Тимур Файзуллин,
аналитик инвестиционно-банковского управления, Райффайзенбанк

Олег Гордиенко,
начальник отдела по организации облигационных займов, Райффайзенбанк

Не взлетим, так ПОПЛАВАЕМ

ВОТ УЖЕ ДВА ГОДА В МИРОВОЙ ЭКОНОМИКЕ БУШУЕТ ФИНАНСОВЫЙ ШТОРМ. ЗА ЭТО ВРЕМЯ ЖИЗНЬ ПУБЛИЧНЫХ РЫНКОВ КАПИТАЛА КАРДИНАЛЬНО ИЗМЕНИЛАСЬ: НА СМЕНУ БЫЛОЙ СТАБИЛЬНОСТИ ПРИШЛА НЕОПРЕДЕЛЕННОСТЬ И ВОЛАТИЛЬНОСТЬ. В ЭТИХ НЕПРОСТЫХ УСЛОВИЯХ ОСОБУЮ АКТУАЛЬНОСТЬ ПРИОБРЕЛИ «ЗАЩИТНЫЕ» ИНСТРУМЕНТЫ, ПОВЕДЕНИЕ КОТОРЫХ ПОВТОРЯЕТ ДВИЖЕНИЯ РЫНКА. РЕЧЬ ИДЕТ В ПЕРВУЮ ОЧЕРЕДЬ ОБ ОБЛИГАЦИЯХ С ПЛАВАЮЩИМИ СТАВКАМИ (FLOATING-RATE NOTES, FRN).

Вот уже два года в мировой экономике бушует финансовый шторм. За это время жизнь публичных рынков капитала кардинально изменилась: на смену былой стабильности пришла неопределенность и волатильность. В этих непростых условиях особую актуальность приобрели «защитные» инструменты, поведение которых повторяет движения рынка. Речь идет в первую очередь об облигациях с плавающими ставками (floating-rate notes, FRN).

FRN представляют собой облигации, купон по которым привязывается к определенному индикатору и меняется вместе с ним. Теоретически существует великое множество вариантов структурирования FRN: эмитент может привязать бумаги к ставке рефинансирования центрального банка, уровню инфляции, курсу национальной валюты или доходности государственных облигаций, но подобные привязки не всегда отражают реалии рынка.

Многие компании выражают вполне логичное желание привязать фондирование к индикаторам, определяющим размер их денежных потоков (скажем, к ценам на основное сырье или готовую продукцию). Однако жесткие критерии, предъявляемые к плавающим индикаторам, крайне редко дают шанс воплотить эту идею в жизнь.

Критику экспертов вызывает даже такой, казалось бы, проверенный годами индикатор, как LIBOR. Уровень доверия к этой ставке снизился, когда котирующие ее банки были заподозрены в необъективном занижении ставки, дефакто размещая и привлекая деньги значительно дороже.

Напомним, что для всеобщего признания котировки индикатора должны быть независимы и объективны, методика его расчета — максимально понятна и прозрачна, а конечная информация — свободно доступна любому заинтересованному лицу в любой момент времени.

На протяжении последних лет FRN набирали в мировом масштабе все бóльшую популярность. Так, всего лет пять назад их объем составлял лишь четверть рынка, а сегодня — уже треть.

Однако отметим интересный факт: за четвертый квартал 2008 года эмитенты привлекли по плавающим ставкам примерно 80% глобального фондирования, а с начала 2009 года — не более 15%. Неужели FRN теряют свои позиции? Ответ достаточно прост. В сентябре 2008 года мировой финансовый кризис сделал смягчение монетарной политики США и остальных стран делом времени. С одной стороны, эмитенты понимали, что это приведет к снижению ключевых процентных ставок, и спешили привлекать финансирование, привязанное к ним. С другой стороны, рынок FRN в первую очередь ориентирован на самых кредитоспособных заемщиков, для которых он открыт при любой конъюнктуре. Так или иначе, стратегия оказалась верной: к концу года стоимость рефинансирования американских банков опустилась почти до нуля, а LIBOR закрепился на историческом минимуме. Обслуживание FRN в этих условиях значительно удешевилось.

Сейчас же ситуация прямо противоположная: вероятность снижения ставок практически нулевая, поэтому привлекать долг, обслуживание которого будет неминуемо утяжеляться, эмитентам невыгодно. Их желание «зафиксироваться» на низких уровнях вполне оправданно, как и некоторое охлаждение к FRN.

Важно отметить, что все описанное выше относится к глобальным тенденциям, которым Россия, безусловно, следует, но с определенным лагом и своей спецификой.

При этом вполне вероятно, что в ситуации финансовой нестабильности выпуск «защитных» FRN окажется для эмитента выгоднее, чем размещение бумаг с фиксированным купоном, поскольку премия «за рыночный риск» будет несравненно ниже. Логика здесь проста. Доходность FRN определяется конъюнктурой рынка и поэтому обычно адекватна ей, а это, в свою очередь, нивелирует процентные риски инвестора, а значит, снижает его требования к доходности при размещении. Кроме того, краткосрочные ставки денежного рынка, как правило, ниже ставок долгосрочных, поэтому облигации с купоном, меняющимся несколько раз в год, позволяют эмитенту привлекать длинное фондирование по ставкам, характерным для короткого.

Бытует мнение, что ахиллесова пята FRN — неограниченные расходы эмитента на обслуживание долга в случае роста процентных ставок. В действительности этот недостаток легко устраним, если предусмотреть максимально возможный размер купона («кэп»). Подобную структуру мы предложили в выпуске облигаций банка «ДельтаКредит», и она оправдала себя: когда MOSPRIME, к которому был привязан выпуск, обновлял исторические максимумы (выше 20% годовых), купонные расходы эмитента не превышали 8.5% годовых.

Почему же при всех достоинствах FRN не получили широкого распространения в России?

Прежде всего, в нашей стране долгое время не было индикатора, который бы эффективно отслеживал конъюнктуру денежного рынка. Появился он только в 2005 году. Речь идет об индексе MOSPRIME — российском аналоге LIBOR. Очень быстро MOSPRIME зарекомендовал себя в серии облигационных выпусков, двустороннем и синдицированном кредитовании, нашел применение в розничном сегменте банковских услуг. На сегодняшний день MOSPRIME — единственный ориентир стоимости рублевых финансовых инструментов, признанный Международной ассоциацией свопов и деривативов (ISDA), что выгодно отличает его от других индикаторов денежного рынка (в частности, от MIACR, MOSIBOR и прочих).

Появление MOSPRIME создало почву для развития рублевых FRN. До кризиса 2008 года, когда осенью ставки взлетели, а первичный рынок закрылся на полгода, состоялось всего шесть выпусков FRN: три — Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР), ставшего «первопроходцем», по одному — банка «ДельтаКредит», ОАО «Северо-западный телеком» и производителя соков и детского питания «Лебедянский». Количество сделок не впечатляет, но стоит учитывать, что:

- с момента зарождения MOSPRIME и до начала кризиса прошло чуть больше трех лет;
- эмитенты и инвесторы только привыкали к новому продукту и со стороны наблюдали за его поведением;
- в условиях стабильной экономики FRN не могли в полной мере проявить свою защитную сущность, а значит, не раскрыли инвесторам свой главный «козырь»;
- инвесторы опасались, что ставки, привязанные к MOSPRIME, будут ниже ставок фиксированного рынка во все периоды времени.

Переломный момент для FRN наступил с разгаром кризиса, когда высокая волатильность рынка подняла спрос со стороны инвесторов на инструменты с переменной, а значит, адекватной ситуации доходностью. Облигации ЕБРР сразу прибавили популярности: оборот бумаг почти в три раза превзошел докризисные уровни, а цены взлетели до невиданных высот, в то время как весь рынок, включая первый эшелон, по ценам ушел к историческим минимумам.

Интерес к FRN стал наблюдаться и на первичном рынке, что позволило тому же ЕБРР разместить в 2009 году еще два FRN. Оба выпуска разошлись среди широкого круга инвесторов: так, например, последний (3 млрд руб.) собрал почти трехкратную переподписку, а ставка купона составила «MOSPRIME 3M минус 55 б.п.» — рекордно низкое значение. При этом отрадно заметить, что самыми активными участниками аукциона выступили российские банки, что развеяло миф о невостребованности FRN среди российских участников рынка. В итоге совокупный объем обращающихся бумаг ЕБРР, привязанных к MOSPRIME, достиг уже 25.5 млрд руб.

Появление MOSPRIME и FRN стало хорошим подспорьем для развития в России таких продуктов, как валютно-процентный своп и фьючерс на индекс MOSPRIME.

Первый является двусторонним контрактом и заключается непосредственно между компанией и рыночным агентом. Он широко используется тем же ЕБРР, который выпускает рублевые еврооблигации, а затем «свопует» их в MOSPRIME, то есть переводит фиксированные платежи по обслуживанию долга в плавающий по MOSPRIME режим. Возможна и обратная стратегия: разместив облигации с плавающим купоном, компания может перейти на обслуживание долга по фиксированной ставке. Все это, естественно, доступно любому эмитенту.

Фьючерс на индекс MOSPRIME торгуется на фондовых биржах (с 2006 года на ММВБ, а затем и РТС) и становится все более популярным. Так, в прошлом году его оборот на ММВБ возрос в 2.6 раза и достиг 33 млрд руб. (оборот фьючерсов на индекс MOSIBOR, для сравнения, за тот же период упал на 0.8% до 17 млрд руб.).

Несмотря на различия, опционы и фьючерсы служат единой цели — хеджированию рыночных рисков. Их использование позволяет компаниям лавировать между плавающими и фиксированными ставками, извлекая выгоду из обслуживания долга в той или иной форме.

Говоря о FRN, нельзя не упомянуть опционы, с помощью которых эмитенты могут лимитировать размер своих купонов. Это нововведение уже нашло применение в выпуске «ДельтаКредит-2», СЗТ и «Лебедянского»*. В то же время логично ожидать, что интерес к данной практике проявят и инвесторы, ограничивая в своих интересах минимально возможный размер купона. До сих пор подобное не встречалось на публичном рынке рублевых облигаций, но не исключено, что будет сопровождать предстоящие выпуски.

Развитие этих финансовых инструментов позволит по-новому взглянуть на структурирование облигационных займов и даст импульс становлению в России рынка сложно структурированных финансовых продуктов. ©

---

* *Райффайзенбанк выступил организатором выпусков ЕБРР, «Лебедянского», «ДельтаКредит» и СЗТ*