Дмитрий АДАМИДОВ,
основатель сообщества
Angry Bonds

Гарри Поттер и проблема «несовершенства понимания», или Казус «Дэникома»

Существует как минимум четыре неоспоримых факта о «Дэникоме» (облигации ООО «ДЭНИ КОЛЛ»): (1) компания динамично развивается, (2) у нее есть прибыль, (3) у нее низкий уровень долга, (4) она исправно платит по долгам и, более того, провела четыре добровольные оферты, по которым выкупила 40% выпуска (хотя, мне кажется, по третьей и четвертой офертам цена могла бы быть и повыше). Но есть и пятый факт, который в сознании инвесторов перечеркивает позитивный эффект от всего вышеперечисленного: котировки облигаций эмитента сегодня очень низкие и предыдущие полгода находились под постоянным давлением.

23 декабря 2019 года котировки бондов «Дэникома» падали до локального минимума 55.56%, потом немного отросли, но 21 апреля 2020 года снова завалились и показали абсолютный минимум 49.79%, а доходность в Quik показывала больше 200% годовых. Такой уровень обычно характерен для бумаг «сектора Д». Сейчас вроде бы котировки отскакивают, но кто знает, какие еще сюрпризы преподнесет нам рынок.

С одной стороны, с «Дэникомом» объективно ничего страшного не происходит (даже наоборот — можно сказать, что дела идут прекрасно), но с другой — мы видим крупные продажи, и это здорово нервирует. Если заглянуть в профильные форумы и чаты по высокодоходным облигациям (ВДО), то общее настроение инвесторов, а также части профучастников представляет собой классический индуцированный психоз, а лично мне напоминает растревоженную «Воронью слободку» из «Золотого теленка».

Представляется, в случае с «Дэникомом» сошлись два фактора: отсутствие у эмитента опыта общения с частными инвесторами (что наложилось на нелюбовь топ-менеджмента к публичности) и непонимание инвесторами специфики отрасли. Дополнительным обстоятельством стали сложные взаимоотношения между эмитентом и организаторами. Все это привело к тому, что в экономической теории называется несовершенством понимания, а в психологии — когнитивным искажением.

Я имел возможность наглядно убедиться в этом, поскольку за последние полгода

на тему «Дэникома» так или иначе поговорил со всеми организаторами и едва ли не половиной эмитентов сегмента ВДО. Мнения показательно разделились. Организаторы говорили примерно одно и то же: *«Это фрод, скам, ужас, как такое можно было допускать до торгов?!»* В противовес этому почти все эмитенты возражали: *«Да что к ним все привязались? Компания платит? Платит. Бизнес растет? Растет. И вообще: как может обанкротиться телеком?!»*

Безотносительно того, может или нет в принципе обанкротиться телеком, данный случай очень показателен и позволяет лучше понять многие феномены, которые мы периодически наблюдаем на рынке. Здесь можно найти много интересных параллелей.

Первое, что приходит в голову: пресловутые риски инвестирования в Россию. При профицитном бюджете, низком отношении долга к ВВП, сбалансированности резервов и внешнего долга страна имеет кредитный рейтинг BBB (от Moody's Baa3), что, например, ниже, чем у Италии, Ирландии и Испании, которые вообще-то, если кто забыл, давние завсегдатаи клуба стран PIIGS. Данный казус обычно списывают на санкции и происки «мировой закулисы», но, как мне представляется, даже если мир перевернется и санкции вдруг завтра снимут, далеко не все инвесторы ринутся покупать российские бумаги. Будут слышны вполне честные и убедительные голоса: ну как можно инвестировать в эту ужасную Россию, это же так рискованно! Причем у таких инвесторов портфель вполне может состоять из Uber, Tesla и других «единорогов».

Похожая история наблюдается и в отношении сегмента ВДО, но уже со стороны российского инвестиционного сообщества. Мне довольно часто приходится слышать рассуждения инвесторов, по уши сидящих в крипте и форексе, что ВДО — это очень рискованные вложения. Там же могут быть дефолты, а еще ни одна криптовалюта ни разу не обанкротилась! Я сейчас нисколько не утрирую, а просто близко к тексту пересказываю суть разговора с администратором одного криптоканала.

Но инвесторы-то ладно: в конце концов, каждый имеет право вкладывать деньги так, как он считает нужным. К пренебрежительному отношению со стороны рыночных «гуру» мы тоже более или менее привыкли. Гораздо интереснее, когда против ВДО внезапно выступают аналитики тех организаторов, которые сами активно размещают выпуски ВДО и представители которых совершенно замечательно взаимодействуют с нашим сообществом. Ниже — одна характерная цитата из клиентского вебинара одного уважаемого брокера (название компании, а также имя рекламируемого эмитента не привожу по соображениям гуманизма).

«ВДО — облигации маленьких корпоративных заемщиков, которые выпускают маленькие инвестиционные компании. Они не имеют практически никаких шансов на поддержку государства или их собственников. Это маленькие займы объемом 50–100 млн рублей, ориентированные на физических лиц. Даже в «докоронавирусные» времена ставки купонов по ним составляли 16–17 и более процентов годовых. Это микрозаймы, которые распространялись между физическими лицами, и там фактически нет вторичного рынка... Когда ты покупаешь бумагу абсолютно неизвестного заемщика со ставкой 16–17%, но объем займа 50–100 млн рублей, то ты не можешь рассчитывать, что ты ее продашь, остается только молиться и надеяться, что компания доживет до погашения. Избегайте высокодоходных облигаций!»

Повторюсь: это говорит представитель организатора, много лет плодотворно работающего на рынке ВДО и, кстати, активно участвовавшего в размещении бумаг «Дэникома». Даже и не знаешь, на что подумать. Пчелы внезапно пошли против меда? Или аналитик первый день вышел на работу и еще не в курсе, что в сегменте рублевых ВДО не так много заемщиков и «неизвестным» просто неоткуда взяться?

В общем, рассматриваемый сюжет открывает бездну возможностей для самого разного рода занимательных наблюдений. Из последнего по времени: в тот момент, когда в марте началось глобальное падение рынков и все ВДО просели в цене, среди инвесторов как-то сразу смолкли разговоры о «Дэникоме», никого уже не смущали низкие цены и т. п. Но как только паника прошла и котировки большинства бумаг начали восстанавливаться, недовольство и подозрения вспыхнули с новой силой. «Дэником» опять стал опасен? Вряд ли. Скорее, это инвесторы немного успокоились и с удовольствием занялись полюбившейся им конспирологией.

Прогнозы дело неблагодарное, и на момент написания данной статьи я не знаю, как далее будут развиваться события. Но искренне надеюсь, что и для эмитента, и для инвесторов все закончится в высшей степени благополучно. Если выбирать из двух возможных зол, то уж лучше бурная, но напрасная паника в одной бумаге, чем «тихий парад» самых настоящих дефолтов.

ЕСЛИ ЗАГЛЯНУТЬ В ПРОФИЛЬНЫЕ ФОРУМЫ И ЧАТЫ ПО ВДО, ОБЩЕЕ НАСТРОЕНИЕ ИНВЕСТОРОВ, А ТАКЖЕ ЧАСТИ ПРОФУЧАСТНИКОВ ПРЕДСТАВЛЯЕТ СОБОЙ КЛАССИЧЕСКИЙ ИНДУЦИРОВАННЫЙ ПСИХОЗ