

БАРЬЕРНЫЙ СБОЙ

КАК СНИЗИТЬ СТАВКУ, НЕ ПОТЕРЯВ ВСЕ

Одним из самых громких событий этого года на финансовом рынке стало судебное разбирательство «Транснефти» и Сбербанка. Компания пыталась оспорить сделку у банка с использованием производных инструментов, служивших для снижения ставки по облигационному займу. Два года назад из-за резкого роста курса доллара «Транснефть» потеряла на этой сделке 65 млрд руб. Разбирательство продолжается, однако сделка уже вошла в новейшую историю, и ее подробности могут оказаться весьма поучительными для отечественного бизнеса.



«Удешевитель» в помощь

Первый 13-й год XXI века, несмотря на несчастливый номер, складывался вполне благополучно для российского рынка. Особенно после передышки 2008–2009 годов. Стоимость нефти держалась на уровне около \$110 за баррель, курс доллара — 30 руб./\$. Процентные ставки плавно снижались и по займам квазигосударственных эмитентов не превышали 8% годовых. Однако обслуживание старых обязательств, принятых еще в 2009–2010 годах, обходилось слишком дорого в сравнении с текущим состоянием рынка, в том числе и для «Транснефти», у которой оставался рублевый облигационный заем серии 03.

Облигации на сумму 65 млрд руб. были выпущены еще в мае 2009 года. Ставка была плавающей, привязанной к ставке 12-месячного репо ЦБ + 2,4%. В конце 2013 года «Транснефть» платила по своим бумагам исходя из ставки купона 9,65%, то есть больше 6 млрд руб. в год. Если бы компания выкупила эти бумаги с рынка в рамках возможного замещения на менее дорогой выпуск, то помимо накопленного купона ей пришлось бы заплатить на 6% больше их номинальной стоимости (то есть дополнительно почти 4 млрд руб.) — именно на столько выше номинала торговались тогда эти бумаги.

В таких условиях компания еще с 2011 года рассматривала различные варианты снижения стоимости обслуживания своих облигационных выпусков, в том числе обращалась с этой целью в Deutsche Bank и «Тройку Диалог»/Сбербанк. В «Тройке Диалог» предложили более десяти вариантов различных инструментов на разные базовые активы и с разным профилем выплат. Из всех вариантов «Транснефть» предпочла барьерные опционы. Окончательно выбор был подтвержден в октябре 2013 года, после чего в декабре 2013 года «Транснефть» и Сбербанк подписали соответствующее соглашение. Схема получила название Cheaperen («удешевитель»), так как была рассчитана на «удешевление стоимости обслуживания облигаций». В первоначальном варианте она позволяла «Транснефти» снизить процентные расходы ежегодно на 1,25–1,5% годовых «в зависимости от срока и уровня барьера».

К барьеру, господа!

Опцион — это срочная сделка (контракт), дающая право покупателю на определенные операции с активами на заранее оговоренных условиях. За это право покупатель платит продавцу так называемую премию. При этом продавец контракта обязан исполнить требования покупателя. Опционы делятся на две категории. Опцион колл (call) дает право его покупателю приобрести какой-либо актив по заранее оговоренной цене через определенное время. Опцион пут (put) дает право его покупателю продать какой-либо актив по заранее оговоренной цене через определенное время. Всевозможные дополнительные условия по опционам делают этот инструмент весьма гибким для использования. В том числе позволяют снижать расходы покупателя при его приобретении (с соответствующим ростом риска).

Опционы «Транснефти» были с барьерными условиями. Это означало, что при достижении или превышении этих значений в течение действия опциона (около двух лет) покупатель получал право на их исполнение. В случае опциона колл — на покупку валюты, в случае опциона пут — на продажу валюты по текущей цене. Объем — \$2 млрд. Расчеты осуществляются на беспоставочной основе, разница определялась между 65 млрд руб. и \$1,97 млрд в рублях по текущему курсу на дату исполнения.

Наличие барьера снижало риски «Транснефти». В отсутствие барьера обязанность платежа возникла бы при превышении курса доллара США к рублю курса «страйк» (32,515

руб./\$); с учетом барьерного условия — только при превышении курса значения 45 руб./\$ (впоследствии барьерный курс был повышен до 50,35 руб./\$). Как пояснил директор инвестиционного департамента UFG Wealth Management Алексей Потапов, такого рода условия используются с целью удешевить стоимость опционов, что важно при совершении крупных сделок. «Так как барьерное условие снижает вероятность срабатывания опциона, то и стоимость опциона снижается пропорционально этой вероятности», — отмечает эксперт.

За опцион пут «Транснефть» должна была заплатить 169 млн руб. За опцион колл Сбербанк, в свою очередь, должен был заплатить 1,3 млрд руб., двумя частями — через девять месяцев после заключения сделки и еще через год после ее завершения, 18 сентября 2015 года. Если бы барьерное условие не было достигнуто, то «Транснефть» получала в распоряжение 1,13 млрд руб. (разница между двумя премиями), которые и шли на выплату процентов по облигациям. Эта сумма давала экономию на ставке в размере 1% годовых.