

Дмитрий АДАМИДОВ,
основатель сообщества
Angry Bonds

Рынок ВДО: промежуточные итоги и пути дальнейшего развития

Уходящий 2020 год внес сумятицу практически во все сферы экономики, и рынок высокодоходных облигаций (ВДО) здесь не стал исключением. При этом как таковой волны дефолтов на данный момент мы не наблюдаем. Хотя ряд эмитентов малого и среднего бизнеса оказались в отчаянном положении, но даже они пока смогли справиться с проблемами. Да, вспоминаются странные оферты в апреле-мае, когда держатели «опоздали» к подаче или не смогли подать заявки якобы по техническим причинам. Имела место история с компанией «Каскад», которую, будем называть вещи своими именами, как эмитента облигаций спас МСП Банк — позволил инвесторам выйти, пусть им и пришлось прилично понервничать. И конечно же, никак нельзя пройти мимо истории ООО «Дэни Колл», которая хоть и не относится к ВДО по формальным признакам, но тем не менее наделала много шума среди инвесторов.

В целом надо признать, что сектор ВДО пока держится неплохо. Это не значит, что у него не будет новых вызовов и проблем (вторую волну коронавируса никто не отменял), но очевидно, что большинство предприятий малого и среднего бизнеса показали высокую жизнеспособность: кто-то сумел адаптироваться под пандемию, кто-то договорился с кредиторами, кто-то воспользовался (к слову, весьма скромной по сравнению с Европой и США) господдержкой или же докапитализировал собственный бизнес.

Хуже с перспективами. 2020 год показал, что сектор ВДО так и не стал и в ближайшие годы вряд ли уже станет драйвером развития отечественного фондового рынка. Мы в сообществе Angry Bonds искренне надеялись на то, что постепенно российский сегмент ВДО займет такую же нишу, как в США, в которой большинство компаний малого и среднего бизнеса дебютирует и привлекает свое первое финансирование. События 2018–2019 годов вроде бы подтверждали это: в «песочницу» пришли деньги и эмитенты, в начале 2020 года появился первый ПИФ, что можно было трактовать как предвестник скорого выхода на рынок институционалов.

Но вместо этого сначала пришла пандемия, а затем «дело “Ломбард Мастера”». Регулятор, закрыв «Ломбард Мастер» по, мягко говоря, спорным основаниям, здорово напугал рынок. Занервничали не только ломбарды, но также МФО и чуть в меньшей степени лизинговые компании. Забеспокоились и инвесторы, осознав, что в дополнение к обычному набору рисков добавляются еще и административные. Хотя снижение ставок по депозитам в конечном итоге перебило любые страхи: октябрьские размещения уже проходили с приличной переподпиской, примерно как в доковидную эпоху — еще в январе-феврале.

Однако вопросы остаются. На мой взгляд, регулятор делом «Ломбард Мастера» дал понять, что в его приоритеты не входит поддержка сегмента ВДО и он предпочел бы, чтобы выходящие из депозитов средства частных лиц шли в ОФЗ,

а не куда-либо еще. Как следствие — отношение к эмитентам малого и среднего бизнеса, особенно впервые выходящим в публичное пространство, остается достаточно настороженным. Надо признать, что рациональное зерно в такой позиции есть: защита интересов инвесторов, безусловно, требует взвешенного подхода к организации рынка в целом и допуску эмитентов на биржу в частности.

Но проблема в том, что в отсутствие выстроенной системы работы с эмитентами данные благие намерения приводят к «наказанию невиновных и награждению непричастных». Тот же «Ломбард Мастер» как раз характеризовался высоким кредитным качеством и свои обязательства перед держателями облигаций готов выполнять (по крайней мере, на момент подготовки данного материала и эмитент, и организатор активно готовятся к этому).

В противовес этому можно вспомнить «Сибирский гостинец», «ЮТэйр» («Финанс Авиа») и ряд других эмитентов. Они благополучно прошли все фильтры: аудит, биржу, рейтинговые агентства. И при этом не просто перестали платить, а еще и совершали действия, прямо и намеренно ущемляющие интересы инвесторов. Иными словами, система работает не оптимально. И это, как мне представляется, одно из основных препятствий дальнейшего развития сектора ВДО.

Конечно, тут надо понимать специфику становления российского фондового рынка. Он возник в результате приватизации и до начала 2010-х годов пополнял свои ряды в основном в ходе структурных реформ электроэнергетики и железнодорожного транспорта. На рынок выходили крупные, уже сложившиеся компании, как правило, с устоявшимся бизнесом и системой управления. Собственно, компании малого и среднего бизнеса в этой ситуации были мало кому интересны, и их присутствие на рынке скорее рассматривалось в основном с точки зрения биоразнообразия: должны быть в листинге мелкие компании, вот они. Но о ситуации, характерной для развитых рынков, где 50–60% эмитентов как раз и представляют собой именно малый и средний бизнес, речи не шло. Не было необходимости.

Но сейчас, когда уже объективно неоткуда взять еще пары новых эмитентов, подобных «Газпрому» или «Роснефти», пришла пора серьезно заняться выращиванием надежных эмитентов из ВДО. Процесс этот не быстрый и сопряжен со множеством проблем, часть из которых очевидна уже сегодня.

Первая проблема — это завершение формирования стройной и логичной системы отбора эмитентов. На сегодняшний день она существует в полусобранном состоянии: вроде бы все элементы (аудит, рейтинги, «строгий» листинг, категоризация инвесторов и прочие) налицо, но взаимодействуют между собой они не лучшим образом. Отчего и возникают разнообразные казусы, когда пусть не очень надежные, но вполне добросовестные эмитенты могут не получить доступ на биржу, зато защита от откровенных мошенников не срабатывает.

Вторая проблема — неразвитость независимой аналитики. Здесь можно обратиться к опыту США, где после скандала с Enron инвестбанки обязали в дополнение к собственной аналитике покупать обзоры независимых аналитических агентств с целью обеспечить инвестору доступ ко всему спектру мнений об эмитенте. У нас своего Enron'а пока не случилось, хотя был памятный казус с аналитиком УК «Альфа-Капитал» Сергеем Гавриловым и «Московским кольцом», да и анализ громких дефолтов на рынке облигаций последних лет свидетельствует о том, что кто-то из инвесторов обязательно предупреждал о грядущих проблемах эмитента, но либо не был воспринят всерьез, либо не имел доступа к широкой аудитории. Данное положение необходимо исправлять и повышать значимость института независимой аналитики. Правда, для этого нужны столь же независимые источники финансирования, и здесь опыт тех же США свидетельствует о том, что без активного участия регулятора данный вопрос решить невозможно.

Третья проблема — повышение финансовой грамотности. Инвестор должен не только иметь доступ к информации по эмитентам, но еще и суметь правильно воспользоваться открывающимися возможностями. Поэтому работу в данном направлении надо усиливать и искать новые решения, соответствующие нынешним реалиям, поскольку частные инвесторы, выходящие сегодня из депозитов, в основной своей массе совершенно не готовы эффективно работать на фондовом рынке.

Я перечислил только основные направления, в рамках каждого из которых существует масса дискуссионных вопросов как в плане регулирования, так и в плане самоорганизации инвестиционного сообщества, выработки профессиональных и этических стандартов. Представляется, что для эффективного решения стоящих перед сектором ВДО проблем было бы крайне полезно широкое их обсуждение, с привлечением как профучастников, так и представителей эмитентов и инвесторов.

2020 ГОД ПОКАЗАЛ, ЧТО СЕКТОР ВДО ТАК И НЕ СТАЛ И В БЛИЖАЙШИЕ ГОДЫ ВРЯД ЛИ УЖЕ СТАНЕТ ДРАЙВЕРОМ РАЗВИТИЯ ОТЕЧЕСТВЕННОГО ФОНДОВОГО РЫНКА