

# БЪЛГАРСКИТЕ БРЕЙДИ ОБЛИГАЦИИ И ДВЕТЕ СДЕЛКИ ПО ЗАМЯНАТА ИМ С ГЛОБАЛНИ ОБЛИГАЦИИ

**Тодор Матанов**, студент IV курс,  
специалност **Финанси**,  
**СА "Д. А. Ценов" - Свищов**

**Резюме:** Настоящото изследване има за цел да оцени ефекта от двете замени на брейди облигации с глобални облигации и съдържа:

1. същността на брейди облигациите като финансов инструмент
2. характеристиките на отделните видове брейди облигации
3. хронологията на етапите при замяната на брейди облигациите с глобални облигации
4. целите на двете сделки и степента на изпълнението им.

Разгледани са заменените количества като дял от цялото количество в обращение, цените, на които е извършена замяната, както и цените, при които са емитирани новите облигации.

**Ключови думи:** облигации, външен дълг, финанси

**JEL класификация:** G28

**Abstract:** The goal of this study is to appraise the effect of both the substitutions of Brady Bonds with Global Bonds and contain:

1. The nature of Brady Bonds as a financial instrument
2. Characterization of particular kinds Brady Bonds
3. The chronology on substitution's stages of Brady Bonds with Global Bonds
4. The goals of both the deals and to a what extent are they executed.

Substitution's amount of the Brady Bonds have considered as a share of all Brady Bonds in circulation. Buy back price of the Brady Bonds and issue price of the Global Bonds have indicated too.

Настоящото изследване има за цел да оцени ефекта от двете замени на брейди облигации с глобални облигации.

Този финансов инструмент носи името на щатския министър на финансите от есента на 1988 г. в края на мандата на администрацията на Рейгън, а след това и на Буш – Никълъс Брейди, който обявява плана “Брейди” през март 1989 г. Основното в него е редуцирането на банковите претенции в замяна на въвеждането на официално обезпечение с финансовата помощ на МВФ, Световната банка и японското правителство. Вземанията на частните кредитори се преоформят в различни по тип нови вземания, а старият дълг се замества от нови финансови инструменти.

Важно е да се знае, че където има брейди облигации, там е имало проблем, т.е. ако една държава ги е емитирала тя е имала

някакъв проблем с обслужването на дълга. Съответно държателите на тези инструменти следва да разделят риска на такъв на самата държава-емитент, т.е. на нововъзникващите пазари и този на обезпечението – американските съкровищни бонове. Поради това този вид актив се приема за остарял и се включва в портфейлите на по-ограничен кръг инвеститори.

Първата брейди-сделка е сключена от Мексико в края на 1989 г., след светоната дългова криза през 1982 г. и противоречивите резултати на плана “Бейкър”. Други страни сключвали такива сделки са Венецуела, Бразилия, Аржентина, Полша, Нигерия.

България сключва такава сделка през 1994 г., след прекомерното нарастване на дълга в периода 1985-1989 г. и обявяването на мораториума по дълга на 29 март 1990 г. Освен прекия ефект от редуцирането на дълга с 2613 млн.\$ (763 млн.\$ от реализацията на Buy-back опцията и 1850 млн.\$ от редуцирането на дълга заменен с Discount Bonds), на пазара на дългове остават да се търгуват финансовите инструменти – DISCs (от Discount Bonds), FLIRBs (от Front-loaded Interest Reduction Bounds) и IABs (от Interest Arrears Bonds).

Характеристики на емитираните през 1994 г. брейди облигации<sup>1</sup>:

Първите DISCs са с 30-годишен матуритет и с падеж 28 юли 2024 г., като главницата се погасява изцяло и еднократно на падежа. Емисията е разделена на 2 транша А и В, като А включва 70% от облигациите, издадени в замяна на краткосрочен квалифициран дълг, както и облигациите заменили заявления некраткосрочен квалифициран дълг. Транш В включва 30% от облигациите, заменили краткосрочен квалифициран дълг. Към момента лихвата по транш А е LIBOR (London Interbanking Offered Rate)+13/16%, а по транш В LIBOR+13/16%+0,5% и се плаща на 6 месеца.

Важно е да се знае, че при надвишаването от България на 125% от БВП през 1993 г., лихвата по тези облигации се увеличава по съответния транш с половината от ръста на БВП. При ръст от 4,8%, това ще се случи през 2005 г., както и при ръст от 4%, според следната таблица:

Ниво на БВП от 1993 г. 30 091 млн. лева		
125 % от БВП за 1993 г.		37613.75
година	БВП в млн.лв	БВП в млн.лв

<sup>1</sup> За характеристиките на отделните видове Брейди облигации използваната литература е Радко Радков, Адамов В., Захариев А., “Валутни и валутни системи”, В.Търново, 2000 г., стр.216-228

	при 4% ръст	при 4,8% ръст
2003 г.	35286 <sup>2</sup>	35286
2004 г.	36697	36980
2005 г.	38165	38755

Вторите - FLIRBs са с главница равна на главницата на заявените от кредиторите за тази опция квалифицирани дългове, като първоначално лихвите по тях са 2% и постепенно нарастват до 3%. Те също са с 2 транша – А и В. Към момента лихвата по транш А е LIBOR+13/16%, а по транш В LIBOR+13/16%+0,5% и се плаща на всеки 6 месеца. Облигациите са с 8 годишен гратисен период и с падеж 28 юли 2012 год. Съответната сума от главницата се плаща на датата на плащане на лихвата, като броят на вноските е 21.

С третите - IABs се уреждат задълженията по всички неплатени лихви или по такива свързани с квалифицирани дългове, заменени с DISCs и FLIRBs. Лихвата по тях е LIBOR+13/16% и се плаща на всеки 6 месеца. Главницата се погасява на 21 нарастващи полугодишни вноски.

Номиналът на всяка от облигациите от трите вида е 250 000 щатски долара, освен в случаите, когато остава част от дълга и на съответния кредитор се издава 1 допълнителна облигация с различен номинал.

Параметри на брейди облигациите при емисията им през 1994 г.

Вид Брейди облигации	Размер на емисията в млн.\$	Падеж
DISCs A	1685	28 юли 2024 г.
DISCs B	165	28 юли 2024 г.
FLIRBs A	1489	28 юли 2012 г.
FLIRBs B	169	28 юли 2012 г.
IABs	1611	28 юли 2011 г.
Общо:	5119	

Хронология на първата операция по замяна на Брейди облигации за глобални облигации:

**6 март 2002 г. /сряда/** Подписани са договори за пласиране и за дилър мениджъри между България и “Джей Пи Морган

<sup>2</sup> Размерът на БВП за 2003 г. е прогнозния, заложен в бюджета за 2003 г.

Секюритис”, “Джей Пи Морган Юръп” и “Саломон Брадърс Интернешънъл” и договор за фискално агентство между България и “Джей Пи Морган Чейс Банк”.

**7 март 2002 г. /четвъртък/** От пресслужбата на правителството съобщават, че договорите ще бъдат предложени за ратификация в парламента, след като същият ден са одобрени от правителството

**8 март 2002 г. /петък/** Едновременно в София и Лондон правителството обявява намерението си да замени около 25% от брейди облигациите за глобални облигации деноминирани в евро и щатски долари

**15 март 2002 г. /петък/** Ратификация в парламента на договорите

**16 март 2002 г. /събота/** Обсъждане при президента дали да подпише ратификацията на договора с банките-посредници по планираната сделка. Решението трябва да бъде взето до 19 март /вторник/

**18 март 2002 г. /понеделник/** Президентът подписва указа за ратификация на договорите с двете банки агенти.

**19 март 2002 г. /вторник/** Започва роудшоуто на облигациите във Франкфурт и в Бостън. “Дойчебанк” приема да стане комениджър по сделката за замяна на българския външен дълг и да отговаря за пласирането на евроемисията на европейските капиталови пазари

**20 март 2002 г. /сряда/** Роудшоу в Лондон и в Ню Йорк.

**21 март 2002 г. /четвъртък/** Започва събирането на заявки за замяна на брейди облигациите, което трае 8 часа. В рамките на деня са обявени и минималните клирингови цени и доходността на новата емисия еврооблигации. Доходността, при която се приемат заявките за новите глобални еврооблигации в долари е 9,10%, а за тези в евро - 7,987%

**22 март 2002 г. /петък/** Обявени са резултатите от сделката по замяната на дълга.

Целите на операцията са:

- 1/ нетно намаление на общия размер на дълга
- 2/ увеличаване на дюрацията /средната срочност/ на дълга
- 3/ намаляване на размера на плащанията на дълга през близките години.

Общият размер на Брейди облигациите преди сделката по замяна на дълга е 4 775,075 млн. \$, т.е. той е само с 343,924 млн.\$ по-малко от емитирания през 1994 г. дълг.

Първоначално брейди облигациите заемат<sup>3</sup> 56,51% от общия размер на дълга (4775,075 млн.\$ от 8450,200 млн.\$). След приключване на първата сделка дялът им намалява до 41,18% (3447,2 млн.\$ от 8371,6 млн.\$). А след приключване на втората сделка от 39,31% те стават 29,22% (2419 млн.\$ от 8519 млн.\$).

Параметри на първата сделка по замяна на Брейди облигации срещу глобални.

Вид	Размер в млн.\$	Р-р преди зам.млн.\$	Дял преди замяната	Дял на зам. от този в обращение	Р-р след зам.млн.\$	Дял след замяната
DISCs A	525,852	1483	31,06%	35,46%	957	27,77%
DISCs B	76,790	142	2,97%	54,06%	65	1,89%
FLIRBs A	237,495	1395	29,21%	17,03%	1157	33,57%
FLIRBs B	139,023	145	3,04%	95,74%	6	0,18%
IABs	348,713	1610	33,72%	21,66%	1261	36,59%
<b>Общо:</b>	<b>1327,871</b>	<b>4775</b>	<b>100,00%</b>	<b>27,81%</b>	<b>3447</b>	<b>100,00%</b>

Заявените количества за замяна са 2 686,243 млн.\$ /56,26% от тези в обращение/. Дялът на несъстезателните заявки е 42%. Удовлетворени са 49,43% от заявените количества.

Стойността на емитираните глобални облигации в евро и в долари е съответно 835,465 млн.евро и 513,031 млн.\$ . Номиналът им е 1000 евро и 1000 \$. Пласирани са на цена 96,617 евроцента за 1 евро и 93,681 цента за 1 \$, т.е. 966,17 евро за 1000 евро и 936,81 \$ за 1000 \$ номинал. Лихвеният купон на глобалните облигации в евро е 7,50% и се плаща веднъж годишно, а на тези в долари е 8,25% и се плаща два пъти годишно. Сетълментът се извършва на 10 април 2002 г.

Цените на които е направена замяната са съответно:

<sup>3</sup> Тук и по-долу са използвани данните от месечните бюлетини на Министерството на финансите "Държавен дълг" бр.3, 4, 9, 10

Брейди облигации	Срещи кешов аукцион в щ.д.	Срещу облигации в щ.д.	Срещу облигации в евро
DISCs A	90,50%	90,50%	90,50%
DISCs B	90,50%	92,50%	90,50%
FLIRBs A	90,25%	90,50%	90,50%
FLIRBs B	90,25%	92,50%	91,45%
IABs	88,25%	88,50%	88,50%

Степен на изпълнение на поставените цели:

1/ Нетното намаление на номиналния размер на дълга е 80 млн.щ.д. Освободеното обезпечение е в размер на 197 млн.щ.д. Спестяванията на база нетна настояща стойност са 94 млн.щ.д.

2/ Удължаването на дюрацията е от 2,6 до 3,1 години.

3/ Общото намаление на плащанията по дълга за следващите 5 години е 414 млн.\$, а през следващите 9 години 652 млн.\$.

Втората операция по дълга започва на 23 септември 2002 г. със същите посредници - инвестиционните банки "Джей Пи Морган" и "Шрьодер Соломон Смит Барни" и приключва на 25 септември 2002 г. /сряда/ в 16.00 часа българско време /9.00 часа в Ню Йорк/, когато се обявяват минималните клирингови цени за всеки вид брейдита. Обявяването на резултатите става на 26 септември 2002 г. /четвъртък/ в 18.00 часа българско време /11 часа в Ню Йорк/. Сетълментът се извършва на 9 октомври 2002 г.

Резултатът от операцията е брутно намаление на дълга със 107 млн.\$ и освобождаване на обезпечение за близо 135 млн.\$ по DISC-овете. Общото нетно намаление на дълга е 242 млн.\$. Сумите необходими за обслужването на дълга през следващите 10 години намаляват с 364 млн.\$.

Земените брейди облигации са на обща стойност 866 млн.\$ срещу глобални облигации с падеж през 2015 г. на стойност 759 млн.\$. Номиналът им е 1000 \$ и са пласирани на цена 102,75 цента за 1 \$, т.е. 1027,5 \$ за 1000 \$.

Предложени за замяна са 1,090 млрд.\$, т.е. приети от тях са 69,63%, като 60% от офертите са били при обявените минимални клирингови цени.

Параметри на втората сделка по замяна на Брейди облигации срещу глобални:

Вид	Размер в млн.\$	Р-р преди зам.млн.\$	Дял преди замяната	Дял на зам. от този в	Р-р след зам.млн.\$	Дял след замяната
-----	-----------------	----------------------	--------------------	-----------------------	---------------------	-------------------

				обращение		
DISCs A	302	943	28,12%	32%	641	25,77%
DISCs B	40	64	1,92%	62%	24	0,98%
FLIRBs A	293	1085	32,33%	27%	792	31,81%
FLIRBs B	5	7	0,22%	68%	2	0,09%
IABs	226	1255	37,41%	18%	1029	41,34%
Общо:	866	3355	100,00%	26%	2489	100,00%

Обявените клирингови цени са съответно:

Вид	Клирингова цена	Размер в млн.\$	Мин.клир. цена
DISCs A	92,000	302	91,000
DISCs B	94,500	40	91,000
FLIRBs A	91,375	293	91,375
FLIRBs B	92,350	5	91,375
IABs	89,125	226	89,125
Общо:		866	

Анализът показва, че за да съответства размера на плащанията по лихвите по брейди облигациите и глобалните облигации LIBOR-ът трябва да бъде:

LIBOR, който съответства на купона по глобалните облигации в долари и в евро (за годините след 2005 г.)		
Вид брейдита	6 м.LIBOR в \$	6 м.LIBOR в евро
DISCs A	5,4375%	4,6875%
DISCs B	4,9375%	4,1875%
FLIRBs A	7,4375%	6,6875%
FLIRBs B	6,9375%	6,1875%
IABs	7,4375%	6,6875%

Това разбира се не означава, че при по-нисък LIBOR операциите са неефективни, тъй като се намаляват плащанията на главниците по Брейди облигациите, а при глобалните облигации имаме само плащане на лихва до настъпване на падежа съответно през 2013 г. и 2015 г. за тези в евро и тези в долари и отгук се получава спестяването на база нетна настояща стойност. Забележка: Тъй като Брейди облигациите са само в долари, втората колона на таблицата е използвана за сравнение при условие, че не съществува

валутен риск, т.е. дългът е в евро. /Левът е фиксиран към еврото при валутен курс 1,95583 лв за 1 евро./

### **Заклучение:**

Добре би било освободените след първата замяна 652 млн.\$ и 364 млн.\$ след втората /общо 1016 млн.\$/ да се инвестират в икономиката, за да доведат до ръст на БВП и следващите плащания да се обслужват по-лесно от икономиката.