

Зачем эмитенту кредитный рейтинг, если он ниже уровня, доступного неквалифицированным инвесторам

Илья ВИНОКУРОВ,
член совета,
Ассоциация владельцев
облигаций



**Высоковероятно,
что ликвидность
новых
выпусков ВДО
для квали инвесто-
ров сократится,
а спекулятивные
стратегии отойдут
на второй план**

Давно ожидаемый закон, призванный защитить начинающих инвесторов, 11 июня был подписан президентом и вступил в силу. Уровень кредитного рейтинга для так называемого закваливания облигаций был установлен на уровне не ниже BBB+, и пока только от рейтинговых агентств «Эксперт РА» и «АКРА». Для малых эмитентов получение рейтинга ниже уровня BBB+, на первый взгляд, представляется дополнительными затратами при выпуске облигаций. Есть ли в них смысл?

НАЧАЛО ПРЕКРАСНОЙ ДРУЖБЫ

Получение рейтинга — это жест доброй воли, шаг навстречу инвесторам. Для принятия решения о покупке инвесторы в ВДО в первую очередь используют материалы организатора, где спорные вопросы отчетности, бизнеса и юридической структуры эмитентов часто сглаживаются или вовсе игнорируются. На малоинформативный инвестмеморандум мало кто обращает внимание.

Рейтинговый отчет куда лучше служит целям оценки инвестиционной привлекательности бумаг с учетом рисков. Это независимый взгляд со стороны. Теперь эти отчеты будут нацелены на довольно узкий круг профессиональных и состоятельных квалифицированных инвесторов, которых на рынке на данный момент всего 212 тысяч — 2% от числа всех инвесторов. Квалинвесторов, специализирующихся

на рынке ВДО, и того меньше. Я оцениваю их количество примерно в пару тысяч. Среди них активных, совершающих хотя бы одну сделку в месяц, несколько сотен.

Согласно исследованию Банка России «Обзор ключевых показателей профессиональных участников рынка ценных бумаг» за I квартал 2021 года, 4% инвесторов-физлиц владеют 92% активов, принадлежащих «физикам». Если экстраполировать эту статистику на рынок ВДО, где практически нет институциональных инвесторов, можно констатировать, что он контролируется весьма ограниченным кругом игроков-физлиц. Доверие их стоит дорого.

Среди крупных держателей был довольно распространен выкуп на первичных размещениях значительных объемов выпусков ВДО и продажа своих пакетов в рынок с ростом курсовой стоимости.

Высоковероятно, что ликвидность новых выпусков ВДО для квалинвесторов сократится, а спекулятивные стратегии отойдут на второй план. Инвесторы будут чаще придерживаться стратегии удержания бумаг до погашения, но им будут нужны более веские аргументы для принятия решений по каждому конкретному выпуску, чем ставка купона.

Придется обращать больше внимания на независимую аналитику и рейтинговые отчеты. Получение рейтинга послужит отличным началом для выстраивания доверительных отношений между инвестором и эмитентом.

КОГДА ВЫИГРЫШ ПЕРЕВЕШИВАЕТ РИСКИ

Кредитный рейтинг может объективно демонстрировать уровень кредитного риска МСП. Рынок ВДО в РФ крайне молод, он не прошел испытаний кризисами, статистика дефолтов на данный момент невелика. В 2022–2024 годах начнутся массовые погашения. Большинство дефолтов происходят на офертах, погашениях и крупных амортизациях — соответственно, дефолты неизбежны. Так, сеть фастфуда из Новосибирска «Дядя Дёнер» с рейтингом BB[ruf] от НРА допустила дефолт по выплате купона по второму выпуску именно перед выплатой амортизации в размере 33% от объема первого выпуска облигаций.

Во времена расцвета рынка High Yield в США эпохи Майкла Милкена, в 70–80-х годах XX века, «из 104 мелких фирм, вовлеченных в публичные эмиссии «мусорных» облигаций компанией Милкена Drexel с 1977 года к 1990 году, 24% не выполнили своих обязательств по долгам»¹. С 1978 по 1985 год средний уровень дефолтов в «мусорной» области составлял 1.22%. С 1977 по 1986 год около 1200 компаний эмитировали «мусорные» облигации в общей сложности на \$114 млрд»².

На рынке высокодоходных бондов РФ, по данным Telegram-канала

«Высокодоходные облигации», на 1 июля 2021 года обращалось 284 выпуска номинальной стоимостью более 264 млрд рублей. Из них основная масса выпусков — 218 на сумму 55 млрд рублей — биржевые и коммерческие облигации компаний МСП. Количество и размеры обращающихся выпусков в РФ и США на сходных стадиях развития рынков «мусорных» бондов отличаются на порядки. Это следствие различий масштабов не только фондовых рынков, но и инвесторских баз, так как абсолютное большинство инвесторов в «русский хай йилд» составляют физлица, а не ссудо-сберегательные кассы, как во времена Милкена в США. Надеюсь, инвесторы-физлица соблюдают диверсификацию портфелей. Кредитный рейтинг вполне может служить для оценки долей конкретных бумаг в портфеле и вероятности их дефолта.

По данным исследования «Эксперт РА» «Исторические данные об уровнях дефолта по рейтинговым категориям применяемых рейтинговых шкал на 01.01.2021», в статистику попадают не столько дефолты по облигациям, сколько дефолты банков. Банки не из топа рэнкинга с рейтингами уровней B-BB априори имеют высокую вероятность отзыва лицензии, поэтому нарабатанная на данный момент статистика по рейтингам, к сожалению, неприменима для выпусков ВДО. Рассмотрев аналитическое исследование НКР «Частоты дефолта по уровням национальной рейтинговой шкалы для Российской Федерации», я пришел к тем же выводам.

С уровня рейтинга BB, по данным НКР, ситуация становится гораздо горячее. Мне эти цифры кажутся более детальными и близкими к реалиям рынка ВДО РФ. Думаю, мы в обозримом будущем приблизимся к этой статистике. Это нужно учитывать при составлении диверсифицированного портфеля ВДО для стратегии «купил и держи». Я считаю, что портфель ВДО должен быть достаточно широким, но чем ниже рейтинг бумаги, тем меньшую долю она должна в нем занимать. «Если в инвестиционном портфеле есть полноценный набор высокодоходных

облигаций, выигрыш перевешивает риски. Эту истину теоретически обосновал еще профессор У. Брэддок Хикман, чей труд «Corporate Bond Quality and Investor Experience» вышел в 1950-х годах»³.

ЗАДЕЛ ДЛЯ РОСТА

Даже изначально невысокий рейтинг для амбициозной развивающейся компании является отличной возможностью продемонстрировать инвесторам в ее долговые инструменты динамику бизнеса, сопровождающуюся бурным ростом выручки и прибыли, качественный рост и стремление к развитию через постепенное улучшение рейтинга. Приведу несколько примеров из недавних размещений облигаций компаний, которые делали свои первые шаги на рынке публичного долга, не имея рейтингов, только вступили на путь рейтингования и получили в итоге некальский рейтинг.

18 мая 2021 года РА «НКР» присвоило ООО «С-Инновации», ведущему российскому производителю ВТСП провода, кредитный рейтинг BVB.ru со стабильным прогнозом. Первые шаги на рынке облигаций были сделаны в июле 2019 года, когда компания без рейтинга разместила бумаги по ставке 15% годовых на 200 млн рублей. В 2020 году выручка «С-Инноваций» выросла к 2019 году на 62.5%, до 549.4 млн рублей, а чистая прибыль — до 316.3 млн рублей, более чем в два раза. Новый выпуск на 250 млн рублей, размещенный в июне 2021 года по ставке 11% годовых на два года, продемонстрировал серьезное снижение стоимости заемных средств после получения довольно высокого рейтинга.

«Эбис» — одна из лидирующих российских компаний по вторичной переработке отходов из ПЭТ и изготовлению сырья для полимерных производств, дебютировала на рынке коммерческих облигаций в декабре 2017 года с выпуском на 25 млн рублей по ставке 25% годовых! Первый выпуск биржевых облигаций на 150 млн рублей был размещен

¹ J. Stewart. Den of Thieves. 1992.

² C. Bruck. The Predators Ball. 1988.

³ C. Bruck. The Predators Ball. 1988.

Таблица 1
Исторические данные об уровнях дефолта по рейтинговым категориям, на 1 января 2021 года

Источник: «Эксперт РА»

Рейтинговая категория	на горизонте 1 года, %	на горизонте 2 лет, %	на горизонте 3 лет, %
AAA	0.00	0.00	0.00
AA	0.28	0.70	1.11
A	0.94	2.34	3.47
BVB	2.00	5.29	8.65
BB	3.66	9.70	14.36
B	7.96	14.72	21.57
ССС	21.54	32.31	33.85
СС	40.00	60.00	70.00

Уровень рейтинга по национальной шкале НКР	Количество наблюдений			всего	Наблюдаемая частота дефолтов		
	с дефолтом на горизонте 1 года	с дефолтом на горизонте 2 лет	с дефолтом на горизонте 3 лет		на горизонте 1 года, %	на горизонте 2 лет, %	на горизонте 3 лет, %
AAA.ru	0	0	0	448	0.00	0.00	0.00
AA+.ru	0	0	0	215	0.00	0.00	0.00
AA.ru	0	0	0	271	0.00	0.00	0.00
AA-.ru	0	0	1	227	0.00	0.00	0.44
A+.ru	1	2	2	290	0.34	0.69	0.69
A.ru	0	1	2	315	0.00	0.32	0.63
A-.ru	0	1	4	365	0.00	0.27	1.10
BBB+.ru	3	5	5	429	0.70	1.17	1.17
BBB.ru	0	2	3	423	0.00	0.47	0.71
BBB-.ru	6	9	14	435	1.38	2.07	3.22
BB+.ru	4	9	19	448	0.89	2.01	4.24
BB.ru	5	19	37	451	1.11	4.21	8.20
BB-.ru	9	23	40	409	2.20	5.62	9.78
B+.ru	16	42	65	357	4.48	11.76	18.21
B.ru	24	54	78	266	9.02	20.30	29.32
B-.ru	51	93	118	263	19.39	35.36	44.87
CCC.ru	5	15	17	26	19.23	57.69	65.38
CC.ru	1	1	1	1	100	100	100

« Таблица 2
Частота дефолтов по уровням национальной рейтинговой шкалы для Российской Федерации

Источник: НКР

в октябре 2019 года с купоном 15% годовых. 31 июля 2020 года «Эксперт РА» присвоило ему рейтинг кредитоспособности на уровне ruBB со стабильным прогнозом. 5 апреля 2021 года «Эксперт РА» повысило «Эбис» до ruBB+. Выпуск уже на 400 млн рублей со ставкой 12% годовых компания разместила в апреле 2021 года. Динамика выручки «Эбиса» — 536 млн рублей в 2018 году, 1.022 млн — в 2019-м и 1.523 млн — в 2020-м. Это реальная история роста нового бизнеса практически с нуля, который целиком и полностью был профинансирован за счет облигаций.

Необычен пример строительной компании «Литана», применившей в условиях выпуска ковенант — возникновение у владельцев облигаций права требовать их досрочного погашения в случае неполучения кредитного рейтинга до 25 августа 2021 года. Исходя из отчетности и ставки 13% по бондам, рейтинг вряд ли будет высоким, но компания видит важность его для инвесторов, хотя бумаги торгуются в секторе повышенного инвестиционного риска.

Повышение рейтинга дает возможность снижения стоимости заимствований и отличные возможности для расширения инвесторской базы. Многие крупные частные и институциональные инвесторы не приобретают или держат в портфелях малую долю эмитентов с низким кредитным рейтингом или без него. 20 февраля 2021 года «Эксперт РА» присвоило компании «Энерготехсервис», ключевому игроку в распределенной электрогенерации на попутном нефтяном газе, рейтинг ruA-. «ЭТС» выпустила первые биржевые бонды, не имея рейтинг

в декабре 2019 года. Выручка компании выросла на 32.5%, с 4.3 млрд рублей в 2019 году до 5.7 млрд рублей в 2020-м. EBITDA — с 1.35 млрд рублей в 2019 году до 2.17 млрд в 2020-м. Стоимость заимствований на публичном рынке сократилась с 12% в декабре 2019 года до 9.9% в июне 2021-го. Вырос и объем выпуска с 250 млн рублей до 1.5 млрд. Бумаги «ЭТС» доступны для приобретения неквалифицированными инвесторами, но главное — удалось совершить квантовый скачок в фондировании, сделавший возможным значительный рост бизнеса.

РЕЙТИНГ — ОРИЕНТИР ДЛЯ ИНВЕСТОРА

Культура первичных размещений ВДО в РФ сформировалась за последние три года. Организуются road show и посещения производств представителями частных инвесторов. С образованием Ассоциации владельцев облигаций, с широким территориальным охватом, это стало возможным по всей России. Наличие у эмитента кредитных рейтингов от одного, а лучше от двух ведущих рейтинговых агентств — сложившийся элемент подобной культуры во всем мире.

Отношение инвесторов-физлиц к рейтингам в ВДО претерпевает изменения. Ряд инвесторов считает, что так как кредитное качество эмитентов там в целом невысокое, то значение имеет только ставка купона. К рейтингам ВДО отношение изначально было настроженным. Повлиял и дефолт в декабре 2017 года эмитента ООО «Сибирский гостинец», который еще в мае 2016 года имел рейтинг А от «Эксперт РА». Впоследствии методология была изменена,

рейтинг был заменен на ВВ и отозван, но, как говорится, осадочек остался.

Дефолт ООО «Дэни Колл», которому «Эксперт РА» 8 мая 2019 года присвоило рейтинг ВВ+ и отозвало его только за считанные недели до дефолта, снова торпедировал доверие инвесторов к рейтингам ВДО. Во многом высокая степень негатива «физиков» к рейтингам связана с недопониманием их сути. Зачастую рейтинг рассматривается как некая степень защиты, хотя, цитирую сайт «АКРА», «кредитный рейтинг является субъективным мнением РА о текущей и будущей способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства».

Инвесторы неустанно ищут способы определить степень надежности для мусорных бумаг. С ростом популярности у «физиков» приложений брокеров многие ориентируются на рейтинг надежности в них, алгоритмы присвоения которого непрозрачны, а сам его уровень зачастую абсурден. Понимание, что основным мериллом кредитного качества бумаг должен быть кредитный рейтинг, приходит постепенно.

Сплошное рейтингование эмитентов биржевых облигаций МСП, начатое в Секторе Роста Мосбиржи, — реальная помощь частному инвестору в ориентировании на рынке ВДО. Достаточно зайти в любой торговый терминал или приложение иностранного брокера, чтобы убедиться, что неотъемлемым атрибутом любой облигации будет кредитный рейтинг. Надеюсь, то же самое мы увидим и у нас. Для развития и дальнейшего роста рынка долга МСП в РФ нужно перенимать лучшие мировые практики — это окупится сторицей и эмитентам, и инвесторам. 