Облигации с плавающими ставками: в чем преимущество для эмитента?

Олег ГОРДИЕНКО,
начальник отдела по организации облигационных займов, Райффайзенбанк

Олег Гордиенко работает в управлении корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций Райффайзенбанка с октября 2002 года. В начале 2006 г. возглавил отдел по организации облигационных займов. До того как Олег Гордиенко продолжил свою карьеру в Райффайзенбанке, он работал в Дойче Банке в Москве и Лондоне. В Дойче Банке (Лондон) он был вице-президентом и отвечал за управление кредитными рисками в России и странах СНГ. До работы в Дойче Банке Олег Гордиенко работал аналитиком в банке «Кредит Свисс Ферст Бостон».

Интерес российских компаний к облигациям, процентные выплаты по которым бы зависели от поведения какого-либо инструмента, возник еще на заре становления рыночных отношений. Тогда купоны привязывались к ставке рефинансирования Банка России, уровню инфляции, курсу рубля или доходности государственных облигаций. Однако такие привязки лишь условно отражали реалии рынка, поэтому их эффективность вызывала большие сомнения. В это время финансовый рынок нуждался в индикаторе, который бы эффективно отслеживал конъюнктуру денежного рынка — и со временем он появился. Речь идет, как несложно догадаться, о ставке MOSPRIME — индикативной процентной ставке, по которой котирующий ее банк готов предоставить рублевый кредит первоклассному финансовому институту на срок от овернайт до полугода. На сегодняшний день это единственный ориентир стоимости рублевых финансовых инструментов, признанный Международной ассоциацией свопов и деривативов (ISDA), что, безусловно, выгодно отличает его от других индикаторов денежного рынка (в частности, от MIACR, MOSIBOR и пр.). Считаю важным отметить и то, что сегодня MOSPRIME котирует уже не восемь, а десять расчетных банков (недавно их количество приросло за счет Банка Москвы и HSBC). Механизм определения ставки достаточно прост и лишь немного отличается от методики расчета LIBOR.

Несмотря на относительную молодость инструмента (индексу MOSPRIME чуть меньше четырех лет), рынок уже успел привыкнуть к нему: MOSPRIME широко используется как база расчетов по двухсторонним и синдицированным кредитам, хорошо зарекомендовал себя в серии облигационных выпусков, все чаще находит применение в розничном сегменте банковских услуг, более 80% банков используют его для аналитических и статистических целей.

В этом отношении Россия идет по траектории развития международных рынков, где кредитные и депозитные ресурсы уже давно привязываются к ставкам денежного рынка. Так, кстати, доля облигаций с плавающими ставками ежегодно прибавляет в мировом масштабе в среднем 1.5 п.п., и если лет пять назад их объем составлял примерно четверть рынка, то сегодня — уже его треть.

Что касается рынка рублевых облигаций, то на нем состоялось пока лишь шесть сделок, когда стоимость привлечения привязывалась к MOSPRIME. Помимо трех выпусков Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР), такие бумаги разместил банк «ДельтаКредит», производитель соков и детского питания «Лебедянский» и «Северо-Западный Телеком» (СЗТ). Одним из организаторов всех этих выпусков, кстати, выступил Райффайзенбанк.

Существует распространенное мнение, что облигации с переменным купоном (floating-rate notes, FRN) выгодны эмитентам только на растущем рынке, когда стоимость заимствований постоянно снижается. Это, бесспорно, так, ведь переменный купон, приспосабливаясь к улучшению конъюнктуры рынка, в этом случае снижается. Но, как ни парадоксально, справедливо и обратное утверждение: выпуск FRN (если он, конечно, правильно структурирован) может быть интересен эмитентам и на падающем рынке. О том, как это возможно, я расскажу ниже.

Дело в том, что облигации, размер купона по которым определяется ситуацией на рынке, нивелируют процентный риск инвестора (в какую бы сторону ни пошли ставки денежного рынка, его доход будет двигаться в том же направлении). Следовательно, инвестор, защищенный от риска неблагоприятного изменения процентных ставок, потребует от эмитента меньшую доходность на вложенный капитал. Так, для примера, хорошие условия докризисного рынка и фактор инвестиционной привлекательности FRN позволили «Лебедянскому» привлечь самый дешевый заем за всю историю рынка негосударственных корпоративных облигаций: купон установлен на уровне 3 m MOSPRIME + 143 б.п., или 6.86% годовых. Несколько позже, также выйдя на рынок с FRN, абсолютный рекорд поставил банк «ДельтаКредит», установив самый низкий купон за всю историю рынка негосударственных облигаций — 3 m MOSPRIME + 30 б.п., или всего лишь 5.1% годовых.

Кто-то может утверждать, что сегодня, в условиях финансового кризиса, облигации с переменным купоном теряют привлекательность, поскольку MOSPRIME взлетел до исторических максимумов, а с ним и ставки по облигациям. Да, теоретически это должно быть именно так, но при определенном структурировании сделки этого можно избежать. Так, размещая облигации банка «ДельтаКредит», мы предусмотрели максимально возможный размер купона («кэп») — 8.5% годовых. Поэтому сейчас, когда даже ЕБРР, кредитный рейтинг которого не опускается ниже AAA, платит по купону 15.67% годовых, расходы «ДельтаКредита» не превысят 8.5% годовых.

В продолжение темы мне бы хотелось отдельно остановиться на выпуске «Северо-Западного Телекома». Во-первых, он стал первым с начала кризиса корпоративным займом с плавающей купонной ставкой (привязана к 3 m MOSPRIME), во-вторых, несмотря на то что главными покупателями российских «плавающих облигаций» традиционно выступают иностранные банки (так, например, они полностью выкупили предыдущий выпуск с плавающей ставкой — «Лебедянский-2»), 70% бумаг СЗТ приобрели отечественные инвесторы. Результат аукциона подтвердил наши предположения: в условиях финансовой нестабильности защитные FRN оказались высоко востребованы рынком. В результате спрос на бумагу в процентах от номинала составил абсолютный рекорд для размещений 2008 г. — переподписка превысила 3 раза (!), а премия к MOSPRIME была установлена в размере 212 б.п., хотя изначальный маркетинг проходил по ставке MOSPRIME + 250/300 б.п. Ставка первого купона при двухлетней оферте составила всего лишь 8.40% годовых. Можно полагать, что при всем уважении к кредитному качеству СЗТ подобный результат был бы вряд ли достижим, размещай он облигации с фиксированным купоном.

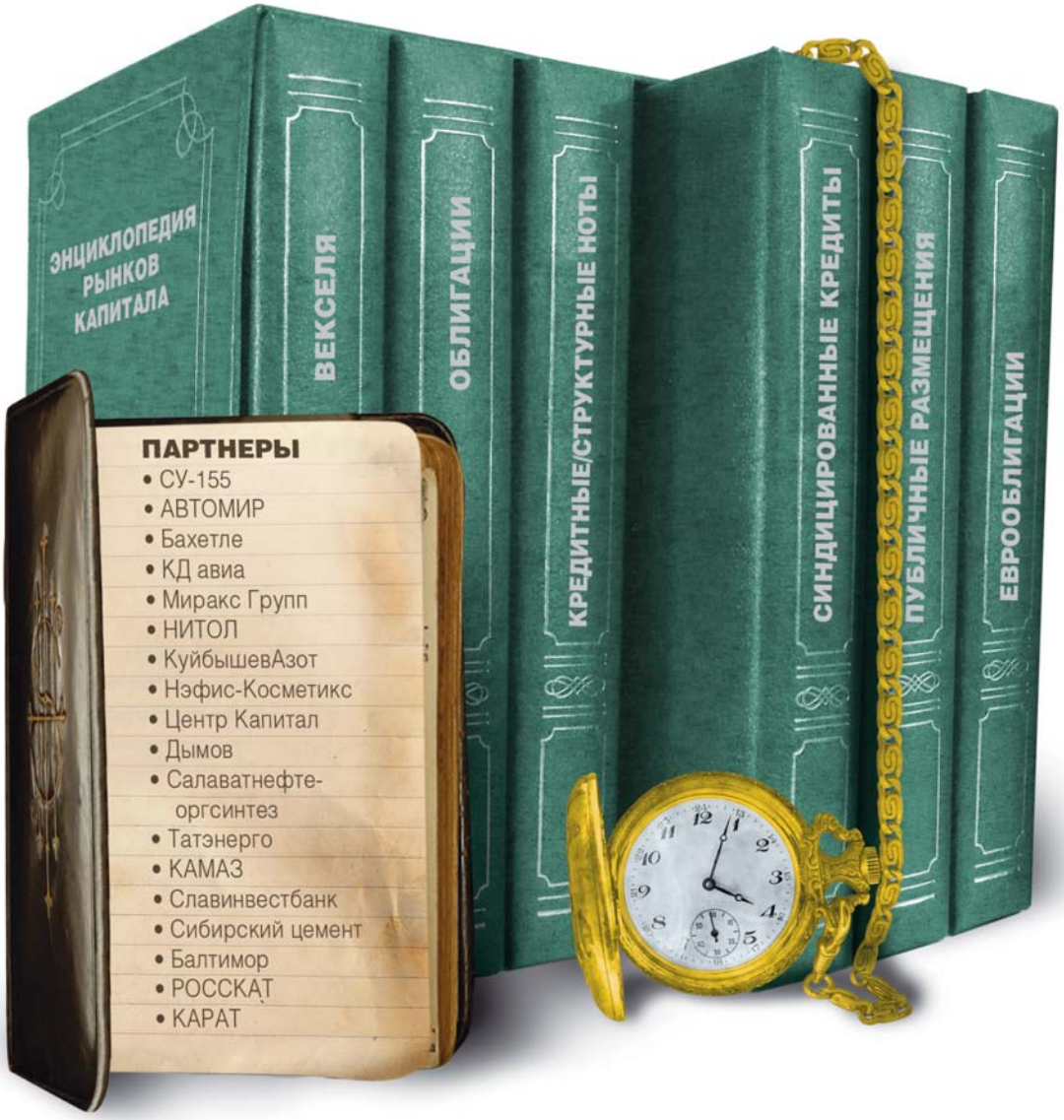
Анализ рынка показывает, что хоть FRN и не получили должного признания в кругу эмитентов (пока, во всяком случае), они привлекают

все больший интерес инвесторов. И это, повторюсь, неудивительно в условиях турбулентности на мировых финансовых рынках. Тем не менее, нельзя утверждать, что FRN — абсолютно идеальный инструмент. Конечно, и у него есть свои слабые места. Прежде всего, таким бумагам свойственна низкая ликвидность, что вызвано сравнительно небольшим номинальным объемом обращающихся выпусков. Очевидно, что ликвидность таких займов в будущем — дело наживное, она обязательно улучшится, когда появится первичный рынок, а на нем — бумаги не только с плавающими ставками, но и с большими номиналами.

Говоря о FRN, важно не забыть о таком инструменте, как «валютно-процентный своп». Его использование нередко сопровождает облигационные выпуски и позволяет при правильном применении существенно удешевить обслуживание долга. В частности, суть «процентного свопа» состоит в том, что компания, разместив облигации, скажем, с фиксированным купоном, может перейти на обслуживание долга по плавающей ставке, и наоборот. Данный инструмент можно использовать в сочетании с «валютным свопом», который дает возможность привлекать и обслуживать инвалютное финансирование через выпуск рублевых займов (ну и, конечно же, наоборот). Таким образом, сегодня у эмитентов есть все условия для эффективного лавирования между плавающими и фиксированными процентными ставками, а также видами валют фондирования.

В заключение мне бы хотелось отметить, что с постепенным возрождением рынка у облигаций с переменным купоном есть все шансы на высокую популярность. В этой связи эмитентам первого-второго эшелона не помешало бы уже сегодня задуматься о регистрации проспектов подобных бумаг, чтобы в случае восстановления рынка или появления «окна» оперативно и выгодно привлечь финансирование.

Впиши свое имя...



Реклама. ОАО Банк ЗЕНИТ Генеральная лицензия ЦБ РФ № 3255

БАНК ЗЕНИТ
БАНКОВСКАЯ ГРУППА ЗЕНИТ

Управление организации долгового финансирования

ОАО Банк ЗЕНИТ
(495) 937-0737