



Дмитрий Ефимов

вице-президент управления рынков
капиталов РЕФКО ГРУПП (США, Нью-Йорк)

ТЯНУТ-ПОТЯНУТ, А ВЫТЯНУТЬ... ПОМОЖЕМ!

Настоящая публикация открывает серию практических и учебных статей под рубрикой «Взгляд извне» — о международных рынках капиталов (CAPITAL MARKETS). Материалы данной рубрики предназначены для профессионалов казначейств, дилеров международных отделов банков, а также широкого и быстрорастущего круга российских профессиональных менеджеров, управляющих денежными средствами, и трейдеров фондового рынка, торгующих как облигациями, так и АДР/ГДР¹.

Брось Chesать «репу», а вовлекайся-ка в РЕПО — относительно новую кредитную схему международного рынка капиталов, активно прорастающую на финансовых полях России.

ВВЕДЕНИЕ

В статьях данной серии содержится информация о возможностях много-

кратных «плечей» (*high leverage*), одно-временных «ставок на похудение и поднятие веса» (*relative value trades*), о макро- и микроподходах в торговле корпоративными облигациями России и российских корпоративных эмитентов. Краткий экскурс в мир кредитных дериватов (*Credit Default Swaps*)² поможет читателю правильно поставить «длин-

ную» или «короткую» позицию на кредитных спредах³ и окунуться в мир хедж-фондов⁴, где инвесторы искусно страхуют или продают риск дефолта на позицию облигаций в своем портфеле. Что это — миф или реальность для Российских финансовых институтов? Как добиться того, чтобы вас приняли в этот «эксклюзивный клуб», торгующий кре-

¹ АДР — американские депозитарные расписки (*American Depositary Receipts, ADR*), ГДР — глобальные депозитарные расписки (*Global Depositary Receipts, GDR*). И те и другие — деривативные производные от обыкновенных и привилегированных акций, торгующихся на местном рынке той или иной страны. Каждая производная АДР или ГДР представляет собой определенное количество (или долю) этих акций и торгуется на различных биржах развитых стран, тем самым добавляя ликвидность и международную значимость компании-эмитенту.

² Кредитные дериваты (или производные от неадекватного риска) — это контракты, заключаемые в основном игроками на рынках капитала и на рынках двусторонних или синдицированных кредитных инструментов и регулируемые Комитетом рыночной практики кредитных дериватов (*The Credit Derivatives Market Practice Committee*), работающим в рамках Международной ассоциации свопов и дериватов (*International Swaps and Derivatives Association, ISDA*). Данная ассоциация разработала документацию Определения кредитных дериватов 1999 г. (*1999 Credit Derivatives Definitions*) и регламентирует практические аспекты выплат страховых премий и вознаграждений при дефолтах и банкротствах.

³ Кредитный спред — премия доходности над государственным риском с кредитным рейтингом AAA (или над государственной ценной бумагой со статистически незначительным риском дефолта, например государственной нотой Казначейства США), сопоставимым по срокам платежа (*maturity*).

⁴ Хедж-фонды — управленческие компании и советники-консультанты, управляющие денежными средствами компетентных частных инвесторов (*Qualified Investors*) и юридических лиц (*Qualified Institutional Buyers, QIB*). Инвесторы обычно организованы по типу частных партнерств и не контролируются в своих инвестициях и действиях на рынках ни одной из саморегулирующих или государственных организаций (*National Association of Securities Dealers, NASD; Securities and Exchange Commission, SEC — в США и Securities and Futures Authority, SFA — в Великобритании*).

дитной историей и вероятными будущими дефолтами? Здесь, увы, фейс-контроль проходят ваши годовые отчеты и балансы.

В рамках предлагаемой серии автор попытается в предельно сжатом виде провести параллели и объяснить различия между развитием фондовых рынков в странах Латинской Америки и Восточной Европы. Основная цель — попробовать, наконец, учиться на чужих ошибках.

КРЕДИТЫ, РЫНКИ КАПИТАЛОВ И РЫНКИ РЕПО

В последние несколько лет российские финансовые рынки развивались очень стремительно. Теперь уже многие отдают себе отчет в том, что, кроме прямых и проектных инвестиций, а также лондонских синдицированных кредитов, существует еще один способ получения финансирования, причем довольно дешевого и часто неограниченного по времени займа. «Как же так, — спросите вы, — ведь кривая доходности займов и облигаций довольно-таки крутая, даже в валюте, не говоря уже о кривой рублевой доходности, напоминающей аттракцион «Американские горки»?» Кроме того, каждый «буржуйский» и даже «полубуржуйский» банк пытается уменьшить свои временные кредитные риски при взимании как можно большего процента за пользование ресурсами.

Следует учитывать, что кредиты кредитам рознь. И по своей экономической сути, и по форме заимствования и уровню риска они могут принципиально отличаться. В частности, наряду с подавляющим большинством обеспеченных кредитов существует сравнительно малая часть международных необеспеченных (банковских) кредитов. Обеспеченные кредиты могут быть банковскими, а также принимать форму публичного рынка облигаций, ярким примером которого является огромный рынок потребительского и ипотечного кредитования. Длительный по времени и достаточно низкий по процентам, в большинстве стран Европы и США он — кровь в артериях экономик развитых стран. Без этого ликвидного и важнейшего рынка упали бы продажи и бытовая техника, и недвижимости, и промышленного оборудования. Это, конечно же, повлекло бы за собой уменьшение спроса и потребления и соответственно вызвало бы замедление темпов производства продукции. Однако рынок обеспеченных кредитов — лишь надводная часть кредитного айсберга. Дело в том, что уже сравнительно давно существует

не уступающий ему по масштабам и значимости рынок РЕПО (*REPO*, или *Repurchase Agreements*), который зародился несколько десятилетий назад как рынок РЕПО государственных казначейских облигаций США (*Treasuries*).

РЕПО — это обеспеченный залогом кредит. Словарь рисков (*RiskGlossary.com*) предлагает следующее определение: РЕПО — это «договор между двумя организациями, часто участниками рынка капиталов, согласно которому одна сторона договора продает другой стороне

РОССИЙСКИЙ РЫНОК И ФИНАНСИРОВАНИЕ ПОСРЕДСТВОМ КОНТРАКТОВ РЕПО

Для участников рынка капиталов в России сделки РЕПО все более и более приобретают значимость в качестве недорогого и достаточно простого по форме инструмента:

1) для поддержания ликвидности и управления ею в рамках отдельных предприятий, казначейств банков и да-

ЭКРАН YIELD ANALYSIS (YA) BLOOMBERG

INTEREST	DATE	PRINCIPAL	DATE
2000000.0000	9-30-2000		9-30-2000
2000000.0000	3-31-2001		3-31-2001
4000000.0000	9-30-2001		9-30-2001
4000000.0000	3-31-2002		3-31-2002
4000000.0000	9-30-2002		9-30-2002
4000000.0000	3-31-2003		3-31-2003
4000000.0000	9-30-2003		9-30-2003

PAYMENT	NUMBER OF BONDS	1000	INCOME	to 1 3/31/2030
PRINCIPAL	1000000.00		REDEMPTION VALUE	1000000.00
35 DAYS ACCRUED INT	4661.11		COUPON PAYMENTS	893750.00
TOTAL PAYMENT	1004661.11		INTEREST ON INTEREST	3582763.47
GROSS PROFIT	4467592.35		TOTAL INCOME	5785513.47

ценную бумагу по договорной цене с одновременным обязательством купить данную бумагу в конкретную будущую дату по другой договорной цене». При этом сделки РЕПО могут быть как на определенный срок — срочные РЕПО-контракты (*Term REPO*), так и с открытой датой обратной покупки (*Open REPO*).

же вертикально интегрированных конгломератов;

2) для установления «короткой» позиции в той или иной ценной бумаге с целью игры на понижение рынка или цены данной ценной бумаги;

3) для непосредственного финансирования своих или клиентских активных

СПРАВКА

Дмитрий Ефимов работает на Wall street с 1993 г. После окончания с отличием (*Beta Gamma Sigma Business Honor Society*) программы MBA Нью-Йорнского Колумбийского университета он возглавил отдел Восточной Европы в *Merrill Lynch International GmbH*, где успешно развил бизнес на рынках капиталов с прибалтийскими, российскими и южно-африканскими банками. Работал в должности вице-президента *Bank of America NT&SA* и *Credit Suisse First Boston* в Нью-Йорке, практически с нуля создал восточно-европейское направление. Подразделение, которое возглавлял Д. Ефимов, специализировалось, в частности, на кредитовании восточно-европейских и латиноамериканских банков и корпораций как напрямую, без залога, так и через инструменты рынка капиталов, включая прямые кредиты и РЕПО.

Являясь вице-президентом *REFCO GROUP*, подразделение Д. Ефимова успешно увеличивает собственный кредитный портфель компании *Refco Capital Markets*, имеющей 5 млрд долл. валюты баланса и 500 млн долл. собственного капитала и являющуюся контрагентом российских банков и брокеров. Залогом данного портфеля являются российские и латиноамериканские АДР и облигации. Основная деятельность группы — фондирование американских хедж-фондов, банковских и брокерских домов стран Латинской Америки, Центральной и Восточной Европы, имеющих или приобретающих портфель акций и облигаций.

производственных и кредитных операций;

4) для получения дополнительного финансового «рычага» или «плеча» при покупке ценных бумаг и потенциального увеличения доходности в несколько раз (равных кратности финансового «рычага» — *leverage*).

Очень часто российские банки и оффшорные финансовые компании достигают 4-кратного финансового рычага, снова и снова реинвестируя РЕПО-кредит в ликвидные ценные бумаги с относи-

ной торговой системы Блумберг (*Bloomberg*) на 2 ноября 2004 г. При доходности в 6,77% наш клиент получил годовую доходность в 25,11% за счет 4-кратного финансового рычага при помощи финансирования РЕПО (табл. 1).

При вложении в еврооблигации Российской Федерации с погашением в 2030 г. 10 млн долл. инвестор при помощи РЕПО контролирует более 30 млн долл. данной ценной бумаги, получая со всей суммы облигации регулярный 6-месячный купон. В годовом исчислении ин-

всех облигаций рыночной стоимостью 10 млн долл., или доход в 45,13%. В данном случае, конечно, увеличивается риск при неблагоприятном движении цены залога. Так же как и «плечо» дохода, риск увеличивается в 6,67 раза при уменьшении рыночной стоимости облигации на 1 единицу — будь то 1/32 пункта или целый пункт цены (1 пункт цены облигации равен 10 тыс. долл. на каждый миллион цены). Чистая ставка дохода при этом будет равна 41,73% (45,13 – 3,40%). Это очень хороший показатель для инвестиции в один из наиболее ликвидных финансовых инструментов с солидным инвестиционным рейтингом от агентства *Moody's!* ■

* * *

Уважаемые читатели! Вопросы и замечания к автору по темам рынков капиталов, РЕПО и деривативным инструментам просьба присылать на адрес редакции журнала «Рынок ценных бумаг». В случае возникновения предложений о сотрудничестве редакция готова предоставить координаты автора.

E-mail автора: DEFimov@REFCO.com.

Таблица 1. РАСЧЕТ ДОХОДНОСТИ «ПЛЕЧА»

Доходность, %	6,77			
Инвестиции, млн долл.	Дисконт	Дисконт, млн долл.	Сумма займа, млн долл.	Прибыль/купон, млн долл.
10 000	0,15	1 500	8 500	677
8 500	0,15	1 275	7 225	575,45
7 225	0,15	1 083,75	6 141,25	489,13
6 141,25	0,15	921,19	5 220,06	415,76
5 220,06	0,15	783,01	4 437,05	353,40
37 086,31			31 523,36	2 510,74
Доходность с «плечом», %	25,11			

Таблица 2. ДОХОДНОСТЬ ПРИ МАКСИМАЛЬНОМ «ПЛЕЧЕ» — 6,67

Доходность, %	6,77			
Депозит, млн долл.	«Плечо»	Инвестиция в RF'30, млн долл.	Сумма займа, млн долл.	Прибыль/купон, млн долл.
1,5	6,67	10,0	8,5	0,677
1,5	1	1,5	0	0,101
Доходность с «плечом», %	45,13			

тельно высокой доходностью. Это стало особенно привлекательным после присвоения России рейтинговым агентством *Moody's* в октябре 2003 г. инвестиционного рейтинга. В результате резко возросла привлекательность и, как следствие, ликвидность облигаций Российской Федерации.

Приведем наглядный и простой пример 4-кратного финансового рычага с российской еврооблигацией сроком погашения в 2030 г., используя реальную сделку финансирования, проведенную нами для одного из ведущих восточно-европейских брокеров. Необходимо отметить, что данная суверенная российская еврооблигация — наиболее ликвидный финансовый инструмент с лучшей комбинацией кредитных показателей, объема первоначального выпуска и средневзвешенного дневного объема торгов. Это дает возможность снизить дисконт по залoгу до 15% от рыночной стоимости облигаций, предоставляемых клиентом в качестве залога. На рисунке представлен экран *Yield Analysis (YA)* профессиональ-

вестор получает 25,11% доходности за счет правильного использования «рычага» РЕПО.

Безусловно, это очень выгодно: даже если стоимость срочного (6–12 мес.) РЕПО составляет 4% годовых (приблизительно *LIBOR* + 1,50%), взимаемых с суммы «рычага», — 31 523,36 млн долл., то чистая доходность (после вычета себестоимости годового займа) при помощи операции РЕПО достигнет 21,71% годовых (25,11 – 3,40%). При этом 3,40% было рассчитано применительно ко всей сумме инвестиции в еврооблигацию, с которой «грязный» доход составляет 25,11% (т. е.: 31 523,36 / 37 086,31 · 4,00% = 3,40%).

Кроме того, наиболее кредитоспособным, активным и опытным контрагентом мы часто предлагаем возможность увеличить доходность до максимума (табл. 2).

При этом максимальном «плече» в 6,67 раза наш клиент контролирует 10 млн долл. при «скромном» депозите в 1,5 млн долл., получая, конечно, купон со