

High yield на российском долговом рынке: взгляд финансовых институтов

На вопросы редакции журнала Cbonds.ru в преддверии декабрьского облигационного конгресса отвечали представители организаторов выпусков ВДО, активно сотрудничающие с сообществом Angry Bonds:

- Артём Иванов, PR директор компании «Юнисервис»
- Денис Козлов, управляющий партнер «Септем Капитал»
- Андрей Хохрин, генеральный директор «Иволга Капитал»

1. С января по октябрь 2019 года количество эмиссий в списке индекса Cbonds high yield выросло с 26 до 51. С начала 2019 года в среднем в месяц начинают размещение 7 выпусков высокодоходных облигаций. Какие факторы способствуют такому количеству новых размещений? Какие перспективы роста рынка вы видите?

Артём Иванов:

Главный фактор, который позволил в принципе этому рынку зародиться – существенное изменение в законодательстве о рынке ценных бумаг, которое позволило эмитентам размещать облигации без регистрации Проспекта по упрощенной процедуре, сразу на Бирже.

В дальнейшем, в том числе благодаря законодательному упрощению, рынок будет только расти: в конце 2018 года Президентом был подписан Федеральный закон от 27.12.2018 № 514-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон „О рынке ценных бумаг“ и отдельные законодательные акты Российской Федерации в части совершенствования правового регулирования осуществления эмиссии ценных бумаг».

Часть поправок вступила в силу 28.12.2018. Они касались, помимо прочего, привилегированных акций с преимуществом в очередности получения дивидендов, облигаций без указания срока погашения и раскрытия информации. Однако сам закон с основной массой изменений вступит в силу только в 2020 г. В частности, с этого момента останутся только бездокументарные ценные бумаги. Бумажные сертификаты облигаций уйдут в прошлое. Кроме того, поправки коснутся облигаций с залоговым обеспечением, порядка эмиссии ценных бумаг, включая требования к проспекту ценных бумаг, сроки регистрации выпуска и т.д.

Таким образом, открывается новый потенциал развития публичного рынка в первую очередь со стороны малого и среднего бизнеса, при этом для частных инвесторов будут предлагаться все более надежные инструменты, в том числе залоговые.

Также на рынок, безусловно повлияли и другие факторы:

- Биржа пересмотрела свои тарифы на листинг (стоимость регистрации теперь привязана к сумме выпуска, что помогает экономить эмитентам из числа субъектов МСП).
- Реформирование таких отраслей как строительство, лизинг, ломбарды сделало биржевые облигации одним из важнейших источников финансирования для компаний из данных сфер.
- Падение ключевой ставки, а вслед за ней – доходностей по ОФЗ и ценным бумагам крупнейших компаний страны, вынудило инвесторов отправиться на поиски более высокой доходности.
- Отсутствие громких дефолтов в секторе в последний год-полтора.

Денис Козлов:

На это оказали влияние несколько факторов, главный из которых – беспомощность и формализм банковского сектора при кредитовании МСП. Вторым фактором стало отсутствие альтернатив для частных инвесторов, склонных к риску и ожидающих более высокий пассивный доход на свои вложения. Если раньше такие инвесторы могли найти интересные варианты инвестиций, например, на рынке недвижимости, банки то сейчас кроме рынка ВДО альтернатив практически нет. В-третьих, большую работу проделала Московская биржа и Банк России: простая процедура регистрации выпусков, простой доступ на фондовый рынок для мелких инвесторов, введение ИИС и рост финансовой грамотности граждан.

Андрей Хохрин:

Факторов роста два (помимо налоговых послаблений, они были фактором роста в 2018 году): снижение доходности депозитов и повышение финграмотности. Второе, пожалуй, более важно. Розничные инвесторы перестали шарахаться от ВДО, увидели, что раскрывается отчетность, а эмитенты и организаторы выпусков идут на общение.

2. Как оценить качества заёмщика и потенциальные риски? Какую роль в процессе оценки осуществляют организаторы и представители инфраструктуры (Московская биржа)?

Артем Иванов:

Нашу методику оценки качества заемщиков мы предпочитаем не разглашать, так как она является результатом многих лет работы и начала существует значительно дольше, чем рынок ВДО: ранее она использовалась для оценки компаний при реализации вексельных программ. Тогда-то мы и получили неоценимый опыт работы с российским средним бизнесом.

Что касается инвесторов, то полагаться на оценку качества заемщика со стороны организатора и Биржи, в какой-то мере можно, поскольку организатор имеет более широкий доступ к первичной информации эмитента, с одной стороны. А с другой – дорожит своей репутацией на рынке.

Но в первую очередь надо принимать решение самостоятельно, на основе своей риск-стратегии и оценке качества эмитента по доступным данным. В этом ключе качество раскрываемой эмитентами информации имеет первостепенное значение. Даже при отсутствии аудированной МСФО, но наличии другой сравнительной информации, можно более глубоко оценить эмитента. В случае с нашими эмитентами – есть формат аналитических покрытий, другие организаторы так или иначе также подают подобную информацию, пусть и в отдельных публикациях/постах/видеороликах.

Московская биржа также выступает в качестве мощного фильтра, причем двухэтапного: сначала на стадии подготовки к каким-либо регистрационным действиям мы готовим подробную презентацию для сотрудников биржи, а представитель эмитента проходит собеседование и рассказывает о своем бизнесе. Затем, уже на стадии допуска к торгам, эмитент может быть отправлен на рассмотрение Экспертным советом. Это затормозит размещение в среднем на 3-4 недели (а в некоторых случаях может и вообще поступить отказ), но в конечном счете наличие такого фильтра также важно для рынка.

В целом же, мы не устаем повторять: изучайте эмитента самостоятельно, спрашивайте, что непонятно. Благо, у большинства эмитентов и организаторов есть представители, которые достаточно оперативно отвечают на все вопросы. Инвесторам надо этим пользоваться, пока бесплатно.

Андрей Хохрин:

Роль организатора, если эта роль, действительно, исполнена – это в первую очередь проверка эмитента. Биржа, хоть она и является регистрирующим органом, не способна или, по крайней мере, не должна проводить глубокого анализа эмитента и его бизнеса.

Кроме того, организатор (и, например, наши коллеги из Септема тут, безусловно, лидеры) способен настоять на своих ограничениях по займу. Это и объем, и ковенанты. Или как мы это не раз делали – дополнительные поручительства. Ограничения увеличивают качества выпуска. Не гарантируют возвратности, но повышают/улучшают условия для нее.

Инвестор может провести анализ эмитента на основе раскрываемой информации, эмиссионных документов и презентаций заемщика или организатора. Обычно явные проблемы выявляются уже на этом этапе. А если инвестору сложно провести самостоятельную оценку – нужно задавать вредные вопросы эмитенту и организатору выпуска. Если есть что ответить, ответят обязательно.

3. IR и выстраивание эффективных коммуникаций с инвесторами: как должен вести себя эмитент? Как организатору правильно представить компанию инвесторам?

Артем Иванов:

Эмитент должен вести себя прилично и сдержанно. Посещая незнакомую ему компанию лиц (инвесторов), представляться и рассказывать о себе. Охотно и подробно отвечать на вопросы о прошлом, настоящем и будущем. Не нахваливать себя, не врать, не отрицать очевидное. Не бояться чего-то не знать (даже в своей сфере) и признавать это. Если какой-то комментарий одного из инвесторов покажется негативным или обидным – просто промолчать, сделать вид, что не заметил. Не спорить с идиотами.

Одним из правил посещения приличного общества является и одежда (я про презентационные материалы сейчас). Я не утверждаю, что нужно соответствовать какому-либо дресс-коду (которого на рынке ВДО пока нет и в помине), но выглядеть чисто, опрятно и красиво – необходимо. Оригинальность, изюминка, дороговизна наряда – только в плюс. А вот оформление информации о себе и своем многомиллионном займе в «павер поинте на коленке» – явное неуважение к аудитории. Все равно что прийти на прием в дорогом, но не наглаженном костюме.

После получения желаемого (то есть – инвестиций) как минимум невежливо исчезать в закате с обещанием перезвонить на днях (да так и не перезванивать до следующего раза). Имеет смысл продолжать общение, пусть и не настолько плотное, как накануне размещения: слать весточки, публиковать новости, давать аналитику, отвечать на вопросы. Очень важным является предоставление отчета/информации о расходовании привлеченных средств. Пока это делать необязательно (с точки зрения регулятора). Поэтому отчитываться можно в свободной форме. Но отчитываться точно надо.

С точки зрения организатора – все тоже самое. Ведь именно мы чаще всего берем на себя представительство эмитента в кругу инвесторов. Потому ведем себя прилично, стараемся отвечать на все вопросы. Наша задача - предоставить исчерпывающую информацию по эмитенту. Это тоже своего рода «хороший тон» - так инвесторам не придется тратить много времени на поиск интересующих данных об эмитенте, гадать.

Поэтому мы, уже по традиции, помимо обязательного «инвестиционного меморандума» готовим по каждому эмитенту ещё несколько документов: презентацию инвесторам (хорошо подходит для первичного знакомства с рынком, компанией, целями привлечения и параметрами займа) и аналитическое покрытие – подробный обзор финансового состояния эмитента. Все это красиво оформляется и публикуется, помимо прочих ресурсов, в разделе «инвесторам». Который мы также делаем для наших эмитентов в чуть большем объеме, чем того требует регулятор.

Это помогает нам представить компанию инвесторам и сразу снять множество возможных вопросов по ней. Создать несколько носителей, где будет агрегирована информация о ней.

Андрей Хохрин:

Нет универсальной схемы. Универсальна лишь готовность к открытости. Мы, как правило, все общение эмитента с инвесторами и инвесторов с эмитентом проводим через себя. Напрямую этого общения – минимум. Кто-то, напротив, дает слово именно эмитенту.

Что будет неправильно, так это игнор вопросов инвесторов. Нет ответов – не должно быть покупки облигаций.

4. В структуре инвесторов в ВДО по-прежнему доминируют частные лица. Когда на рынке все-таки появятся институциональные инвесторы, кто это будет?

Артем Иванов:

Частные лица, конечно, доминируют. Но есть и другие примеры: МСП Банк, который вошел в облигационный заем «Моторных Технологий» – один из наиболее наглядных. Последуют ли его примеру частные институциональные инвесторы, причем в большом масштабе? Вряд ли, хотя в каком-то небольшом объеме (для диверсификации своих огромных портфелей на сотую долю процента) они и сейчас присутствуют. Расскажем небольшой инсайд: мы запросили по выпуску одного из наших эмитентов реестр держателей облигаций и там присутствовали так называемые частные институциональные инвесторы в количестве нескольких штук (на небольшой объем), хотя в первичном размещении они не принимали участия.

Денис Козлов:

Мы полагаем, что первыми институциональными инвесторами, кроме МСП Банка, выступят ПИФы. Они могут гибче подходить к вопросу инвестиций в ВДО, чем остальные игроки на этом рынке: банки, НПФ, страховые компании.

В сентябре Банк России аккредитовал еще два рейтинговых агентства. Теперь таких агентств четыре, что, в некоторой степени, можно назвать рынком. В случае, если Банк России позволит банкам приобретать ВДО и формировать резервы на основе рейтингов, а не объема залогов, ослабив таким образом свои требования, то средние и мелкие коммерческие банки смогут активнее действовать

Андрей Хохрин:

Это не вопрос даже 2020 года. Слишком рано. Даже частные инвесторы здесь или искушенные, или отчаянные, или невежественные. Мы создаем доверительное управление именно на ВДО, но это будет такая капля в море, что считать Иволгу Капитал полноценным институционалом можно только формально. А страховые и разнообразные фонды придут на этот рынок еще очень нескоро.

Хотя в следующем году планируется начать тотальное рейтингование эмитентов ВДО (инициативы исходят от ЦБ и Биржи). Рейтинги могут увеличить круг покупателей за счет корпоратов и институционалов. Но, думаю, это будут единичные случаи.

5. МСП Банк анонсировал меры поддержки эмитентов МСП, которые включают субсидирование ставки купона и затрат на первичное размещение, предоставление гарантии. Насколько может вырасти рынок благодаря помощи МСП Банка?

Артем Иванов:

Меры поддержки со стороны банка и корпорации МСП (гарантии, участие в размещении) и субсидии со стороны Минэкономразвития, как нам кажется, направлены не на рост количества малых предприятий на бирже. А на развитие отдельно взятых компаний в данном сегменте. Тех, что прошли отбор и получили доступ к привилегиям. Так что меры поддержки влияют на количество эмитентов весьма косвенно. Ведь регистрируя программу или выпуск нельзя быть уверенным, что по нему будут получены субсидии или гарантии.

Зато участие перечисленных профучастников помогает структурировать существующий рынок, в отсутствии других ориентиров (рейтингов, независимой аналитики, МСФО). Очевидно, что компании, получившие субсидии или гарантии прошли гораздо более глубокий анализ, нежели те, кто не стал или не смог участвовать в проекте. Таким образом они формируют в рамках ВДО своего рода «высшую лигу» и вполне заслуженно могут казаться инвесторам более привлекательными. Разумеется, если речь идет не о тех предприятиях, которые на меры поддержки претендовать не могут в силу ограничений по сфере деятельности (лизинг, МФО, топливные компании и др.).

Денис Козлов:

Субсидии предоставляет Минэкономразвития.

МСП Банк выступает в качестве инвестора (не более 50% от выпуска и не более 200 млн руб. по сумме).

Рынок ВДО растет очень быстро. По нашим расчетам сейчас в свободном обращении уже более 80 выпусков биржевых ВДО. В 2019 году субсидии получают не более 11 из них, то есть менее 15%. Конечно, эмитенты стремятся получить субсидии, но рассматривают их исключительно в качестве приятного бонуса. Никто из эмитентов при размещении не закладывает в бизнес-план получение таких субсидий.

Андрей Хохрин:

Может. Но большинство эмитентов сейчас попадают в сектор повышенного инвестиционного риска, и субсидии им недоступны. Вообще, есть инициатива, но целых 3 получателя субсидий за 2019 год – это показатель, близкий к фиаско. Механизм субсидирования все же будет отработан, видимо, к концу следующего года. Тогда и можно будет говорить в вкладе МСП Банка в МСП-эмиссии.

6. В этом году ЦБ аккредитовал еще 2 рейтинговых агентства. Когда появятся рейтинги у эмитентов небольших выпусков high yield (до 1 млрд)? Как это повлияет на спрос на эти выпуски?

Артем Иванов:

Да, по всей видимости, внедрение рейтингов неминуемо, это просто вопрос времени. Гадать о том, когда именно это произойдет – не вижу смысла, лучше дождаться решения Биржи. И в конечном счете, наличие рейтингов повлияет на приток тех самых «институциональных» инвесторов, а значит – приведет и к увеличению спроса на облигации таких компаний.

Денис Козлов:

Мы констатируем рост конкуренции, который уже привел к снижению цен на рейтинги для МСП на 30%. Кроме того, рейтинговые агентства повернулись лицом к небольшим эмитентам и готовы создавать специальные рабочие группы для работы с ними. Вполне вероятно, что до конца 2020 года Банк России обяжет всех эмитентов облигаций получать рейтинги вне зависимости от размера. Это, наконец, структурирует наш рынок и сделает более прозрачным рынок ВДО для частных и институциональных инвесторов.

Андрей Хохрин:

Все идет к тому, что без рейтинга нельзя будет выйти на рынок (или этот выход будет сильно ограничен), начиная примерно с июля-сентября следующего года. На спрос это пока слабо может повлиять. Доверие к рейтинговым агентствам из России не может быть высоким. Оно, в принципе, и в мире не особенно высоко. Со временем, под рейтинг, смогут покупать ВДО ряд фондов, банков, страховых. Но это не вопрос 2020 года. Рано.

7. Закон о категоризации инвесторов: чем он опасен для частных инвесторов в ВДО? Что станет с рынком, если ЦБ запретит физическим лицам покупать ВДО?

Артем Иванов:

В текущей редакции закон не опасен. А вот в каком именно он виде будет принят – гадать нет смысла. Наиболее логичный вариант – обязательное тестирование начинающих инвесторов на предмет понимания рынка вообще и его рисков в частности + дисклеймер, который должен напоминать о рисках ещё раз при попытке купить такого рода бумаги частным лицом. Ещё раз напомнить – никогда лишним не бывает. В случае, если закон будет принят в подобной редакции – существенных изменений не последует. Реально активных инвесторов с портфелями, которые интересны организаторам меньше не станет.

Если предположить, что законом будет предусмотрено полный запрет на покупку ВДО физическими лицами, то тут последствия гораздо серьезнее. Это затормозит развитие рынка, добьет и без того далеко не сказочную ликвидность выпусков, находящихся в обращении, приведет к резкому сокращению новых размещений. По сути, размещать смогут только компании/организаторы со своей базой квалифицированных инвесторов. И

участие в размещении будет фактически означать готовность со стороны инвесторов сидеть до погашения. Оставшиеся «рыночные» выпуски будут определяться факторами: инвесторов меньше, выше конкуренция за их деньги, выше риски и неминуемо - выше ставки. Что же это за компании, готовые привлекать инвестиции под ставку в три раза больше ключевой? Тот ещё вопрос.

Денис Козлов:

Это будет серьезным испытанием для рынка ВДО. Текст законопроекта постоянно изменяется, и дать сейчас оценку размера ущерба затруднительно. На наш взгляд, это законопроект не помогает частным инвесторам, а только мешает им. Более правильным было бы продолжение работы над инфраструктурой: введение сплошного рейтингования, повышение контроля за ПВО, исключение конфликта интересов организаторов и аффилированных с ними эмитентов, введение обязательств эмитентов по раскрытию информации и проч.

Андрей Хохрин:

Закон правильный. Физлиц необходимо ограничивать в инструментарии. Иначе голосование за высокий купон обернется большими потерями. На рынок это повлияет слабо. Основной спрос на ВДО формируют состоятельные или подходящие под критерии квалификации инвесторы

- 8. Портфель высокодоходных облигаций – как его сформировать? Какую долю от общего портфеля облигаций разумно вкладывать в выпуски high yield? Какое минимальное количество эмитентов high yield должно быть в портфеле для хорошей диверсификации? И на сколько должна быть выше доходность по сравнению с портфелем первого эшелона, чтобы заработать больше при дефолте по 1 и 2 эмитентам? Есть какие-то рыночные требования по объему выпуска для компаний high yield**

Артем Иванов:

С точки зрения эмитента, организатора и Биржи - каких-то однозначных требований к объему выпуска растущих компаний нет. Самое главное - это выходить на рынок с четкими целями привлечения и просчитанной моделью возврата средств. Безусловно, надо ориентироваться на минимальный уровень затрат: если инвестиционная программа требует всего 10 млн – лучше взять кредит, экономическая целесообразность размещения облигаций начинается от суммы в 40-50 млн рублей.

Формирование портфеля облигаций – процесс сугубо личный. Со своей стороны, мы можем только дать несколько практических советов:

1. Перед покупкой надо внимательно изучить отчетность эмитента и самостоятельно оценить его риски, задать вопросы самому эмитенту или его представителю.

2. Оптимальное количество эмитентов ВДО в портфеле 7-15.
3. Сам портфель должен быть активным и пересматриваться как минимум раз в квартал.
4. В случае роста цены лучше зафиксировать прибыль, которая может покрыть потенциальную разницу в доходе от временного размещения капитала в менее доходные инструменты (до участия в новом выпуске) в течение 2-3 месяцев: это позволит увеличить доходность и сформировать резерв от возможного дефолта. В тоже время, не стоит пренебрегать покупкой качественного эмитента даже по цене выше номинала, главное проследить устойчивость этой цены и ликвидность в стакане.

Получится ли обогнать безрисковую доходность на длительном промежутке времени с учетом возможных дефолтов? Тут скорее зависит от пункта 1 и удачи.

Андрей Хохрин:

На уровне ощущений, мы для себя определили, что доля ВДО в активах инвестора, размещенных на фондовом и денежном рынке, не должна превышать 40%. Сейчас несложно собрать портфель из 10-15 имен. Большая диверсификация не нужна. Меньше 5 бумаг – мало. Доходность такого портфеля, вне зависимости от ключевой ставки, должна составлять не ниже 12%, лучше – не ниже 13% годовых. Будет 14-16% - еще лучше. С учетом периодических потерь получим около 10% годовых, а это вполне конкурентно.

9. **На первой встрече с эмитентов, по каким критериям вы определяете, может компания разместить облигационный займ или нет**

Андрей Хохрин:

По отчетности. Как правило, компания или имела убытки, или имеет незначительный собственный капитал или высокую долговую нагрузку. Большинство эмитентов, которых мы выпустили на рынок, пришли к нам не сами. Это наши поиски. Те кто приходят по своей инициативе – чаще всего не подпадают под наши критерии надежности.

10. **Кто основные инвесторы в облигации high yield. Как вы их находите?**

Артем Иванов:

Мы работаем с двумя группами инвесторов:

Первая – инвесторы «Юнисервис Капитал». Это наши постоянные партнеры, которые вместе с нами, начиная с 2009 года, инвестируют в средний бизнес с помощью программ секьюритизации, коммерческих облигаций. С развитием инструмента биржевых облигаций, они охотно участвуют и в таких наших проектах. Среди них есть и физические и

юридические лица. Их отличают достаточно крупные (в сравнении со второй группой) портфели. База таких инвесторов постепенно пополняется за счет нашей репутации, рекомендаций действующих инвесторов.

Вторая группа – широкий круг частных инвесторов. Во многом они для нас анонимны – то есть мы не знаем их рода деятельности, причин их интереса к ВДО и так далее. Мы видим их географию (центральная часть России доминирует), предполагаем портфели, взаимодействуем с ними с помощью чата и форумов. Это группа вторая по объемам портфелей, но никак не по количеству участников: таких инвесторов все больше, что не может не радовать. Благодаря сложившейся ситуации на рынке, нам не приходится их искать – они сами нас находят, участвуют в размещениях, обращаются с вопросами при покупке на вторичном рынке. По мере возможности отвечаем всем, включая тех, кто хочет купить, к примеру, одну облигацию. Мы нарочно не вводим никаких ограничений на минимальную сумму покупки. Взаимодействие с этой группой инвесторов происходит через наш сайт, отраслевые ресурсы, формы обратной связи, с помощью тематических форумов и, конечно же, в замечательном чате Angry bonds, да продлятся годы жизни его.

Андрей Хохрин:

Портрет для нас типичен. Это состоятельный клиент, с совокупный портфелем ценных бумаг и депозитов не менее 10 млн. р., мужчина, возраст от 30 до 60 лет.