Конвертируемые облигации: локальная и международная практика, кейсы и перспективы

Арсений АВТУХОВ,
начальник отдела публичного анализа облигаций, ПАО «Совкомбанк»

Конвертируемые облигации являются крайне интересным и перспективным инструментом как для инвесторов, так и для эмитентов, ведь они создают дополнительные возможности для всех участников инвестиционного процесса. При этом распространение конвертируемых облигаций на нашем рынке ограничено. В рамках этой статьи я хотел бы разобрать предпосылки подобной ситуации и перспективы развития этого сегмента.

Конвертируемые облигации являются крайне интересным и перспективным инструментом как для инвесторов, так и для эмитентов, ведь они создают дополнительные возможности для всех участников инвестиционного процесса

Начнем с ключевых определений. Конвертируемые облигации — гибридный инструмент, сочетающий в себе облигацию и опцион call на акции эмитента. За счет гибридной природы эти инструменты позволяют эмитентам привлекать финансирование значительно дешевле, чем стандартные облигации. В то же время они позволяют инвесторам сохранить обязательный денежный поток и возможность заработать на переоценке стоимости компании.

Правовая конъюнктура рынка конвертируемых облигаций до 2018–2019 годов была фрагментирована: понятие было сформулировано законом об АО в 1996 году, затем в 1998-м и 2002-м постановлениями ФКЦБ были закреплены требования к раскрытию информации и стандарты эмиссии. Банк России отмечает, что с этого момента и до 2019 года системного развития регулирования сектора не было, он лишь упоминался только в регулирующих другие секторы нормах.

Изменения начались в декабре 2018 года, когда был опубликован Федеральный закон № 514-ФЗ, вступивший в силу в 2020 году. Федеральный закон упростил выпуск конвертируемых облигаций, ввел новый механизм конвертации, синхронизировал выпуск облигаций и резервирование акций под конвертацию. Несмотря на развитие регулирования, некоторые ограничения сохраняются: необходимость фиксировать коэффициент конвертации, ограничение возможности погасить облигацию денежными средствами, условия хранения акций. Затем, с 2019 по 2023 год, Банк России выпустил серию положений и указаний, уточнявших стандарты эмиссии и раскрытие информации.

И в мировой, и в российской практике конвертируемые облигации часто используются

как элемент pre-IPO финансирования. Первые выпуски конвертируемых облигаций российских эмитентов были размещены в 2000-х. Медиахолдинг «РБК» стал одним из первопроходцев, предложив в 2002 году по закрытой подписке конвертируемые облигации на $5 млн. Эмитентом был кипрский холдинг, а российская компания выступила поручителем. Особенно примечательным это размещение сделала хронология — оно проводилось за несколько месяцев до первого IPO в России, и именно конвертируемые облигации позволили неназванным инвесторам поучаствовать в нем с дисконтом.

Российская практика размещения конвертируемых облигаций насчитывает более 25 лет, которые можно разделить на ключевые эпизоды. Так, в поздние 90-е годы XX века и ранние 2000-е появлялись первые инструменты: сначала — в банковском секторе (например, бумаги Бинбанка), потом — в корпоративном (бумаги Лукойла, конвертируемые в ГДР). Затем мы увидели расцвет рынка конвертируемых еврооблигаций после мирового финансового кризиса, в 2010–2012 годах их выпускали крупнейшие российские корпорации (Лукойл, Русал, Евраз, НЛМК). Санкции в 2014 году замедлили развитие рынка, но мы всё равно увидели около 10 локальных выпусков в период с 2014 по 2018 год. Наконец, период последних регуляторных новаций совпал с «технологическим бумом», когда на этот рынок в 2020–2021 годах вышли Яндекс, Озон и ВК. В 2025 году мы увидели всего два новых инструмента — это структурные конвертируемые облигации МГКЛ и широко маркетируемые биржевые бумаги ГК «Самолет», дающие право на конвертацию за счет внеэмиссионного опциона. Последние бумаги являются крайне примечательными, потому что хорошо отражают принципы поведения цены конвертируемых облигаций в зависимости от разного состояния фондового рынка. Сейчас эти бумаги торгуются с доходностью к погашению около 25% и G-спредом около 1200 б. п. — на уровне других, стандартных обязательств эмитента, что объясняется динамикой акций компании: для конвертации акции эмитента должны хотя бы 20 торговых сессий торговаться выше 1100 руб. за штуку, в то время как сейчас они торгуются почти в два раза ниже. Конвертируемая облигация «Самолета» торгуется около 80% от номинала и ведет себя скорее как облигация, но, если до ее погашения цена акций эмитента начнет торговаться выше цены конвертации, цена инструмента начнет вести себя как акция и будет сильно выше номинала. В то же время сложно предположить, что она будет выше 130%, так как данная бумага имеет кэп. Однако при анализе мировой практики мы понимаем, что конвертируемые облигации нередко могут торговаться по чистой цене в несколько сотен процентов от номинала.

Переходя на глобальный рынок, следует уточнить, что первые подобные инструменты обращаются с 1850-х годов, хотя особенно активно они размещались в 90-е годы XX века. Тогда сформировался специфический класс инвесторов, использовавших подобные облигации для специфических арбитражных стратегий с акциями компании. Это наложило отпечаток на текущую структуру инвесторов на рынке США, где они до сих пор занимают ~60%.

Всего в мире ежегодно размещается порядка 1300[1] выпусков объемом около $400 млрд. 60% глобального рынка занимает китайский, на котором размещается порядка 500 выпусков на $250 млрд ежегодно. Рынок США составляет еще около 150 выпусков на ~$50 млрд. Европейский рынок — 60 выпусков и $25 млрд. 30 крупнейших выпусков составляют 21% рынка и представлены крупнейшими транснациональными корпорациями (Alibaba, Singapore Airlines, MicroStrategy, Tesla, Nvidia и др.). Часто эмитентами выступают технологические компании (35%), финансовый сектор (20%) и промышленность (15%). Инвесторами обычно являются ПИФы, хедж-фонды (45%), институциональные инвесторы (пенсионные фонды, страховые компании, банки и др., 35%), а также розничные инвесторы (20%).

Возвращаясь к вопросу использования конвертируемых облигаций как промежуточного этапа привлечения финансирования перед выходом на IPO в контексте глобального рынка, можно сказать, что он представлен достаточно широко, чтобы формировать собственные тренды. Так, подобные инструменты обычно имеют повышенный купон (3–8% против 2–6% в USD для всего глобального рынка) и короче срок (от 1 до 3 лет против от 5 до 7), а также свое отраслевое распределение (смещение фокуса в сторону технологических компаний — 45% рынка и биотехнологических — 30% рынка против 18% на глобальном рынке). Этот подсегмент также имеет специфическую инвесторскую базу — 40% составляют венчурные фонды.

Мировая специфика «pre-IPO конвертируемых облигаций» как отдельного способа привлечения промежуточного финансирования делает его крайне перспективным инструментом повышения капитализации российского фондового рынка, так как может стать переходным инструментом для широкого круга развивающихся компаний при подготовке к IPO. При этом, говоря о такой роли, нельзя не сказать об ограничениях, которые препятствуют ее реализации на локальном рынке. Уже многие месяцы рынок акций находится под давлением, и эта не та конъюнктура, которая способствовала бы выходу на рынок новых компаний. Мы видим, как одновременно падающие мультипликаторы снижают интерес эмитентов, а падающие прибыли — интерес инвесторов. Это комплексная проблема, не имеющая однозначного решения. Она заключается и в сложных макроэкономических условиях, и в растущей неопределенности, снижающей инвестиционный горизонт до заградительных для рынка акций значений, и в систематическом исходе отдельных категорий инвесторов с нашего рынка. Многогранность этой ситуации исключает быстрое решение, но за счет продолжительной кропотливой работы по развитию корпоративных практик, правового и инвестиционного климата, по достижению долгосрочных целей по инфляции и экономическому росту, мобилизации широкого круга новых классов инвесторов (от институциональных инвесторов, располагающих длинным фондированием, до юных розничных инвесторов) и созданию новых национальных конкурентных преимуществ однозначно можно будет преодолеть большую часть упомянутых трудностей. Поэтому я считаю, что вопрос востребованности этого инструмента инвесторами и эмитентами лежит в плоскости «когда», а не в плоскости «если». Это говорит о том, что инвестиционному сообществу следует уже сейчас начинать присматриваться и к действующим инструментам, и к потенциальным новациям со всеми аспектами инвестиционной привлекательности: к их структуре, прайсингу, рискам, технике проведения операций и другим особенностям.

[1] https://www.cbr.ru/Content/Document/File/184409/ofv_20251014.pdf.