Денис КОЗЛОВ,
управляющий партнер,
ИК «Септем Капитал»

5 мифов о рынке ВДО, или Почему инвестбанкиры не понимают высокодоходные облигации

За последние три года объем выпущенных в России высокодоходных облигаций (ВДО) в обращении превысил 8 млрд руб. Сегодня сектор ВДО — это полноценный сегмент фондового рынка со своими инвесторами и эмитентами. Вот только завоевать доверие инвестбанкиров, размещающих миллиардные выпуски, высокодоходным облигациям пока так и не удалось. Давайте разберемся, что мешает большим игрокам полюбить сектор ВДО и что стоит за самыми популярными мифами о рынке высокодоходных инструментов.

В книге «Бал хищников» американская журналистка Конни Брук описывает, как проходило становление рынка высокодоходных инструментов в Штатах в 70—80-е годы прошлого века. Главный персонаж ее истории — тот самый знаменитый Майкл Милкен из инвестиционной фирмы Drexel Burnham Lambert, которого считали первооткрывателем высокодоходных бондов и впоследствии окрестили королем «мусорных» облигаций.

Коллеги Милкена вспоминали в интервью Конни Брук, что поначалу большинство участников рынка косо посматривали на Милкена и его низкорейтинговые бонды: «Парни с высокорейтинговыми облигациями воспринимали его как прокаженного. Как, вопрошали они, может Drexel называть себя банкиром первоклассных компаний из "Fortune 500" и при этом держать Милкена, который вразнос торгует дерьмом?»

Но по мере того как Милкен с успехом продолжал зарабатывать прибыль на своих презренных бумажках, в середине 80-х на мусорный рынок потянулись и крупнейшие инвестиционные банки: Salomon, Morgan Stanley, Goldman Sachs, First Boston, заявившие, что намерены «облагородить» рынок высокодоходных облигаций.

Прошло без малого полвека, и мне все чаще кажется, что сегодня российский рынок высокодоходных облигаций проходит тот же путь, который в 80-е годы прошел американский рынок ВДО. Не секрет, что российские банкиры, которые занимаются миллиардными сделками, все еще относятся к высокодоходным облигациям с некоторым, мягко говоря,

пренебрежением. Вовсе не хочу сказать, что наши коллеги из банковской отрасли повторяют ту же ошибку, что в свое время американские банкиры. Однако вокруг российских ВДО в среде профессионалов сложилось несколько популярных заблуждений, которые точно стоит развеять.

МИФ 1. Купон по облигациям зависит от рентабельности бизнеса эмитента. Имея невысокую рентабельность, эмитент ВДО не сможет платить высокий купон.

Год назад на одной из отраслевых конференций по рынку бондов я стал свидетелем любопытной дискуссии. Один из участников — представитель DCM-подразделения крупного банка, комментируя ситуацию с эмитентами ВДО в России, с явной иронией отметил, что иметь возможность платить инвесторам 14% и выше по своим бумагам можно разве что торгуя оружием и наркотиками.

Как компании с рентабельностью 10–15% могут платить купоны на уровне 14–17% годовых? Логичный вопрос, которым, как оказалось, задаются не только начинающие инвесторы, но даже топ-менеджеры крупных банков.

Так откуда высокая доходность при низкой рентабельности? Ответ простой: оборачиваемость и отдача на капитал. Давайте просто посчитаем: к примеру, вы вложили 100 рублей и построили бизнес с выручкой 300 рублей в год. Да, рентабельность чистой прибыли у вас всего 10%, но это 30 рублей. То есть 30 рублей прибыли на 100 рублей инвестиций, 30%-ный возврат на инвестиции. Оборачиваемость инвестиций — три раза в год.

Для понимания реалистичности выплаты купонов важно рассчитывать не маржу EBITDA или рентабельность чистой прибыли, а возврат на инвестированный капитал — Return on Invested Capital (ROIC).

Частные предприниматели в России никогда не рассматривают проекты с окупаемостью более 3–4 лет. Такая окупаемость означает, что предприниматель ожидает доход на вложенный капитал 25–33% годовых. Это целевой ROIC. Более длинные проекты финансируются государственными компаниями или крупнейшими корпорациями, имеющими доступ к дешевому финансированию.

Эмитентами ВДО могут стать компании, у которых уже есть денежный поток, достигающий этих самых 25–33% ROIC.

Повторюсь: рентабельность не имеет никакого отношения к способности компании платить по облигациям. Основная задача — расчет возврата на инвестиции.

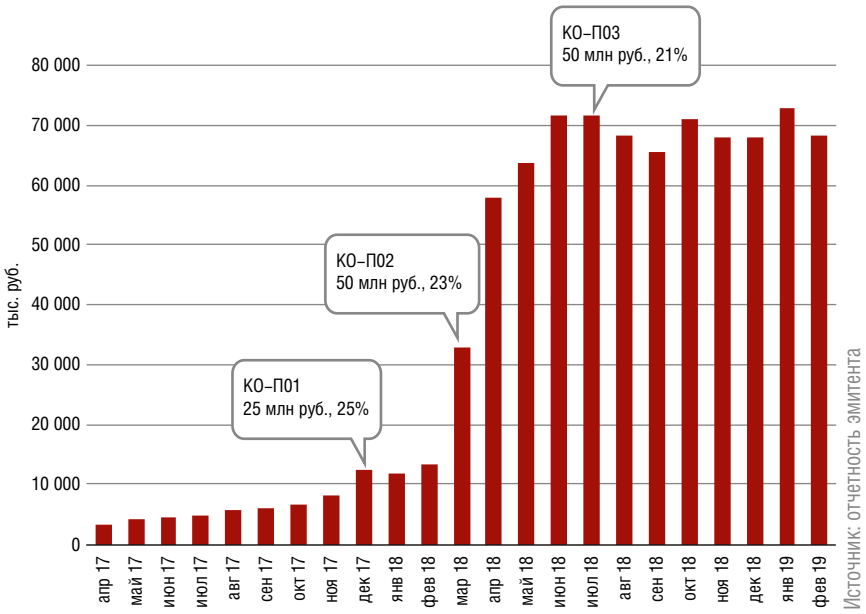

Рисунок 1
Выручка производственной компании «Эбис»

Приведу еще пример из нашей практики: в марте 2019 года мы организовали дебютный выпуск облигаций для компании «Трейдберри» — ростовского производителя экзотических снеков. Компания разместила облигации на 40 млн рублей по ставке 17% годовых. Маржа EBITDA за 4-й квартал 2018 года составляет 16%, то есть ниже ставки купона (17%), а вот ROIC — 54%! Это означает, что компания вполне комфортно чувствует себя с таким купоном и в состоянии обслуживать такой долг. Простая математика.

МИФ 2. Компании малой капитализации вынуждены выходить на рынок ВДО, потому что банки отказываются кредитовать таких плохих заемщиков.

Реальность же такова, что банки дают кредиты и плохим заемщикам, но под залог ликвидного имущества. Эмитенты ВДО могут быть хорошими заемщиками, проблема в том, что у них нет достаточного объема залогов.

Российская банковская система представляет собой не инструмент кредитования, а инструмент перераспределения ресурсов. Банки не умеют и не могут кредитовать малый и средний бизнес. Не умеют, потому что оценка качества заемщиков МСБ изначально требует особых подходов, технологий, квалификации специалистов. А не могут, потому что ЦБ ужесточил регулирование до такой степени, что количество потенциальных заемщиков банков автомати-

РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ НЕ ИМЕЕТ НИКАКОГО ОТНОШЕНИЯ К СПОСОБНОСТИ КОМПАНИИ ПЛАТИТЬ ПО ОБЛИГАЦИЯМ. ОСНОВНАЯ ЗАДАЧА — РАСЧЕТ ВОЗВРАТА НА ИНВЕСТИЦИИ

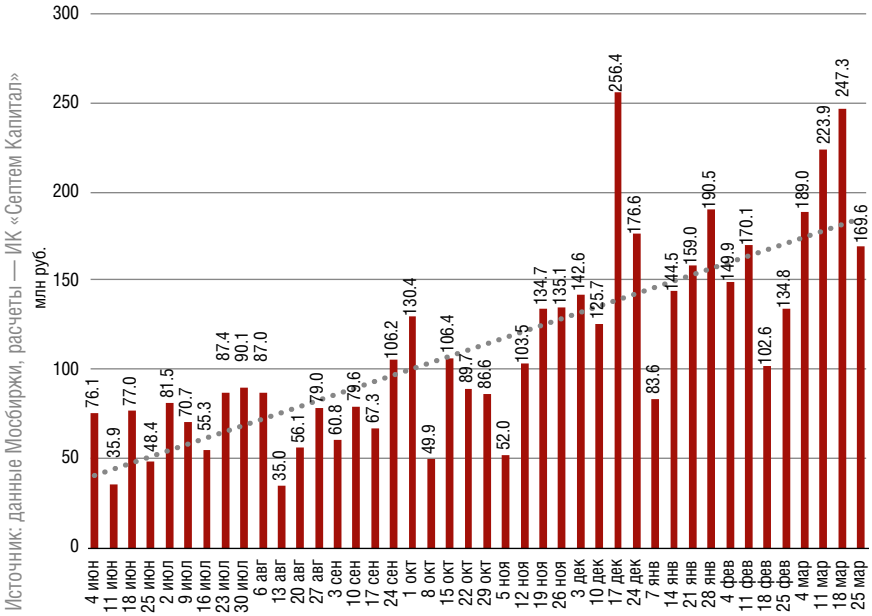

Рисунок 2
Еженедельный объем торгов ВДО за период III квартал 2018 г. — I квартал 2019 г.

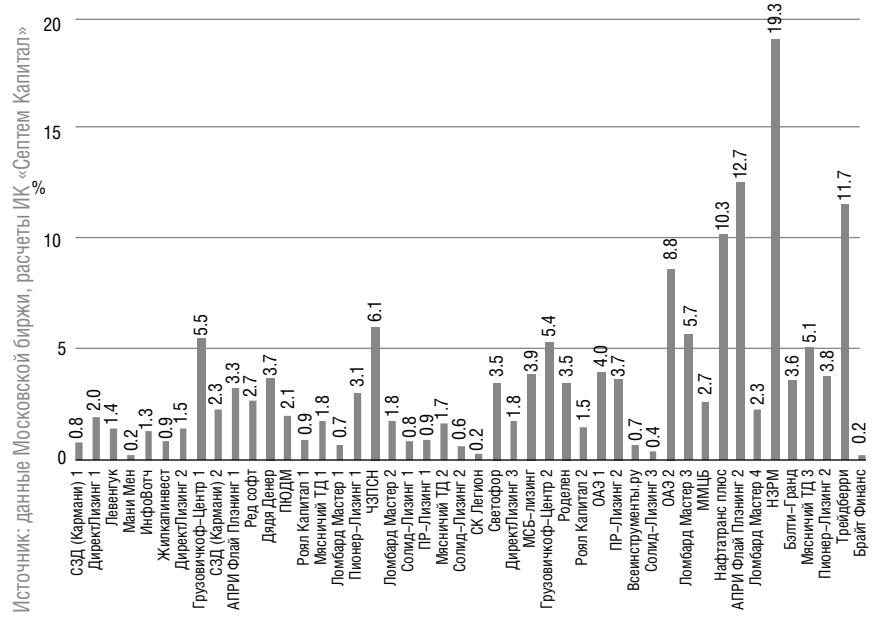

Рисунок 3
Удельный оборот ВДО в разрезе эмитентов: средненедельный объем торгов в процентах от объема выпуска. Данные за I квартал 2019 г.

чески снизилось в разы. Есть, пожалуй, еще и третья причина, которая состоит в том, что собственники многих банков предпочитают кредитовать в первую очередь свои собственные бизнесы.

В итоге возникает ситуация, когда кредитные учреждения выдают деньги только под залог ликвидного имущества. Этого ликвидного имущества у предприятий малого и среднего бизнеса попросту нет. В результате компании малой и средней капитализации фактически оказываются отрезаны от банковского кредитования, даже если у них хороший денежный поток, устойчивый бизнес, правильная бизнес-модель, прозрачная структура собственности и великолепная отчетность.

Производственная компания «Эбис», которая занимается переработкой отходов ПЭТ, разместила дебютные коммерческие облигации полтора года назад: тогда ее оборот составлял около 7 млн рублей в месяц. Сейчас оборот компании составляет 70 млн рублей в месяц. Через облигации компания смогла привлечь за полтора года 125 млн рублей (см. рис. 1). Банки никогда не предоставили бы компании такой объем финансирования. Залоговая стоимость имущества «Эбиса» даже сейчас не превышает 50–70 млн рублей, а перед первым размещением его стоимость составляла около 10–15 млн. Вот он, реальный эффект от использования облигаций, которые позволяют в довольно короткие сроки существенно масштабировать бизнес его владельцам.

МИФ 3. ВДО неликвидны.

Это еще один весьма распространенный миф не только среди непрофессиональных инвесторов, но и среди профессионалов нашего рынка и инвестиционных банкиров, упорно тиражирующих это заблуждение.

У начинающего инвестора ВДО довольно часто возникают опасения, что, купив высокодоходные облигации, он не сможет быстро выйти из этих инвестиций в случае необходимости.

Рынок высокодоходных инструментов действительно небольшой, но измерять ликвидность ВДО правильнее всего, оценивая долю объема торгов от общего объема выпуска.

Еще летом 2018 года еженедельный объем торгов ВДО не превышал 40–60 млн рублей, однако сейчас средний оборот по биржевым высокодоходным облигациям в неделю составляет уже около 200 млн рублей (см. рис. 2). То есть за 9 месяцев объемы торгов выросли в 4 раза.

Безусловно, есть выпуски, которые практически не попадают на рынок. Они размещаются среди ограниченного круга инвесторов, обороты по таким бумагам маленькие, организатору неинтересно поддерживать выпуск, обратной связи от эмитента нет — искать ликвидность в таких облигациях бессмысленно. Но если организатор правильно подходит к размещению, если эмитент прозрачный и раскрывает информацию о себе каждый квартал, то торговые обороты по бумагам за неделю могут достигать по 3–10% от объема выпуска (см. рис. 3). Это очень хороший показатель ликвидности.

Поэтому частный инвестор на нашем рынке со средним объемом портфеля порядка 4 млн руб., у которого примерно 7–10 выпусков в портфеле, сможет выйти из любой бумаги за несколько дней. Удивительно? Но факт!

МИФ 4. Сектор ВДО связан с высоким уровнем дефолтов.

Рискну озвучить еще один непопулярный факт: сейчас уровень дефолтов в секторе высокодоходных облигаций на российском рынке в разы ниже, чем в рейтингованных облигациях.

Точкой отсчета для рынка ВДО можно считать 2016 год. Так вот, единственный дефолт на нашем рынке за прошедшие два с половиной года — это откровенно провальный проект «Сибирский гостинец», который привлекал средства «под бизнес-план» и объявил дефолт в декабре 2017 года. По остальным 35 эмитентам, которые разместили рыночные выпуски облигаций, не было зафиксировано ни одного факта нарушения платежной дисциплины, связанного с несвоевременной выплатой купонов, исполнением оферт или погашением облигаций.

Чего нельзя сказать об эмитентах рынка рейтингованных бумаг, с которыми были связаны как раз самые громкие истории дефолтов последних лет: «Ютейр», «Открытие Холдинг», СУ-155, КБ «Пересвет» и даже «Домашние деньги», чья слава часто незаслуженно приписывается рынку ВДО, хотя по факту эмитент не имеет к нему никакого отношения (на момент размещения облигаций компания имела неплохой рейтинг и кредиты от банков, в результате смогла привлечь на рынке внушительный объем средств, в том числе от институционалов, что явно не вписывается в рамки рынка высокодоходных облигаций).

Разумеется, нулевой уровень дефолтов сейчас вовсе не гарантирует их отсутствие в будущем. Безусловно, с ростом рынка и увеличением количества заемщиков дефолты будут. Когда? Надеюсь, не скоро.

Как правило, всплеск корпоративных дефолтов на рынке происходит в периоды кризисов: так было в 2008–2009 и в 2014–2015 годах. Что такое кризис? Это временное отсутствие ликвидности, а не катастрофа. Просто в какой-то момент закрывается окно для рефинансирования. Вместо рефинансирования эмитент вынужден прибегнуть к реструктуризации. Поэтому в периоды кризисов дефолты в сегменте ВДО возможны, но их, полагаю, будет не больше, чем в сегменте рейтингованных бумаг, эмитенты которых вынуждены будут столкнуться с теми же самыми трудностями из-за отсутствия возможности рефинансировать долги. Преимущество ВДО в том, что у небольших эмитентов, как правило, гораздо больше желания договариваться с инвесторами, а значит, дефолты будут с ненулевым recovery (возмещение части инвестиций), а реструктуризации — гораздо комфортнее, чем в рейтингованных выпусках, где эмитенты зачастую вынуждают миноритарных инвесторов соглашаться фактически на кабальные условия.

Еще один бонус для держателей ВДО в случае дефолта — отсутствие в цепочке кредиторов крупных банков. Именно они оказываются первыми в очереди на урегулирование долгов, зачастую это не оставляет никаких шансов держателям облигаций.

И наконец, давайте не будем забывать, что судьба любого кредита, будь то большой кредит «Газпрому» или маленький кредит «Эбису», в конечном счете всегда зависит от желания бенефициаров вернуть деньги инвесторам. В 1998 году государство не захотело возвращать долги и объявило дефолт: «Всем, кому я должен, я прощаю». И это не спасло держателей, казалось бы, самой безрисковой инвестиции — государственных долговых бумаг.

МИФ 5. Рынок ВДО не дает инвесторам возможности сформировать полноценный диверсифицированный портфель.

Как известно, одну из главных заповедей инвестиций на рынке ВДО теоретически обосновал еще в 1958 году Уолтер Брэддок Хикман: если портфель высокодоходных облигаций достаточно большой, диверсифицированный и сохраняется в течение длительного периода, то его доходность выше, чем у портфеля высококлассных бумаг с такими же параметрами.

Иными словами, диверсификация позволяет решить основную проблему ВДО: тот самый риск дефолта, который вменен этому классу бумаг и где он по определению гораздо выше, чем в секторе высококлассных облигаций. Премия, которая заложена в купоне по ВДО, перекрывает риск дефолта по отдельным бумагам в портфеле.

Для того чтобы портфель бумаг был диверсифицированным, он должен включать как минимум 15–20 эмитентов. Еще в прошлом году найти 15 качественных имен в секторе ВДО в России было просто невозможно. Но с развитием рынка и с ростом количества эмитентов уже в 2019 году у инвесторов такая возможность появилась.

ВДО: РЫНОК ЖИВ, РЫНОК БУДЕТ ЖИТЬ

Высокодоходные облигации давно заняли свое место на рынке корпоративного долга в Европе, в Азии и в Штатах, где на долю high yield приходится порядка 15% рынка корпоративных бондов. Сегодня никто из инвестбанкиров на Западе не отрицает того факта, что этот сектор существует, у него есть свои инвесторы, эмитенты и сформировались свои правила игры.

Рано или поздно к этому придут и участники российского рынка. Важно то, что этот рынок поддерживает не только активно растущий интерес инвесторов, но и государство, которое стремится помогать небольшим эмитентам выходить на биржу со своими облигациями.

В феврале Минэкономразвития опубликовало проект закона, который позволит расширить возможности финансирования малого и среднего бизнеса с помощью субсидий, покрывающих расходы на выход компаний на фондовый рынок. В частности, в проекте для компаний малой капитализации предлагается два вида субсидий — на организацию размещений облигаций (до 1,5 млн рублей) и на выплату купонов (70% от ключевой ставки Банка России).

Кроме того, Корпорация МСП приняла Правила предоставления поручительств и выдачи гарантий по выпускам облигаций для компаний МСП. МСП Банк готов выступать организатором и якорным инвестором по облигациям компаний малой капитализации. Согласно планам Правительства, к 2024 году объем государственной поддержки малого и среднего бизнеса при размещении облигаций должен составить 47 млрд рублей.