**Дмитрий КОСМОДЕМЬЯНСКИЙ**
начальник отдела управления активами на рынках инструментов с фиксированной доходностью, банк ФК «Открытие»

# Caveat emptor

На восьмом — и первом для меня — конгрессе Cbonds в 2010 году в рамках одной из сессий был доклад команды, размещавшей эмитентов условно третьего эшелона. Рядом сидел коллега-управляющий, скептически воспринимавший бодрые речи докладчика. В какой-то момент терпению его пришел конец — он обернулся и с досадой сказал: «И так уже несколько раз подряд: кризис, потом на рынок выходит первый эшелон, за ним подтягивается второй, потом начинают размещать, а потом всех... — его раскрытая ладонь описала широкий круг в воздухе и с хлопком опустилась на сжатый кулак другой руки, — опять кризис. И всё по новой». К тому времени я прошел через 2008 год с портфелем облигаций «непервого эшелона» и паттерн усвоил. Впрочем, судя по результатам публичных портфелей других управляющих..., так было не только у меня.

## СТРАТЕГИЯ

При подготовке общей стратегии управления облигациями на 2008 год я писал дословно следующее:

По одному мнению [...] приток иностранных инвестиций в расчете на относительную доходность рублевых облигаций [...] не будет таким мощным, как в прошлые годы. Кроме того, в связи с кризисом рынок облигаций сейчас доступен для весьма ограниченного круга рейтингованных компаний, что сильно сужает его возможности. Компании второго-третьего эшелонов будут искать иные способы финансирования [...].

Наиболее критичным в таком сценарии видится положение эмитентов третьего эшелона, выпуски которых весьма коротки (обычно годовая или полугодовая оферта), то есть рефинансироваться придется в условиях, близких к текущим, что неминуемо приведет к проблемам и вероятным дефолтам. Однако предполагать, что все или даже большинство эмитентов, доходность облигаций которых в данный момент превышает 15% к погашению/оферте, не исполнят своих обязательств, нам представляется в корне неверным.

Далее я склонялся к оптимистичному сценарию, что «потрясет — и буде». Что случилось потом, всем известно. Досталось не только эмитентам, «доходность облигаций которых превышала 15% к погашению/оферте», но и всему рынку. В 2008–2010 годах эмитенты суммарно не исполнили обязательств почти на триллион рублей, что выразилось в 225 неисполненных погашениях и офертах.

Ситуация была столь комична, что один из «топов» тогда еще банка ФК «От-

крытие» со всей серьезностью мне заявил в марте 2009 года: «Рынку облигаций в России пришел конец. Он никогда больше не восстановится».

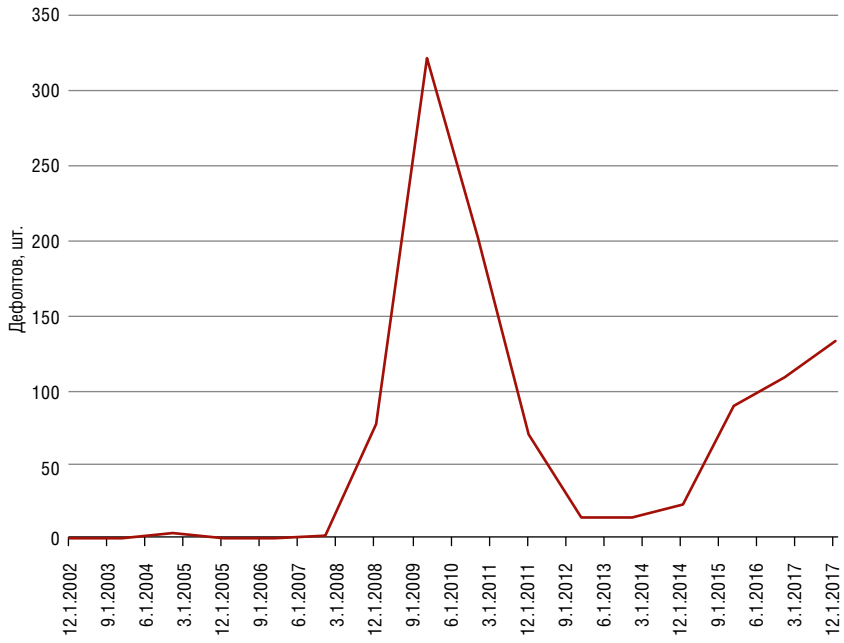
## RECOVERY RATIO

В процессе кризиса 2008-го и восстановления в 2009 году мне посчастливилось сдавать один длинный экзамен, где при обсуждении high yield-стратегий с разных сторон рассматривался коэффициент Recovery Ratio. Для банков и ритейлеров он, дескать, поменьше, а для заводов и прочего реального бизнеса — побольше. Запекшаяся кровь и пыль боев 2008–2009-го еще не была оттерта с портфелей, и сообщения на сайте про вывод активов за пару дней до оферты тоже были в порядке вещей. Поэтому сама концепция, что с дефолтнувшего эмитента можно что-то стрясти, представлялась сферическим конем в вакууме. Наверное, где-то это RR существует, но точно не на бренном российском рынке, где если кинули, то кинули.

Мое субъективное ощущение оказалось полностью подтверждено данными по рынку. В самых дефолтных и богатых реструктуризациями 2008–2010 годах на 596 неисполненных обязательств (включая купоны и погашения уже отдефолтивших по офертам, то есть примерно 130–160 оригинальных дефолтов) было всего 30 реструктуризаций. Успешных — еще меньше, но эти ребята хотя бы попытались.

НАВЕРНОЕ, ГДЕ-ТО КОЭФФИЦИЕНТ RECOVERY RATIO И СУЩЕСТВУЕТ, НО ТОЧНО НЕ НА БРЕННОМ РОССИЙСКОМ РЫНКЕ, ГДЕ ЕСЛИ КИНУЛИ, ТО КИНУЛИ

**Рисунок 1**
Количество дефолтов на российском рынке корпоративных обязательств в 2002-2017 гг.




Источник: Cbonds

## КИДОК ИЛИ НЕ КИДОК — ВОТ В ЧЕМ ВОПРОС

Вопрос «где заканчивается просчет в бизнес-плане и где начинается кидок» — из разряда риторических. Можно процитировать Бабеля с его «полиция заканчивается там, где начинается Беня». К тому же держателям облигаций должно быть более или менее все равно, по какой причине деньги не пришли в портфель. Однако не все так категоричны.

В благополучном 2010 году мы как-то плыли с Мишей Заком (в тот период — аналитиком МДМ-Банка) на байдарке и обсуждали боевой опыт кризиса 2008–2009 годов. Миша, sell-side аналитик, рассказывал про одну интересную контору с занятной бизнес-идеей и амбициозными планами, у которой «увы, не получилось». Через некоторое время я понял, что речь идет о предприятии «Парнас-М», которое не просто дефолтнуло по купону, по офертам и погашению, но еще и, по сообщениям СМИ, перед дефолтом вывело ключевой актив за периметр ответственности по бондам.

Возмущению моему не было предела — чуть байдарку не перевернул: это как же так? У меня этой бумаги в портфеле, конечно, не было, но ведь целый миллиард денег не был получен, в основном ритейловыми клиентами. Миша на это резонно заметил, что его слова о бизнес-идее и амбициозных планах остаются в силе, даже если бизнес-идея не сработала, а амбициозные планы не реализовались. Конечно, выводить активы нехорошо, но у большинства в тот период было ощущение конца света, а в стрессовом состоянии людям позволительно себя вести не совсем этично.

Я привел другой пример. Менеджеры и хозяева сети магазинов «Мосмарт» ушли с рынка, но в самую темную пору наскребли по сусекам и выполнили оферту. В октябре 2008 года! Абсолютно точно те деньги можно было разместить значительно выгодней. Но менеджмент сдержал слово — и за это ему спасибо.

В результате продолжительной беседы мы пришли к выводу, что sell side и buy side, в особенности на долговом рынке, никогда не сойдутся, как Восток и Запад у Киплинга. Одни продают идеи, а другие покупают фиксированную доходность. И что слоган *Caveat emptor*[1] вместе с пере-

[1] Покупатель, будь бдителен.

водом фразы «бачили очи, що купували» необходимо повесить над каждым компьютером buy-side управляющих активами.

## РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ

Удачных реструктуризаций на российском рынке было настолько мало, что, получив от Cbonds полный список за последние десять лет, я понял, что все их помню. «Газ-финанс», авиакомпания «Сибирь», ТГК-2, «Мечел», в конце концов, хоть и не без скрипа, парочка других, поменьше. Остальные канули в Лету. По моим субъективным ощущениям, причин две. Первая — «процедура финансового оздоровления», являясь по сути аналогом американского Chapter 11, не работает так, как должна. Это обстоятельство можно списать на незрелость рынков и законов. Вторая причина, видимо, фундаментальная и заключается в более легком отношении к финансовым обязательствам, нежели, например, в протестантской культуре.

Понятно, что на «местные особенности» можно списать любые хулиганства, но иногда доходит до смешного. Всем известный Нассим Талеб является активным противником долгового финансирования, цитируя Тору (а не Талмуд, кстати, который гораздо более широко смотрит на вещи) и многие древние ближневосточные законы. И действительно, ближневосточный долговой рынок представляет собой смесь откровенного мошенничества с неразберихой, от чего страдает исключительно инвестор.

На изменение культуры уйдут десятилетия, а то и больше. Мораль для покупателей российского долга третьего эшелона — caveat emptor... Или я уже говорил про это?

## КРУГ ЗАМКНУЛСЯ

Кризис закончился, ОФЗ откупили, ставки упали, второй эшелон разместился. В июле выступал на «круглом столе» «Формирование портфеля высокодоходных облигаций. Так ли это рискованно?». Схема, изложенная коллегой-управляющим в 2010 году, работает как часы.

Все идет по плану.


БЛОКЧЕЙН И КРИПТОАКТИВЫ ДЛЯ ПРОФЕССИОНАЛОВ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

15 ноября 2018
Москва

Понятный язык

Практические примеры

Профессиональная аудитория

ОРГАНИЗАТОР:

Cbonds congress

Подробнее: http://cbonds-congress.ru/events/439

Реклама.

В программе конференции минимум теории и максимум внимания практическим вопросам, среди которых:

- обсуждение реалий российской экономики, а также готовности регуляторной и инфраструктурной среды для развития технологий уже сегодня;
- актуальные примеры создания криптофондов и работы с криптоактивами;
- обсуждение лучших инвестидей по заработку на рынке крипотоактивов;
- кейсы успешного использования технологии блокчейн в реальном бизнесе;
- перспектива дальнейшего развития и применения технологий на финансовом рынке.