить за пределы определенного ценового коридора. Таким образом, порядок определения размера купона устанавливался не в виде одной, как это предписано формальными требованиями, а в виде нескольких формул.

Значения курса доллара США к рублю, которыми ограничивается ценовой коридор, определяются неким значением X, устанавливаемым эмитентом. Размер дополнительного купонного дохода рассчитывается по формуле исходя из размера премии, также устанавливаемого эмитентом. Указанные величины, а также размер дохода по облигациям в годовых процентах принимаются эмитентом до даты начала размещения, а затем могут меняться им для последующих купонных периодов, начиная со второго.

Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг, утвержденные ФСФР России, и Инструкция Центрального банка РФ «О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории Российской Федерации» содержат требование о том, что формула, по которой определяется размер купона по облигациям, не должна содержать переменных, которые могут изменяться по усмотрению эмитента. Приведенная формулировка создает риск ее двоякой трактовки. Очевидно, что объявленный инвесторам до начала размещения купонный доход не должен изменяться по усмотрению эмитента в пределах купонного периода. Если же эмитент решает изменить размер купона для следующих купонных периодов, то он должен обеспечить право инвесторов предъявить ценные бумаги к досрочному приобретению или погашению. Однако буквальное толкование приведенной формулировки исключает любую возможность включения в формулу, определяющую купонный доход, переменных, устанавливаемых эмитентом.

В описанной структуре облигации ООО «Дойче Банк» есть переменные, которые устанавливаются эмитентом. Но, определенные до начала размещения, указанные значения более не изменяются в зависимости от воли эмитента до момента выплаты по первому купону, то есть фактически перестают быть переменными. В случае если эмитент решает изменить значения перечисленных переменных для следующих купонных периодов, он по требованию владельцев облигаций выкупает ценные бумаги, выплачивая 100% номинальной стоимости и весь накопленный купонный доход. В течение пяти дней до начала купонного периода, по которому изменен доход, держатели облигаций, желающие их продать, направляют эмитенту соответствующие уведомления. Приобретение облигаций у лиц, направивших уведомления, происходит в первый день нового купонного периода.

При этом порядковый номер купонного периода, на котором может произойти изменение размера купона, известен инвесторам уже в первый день размещения. В рамках нормативных требований эта структура выглядит так, что уполномоченный орган эмитента определяет размер купона в виде формулы, в которой все переменные, зависящие от усмотрения эмитента, уже выражены цифровыми значениями. Такое решение уполномоченный орган принимает до даты начала размещения и на определенном купонном периоде уже после регистрации отчета об итогах выпуска облигаций, как это предписано Стандартами эмиссии и Инструкцией ЦБ РФ.

Исполнение обязательств ООО «Дойче Банк» обеспечено поручительством Дойче Банк Люксембург С.А. Схема сделки, при которой обязательства по российскому облигационному займу обеспечиваются иностранными компаниями, является одним из способов выхода иностранного бизнеса на российский долговой рынок и постепенно получает свое распространение.

Вопросы возникают в части подготовки приложений к проспекту ценных бумаг, касающихся финансово-экономического состояния и хозяйственной деятельности поручителей. Требования Инструкции ЦБ РФ, касающиеся проспекта ценных бумаг, рассчитаны исключительно на российские компании. В связи с этим возникает необходимость выработки методики расчета финансово-экономических показателей по отчетности, составляемой иностранными компаниями — поручителями, и представления данных, которые, с одной стороны, отражали бы реалии хозяйственной деятельности иностранной компании, а с другой стороны, отвечали требованиям к составу информации, которая должна быть представлена в проспекте ценных бумаг.

Отдельно обсуждается проблема о том, какая отчетность компании-поручителя должна включаться в проспект ценных бумаг. Обязана ли иностранная компания составлять отчетность в соответствии с российскими стандартами бухгалтерского учета или международными стандартами финансовой отчетности, чтобы обеспечить большую доступность финансовой информации для инвесторов, или достаточно представления отчетности, подготовленной в соответствии с национальными стандартами и переведенной на русский язык?

С одной стороны, согласно нормам Приложения 5 к Инструкции ЦБ РФ, к проспекту ценных бумаг должна быть приложена отчетность, составленная в соответствии с нормативными актами Банка России, а также отчетность, составленная в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности, при ее наличии. С другой стороны, на основании пункта 12.3 указанной инструкции, если по объективным причинам представить требуемую в

проспекте информацию невозможно, то достаточно указать причины отсутствия информации. Более объективную причину, чем отсутствие у иностранной компании обязанности составлять отчетность в соответствии с российскими стандартами бухгалтерского учета, представить себе сложно. С точки зрения защиты прав инвесторов представляется более разумным раскрывать отчетность, составленную в соответствии с законодательством страны регистрации компании-поручителя и переведенную на русский язык, чем рисковать подвергнуть финансовые данные искажению в результате трансформации отчетности.

Исходя из подобных соображений, информация о поручителе по облигациям ООО «Дойче Банк» была представлена на основании отчетности, составленной по общепринятым принципам бухгалтерской отчетности Великого Герцогства Люксембург, соответствующим Торговому кодексу Германии.



Мнение

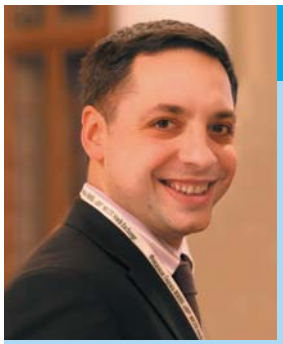
Олег Гредиль,
начальник отдела анализа и оценки,
БФА

Указанные облигации представляют собой структурированный продукт для выражения мнения по поводу волатильности на валютном рынке, состоящий из облигации финансового учреждения с рейтингом AA- и нетто-проданной опционной стратегии в паре рубль/доллар. Необходимо отметить, что инвестор ради возможности без ущерба кредитному качеству актива получить купон на несколько процентных пунктов выше рискует получить купон гораздо ниже рыночного. Возможен и нулевой купон, если курс рубль/доллар сразу после размещения выйдет за указанный диапазон (+/-50 коп.) и ни разу не вернется в него. Важно также, что инвестор ставит не столько против волатильности рубля к корзине, как результата валютной политики ЦБ РФ, сколько против волатильности пары евро/доллар. Для суждения о привлекательности этого продукта необходимо сравнить его совокупную цену с суммой цен составляющих частей. Будем рассматривать котировки спроса по каждому компоненту, с тем чтобы получить наиболее консервативные оценки издержек на синтетическую позицию на 25 июля.

Основываясь на котировках рублевых форвардов и свопов, предположим, что ставка полугодового купона для обычных однолетних рублевых облигаций Дойче Банка должна быть около 4.7% годовых. Сегодняшняя стоимость разницы между обещанными 7% и рыночными 4.7% представляет собой премию за серию проданных бинарных опционов, выплачивающих либо НДК на 230 б.п. выше рыночной ставки, либо ничего в зависимости от курса рубль/доллар. Можно предложить следующий наглядный способ оценить их. Соглашаясь на такое сочетание, инвестор верит, что курс рубль/доллар проведет внутри указанного диапазона не менее 4.7/7=67% рабочих дней. Другими словами, для получения купона не меньше рыночного достаточно, чтобы в каждые два из трех рабочих дней курс находился в заданном диапазоне. Следующий этап — на основе кривой форвардных курсов рубль/доллар и кривой предполагаемой (котируемой) волатильности курса рубль/доллар получить «оценку рынка» по поводу вероятности выхода курса за указанный диапазон в среднем за каждый день в течение года. Получается значение около 44%, что больше, чем предлагаемые облигациями Дойче Банка 100-67=33%, то есть спред к рыночному купону должен быть чуть менее 310 б.п. (44/33*230 б.п.) или на 80 б.п. выше.

Однако следует принять во внимание возможность бонусного купона — дополнительных 2% годовых, если курс не выйдет за диапазон ни разу. Эта возможность стоит денег. Опять же основываясь на рыночных котировках, за такой однолетний бинарный no touch strangle не очень дорого будет заплатить 30–40 б.п. в терминах ставки. Немаловажно, что облигации ссылаются на официальный курс доллара к рублю, а котируемые опционы — на фиксинг EMTA. Будучи средневзвешенным значением цен за день, в том числе сильно подверженным влиянию стабилизирующих интервенций Банка России, официальный курс исторически и потенциально менее изменчив, нежели усредненное значение котировок спроса на конец дня.

Таким образом, дороговизна облигаций Дойче Банка при купоне в 7% видится около 40 б.п. ставки, если считать по рыночным котировкам на покупку опционов / ставкам спроса по депозитам, но сводится к нулю, если предположить волатильность официального курса в 70–75% от EMTA-фиксинга. Однако тем участникам рынка, которые для интересующего объема могут продать эквивалентную опционную стратегию и депозит хотя бы посередине между дилерскими OTC-ценами спроса и предложения, в первые дни обращения эти бумаги будут интересны только дешевле номинала. В целом я приветствую появление подобных инструментов на внутреннем финансовом рынке РФ. Полагаю, что уже через пару лет многие участники рынка удивятся разнообразию и популярности структурированных активов и обязательств, доступных для отечественных пользователей в удобной для них юрисдикции. Среди структур с акцентом на процентные и/или валютные риски рубля особенно интересной в среднесрочной перспективе считаю дюрацию от пяти лет благодаря привлекательному уровню дальних своп-ставок рубля относительно долгосрочных облигаций на внутреннем рынке.



Мнение

Вадим Мартыненко,
начальник отдела продаж инструментов
с фиксированной доходностью,
ООО «Дойче Банк»

Текущая ситуация на рынке рублевых инструментов с фиксированной доходностью характеризуется следующими чертами:

- снижение доходности инструментов во всех сегментах рынка;
- ухудшение кредитного качества эмитентов, впервые выходящих на рынок публичных заимствований;
- набор рыночных инструментов сильно ограничен;
- ликвидный вторичный рынок существует лишь у очень ограниченного числа бумаг;
- инвесторы во время падений рынка из-за отсутствия ликвидности не могут полностью уйти в кэш или другой инструмент. По абсолютному большинству бумаг спред между котировками на покупку и продажу расширяется до такой степени, что делает проведение сделок бессмысленным.

В этих непростых условиях перед инвестором стоит задача увеличения доходности инвестиций. Существует три способа увеличить отдачу от вложений в доступные на текущий момент инструменты с фиксированной доходностью:

- инвестировать в худший кредитный риск из возможных;
- использовать кредитное плечо, приобретая риск аналогичный портфельному;
- комбинировать риски, приобретая риск отличный от кредитного и связанный с другими рынками и инструментами.

Инвестиции в «мусорные» облигации увеличивают доходность портфеля, но ухудшают его качество и ставят инвестора перед проблемой отсутствия ликвидности. Под облигации рискованных эмитентов практически невозможно получить рефинансирование.

Наиболее распространенной на российском рынке является ситуация, когда инвестор в стремлении увеличить доходность своих вложений наращивает кредитный риск в своем портфеле с помощью кредитного плеча. При данном подходе, несмотря на привлекательность абсолютного значения достигнутой ставки, риск вырастает в большей степени. Кроме того, разворот подобной позиции при неблагоприятной конъюнктуре рынка грозит большими потерями вследствие утраты рынком ликвидности.

Остается третий способ повышения эффективности вложений — приобретение рисков, не связанных с кредитным рынком.

В таком случае каким же риском можно дополнить портфель и получить хорошую доходность?

По нашему мнению, риск, отвечающий такой задаче, должен быть:

во-первых, не связан с кредитным рынком;

во-вторых, максимально понятен;

в-третьих, информационно открыт (то есть информация о риске открыта и широко доступна).

Мы считаем, что всем этим критериям как нельзя лучше отвечает курс доллар/рубль:

1. Движения обменного курса рубля к доллару определяются факторами отличными от тех, что оказывают влияние на состояние рынка процентных ставок (поведение основных мировых валют, динамика внешнеторгового баланса, монетарная политика и так далее)

2. Управление обменным курсом доллар/рубль является единственно доступным на данный момент инструментом монетарной политики для Банка России.

3. Низкая волатильность и предсказуемость курса рубля напрямую связана с задачей поддержания социальной стабильности в обществе, которой в данный момент уделяется очень большое внимание.

4. Обменный курс рубля к доллару является самым доступным и распространенным экономическим индикатором в России. Многие, даже очень далекие от финансовых рынков, знают, какой в данный момент курс доллара к рублю и какова его динамика.

Дойче Банк предлагает инвесторам инструмент, позволяющий комбинировать кредитный риск с риском волатильности обменного курса рубля к доллару США.

Мы видим следующие преимущества данного инструмента:

- превосходное кредитное качество AA- (гарантия Deutsche Bank Luxembourg S.A.), позволяющее говорить об отсутствии кредитного риска как такового;
- ожидаемая доходность может превысить обычную доходность для такого кредитного качества;
- уровень доходности не зависит от ситуации на кредитном рынке, что положительно сказывается на диверсификации портфеля;
- 100%-ная ликвидность! Дойче Банк гарантирует двусторонние котировки на любой объем, вплоть до объема всего выпуска;
- на изменение цены практически не влияют факторы, стандартные для облигаций: рублевая ликвидность на рынке, общий уровень процентных ставок и так далее;
- инструменту присуща волатильность, коррелирующая с ситуацией на доллар/рубль и открывающая возможности для спекулятивных стратегий.

Мы считаем, что наш инструмент как нельзя лучше отвечает потребностям инвесторов в текущий момент времени, и уверены, что он будет востребован на рынке.



Мнение

Николай Подгузов,
вице-президент,
«Ренессанс Капитал»

Поступательное развитие рублевого рынка облигаций продолжается. Поддержанию на высоком уровне интереса к рублевым активам способствует динамично развивающаяся экономика России, огромные золотовалютные резервы страны и сохраняющиеся на этом фоне дальнейшие перспективы укрепления национальной валюты. В этих условиях рынок рублевых облигаций проявляет достаточно высокий уровень иммунитета к неблагоприятным внешним факторам, доминирующим на развивающемся рынке облигаций в 2007 году.

До последнего времени развитие внутреннего рынка долговых обязательств выражалось в основном в его количественном росте. Объем инструментов в обращении увеличивается ежегодно в среднем на 50%. Сопоставимыми темпами растет и количество новых эмитентов. Вместе с тем качественное развитие рынка облигаций происходит гораздо более медленно. В частности, требования к проспектам эмиссии облигаций остаются весьма либеральными и не содержат требований к поддержанию эмитентами соответствующего уровня финансовой дисциплины. Стабильно высокий уровень рублевой ликвидности позволяет осуществлять размещение облигаций на крайне привлекательных стоимостных условиях даже эмитентам с невысокими кредитными характеристиками. Как следствие, по соотношению кредитное качество/доходность привлекательность рынка рублевых облигаций постепенно снижается.

В этих условиях получившие за последний год развитие различные структурные продукты на инструменты с фиксированной доходностью (CDO, First-to-Default Basket, Currency Options) предоставляют возможность увеличить доходность портфеля облигаций, сохраняя уровень риска на приемлемом уровне. Интересным с этой точки зрения является предстоящее размещение рублевых облигаций ООО «Дойче Банк» (3 млрд руб., пять лет, оферта — один год), размер купонных платежей по которым зависит от динамики курса доллар/рубль. Сам по себе новый инструмент фактически является валютным опционом (без учета риска эмитента). Аналогичного типа структурные сделки ранее заключались между контрагентами. Однако публичного предложения такого инструмента для широкого класса инвесторов до сих пор не было.

За каждый день, в который курс рубля будет находиться внутри заданного диапазона (предположительно +/-50 коп.), держателю облигаций будет выплачиваться купонный доход по ставке, определенной в ходе аукциона. Если же курс доллара выйдет за пределы диапазона, то купон за соответствующий день будет равен нулю. Если курс рубля не выйдет за пределы обозначенного диапазона в течение всего года, то держателя облигаций ждет дополнительный премиальный купон на уровне 1.7% (предварительные данные). Таким образом, с учетом ориентира организаторов на ставку купона в 7.4%, инвестор имеет возможность заработать 9.1% годовых. Такая ставка является безусловно привлекательной, особенно принимая во внимание высокие кредитные характеристики самого эмитента и наличие поручительства Deutsche Bank Luxembourg S.A. (AA-). Для сравнения, доходность находящихся в обращении сопоставимых по дюрации облигаций дочерних иностранных банков (КМБ-Банк, «Русфинанс») составляет около 6.5–7.0%. Инструменты ВТБ на указанных сроках предлагают не более 6.0%.

Очевидно, что при принятии решения относительно покупки или продажи указанных облигаций инвестор будет главным образом руководствоваться своими ожиданиями относительно курса рубль/доллар. Как известно, устойчивая тенденция на укрепление курса рубля сохраняется в течение последних нескольких лет. С начала года курс национальной валюты укрепился почти на 3.0%, или на 73 коп. (курс ЦБ РФ на 2 августа — 25.6). Согласно нашим оценкам, он продолжит укрепляться в этом году и к 1 января 2008 года может составить 25.0. Таким образом, если бы аукцион по продаже облигаций Дойче Банка состоялся 2 августа, то уже через четыре-пять месяцев вероятность начисления нулевых купонов по облигациям существенно возросла бы. При этом, так как тенденция на укрепления рубля является устойчивой, мы не рассчитываем на существенное ослабление курса и в 2008 году. Наши предварительные оценки курса рубль/доллар на середину 2008 года составляют 24.5. При таком развитии ситуации на валютном рынке купонный доход от предлагаемых облигаций вряд ли превысит 4.0%. Однако еще раз оговоримся, что вышеописанный сценарий основан исключительно на оценках «Ренессанс Капитала».

В целом же необходимо отметить, что предлагаемый инструмент безусловно будет востребован определенным кругом инвесторов. В первую очередь покупателями облигаций Дойче Банка могут стать иностранные инвесторы, более тщательно относящиеся к анализу рисков и накопившие гораздо больший опыт при оценке облигаций со встроенными опционами.