Конвертируемые облигации на мировых рынках: деньги снова в «конвертах»

Максим ЗЕНКОВ,
аналитик отдела международных долговых рынков, Cbonds

Высокие ставки в российской экономике побуждают эмитентов прорабатывать сценарии использования альтернативных структур долга. На Российском облигационном конгрессе в прошлом декабре активно высказывалась мысль о перспективе возвращения конвертируемых облигаций на рынок в 2025 г. Дискуссию активизировал июньский отчет ЦБ «Об оценке фактического воздействия регуляторных требований к конвертируемым облигациям», содержащий идею использования инструмента компаниями на стадии pre-IPO. На страницах Cbonds Review уже обсуждались разновидности и особенности оценки конвертируемых облигаций[1], в данной статье мы обратимся к актуальному состоянию международных рынков конвертируемых бумаг: драйверам роста, изменениям структуры конвертируемых облигаций и инновациям рынка.

Сохранение ставки ФРС и казначейских доходностей на высоком уровне увеличивало привлекательность гибридных инструментов для эмитентов (в 2024 г.)

ВОССТАНОВЛЕНИЕ ОБЪЕМОВ И СИЛЬНЫЙ РЫНОК США

Глобальные объемы выпуска, показанные на Рисунке 1, резко возросли в 2020–2021 гг. на фоне попыток компаний в условиях пандемии привлечь финансирование без существенного расширения прямой долговой нагрузки, избегая мгновенного размытия акционерного капитала в период высокой волатильности. Затем последовало резкое падение 2022 г., вызванное слабостью рынка акций. В 2023–2024 гг. объем стабилизировался на уровне 130 млрд долл., что на 8 % выше показателя 2018 г. и на 56 % — 2022 г.

Более 99 % объема конвертируемых бумаг, выпущенных в мире за январь 2018-го — август 2025 г., приходится на четыре региона: Западная Европа (21 %), развивающиеся экономики Азии (26 %, прежде всего, Китай, Индия, Тайвань и Гонконг), США (42 %) и другие развитые рынки (10 %). Драйвером роста в 2024 г. стал рынок США, тогда

[1] Никита Калинин. Конвертируемые облигации: особенности анализа, состояние рынка // Cbonds Review. 2018. № 4. С. 60–65.

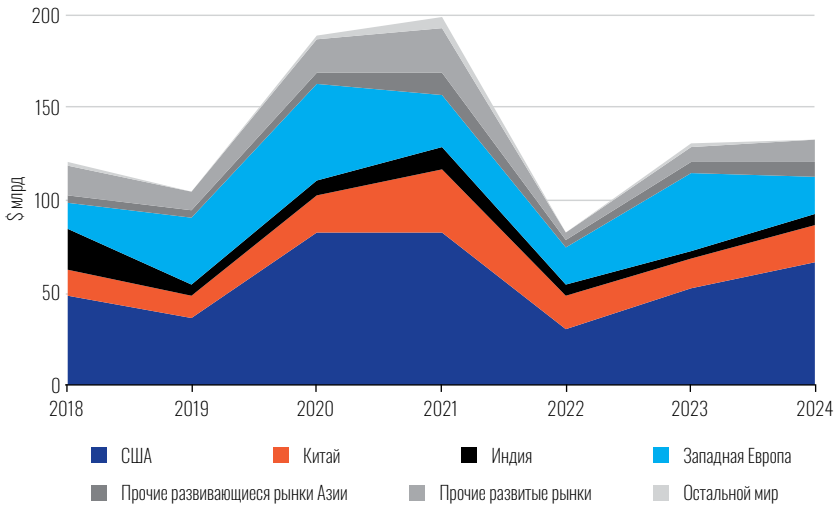


Рисунок 1
Динамика выпуска конвертируемых облигаций

Источник: Cbonds

как объемы на европейских рынках снижались: противоположная динамика связана с расхождением траекторий процентных ставок и динамики рынка акций.

Сохранение ставки ФРС и казначейских доходностей на высоком уровне увеличивало привлекательность гибридных инструментов для эмитентов: средний спред к государственным бумагам у конвертируемых бондов, выпущенных эмитентами США в 2024 г., на 8 августа 2025-го находится на уровне –393 б. п. (данные Cbonds). В то же время инвесторов привлекал уверенный рост акций американских компаний в сочетании со здоровой деловой активностью в экономике страны.

С учетом роли ИИ-ралли в общей динамике рынка акций, неудивительно, что наибольший процент размещений конвертируемых бумаг в США пришелся на IT-компании (37 % от общего объема против 26 % в среднем с 2018 г.) и эмитентов из смежных сфер: IT-оборудование, полупроводники, средства коммуникации (совокупно еще 9 %). Еще 7 % пришлось на такие отрасли, как медицинские устройства, фармацевтика и биотехнологии, а также другие области здравоохранения (Рисунок 2).

На протяжении 2024 г. конвертируемые облигации находились в комфортной зоне с точки зрения баланса рисков. С одной стороны, они были менее подвержены процентному риску благодаря сильному рынку акций. С другой — уровень чувствительности цены конвертируемой облигации к колебаниям цен базового актива, согласно подсчетам Barclays, на конец 2024 г. на американском рынке составлял в среднем 52.8 %, а уровень абсорбированного облигациями роста базисных активов превысил процент отраженных в цене бондов потерь[1]. Это позволило конвертируемым бумагам превзойти как ключевые индексы акций, так и большинство классов долговых активов, включая высокодоходные облигации, на рынке США по итогам прошлого года.

[1] Stephen Wachtel. Convertible Bond 2024 Review and 2025 Outlook // SSI Investment Management. January 2025.

Рисунок 2
Отраслевое распределение размещений конвертируемых облигаций в США в 2024 г.

Источник: Cbonds

Отдельного упоминания требуют и ключевые развивающиеся рынки. Крупные китайские эмитенты, представляющие технологический сектор, проявляют повышенную активность в размещении конвертируемых еврооблигаций в долларах. В 2024 г. компания Alibaba разместила конвертируемый бонд объемом 5.5 млрд долл., крупнейший выпуск в международном сегменте с 2008 г. Также конвертируемые облигации выпустили, например, Trip.com и Baidu.

Индийские эмитенты, напротив, крайне редко выпускают конвертируемые еврооблигации после негативного опыта накопления большого набора высокодоходного конвертируемого долга в иностранной валюте в преддверии кризиса 2007–2008 гг. Особенностью рынка является обилие эмитентов: почти половина из 3387 уникальных эмитентов конвертируемых бумаг в мире с 2018 г. — индийские компании (1392). За ними с большим отрывом следуют США (537) и Тайвань (463). Преобладающая часть эмиссий относится к сектору возобновляемой энергетики, эмитенты чаще всего — SPV более крупных компаний. Конвертируемые облигации на рынке Индии, как правило, обладают условием принудительной конвертации, не обращаются на биржах и практически не появляются на вторичном рынке.

ИЗМЕНЕНИЯ В СТРУКТУРЕ: ОТСУТСТВИЕ КУПОНА НЕ ПОМЕХА

Особенностью конвертируемых облигаций является изменчивость структуры инвестиционного спроса, которая оказывает влияние и на формат выпускаемых инструментов. Существенная волатильность рынка акций и процентных ставок в сочетании с высоким уровнем ликвидности, например, обычно приводят к преобладанию хедж-фондов, ищущих возможности для арбитража, среди инвесторов в конвертируемые облигации. При низких процентных ставках, низкой волатильности акций и дефиците ликвидности, напротив, на первый план выходят инвесторы, ориентированные на длительное удержание конвертируемых бумаг в своих инвестиционных портфелях.

Проследим изменения в структуре конвертируемых бумаг при помощи данных о выпусках конвертируемых бумаг на развитых рынках (Таблица 1). Во-первых, заметно устойчивое доминирование крупных выпусков (свыше 300 млн долл.) в объемах размещений, которое после некоторого ослабления в 2023 г. укрепилось в 2024-м.

Во-вторых, средний срок обращения конвертируемых облигаций сократился почти на три года, что отражает возросшую неопределенность по поводу более «долгих» сегментов кривой процентных ставок. Снижение менее значительно для крупных выпусков.

В-третьих, восстановление уровня конверсионных премий при размещениях[1] еще не завершено, но продолжается после резкого падения 2022 г., свидетельствуя о возрастающем оптимизме при оценке потенциала роста базисных активов.

В-четвертых, возросла доля бескупонных конвертируемых бумаг. Можно было бы предположить, что такие бумаги свойственны лишь для низких ставок, но 2024 г. и начало 2025-го опровергают данный тезис. Более того, за редкими исключениями среди бескупонных конвертируемых облигаций на развитых рынках почти не встречались размещения по цене ниже 100 % от номинала.

Объяснить феномен можно тем, что в период высокого роста на рынке акций (прежде всего, в США) связанные с акциями позиции пытаются получить даже фонды, мандат которых запрещает им приобретать их напрямую: конвертируемые облигации приходят на помощь. По той же причине популярность набирают облигации с обязательной конвертацией по истечении срока обращения (mandatory convertibles), которые функционально крайне близки к привилегированным акциям.

При этом, несмотря на адаптивность и многообразие структур конвертируемых бумаг, на международных рынках не теряет

В период высокого роста на рынке акций (прежде всего, в США) связанные с акциями позиции пытаются получить даже фонды, мандат которых запрещает им приобретать их напрямую: конвертируемые облигации приходят на помощь

[1] Процентное отношение конверсионной цены акции при конвертации к фактической цене акции при размещении.

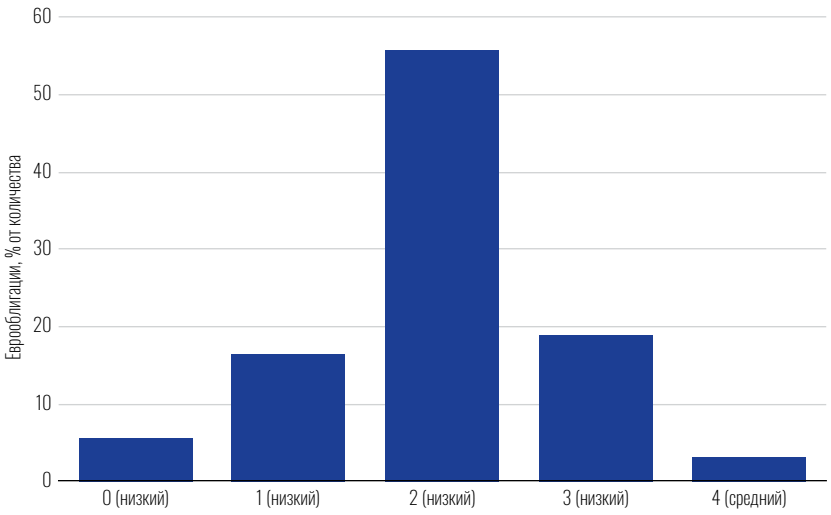
Таблица 1
Параметры конвертируемых облигаций на развитых рынках

Источник: Cbonds

Показатель	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Январь — июль 2025
Средний объем выпуска (млн долл.)	267.9	210.4	373.6	377.6	224.7	137.4	196.1	449.8
Доля крупных выпусков (% от объема)	69.3	75.3	85.6	86.2	81.9	77.4	79.6	88.3
Срок обращения (лет)	8.1	7.7	8.9	8.2	8.2	5.2	5.5	5.4
Срок обращения (лет, крупные выпуски)	7.6	6.8	6.3	5.9	7.0	5.2	5.7	5.1
Первоначальная премия (%)	22.0	23.1	26.1	26.6	17.6	18.0	20.1	22.9
Первоначальная премия (%, крупные выпуски)	31.0	31.8	36.6	37.4	29.3	28.7	30.7	32.0
Доля бескупонных облигаций (% от объема)	19.1	11.5	24.4	45.1	4.2	5.9	19.7	41.6
Доля бескупонных облигаций (% от объема, крупные выпуски)	19.7	13.6	26.1	48.3	3.2	3.7	22.1	42.5

Рисунок 3
Распределение конвертируемых облигаций по уровням ликвидности (0–10)

Источник: Cbonds



актуальности проблема ликвидности таких бумаг. Распределение уровней ликвидности еврооблигаций, рассчитываемое по методологии Cbonds, указывает на то, что для подавляющего большинства характерна низкая ликвидность (Рисунок 3), включая уже упоминавшийся крупнейший выпуск Alibaba. Одним из редких исключений является эмиссия Telegram Group с купоном 7 % и погашением в 2026 г.

ИННОВАЦИИ РЫНКА: «НИШЕВЫЙ» ESG И ВОЛНА BTC

Конвертируемые облигации являются инструментами с выработанным широким арсеналом механизмов «тонкой настройки». Среди новых типов инструментов этого рынка следует отметить бумаги категории ESG и конвертируемые инструменты, связанные с криптовалютами.

Сегмент ESG-конвертируемых бумаг не отличается большой активностью эмитентов: начиная с 2021 г. количество эмиссий составляет от 6 до 10 в год, что объясняется крайне «нишевым» характером продукта. Помимо финансовых институтов, к таким выпускам в США и Европе часто прибегают компании энергетической сферы, среди которых Eni Spa и Electricite de France. Несмотря на небольшой объем к текущему моменту, ESG-конвертируемые облигации потенциально могут предоставить инвесторам, ориентированным на мандаты устойчивых инвестиций, возможность увеличить гибкость своего портфеля за счет гибридных финансовых продуктов.

В 2022 г. немецкая Schneider Electric выпустила первую конвертируемую облигацию, структура выплат по которой зависит от достижения эмитентом обозначенных целей из области устойчивого развития (sustainability-linked). Условия выпуска предусматривают, что если компания не выполнит KPI — в частности, снижение выбросов углекислого газа и обеспечение указанного процента женщин среди новых сотрудников и на руководящих должностях различных звеньев, — она должна будет однократно выплатить инвесторам купон в размере 0.5 %, при этом других купонных выплат по облигации не предусмотрено.

Второй рассматриваемый тип инструментов получил распространение на фоне взлета стоимости биткоина. Речь идет о конвертируемых облигациях «компаний по управлению биткоин-казначейством» (bitcoin treasury companies, BTC), которые приобретают данную криптовалюту для длительного удерживания в качестве резервного актива: акции более 100 таких компаний уже торгуются публично. Только в течение 2024 г. BTC MicroStrategy (на данный момент известна как Strategy) выпустила конвертируемые бумаги на 6.2 млрд долл. (среди них бескупонная облигация с конверсионной премией 55 %), за ней последовало еще несколько эмиссий на сумму свыше 1 млрд долл. (MARA Holdings, Core Scientific), а также множество более малых, начиная от 10–20 млн долл. Быстрый рост числа выпусков и эмитентов уже нашел отражение в создании специализированного ETF-продукта — REX Bitcoin Corporate Treasury Convertible Bond ETF.

В таких эмиссиях в основном используются механизмы, встречающиеся в других типах конвертируемых бумаг. Часто при размещении допускаются расчеты с инвесторами как в традиционных валютах, так и в биткоинах напрямую. Также можно отметить ориентированность выпускаемых BTC-продуктов на индивидуальных и ритейл-инвесторов, нехарактерную для конвертируемых облигаций из-за их комплексной структуры с целым набором встроенных опционов и подлежащих отслеживанию параметров.

Можно отметить ориентированность выпускаемых BTC-продуктов на индивидуальных и ретейл-инвесторов, нехарактерную для конвертируемых облигаций