Александр ЗВЯГИНЦЕВ,
д. э. н., управляющий активами, УК «Норд-Вест Капитал»

Первый выпуск российских еврооблигаций был размещен в ноябре 1996 года. До августовского кризиса 1998 года на рынке появилось еще восемь выпусков евробондов РФ, номинированных в американских долларах, немецких марках и итальянских лирах. Кроме суверенного заемщика, на внешний рынок долговых обязательств в тот же период вышли три ведущих субъекта РФ — Москва, Санкт-Петербург и Нижний Новгород, а вслед за ними — ряд крупнейших российских банков и промышленных корпораций. В условиях поддержки валютного коридора со стороны Центрального банка России привлечение валютных средств на внешнем рынке по относительно низким ставкам было выгодно российским эмитентам. Однако обвальная девальвация рубля в результате финансового кризиса 17 августа 1998 года привела к тому, что стоимость заимствований на внешнем рынке оказалась чрезвычайно высокой. То, как выросла стоимость валютных займов, хорошо иллюстрирует пример еврооблигаций Санкт-Петербурга.

Внешний долг платежом красен

Первичное размещение еврооблигаций Северной столицы состоялось в июне 1997 года. Объем выпуска составил $300 млн по номиналу, а средневзвешенная цена сформировалась на уровне 99.536% от номинала. Учитывая, что срок обращения облигаций составлял пять лет и купонные выплаты осуществлялись через каждые полгода в размере 9.5% годовых, валютная эффективная доходность к погашению составила 9.62% годовых.

Внешние займы нужны были администрации Санкт-Петербурга для реструктуризации внутреннего городского долга. Другими словами, привлеченная валюта конвертировалась в рубли, а затем денежные средства направлялись на погашение внутренней задолженности.

Для сравнения эффективности заимствования на внешнем и внутреннем рынках приведем все к общему знаменателю — рублевой доходности. При определении рублевой доходности петербургских еврооблигаций необходимо учитывать динамику изменения курса доллара, поскольку хеджирование валютных рисков не было предусмотрено при размещении валютных бумаг.

Формула для расчета рублевой эффективной доходности имеет следующий вид:

$$p = \frac{N}{(1+Y_{RU})^5} \cdot \frac{k_{10}}{k_0} + N \cdot \frac{C}{2} \cdot \sum_{m=1}^{10} \frac{1}{(1+Y_{RU})^{\frac{m}{2}}} \cdot \frac{k_m}{k_0} \quad (1),$$

где p — цена размещения, N — номинал, C — купонная ставка, k_0 — курс доллара на момент размещения еврооблигаций, k_m — курс доллара на момент погашения m-го купона. Зная курс доллара, можно с помощью этой формулы вычислить ставку доходности.

В Таблице 1 приведены значения официального курса доллара на дату

Таблица 1

Валютный курс в дни выплат по еврооблигациям Санкт-Петербурга

Коэффициенты	k_0	k_1	k_2	k_3	k_4	k_5	k_6	k_7	k_8	k_9	k_{10}
Даты купонных выплат	13.06.97	18.12.97	18.06.98	18.12.98	18.06.99	18.12.99	18.06.00	18.12.00	18.06.01	18.12.01	18.06.02
Курс доллара США, руб.	5.78	5.94	6.18	20.70	24.23	26.77	28.26	27.97	29.07	30.30	31.39

Источник: Центральный банк России

размещения еврооблигаций Санкт-Петербурга и на даты купонных выплат. На основании формулы (1) получаем довольно высокое значение рублевой эффективной доходности 60.63% годовых.

Статистические данные показывают, что в течение лета и осени 1997 года администрация Санкт-Петербурга имела стабильную возможность привлекать рублевые средства на внутреннем рынке путем размещения трехлетних купонных облигаций под эффективную доходность 20% годовых. По грубым оценкам, рефинансирование долга по этим облигациям в 2000 году можно было бы осуществить за счет размещения новых выпусков двухлетних облигаций под доходность 30% годовых. Таким образом, без дополнительной нагрузки для городского бюджета на период обращения еврооблигаций можно было привлечь на внутреннем рынке сумму, эквивалентную $300 млн, под эффективную доходность

$$\left(\sqrt[5]{(1+0.2)^3\cdot(1+0.3)^2}-1\right)\cdot 100\% =$$
$$= 23.90\%\ \text{годовых.}$$

Проведенные вычисления позволяют сделать вывод о том, что заимствования на рынке рублевых облигаций для администрации Санкт-Петербурга были бы более эффективны и целесообразны по сравнению с внешними займами. В результате кризиса 17 августа 1998 года ставка заимствований на внешнем рынке для Санкт-Петербурга оказалась в 2.5 раза выше по сравнению со стоимостью внутренних займов.

Вызванный августовским кризисом резкий рост затрат на обслуживание валютных выпусков вынудил российских эмитентов искать способы реструктуризации внешнего долга. Одним из способов оптимизации затрат традиционно является досрочный выкуп облигаций. Эффективное проведение реструктуризации внешнего долга за счет операций по досрочному выкупу еврооблигаций позволяет уменьшать затраты на обслуживание внешнего долга и снижает итоговую ставку заимствований.

Таким образом, чтобы снизить долговую нагрузку, Санкт-Петербургу целесообразно было в течение 1999–2002 годов размещать рублевые долговые бумаги, а привлеченные средства направлять на досрочный выкуп евробондов. Следует отметить дальновидность администрации Санкт-Петербурга, которая провела в 2000 и 2001 годах досрочный выкуп части своих валютных бумаг. Размещая рублевые облигации и выкупая евробонды, петербургский эмитент смог снизить итоговую ставку привлечения денежных ресурсов.

На самом деле, администрации Санкт-Петербурга стоило начинать перекладываться из валютных облигаций в рублевые еще раньше. Эмитент упустил уникальную возможность для выкупа валютных бумаг, когда после августовского кризиса 1998 года котировки петербургских еврооблигаций упали до 15–20% от номинала. Очень благоприятным периодом для реструктуризации городского долга было первое полугодие 1999 года, когда цены питерских евробондов не превышали 50% от номинала.

Августовский кризис 1998 года наглядно продемонстрировал актуальность проблемы хеджирования валютных рисков для эмитентов еврооблигаций.

Организатор:

Cbonds congress

Официальные партнеры:

ING

WestLB

ЛИНИЯ ПРАВА АДВОКАТСКОЕ БЮРО

Спонсоры:

Связь Банк

Dewey & LeBoeuf LLP

GOLTSBLAT BLP

UniCredit Bank

Райффайзен БАНК

РОСБАНК

SOCIETE GENERALE GROUP

СИНДИЦИРОВАННОЕ КРЕДИТОВАНИЕ В РОССИИ LOANS 2011

2-я ежегодная конференция
СИНДИЦИРОВАННОЕ КРЕДИТОВАНИЕ В РОССИИ
29 сентября 2011 года, Москва

Конференция Cbonds — это уникальная возможность услышать мнение профессионалов банковского сектора, узнать об основных тенденциях развития рынка, задать вопросы участникам круглых столов и установить новые деловые связи.

Докладчики и участники дискуссий:

Николас Войси, директор, Loan Market Association
Петр Гайнуллин, младший вице-президент, структурное товарное финансирование, Deutsche Bank
Элен Гиймо, руководитель отдела синдицирования кредитов группы структурированного финансирования сырьевого и энергетического сектора в странах СНГ, Восточной Европы и Турции, BNP
Дмитрий Губарев, партнер, Dewey & LeBoeuf
Майкл Делиа, заместитель директора управления синдицированного кредитования, руководитель департамента синдицированного кредитования, ЕБРР
Наташа Исакова, руководитель отдела по организации и структурированию кредитов для развивающихся рынков, LCM, Barclays Capital
Майкл Делиа, заместитель директора управления синдицированного кредитования, руководитель департамента синдицированного кредитования, ЕБРР
Юрий Корсун, начальник отдела синдикации, Сбербанк
Марина Кареева, заместитель директора, департамент финансовых институтов и международных рынков капитала, Промсвязьбанк
Никита Патрахин, начальник управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций, Райффайзенбанк
Дэвид Пеппер, управляющий директор, BofA Merrill Lynch
Юрий Туктаров, партнер, адвокатское бюро «Линия права»
Харви Хоогаккер, управляющий директор, руководитель отдела по синдикации стран CEEMEA в Лондоне, WestLB

Участники:

«Мечел», СУЭК, «Газпром нефть», «РусГидро», «Уралхим», «Антипинский НПЗ», «Славнефть», ЕПК, «Московский кредитный банк», банк «ГЛОБЭКС», «СИТРОНИКС», X5 Retail Group, «Техносила», «ФосАгро»

на правах рекламы

Подробнее на сайте www.cbonds-congress.com