Анастасия ДЕРГУНОВА,
руководитель группы
по рынку еврооблигаций,
группа компаний Cbonds

Трудности прогнозов: неравные и нерегулярные денежные потоки облигаций

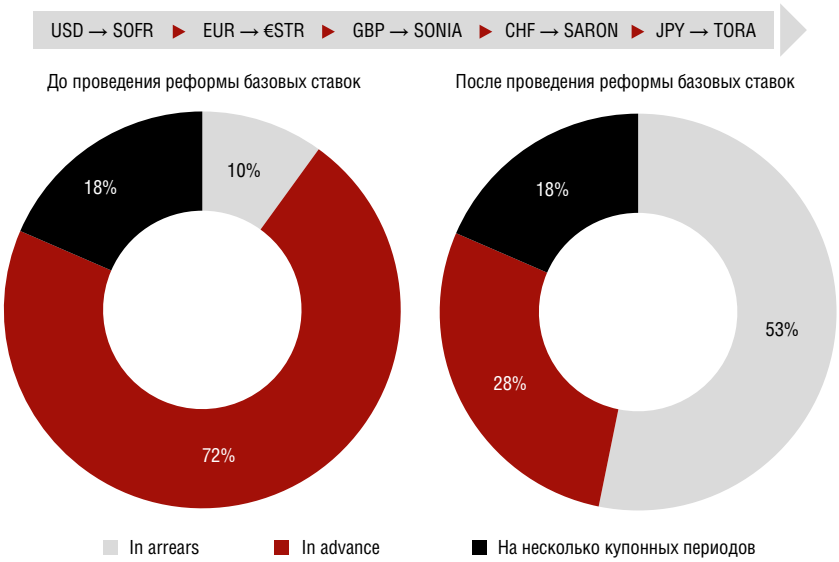
Облигации традиционно считаются одним из наиболее консервативных объектов инвестирования, так как, в отличие от тех же долевых инструментов, предоставляют держателю большую защищенность, которая выражается и в виде регулярных купонных платежей, и в возврате основной суммы долга. Однако инвестор может столкнуться с неожиданными сложностями — так ли уж предсказуемы и регулярны платежи по облигациям, как кажется на первый взгляд?

Для эффективного управления своими вложениями инвестору необходимо не только оценивать финансовые итоги по уже совершенным им операциям, но и уметь прогнозировать результаты своих будущих решений. Базой для такого прогнозирования являются будущие денежные потоки по финансовой операции или сделке с финансовым инструментом. По одним инструментам потоки более прогнозируемы, чем по другим, и именно в этом контексте облигации считаются более «предсказуемыми» по сравнению с прочими ценными бумагами.

Наверное, многие из тех, кто изучал литературу по финансовому менеджменту, сталкивались со всевозможными упрощениями, к которым прибегают авторы при объяснении механизма ценообразования облигаций: «предположим, что ставка купона фиксирована и выплачивается ежеквартально», «для упрощения примем срок владения инвестором облигацией равным сроку ее обращения». Беда в том, что такие «тепличные» условия на рынке встречаются далеко не всегда. Откуда стоит ждать подвох?

НЕ СОВСЕМ ИНСТРУМЕНТ «ФИКСИРОВАННОГО ДОХОДА»

Первой предпосылкой в теории зачастую является предположение, что в течение срока жизни облигации будет выплачиваться фиксированный купонный доход. На самом деле большей популярностью пользуются облигации с плавающей ставкой, размер купона которых зависит от ба-



Источник: Cbonds

Рисунок 1
Разбивка облигаций с плавающим купоном в зависимости от способа фиксинга базовой ставки по объему

ЕДВА УЧАСТНИКИ РЫНКА ОСВОИЛИСЬ С ОТРИЦАТЕЛЬНЫМИ ДОХОДНОСТЯМИ, КАК ПОЯВИЛИСЬ СЛУЧАИ САМЫХ НАСТОЯЩИХ ОТРИЦАТЕЛЬНЫХ КУПОНОВ. В СМЯТЕНИИ ОКАЗАЛИСЬ ВСЕ

зового бенчмарка, выбранного эмитентом. Для купонных платежей по таким бумагам хоть и справедливо использование термина «регулярный денежный поток», так как выплаты осуществляются по фиксированному расписанию, но платежи не являются равными. В случае приобретения таких бумаг инвестор лишается возможности однозначно определить размер будущих поступлений до конца срока жизни облигации.

Горизонт возможного прогнозирования для бумаг с плавающим купоном (флоутеров) зависит от периодичности фиксинга базовой ставки. Для бумаг с привязкой к мид-свопам и доходности суверенных облигаций он совпадает со срочностью бенчмарка и в среднем составляет 3–5 лет, в течение которых осуществляется несколько купонных платежей. Для бумаг с привязкой к межбанковским ставкам и макроэкономическим показателям горизонт прогнозирования составляет два купонных периода — текущий и следующий (in advance). А для бондов с привязкой к новым безрисковым ставкам овернайт-финансирования — наверняка не известен размер ни одного купонного платежа, так как фиксинг осуществляется в конце купона (in arrears).

На текущий момент подавляющая часть облигаций с плавающим купоном и в разрезе объема, и в разрезе количества имеет традиционный способ фиксинга, совпадающий по периодичности с выплатой купона, — такие бумаги составляют 72% от общего объема флоутеров в обращении. Однако сегодня на рынке проводится реформа перехода от традиционных IBOR-ставок с кредитным риском к альтернативным безрисковым или околобезрисковым ставкам (risk-free rate / near risk-free rate). После перехода к новым ставкам по пяти ключевым мировым валютам распределение существенно изменится, что значительно снизит «предсказуемость» купонных платежей для облигаций.

Свои коррективы в денежные потоки также вносят реалии отрицательных ставок в экономике. Едва участники рынка освоились с отрицательными доходностями, как появились случаи самых настоящих отрицательных купонов. В смятении оказались все — и инвесторы, которые при таком раскладе, получается, как бы должны платить за привилегию быть держателем облигации, и эмитенты, которым стали должны их кредиторы, и депозитарии, у которых такие бумаги были приняты на обслуживание. Совершенно закономерно возникают два вопроса: как такое возможно и что же делать участникам рынка?

Ответ на первый: еще как! Отрицательным купон может стать в одном из двух случаев. Вариант «А» — заемщик установил такой размер купона при эмиссии. Первой (или по крайней мере одной из первых) такой эмиссией является локальная облигация крупнейшего датского института ипотечного кредитования Jyske Realkredit, выпущенная в августе 2019 года. Такая ситуация хоть и кажется абсурдной, но в ее случае можно ответить и на второй вопрос: что же делать, а именно как собирать деньги у инвесторов и обслуживать такие бумаги? Проблема сбора денег решается аннуитетным платежом — принцип расчета суммы платежа не отличается от обычных ипотечных бумаг с положительным купоном, просто по итогу инвестор получает сумму меньше инвестированной. Вторую проблему участники рынка решили каждый посвоему — депозитарий Дании VP Securities A/S временно учитывал выпуск как бумагу с плавающей ставкой, пока информационную систему депозитария не перенастроили на фиксированные отрицательные ставки купона. А вот международные депозитарии Euroclear Bank и Clearstream Banking просто не принимают на обслуживание бумаги с изначально фиксированной отрицательной ставкой купона.

Вариант «Б» — бумага является флоутером, и купон оказывается отрицательным ввиду отрицательной базовой ставки. Такие случаи начали появляться на рынке в 2016 году. Оптимальным решением для таких ситуаций стало включение минимальной

границы ставки купона (обычно нулевой) в эмиссионную документацию выпуска. Однако было непонятно, что же делать, если документ не содержит данного параметра. Тут возникает вопрос, как собрать деньги от инвесторов и допустимо ли это.

Однозначного ответа нет. Собрать платеж, по сути, от обезличенной толпы инвесторов в пользу заемщика — процесс на сегодня практически нереализуемый. По поводу способа осуществления такого «отрицательного платежа» участниками рынка уже предлагался ряд решений — снижать сумму положительного купонного платежа, следующего после периода, когда ставка купона получилась отрицательной, уменьшать сумму амортизационной выплаты, если бумага является амортизационной, или сумму возврата основного долга для бумаг, не предусматривающих амортизацию. Относительно еврооблигаций все это пока остается на уровне предложений. Позиция международных депозитариев такова, что для флоутеров с получившейся отрицательной ставкой не предусмотрены расчеты в пользу эмитента, так как по эмиссионному документу купонный платеж — это выплаты инвесторам. При этом, если документ не содержит обратного условия, то есть не регламентирует обратный денежный поток, плата с инвестора не должна взиматься.

Тем не менее среди внутренних бумаг, находящихся на обслуживании у локальных расчетных депозитариев, встречаются реальные случаи, когда эмитент не указывает минимальную нулевую границу для ставки купона и, более того, явно включает в эмиссионный документ положение о возможности отрицательной номинальной ставки купона. Примеры встречаются на все том же датском внутреннем рынке. Так, например, согласно эмиссионному документу выпуска с плавающей ставкой ипотечной компании DLR Kredit, FRN 1jul2023, DKK, эмитент оставляет за собой право на снижение суммы регулярной амортизации в случае отрицательного купона.

И даже согласно разъяснениям международных депозитариев, Euroclear и Clearstream, на внутреннем рынке возможно «индивидуальное решение по каждому отдельному случаю». Так, например, согласно Financial Times, Euroclear имел опыт сбора платежей в пользу эмитента по французским коммерческим бумагам (от фр. Titres de Creances Negociables). Это относительно простая ситуация, так как бумаги выпускаются на внутреннем рынке, а держателем всего выпуска зачастую оказываются 1-2 крупных инвестора, которые находятся с эмитентом в одной юрисдикции.

Таким образом, в условиях отрицательных процентных ставок инвестор может столкнуться не только с потоком с неравными платежами и ограниченным горизонтом прогнозирования, как у обычной облигации с плавающим купоном, но и с вовсе нерегулярным денежным потоком. Так как ряд базовых ставок, к которым привязаны флоутеры, много лет находятся в отрицательной зоне, инвестор рискует в течение нескольких купонных периодов, а порой и в течение всего срока владения бумагой остаться без купонных выплат или их наличие приобретает хаотичный характер.

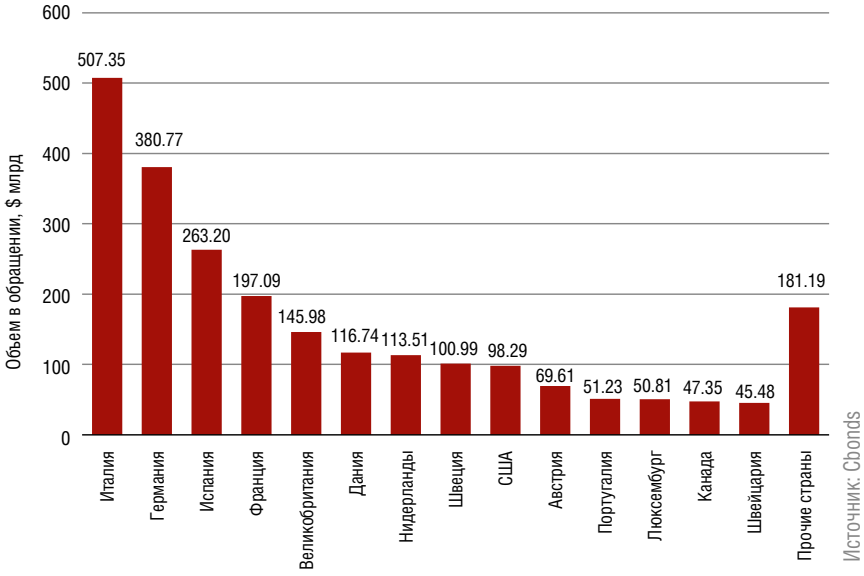


Рисунок 2
Страновое распределение облигаций, находящихся в обращении на 31.10.2020, с привязкой к отрицательным процентным ставкам

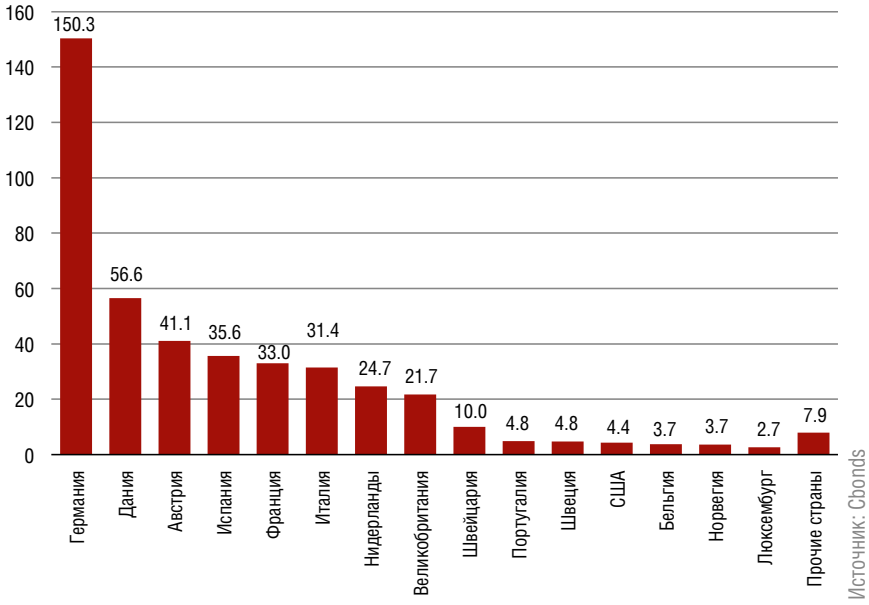


Рисунок 3
Страновое распределение облигаций, находящихся в обращении на 31.10.2020, с привязкой к отрицательным процентным ставкам, размер которых не компенсируется величиной маржи

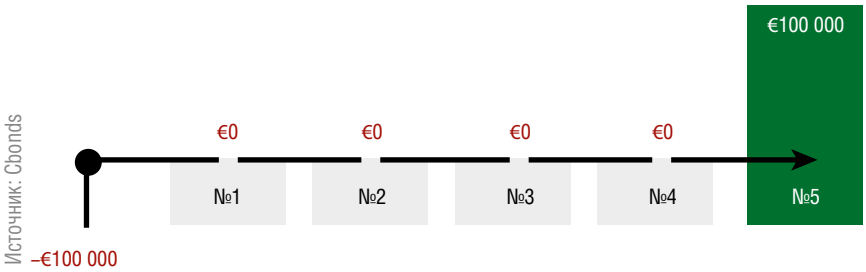


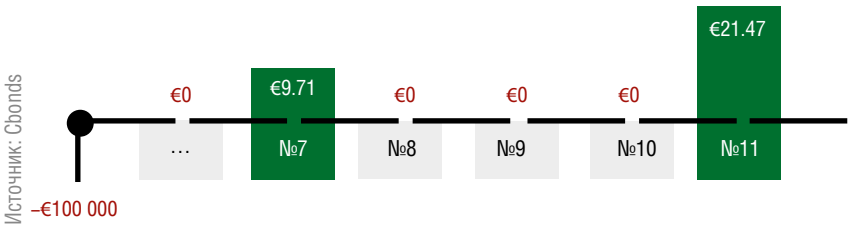
Рисунок 4
Пример бумаги с нулевыми купонными платежами в течение всего срока обращения бумаги в связи с отрицательным значением базовой ставки 12M EURIBOR (Banco Santander, FRN 27oct2021, EUR)

Даже у облигаций с фиксированным купоном, не являющихся структурным продуктом, ставка может иметь встроенные условия. Одним из таких условий является наличие рейтинг-триггера, предполагающего увеличение или уменьшение ставки купона в случае понижения или повышения кредитного рейтинга эмитента. Лидером по использованию такого триггера является индийский локальный рынок — среди 1250 корпоративных внутренних облигаций с переменной ставкой купона, находящихся в обращении на конец октября 2020 года, 790 эмиссий содержат данный рейтинг-триггер, определяющий размер ставки купона. Таким образом, для более достоверной оценки будущего потока облигации инвестору в первую очередь необходимо оценивать и вероятность изменения уровня кредитоспособности эмитента.

Условия могут быть более оригинальными и индивидуальными для устанавливающего их эмитента. Примером может служить «условие денежного потока», встроенное правительством Суринама в свой суверенный евробонд с погашением в 2023 году. Согласно данному пункту, эмитент обязуется до оговоренной в эмиссионном документе даты перечислять на специальный счет все дивиденды, полученные им от государственной нефтяной компании Staatsolie Maatschappij Suriname, а также роялти, выплачиваемые участниками совместного с государством предприятия по добыче алмазов. В случае невыполнения этого условия эмитент повышает ставку купона на 300 б. п. и выплачивает ее до тех пор, пока условие не будет выполнено.

НА РЫНКЕ С КАЖДЫМ ГОДОМ ПОЯВЛЯЕТСЯ ВСЕ БОЛЬШЕ ИНСТРУМЕНТОВ, ПО КОТОРЫМ СТАНОВИТСЯ СЛОЖНЕЕ ПРОГНОЗИРОВАТЬ БУДУЩИЕ ВЫПЛАТЫ

Рисунок 5
Пример бумаги с нерегулярными купонными платежами (Bankinter, FRN 17nov2027, EUR)



ГАРАНТИРОВАННЫЙ НОМИНАЛ С НЕГАРАНТИРОВАННЫМ РАСПИСАНИЕМ

Непредсказуемость поджидает инвестора не только в вопросах определения размера будущих купонных платежей, но порой и в определении точной даты получения суммы основного долга или ее части.

С полным досрочным погашением облигаций инвестор может столкнуться в случае наличия у инструмента встроенного call-опциона, позволяющего эмитенту осуществить выкуп в выгодное для себя время. Обычно выгодным считается время понижения процентных ставок в экономике, когда появляется возможность рефинансироваться с более низкой стоимостью заимствования. «Под раздачу» могут попасть как все держатели выпуска — в случае полного досрочного выкупа, так и только группа инвесторов — в случае частичного досрочного выкупа. При проведении досрочного выкупа держатели, чьи бумаги будут отозваны, должны определяться на «честной и беспристрастной основе». Часто для соблюдения этого принципа бумаги выкупаются у всех держателей пропорционально их доле владения в общем объеме выпуска. Финансовый регулятор FINRA, в свою очередь, рекомендует эмитентам пользоваться так называемой лотерейной системой, при которой погашаемые облигации определяются рандомно.

Помимо привычного для участников финансового рынка call-опциона, дающего компании право отзывать бумаги по своему усмотрению, у облигаций встречаются и иные условия возможного досрочного погашения, дающие компании право погасить бумаги в случае наступления определенного события.

Одним из таких условий является Accounting Event («Бухгалтерское событие» или «Учетное событие»), под которым понимается изменение принципов или методологии в национальных или международных стандартах финансовой отчетности, в результате которых бумаги больше не могут быть отражены в составе собственного капитала эмитента, что в дальнейшем отрицательно сказывается на показателях долговой нагрузки и нормативах достаточности капитала заемщика.

Другим типом событий является Gross-Up Event (в русскоязычной литературе можно встретить термин «Увеличение размера платежа»), позволяющего эмитенту досрочно погасить облигации в случае

изменения налогового законодательства, в результате которого заемщик не может осуществить плановый платеж держателям в полном объеме без увеличения размера платежа. Tax Deduction Event — еще один тип событий, который вступает в силу в результате изменения налогового законодательства, ведущего к снижению объема платежей по обязательствам эмитента, снижающих его налогооблагаемую базу.

Выкуп может быть осуществлен также за счет средств, полученных от эмиссии компанией новых акций, в этом случае выполняется условие Equity Offering Event. При наступлении такого события инвестору обычно выплачивается бóльшая премия и оговаривается минимальный объем бумаг, который должен остаться в обращении после выкупа.

К появлению права у эмитента досрочно погасить выпуск облигаций также ведет Substantial Repurchase Event («Выкуп существенного объема»), означающее ситуацию, когда в обращении находится малая доля от первоначального объема выпуска (понятие малой доли утверждается в эмиссионной документации и обычно составляет менее 75%).

Независимо от того, какое событие повлекло за собой отзыв облигаций, инвестор сталкивается с необходимостью поиска нового объекта инвестирования.

Кроме ситуаций, кода инвестор досрочно получает всю сумму основного долга, эмитент может снизить уровень своих обязательств путем досрочного погашения ценных бумаг с применением понижающего коэффициента пула (PRED). При использовании данного метода количество облигаций, находящихся в обращении, остается неизменным, однако к номиналу ценной бумаги применяется понижающий фактор (коэффициент).

Как это отражается на инвесторах? Во-первых, инвестор получает часть основного долга досрочно, что понятно из названия метода. Однако в отличие от облигаций с амортизацией долга, платежи по которым имеют фиксированное расписание и заранее определенный размер, данная выплата будет незапланированной, а значит, и непрогнозируемой. Зачастую такая выплата осуществляется не в дату выплаты купона, а внутри купонного периода. Во-вторых, в результате применения понижающего коэффициента к номиналу корректируется (а именно снижается) размер дальнейших купонных платежей. Пожалуй, наиболее подходящее (а точнее, интуитивно понятное) название для такого способа погашения применяется на локальном рынке облигаций Бразилии — «экстраординарная амортизация» (от порт. Amortização extraordinária).

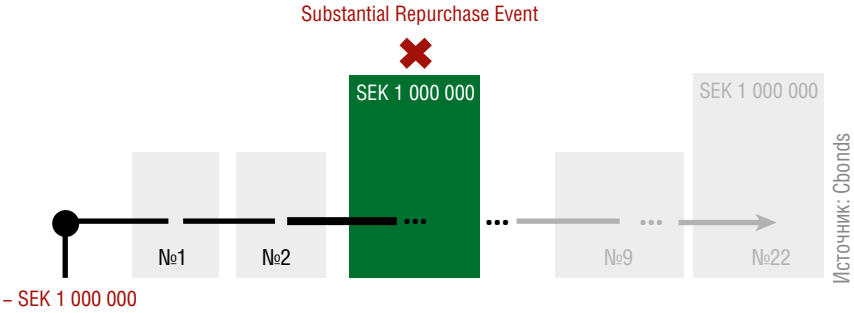


Рисунок 6
Пример бумаги с наступившим Substantial Repurchase Event после проведения эмитентом операций на открытом рынке, в результате которых объем эмиссии в обращении опустился ниже 80% (Samhallsbyggnadsbolaget i Norden, FRN perp., SEK)

ПРЕДУПРЕЖДЕН — ЗНАЧИТ ВООРУЖЕН

Деятельность на финансовом рынке для многих сопоставима с азартной игрой, однако обычно такое сравнение приходит на ум, когда обсуждают участников рынка с активными торговыми стратегиями. Несмотря на это, развитие финансовой индустрии ведет к тому, что сюрпризов стоит ожидать и консервативным инвесторам — на рынке с каждым годом появляется все больше инструментов, по которым становится сложнее прогнозировать будущие выплаты. Это, в свою очередь, ведет к разрастанию и усложнению математического аппарата, применяемого для оценки финансовых инструментов и прогнозирования. Для частного инвестора такие знания, конечно, лишними не будут, но вот необходимым точно является представление о тех вероятных исходах, которые могут его поджидать при покупке облигаций.

Рисунок 7
Влияние досрочного погашения ценных бумаг с применением понижающего коэффициента пула на денежный поток