Дмитрий Шеметило,
Emerging Markets Strategy, WestLB

Еврорублевые бонды

Выпуск первоклассными заемщиками еврооблигаций в рублях во многом вызван их желанием уменьшить стоимость привлекаемых ресурсов в долларах как за счет снижения расходов по выпуску на международных рынках, так и за счет кредитного арбитража. В случае улучшения кредитного рейтинга России и компаний, привлекающих финансирование в рублях, возможность кредитного арбитража уменьшится, и на рынке останутся только компании, непосредственно заинтересованные в рублевом финансировании.

После того как 11 января международная расчетная система Clearstream, принадлежащая Deutsche Boerse, объявила, что они будут проводить расчеты в рублях, и Euroclear также пообещал проводить рублевые расчеты начиная с средины февраля, рубль стал по-настоящему конвертируемым. Уже на следующий день на рынке появилось несколько деноминированных в рублях еврооблигаций, выпущенных первоклассными заемщиками. Облигации были выпущены с расчетами 14 февраля.

Первым стал выпуск KFW 6% 14.02.2012 (AAa/AAA) немецкого агентства развития, организованный банком Toronto Dominion. За ним в тот же день последовал выпуск Европейского банка реконструкции и развития EBRD 6% 14.02.2012 (AAa/AAA), и 15 января последовал выпуск Nordic Investment Bank (NIB 5.75% 15.02.2011, AAa/AAA). Размеры всех выпусков были одинаковы — 2 млрд рублей.

В любом выпуске задействовано три стороны — инвестор, покупающий выпуск, эмитент, размещающий выпуск, и инвестиционный банк, организующий его.

При реализации кредитного арбитража выпуск еврооблигации, деноминированной в местной валюте, часто инициируется покупателем. Крупные фонды, диверсифицируя портфель, часто берут позиции в местных валютах на основании макроэкономического анализа. При этом они предпочитают брать валютный риск и риск изменения процентных ставок и устранять или минимизировать кредитную составляющую риска. Инвестиционный банк обычно предлагает на выбор ряд валют и кредитных имен потенциальных эмитентов, а инвестор определяет желаемые параметры выпуска. Как правило, это доходность, срок погашения и кредитный рейтинг эмитента. После получения предварительного заказа на такой выпуск инвестиционный банк начинает поиск эмитента и связывается с казначействами компаний.

В крупных банках диалог с этими компаниями происходит непрерывно. Большие корпорации привлекают средства на рынках практически ежедневно и через разные финансовые инструменты, поэтому одним из основных критериев для них является стоимость финансирования. Для сравнения всех возможных способов привлечения финансирования корпорации сравнивают стоимость финансирования по отношению к ставке LIBOR (spread to LIBOR). Для многих корпораций этот спред более или менее стабилен, и если стоимость привлечения ресурсов оказывается лучше определенной цифры, то проводится выпуск. Например, в тот же день (12 января 2007) после выпуска в российских рублях KFW выпустило облигации на 100 млн турецких лир, 600 млн малазийских ринггитов, 1250 млн британских фунтов, а на следующий день — на 750 млн норвежских крон. В конце 90-х годов очень много выпусков осуществлялось в чешских кронах, польских злотых.

При кредитном рейтинге выше суверенного корпорация может привлечь ресурсы, выпуская в местных валютах и свопируя потоки в доллары, дешевле, чем при привлечении финансирования непосредственно в долларах. Например, если финансовый директор ориентируется на стоимость заемных средств на 10 б.п. ниже LIBOR, а сможет привлечь средства по 15 б.п. ниже LIBOR, то на стомиллионном выпуске экономия составит порядка 50 тыс. долларов. Поэтому если происходит такой выпуск, то с большей вероятностью можно сказать, что он был свопирован. Не свопирует выпуски в другие валюты ограниченный ряд эмитентов, такие как EBRD, International Bank for Reconstruction and Development (IBRD) и European Investment Bank (EIB). Конечно, возможна ситуация, когда эмитенту требуется финансирование в рублях, а самая дешевая возможность привлечения денег на рынке совпадает с оптимальным внутренним денежным потоком, но вероятность этого мала.

Возможность выпуска в рублях предопределила наличие рынка валютных свопов (cross-currency swaps), которые дают возможность переводить потоки рублевых платежей в долларовые. Котировка пятилетнего валютного свопа 6.58–6.68 на рейтеровском экране брокера <GFIE> означает, что брокер готов найти сторону, готовую платить ежегодно 6.58% в рублях при расчетах A/365 за 3M LIBOR в долларах, рассчитанный по конвенции A/360. И наоборот, брокер готов найти сторону, которая обеспечит платежи по 3M LIBOR (A/360) в долларах за годовой платеж в 6.68% (A/365) в рублях. Начальный и конечный обмен номинальными платежами и купонные платежи конвертируются по одному и тому же курсу, оговоренному при заключении свопа.

Таким образом, после свопирования валюта платежа по облигации для эмитента безразлична, и все расходы по обслуживанию долга он ведет в долларах. Если купонный платеж по облигации меньше ставки по свопу, то эмитент получает возможность финансироваться под ставкой LIBOR. В данной статье нет возможности углубляться во все детали рынка свопов, поэтому расчеты приведены только для иллюстрации механизма выпуска.

Заинтересованность инвестиционных банков в осуществлении выпуска складывается из нескольких вещей. Первый доход, который получает банк — это комиссии. Ниже приводятся основные параметры выпуска KFW 6% 02/14/12 (AAA/AAA) из системы Bloomberg.

ЭМИТЕНТ:	KFW
РЕЙТИНГИ:	MOODY'S Aaa, S&P AAA, FITCH AAA
ОБЪЕМ:	RUB 2 000 000 000
КУПОН:	6% ANN ACT/ACT (ICMA)
ДАТА РАСЧЕТОВ:	14 февраля 2007
ДАТА ПОГАШЕНИЯ:	14 февраля 2012
ЦЕНА ВЫПУСКА:	101.406
КОМИССИЯ ОБЩАЯ:	1.875%
ОРГАНИЗАЦИОННАЯ КОМИССИЯ:	0.25%
КОМИССИЯ ЗА РАЗМЕЩЕНИЕ:	1.625%
ЦЕНА ПЕРЕД РАЗМЕЩЕНИЕМ (ЦПР):	99.781
ДОХОДНОСТЬ ПО ЦПР:	6.052%
ЛИСТИНГ:	ЛЮКСЕМБУРГ
ФОРМА ВЫПУСКА:	UB 10 000 & MULTIPLES
РАСЧЕТЫ:	CLEARSTREAM (AND EUROCLEAR WHEN AVAILABLE)

Расчеты доходности выполняются по стандартной формуле Международной ассоциации рынков капитала (International Capital Market Association, ICMA). При цене облигации 100 доходность равна купону — 6%.

Цена выпуска (101.406) определяет цену, по которой инвестор покупает размещаемую облигацию. Эту цену еще называют ценой размещения, и доходность облигации по этой цене обычно ниже купона (5.669%). Цена выпуска включает в себя все комиссии банка — организационную комиссию (management fee) и комиссию за размещение (selling concess).

Организационная комиссия покрывает расходы на юристов, регистрацию выпуска в расчетных центрах и другие неизбежные расходы, связанные с выпуском. Поскольку такие выпуски осуществляются в основном в рамках EMTN-программ, то эти расходы здесь минимальны. Конечно, road show тоже никто не проводит. Приведенное значение 0.25% близко к стандартному. Комиссия за размещение – это вознаграждение, выплачиваемое банку за распространение облигаций.

Чистая цена без комиссий — это та сумма, которую получает эмитент. Доходность по этой цене, или вернее, стоимость финансирования, обычно выше купона. В случае KFW эта цена составляла 99.531, что соответствует доходности 6.112%.

Когда в выпуске участвует несколько банков и формируется синдикат, члены синдиката приобретают облигации у организатора выпуска (lead manager) для распространения по цене перед размещением (цене преразмещения или re-offer price), которая рассчитывается как цена выпуска за вычетом комиссии за размещение (99.781). Члены синдиката не могут продавать облигации по цене ниже ре-оффер в течение некоторого времени, что обеспечивает взаимную поддержку других членов синдиката. Когда выпуск считается окончательно размещенным, облигация объявляется свободно торгуемой, и цена может быть любой. Временной срок обычно обговаривается членами синдиката.

Естественно, в случае продажи облигации по цене ре-оффер или ниже комиссия банка уменьшается до нуля или становится отрицательной, и банк несет убытки. Согласно приведенным в примере ценам, инвестор прибрел облигацию с доходностью 5.669%, а эмитент привлек деньги по ставке 6.112%. В то же время на «сером рынке» (grey market) облигация начала торговаться по цене 99.21 на покупку и 99.71 на продажу. Уместно предположить, что инвестор, купивший облигации по 101.406, мог купить их после выпуска по 99.71, или по цене, близкой к ре-оффер и даже немного ниже.

Один из возможных вариантов сделки таков: банк мог продать облигации инвестору по цене ре-оффер, фактически не беря комиссии за размещение. Теоретически, банк мог продать и ниже этой цены, поскольку синдикат по сделке не формировался. В этом случае заинтересованность банка в выпуске объясняется тремя факторами: банк смог заработать комиссию на валюте, банк осуществил валютный своп для облигации, зарабатывая бид-оффер спред на свопе, или банк получил возможность хеджирования книги свопов по рублям, платя фиксированную рублевую ставку и балансируя риск, образовавшийся при торговле свопами с местными банками. В частности, 15 января 2007 г. пятилетний рублевый валютный своп торговался по 6.375/6.45, или со спредом в 7 базисных пункта, а 29 января — по 6.60–6.70, или со спредом 10 базисных пунктов.

С улучшением кредитного рейтинга России и российских корпоративных заемщиков возможность кредитного арбитража для международных финансовых институтов будет уменьшаться, и выпуск еврорублевых бондов потеряет для них привлекательность. Тогда основными торгуемыми рублевыми еврооблигациями станут выпуски корпораций, привлекающих финансирование в рублях, такие как ожидаемый выпуск трех-пятилетних бондов Газпромбанка (Baa1/BB-) и других корпоративных эмитентов, для которых будет выгоднее размещаться на международных рынках, чтобы уменьшить расходы на выпуск, а также облигации финансовых институтов, ведущих проекты в рублях и финансирующих их раздельно, таких как EBRD, EIB и IBRD. Но на настоящий момент при всей своей схожести с евробондами международных финансовых институтов и транснациональных корпораций, эти облигации имеют составляющую кредитного риска и, скорее всего, будут ориентированы на другую базу инвесторов.