

Дмитрий Назаров, nds@ufs-federation.com

### Инвестиции на рынке «вечных» облигаций: возможности и риски

За последние два месяца на рынке российских еврооблигаций появился новый и довольно экзотический инструмент – «вечные» облигации. Уникальную сделку впервые провел банк ВТБ, разместив в начале августа евробонд объемом \$1,0 млрд. В конце октября ВТБ доразместил еще \$1,25 млрд., а общий объем обращаемого займа составил \$2,25 млрд. В октябре бессрочный бонд также разместил Газпромбанк, заняв \$1,0 млрд.

В обоих случаях эмитенты предложили довольно высокую премию к старшим «выпускам», что давало возможность инвесторам получить дополнительный доход. В условиях крайне низких процентных ставок, которые установились сейчас на большинстве долговых рынков, «вечные» бонды могут представлять интерес для определенного класса инвесторов. В настоящем обзоре мы проанализировали мировой рынок «вечных» бондов, выяснили какие риски и возможности бессрочные облигации приносят инвесторам, а также нашли некоторые наиболее интересные инвестиционные идеи.

### Бессрочные облигации: немного теории и истории.

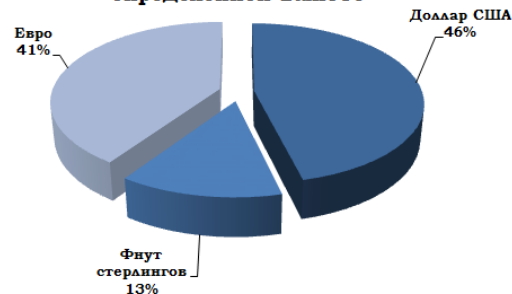
Впервые бессрочный бонд появился на рынке в 18 веке, когда Великобритания конвертировала все свои обращающиеся выпуски в единый Английский консолидированный аннуитет со ставкой в 3,5% годовых. С тех пор, Правительство Великобритании еще не раз выпускало бессрочные бонды (консоли). Например, консоли выпускались в начале XX века, в 20-е, 30-е годы. Последний консоль, согласно данным Bloomberg, был выпущен в 1946 году. Весь объем обращаемых бессрочных бумаг сейчас составляет 2,66 млрд. фунтов – чрезвычайно малая величина по сравнению с мировым рынком «вечных» бондов. Помимо Правительства Великобритании, «вечные» бонды в свое время выпускали британские муниципалитеты, а среди других стран - Правительство Бельгии, например.

Общий объем вторичного рынка бессрочных облигаций составляет около \$527,6 млрд., из которых подавляющая часть бондов выпущена частными корпорациями, а точнее банками. Около 46,2% (\$243,9 млрд.) номинировано в долларах США, еще 40,5% (\$213,9 млрд.) – в евро. Доля бондов, номинированных в фунтах стерлингов, составляет около 13,2%.

Первый корпоративный евробонд был выпущен в 1972 году канадской железнодорожной компанией – Canadian Pacific объемом всего \$65,0 млн. Наиболее сильный рост вторичного рынка «вечных» бондов пришелся на середину и конец 80-х годов, когда на рынок начали активно компании финансового сектора, прежде всего, банки.

Все выпущенные бонды теоретически действительно могут обращаться неопределенно долго, эмитент не обязан погашать основную сумму долга, а лишь выплачивает регулярный купон. Однако, в большинстве выпусков всегда есть колл-опцион, т.е. право инвестора погасить облигацию в заранее установленную дату. Например, по британскому консолю,

Доли «вечных» бондов, выпущенных в определенной валюте



Источник: Bloomberg, UFS IC



выпущенному в 1932 году, колл-опцион наступит 30 января 2013 года. Наличие колл-опциона влияет на риски и возможности инвестирования в «вечные» бонды.

Говоря о рисках бессрочных бумаг можно отметить:

- ✓ процентный риск, т.е. ценовая волатильность «вечных» бумаг в ответ на изменение процентных ставок будет всегда выше, чем аналогичная волатильность по срочным бондам при прочих равных условиях;
- ✓ наличие колл-опциона предполагает, что при падении процентных ставок цена будет расти медленнее, чем по срочным бондам, не содержащим колл-опциона.

Поясним это на примере:

Цена любой облигации с колл-опционом определяется по формуле:

$$P = P_0 - C, \text{ где}$$

P – цена облигации с колл-опционом;

$P_0$  – цена аналогичной облигации, но без колл-опциона;

C – цена самого колл-опциона.

При падении доходностей на рынке вероятность того, что эмитент исполнит колл-опцион также растет. В результате растет и цена самого колл-опциона, что сдерживает рост цены облигации. Поэтому при падении процентных ставок, рост цен по бондам с колл-опционами ограничен.

Как мы отметили, в настоящий момент, процентные ставки на большинстве долговых рынках находятся вблизи исторических минимумов и их потенциал дальнейшего снижения – небольшой. Поэтому вероятность сильного укрепления цен по бессрочным бондам в целом также невысокая. Хотя есть и несколько исключений, о которых мы скажем ниже.

С другой стороны, если процентные ставки растут, цена облигации с колл-опционом будет изменяться также, как и цена облигации, не содержащей колл-опциона. Однако, поскольку «вечные» бонды имеют больший кредитный риск, чем обычные срочные бонды, падение цены вечного бонда с колл-опциона будет наибольшим при прочих равных условиях.

Однако, более высокая волатильность и наличие колл-опциона всегда будет предполагать больший купон при размещении, или большую доходность по сравнению со старшими выпусками. Как раз поэтому, сейчас «вечные» бонды могут представлять интерес для инвесторов, стремящихся увеличить доходность своего портфеля.

В настоящее время, наибольшая ставка по вкладам в долларах, которые предлагают российские банки из ТОП-5 составляет 5,15% сроком на 1 год. Средняя величина ставок колеблется от 3,0% до 4,0%. Отчасти, низкие ставки оправданы тем, что кредитный риск депозита ниже, чем риск облигации. Во-первых это связано с наличием «страховки» 700 тыс. рублей, которые планируется увеличить до 1,0 млн. рублей. Во-вторых, при банкротстве банка, требования вкладчиков удовлетворяются раньше, чем требования держателей бессрочных бондов.

Помимо относительно низкой доходности у банковского депозита есть и другие недостатки, как то:

- ✓ короткий срок. Сроки по большинству вкладов в российских банках не превышают 5 лет;
- ✓ более низкая ликвидность. По многим вкладам нет возможности изъять их ранее обозначенного срока без потери накопленных процентов.



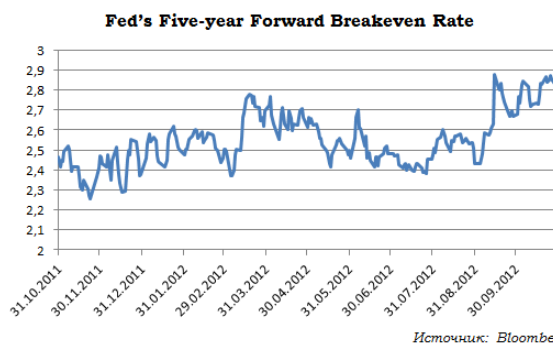
Еще одна важная деталь, на которую необходимо обращать внимание при оценке привлекательности «вечного» бонда – это размер купона, который будет выплачиваться после колл-опциона. Здесь возможно несколько вариантов:

- ✓ после даты колл-опциона купон останется прежним. Тогда, как мы и сказали, при падении процентных ставок вероятность исполнения колл-опциона растет;
- ✓ после даты колл-опциона купон будет плавающим, т.е. привязанным к какому-либо бенчмарку, например: UST5 + N б.п. или 3M LIBOR + N б.п. В данном случае также возникает несколько вариантов. Многое будет зависеть от даты колл-опциона, размера премии N б.п. к бенчмарку, а также ожиданиям по процентным ставкам.

Рассмотрим эти параметры более подробно и определим, какие «вечные» бонды будут интересны сейчас при условии, если купон после даты колл-опциона меняется.

Пожалуй, самым важным параметром является ситуация с процентными ставками и ожидания по процентным ставкам в будущем.

Ожидания по процентным ставкам в свою очередь, в значительной степени зависят от ожидаемой инфляции. Сейчас, ключевой индикатор инфляции в США – Fed's Five-year Forward Breakeven Rate – указывает на то, что по ожиданиям игроков, инфляция в США через 5 лет составит 2,8%. Незначительно больше, чем текущие 2,0%. Кроме того, учетная ставка ФРС в ближайшие 3-4 года будет немногим выше, чем текущие 0,25%. Предсказать ситуацию через 8-10 лет, довольно сложно, но мы полагаем, что процентные ставки будут существенно выше, чем текущие уровни.



Источник: Bloomberg

Второй параметр – это дата исполнения колл-опциона. Исходя из нашего прогноза по процентным ставкам, «вечные» бонды по которым колл-опцион будет исполнен в ближайшие 4-5 лет скорее всего будут погашены эмитентом, а держатель за этот период получит текущую доходность к погашению. Это будет справедливо для всех «вечных» бондов, купон по которым после колл-опциона будет существенно выше текущей доходности. Это возможно если купон не меняется или величина премии N б.п. в формуле UST5 + N б.п., например, будет высокой. Если величина премии окажется низкой эмитент может решить и не выкупать облигацию.

Через 8-10 лет, когда процентные ставки окажутся выше, есть большая вероятность, что «вечный» бонд не будет выкуплен. Особенно это касается тех бумаг, которые были выпущены в последние 2-3 года и, соответственно, будут выпущены в ближайшие 2-3 года.

Наконец, последняя деталь, на которую необходимо обращать внимание при инвестировании в «вечные» бонды – это их тип в зависимости от обязательства эмитента выплачивать купон. Здесь все «вечные» бонды можно условно поделить на 2 категории:

- ✓ гибридные «вечные» бонды. Бумаги являются кумулятивными, эмитент не обязан платить купон по таким бондам, в этом случае купон будет накапливаться для выплаты в будущем;
- ✓ старшие «вечные» бонды. Эмитент не может не выплачивать купон без возникновения кредитного события.



Старшие «вечные» бонды являются более привлекательными для инвестора, и мы рекомендуем обращать внимание, прежде всего, на них. Заметим, что азиатские компании в основном выпускают гибридные «вечные» бонды. В то же время, практически все бразильские компании выпускают старшие «вечные» бонды.

Исходя из вышесказанного, мы рекомендуем инвесторам следующую стратегию на рынке «вечных» бондов:

1. Мы рекомендуем размещать от 10,0-15,0% инвестиционного портфеля в «вечные» облигации. Большая доля аллокации приведет к значительному увеличению риска по портфелю;
2. Рекомендуем инвестировать в «старшие» вечные бонды, где инвестор лучше защищен от невыплаты купона;
3. Не рекомендуем покупать «вечные» бонды краткосрочным спекулятивным инвесторам, которые стремятся заработать на росте цены, за исключением явно недооцененных бумаг, наподобие выпуска **VTB perpet**;
4. Инвестируя в «вечные» облигации, колл-опцион по которым исполняется в ближайшие 4-5 лет, рекомендуем обращать внимание на доходность, а не на купон. Скорее всего, эти бонды будут выкуплены, и инвестор получит доходность к погашению;
5. Инвестируя в «вечные» бонды, колл-опцион по которым исполняется более чем через 8-10 лет, рекомендуем обращать внимание на купон и выбирать эмитентов с наибольшим купоном и наивысшим кредитным рейтингом.

### **Российские банки осваивают новые инструменты**

Как мы отметили выше, за последние месяцы 2 российских банка – ВТБ и Газпромбанк – выпустили «вечные» бонды. Таким образом ВТБ пытался привлечь дополнительные ресурсы для развития бизнеса, увеличив при этом коэффициент достаточности капитала 1-го уровня (Tier 1), который опустился к концу 1 полугодия 2012 года до 8,9%. В выпуск, как это обычно бывает, был встроен call-option со сроком погашения через 10 лет, а ставка купона была установлена на уровне 9,5% годовых.

Наиболее похожим инструментом к размещенному **VTB perpet** на тот момент был вечный бонд Banco do Brasil (Baa1/BBB/BBB) – **BanBRA perpet** с колл опционом в 2020 году. Выпуск **VTB perpet** был размещен с премией к **BanBRA perpet** в 191 б.п. Премия к старшим выпускам ВТБ при этом составляла 360 б.п. В конце октября ВТБ смог занять чуть дешевле, цена размещения составляла 100,5% от номинала, а доходность – 9,42% годовых.

Газпромбанк занял \$1,0 млрд., разместив «вечный» евробонд. Ставка купона составила 7,875% годовых, премия к старшим выпускам, в отличие от ВТБ составила 295 б.п. Более низкая премия оправдана, поскольку средства от «вечного» бонда пошли не в капитал 1-го уровня как у ВТБ, а в капитал 2-го уровня. По выпуску **GPB perpet** был установлен колл-опцион с датой погашения через 5,5 лет, в 2018 году.

Причина того, что российские банки решили выйти на рынок бессрочных бондов связана и с изменениями по расчету капитала, которые могут вступить в силу уже со следующего года. В частности, это касается учета бессрочных бондов для целей расчет нормативов достаточности.



## Инвестиционные идеи на рынке «вечных» бондов

### 1. VTB

Бессрочный евробонд VTB по-прежнему остается одним из самых интересных инструментов на рынке «вечных» бондов. Купон в размере 9,5% в год – является одним из самых высоких на рынке. Дата исполнения колл-опциона установлена через 10 лет. Как мы отметили выше, процентные ставки через 10 лет, будут выше текущих уровней, скорее всего колл-опцион исполнен не будет. Однако, даже если колл-опцион все же будет исполнен доходность к погашению в 9,33% годовых через 10 лет является очень интересным ориентиром.

Кроме того, выпуск является интересным и для спекулятивных инвесторов. Так, спрэд к бессрочному выпуску банка Banco do Brasil сейчас расширился до 215 б.п. тогда как при размещении величина спрэда составляла 191 б.п. Ждем сужения спрэда и снижение доходности до 9,1% до конца года.

### 2. GPB

По вечному евробонду Газпромбанка дата колл-опциона установлена через 5,5 лет. По нашей оценке банк также не будет исполнять колл-опцион. Выпуск сейчас торгуется с премией к своим старшим выпускам на уровне 280 б.п., что является справедливым уровнем. Заметим, что премия VTB perpet к старшим выпускам составляет 370 б.п. Даже несмотря на то, что кредитный риск по VTB perpet выше, поскольку капитал был направлен в капитал 1 –го уровня, а не 2-го, как у Газпромбанка, столь высокая разница в премиях выглядит чрезмерной. При прочих равных условиях, мы бы предпочли VTB perpet, чем GPB perpet.

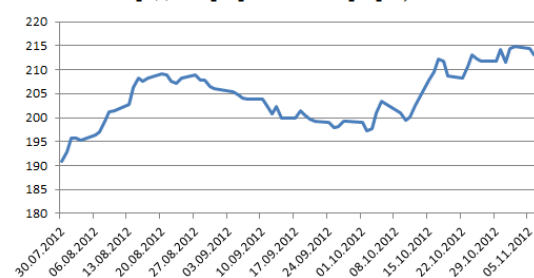
### 3. HSBC

Инвестиционный интерес также представляет вечный бонд HSBC. Выпуск идеален для инвесторов с очень «длинным» инвестиционным горизонтом. Так колл-опцион по выпуску установлен только в 2030 году, поэтому достаточно сложно прогнозировать что будет с процентными ставками в тот момент. Наиболее вероятно, что ставки все-таки будут выше текущих уровней, а доходность по выпуску – близка к купону, поэтому HSBC не будет исполнять колл-

#### VTB perpet

ISIN	XS0810596832
Купон, %	9,5
Дата колл-опциона	06.12.2022
Текущая доходность, % годовых	9,33
Дюрация, лет	6,56
Рейтинг эмитента M/F/S&P	Baa1/BBB/BBB

Спрэд VTBperpet-BanBRA perpet, б.п.



Источник: Bloomberg

#### GPB perpet

ISIN	XS0848137708
Купон, % годовых	7,875
Дата колл-опциона	25.04.2018
Текущая доходность, % годовых	7,79
Дюрация, лет	4,54
Рейтинг эмитента M/F/S&P	Baa3/-/BBB-

#### HSBC perpet

ISIN	USG4637HAB45
Купон, % годовых	10,176
Дата колл-опциона	30.06.2030
Текущая доходность, % годовых	6,58
Дюрация, лет	9,53
Рейтинг выпуска M/F/S&P	Baa2/A-/BBB+



опцион. После даты колл-опциона, купон будет рассчитываться по формуле 3М LIBOR + 498 б.п. Купон в 10,176% является очень высоким для банка подобного уровня, и мы рекомендуем покупать выпуск.

#### 4. Banco do Brasil

Другим интересным выпуском является бессрчный бонд Banco do Brasil, дата колл-опциона которого установлена через 10,5 лет. С высокой вероятностью, банк также не станет исполнять колл-опцион, учитывая прогнозируемый нами рост процентных ставок. Отметим, что после колл-опциона будет установлен купон на уровне UST10+732,7 б.п. Таким образом, величина купона останется довольно высокой. В то же время кредитный риск Banco do Brasil – крупнейшего банка Бразилии, мы оцениваем как низкий и также рекомендуем покупать выпуск.

<b>BNBRA perpet</b>	
ISIN	USP3772WAC66
Купон, % годовых	9,25
Дата колл-опциона	15.04.2023
Текущая доходность, % годовых	6,1
Дюрация, лет	7,26
Рейтинг выпуска M/F/S&P	-/-/BB

#### 5. Rabobank

Наконец, еще одним выпуском, дающим возможность получить высокий купон, является бессрчный бонд крупнейшего банка Голландии – Rabobank. Дата колл-опциона установлена в середине 2019 года, после даты колл-опциона величина купона будет определяться по формуле: 3М LIBOR + 1086,8 б.п. Таким образом, купон будет находиться как минимум на уровне 11,0-11,5% годовых. Вполне вероятно, что через 7,5 лет, доходность выпуска будет близка к этим значениям.

<b>Rabobank perpet</b>	
ISIN	XS0431744282
Купон, % годовых	11
Дата колл-опциона	30.06.2019
Текущая доходность, % годовых	4,82
Дюрация, лет	5,01
Рейтинг эмитента M/F/S&P	Baa1/A-/A

**Вы можете подписаться на наши материалы, отправив письмо на e-mail: [research@ufs-federation.com](mailto:research@ufs-federation.com) в свободной форме.**



## Контактная информация

### Департамент торговли и продаж

Лосев Алексей Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 73 03

Хомяков Илья Маркович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Куц Алексей Михайлович

Тел. +7 (495) 781 73 01

Полторанов Николай Владимирович

Тел. +7 (495) 781 73 04

Ким Игорь Львович

Тел. +7 (495) 781 73 05

### Аналитический департамент

Василиади Павел Анатольевич

Тел. +7 (495) 781 72 97

Балакирев Илья Андреевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Козлов Алексей Александрович

Тел. +7 (495) 781 73 06

Назаров Дмитрий Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Королева Виктория Сергеевна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Милостнова Анна Валентиновна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Селезнёва Елена Валерьевна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс». ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

