«Этот рынок уже точно не умрет, какой бы кризис ни случился»

Алексей АНТИПИН,
генеральный директор,
«Юнисервис Капитал»

На рынке высокодоходных облигаций активно работают всего несколько организаторов. И они пока вполне справляются: несмотря на бурный рост в секторе «минибондов», количество эмитентов еще даже не перевалило за сотню. О конкуренции среди организаторов, принципах отбора эмитентов, а также о перспективах рынка ВДО Cbonds Review расспросил Алексея Антипина, директора новосибирской компании «Юнисервис Капитал» — одного из лидеров по количеству выпусков облигаций high yield в обращении.

— Сегмент высокодоходных облигаций сегодня только формируется, но уже сложился довольно представительный пул организаторов. Как вы оцениваете уровень конкуренции на текущий момент?

— Конкуренции как таковой фактически нет. Россия — огромная страна, и в этой стране, если посмотреть на рэнкинги Cbonds, можно насчитать около 35 организаторов облигационных займов. Из этого числа примерно два десятка — крупные государственные и частные универсальные банки. Так вот, эти универсальные банки в ближайшее время не будут заниматься небольшими эмитентами. Хотя бы потому, что в этом сегменте невозможно заработать те же деньги, к которым банки привыкли, организовывая выпуски крупных компаний. Работы столько же, если не больше, а отдача — совершенно несравнимая. Кроме того, средний бизнес — это высокие риски. Здесь требуются совершенно другие подходы к размещению и привлечению инвесторов, потому что нет ни рейтингов, ни аудитов большой четверки — ничего, к чему привыкли крупные инвестбанки. Поэтому повторюсь: эти крупные организаторы на «минибонды» тратить свое время не будут. Сейчас на рынке высокодоходных облигаций полноценно представлены 5–6 игроков, которые при всем желании просто не могут объять необъятное. Только в Москве и Петербурге невероятное количество потенциальных эмитентов, и ты просто-напросто надорвешься, если будешь заниматься всеми, кто тебе кажется интересным. Мы, например, физически не можем делать больше 3–4 программ в месяц.

— Как вы вообще находите эмитентов, для которых организуете размещения? С другой стороны, как вы находите инвесторов, готовых вложиться в ВДО?

— «Юнисервису» в этом году исполнится 10 лет. До кризиса 2008–2009 годов костяк команды работал в БКС, фокусируясь на долговых программах для среднего бизнеса. Мы продолжали заниматься подобными программами даже тогда, когда все остальные перестали. Сначала это были простые сделки с прямыми инвестициями, потом запустили вексельные программы, был опыт организации выпуска классических облигаций для «Обуви России». Все эти годы мы нарабатывали опыт взаимодействия со средним бизнесом: учились анализировать их работу, оценивать риски, вырабатывали стандарты работы.

Теперь представьте ситуацию, когда компания год за годом без остановки делает то, во что остальные перестали верить. А в момент, когда рынок снова повернулся лицом к средним компаниям, у нас накоплен просто адский опыт. Если бы вы знали, сколько за 10 лет мы изучили компаний, со сколькими инвесторами провели переговоры. Поэтому нельзя сказать, что мы сейчас ищем эмитентов или инвесторов, мы уже их нашли, но потратили на это 10 лет. Единственная проблема — люди. Их не хватает. Чтобы воспитать своих специалистов, нужно время. В то же время мы не можем никого переманить, потому что неоткуда. Может быть, «Юнисервис» и мог бы расти быстрее, но мы предпочитаем не спешить. Во-первых, растим пополнение для команды. Во-вторых, мы убеждены в том, что в ближайшее время (не прямо завтра, но в обозримой перспективе) очередного кризиса не избежать. А когда он произойдет, реакция будет примерно такой же, какой она была в 2008 году. Как минимум на рынке высокодоходных облигаций: многие сегодняшние участники потеряют к нему интерес. Так что нам торопиться некуда: лучше меньше, да лучше.

— Вы сказали, что потенциальных эмитентов много и «переварить» всех невозможно. Как вы тогда выстраиваете приоритеты? С кем готовы работать?

— Сейчас мы в первую очередь берем в работу компании, с которыми давно знакомы. То есть мы их уже когда-то либо анализировали, либо даже сотрудничали по другим программам, не связанным с облигационными займами. Мы знаем, что эти компании делали в прошлом и что они будут делать в ближайшем будущем. Из тех, кого мы уже вывели на рынок, случайных имен точно нет. Почти всегда это сначала была вексельная программа. Более того, на начальном этапе инвестируем сами, смотрим, оцениваем, а потом уже предлагаем рынку.

На следующем этапе мы заходим в облигации наших эмитентов на приличные суммы и не выходим из них в течение долгого времени, то есть рискуем вместе с инвесторами. Это мотивирует нас следить за положением дел в компаниях: еженедельно (через запрос новостей), ежемесячно (через телефонные разговоры, постоянный мониторинг), ежеквартально (через оценку отчетности для обновления презентаций и покрытий). Ну и личные встречи; они происходят не по графику, а когда «назреет». Как правило, не реже чем раз в два месяца с клиентами из Москвы и Питера. Ну а с клиентами из Новосибирска точно не реже, чем раз в месяц.

— Какова статистика ваших неудач?

— За десять лет работы мы реализовали более 80 проектов, связанных с долговым финансированием среднего бизнеса, и за все это время пережили только три дефолта, все по вексельным программам. Первый — это сельскохозяйственное предприятие из Алтайского края, второй дефолт — торговая компания из Новосибирска, третий — небезызвестный Татфондбанк.

— Скажу честно: у «Юнисервиса» в деловой среде странная репутация: многие о вас слышали, но никто в глаза не видел и лично не встречал. Это ваша продуманная стратегия — оставаться в тени?

— Нет, тут все-таки удаленность от Москвы и Петербурга работает против нас. В Новосибирске скорее наоборот: в деловых кругах многие знают меня лично, но не факт, что помнят название компании. И с тем и с другим надо бороться: чаще приезжать в обе столицы, бывать на мероприятиях, участвовать в конкурсах.

— Как вы объясняете рост сегмента высокодоходных облигаций? Почему это происходит именно сейчас?

— До 2016 года на этот рынок никто не обращал внимание. Во-первых, потому, что ставки по депозитам были довольно высокими, можно было также зарабатывать на недвижимости. Во-вторых, не было государственного стимулирования в виде льгот по подоходному налогу. В-третьих, процедура размещения облигаций была сложной, дорогой и, самое главное, долгой. Что изменилось с 2016 года? Государство

СЕЙЧАС НА РЫНКЕ ВЫСОКОДОХОДНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПОЛНОЦЕННО ПРЕДСТАВЛЕНЫ 5–6 ИГРОКОВ, КОТОРЫЕ ПРИ ВСЕМ ЖЕЛАНИИ ПРОСТО НЕ МОГУТ ОБЪЯТЬ НЕОБЪЯТНОЕ

упростило процедуру выпуска облигаций и ввело налоговую льготу для физических лиц. Одновременно усилилась борьба с «серыми» капиталами, резко упала доходность недвижимости, снизились ставки по депозитам, а риски инвестирования в акции только усилились. В результате некоторые инвесторы обратили внимание на долговой рынок, и сегмент высокодоходных облигаций получил импульс к развитию.

— На сколько хватит этого импульса? Не схлопнется ли рынок высокодоходных облигаций при первых же порывах ветра?

— Этот рынок уже точно не умрет, какой бы кризис ни случился. Безусловно, на рынке есть некачественные эмитенты, которые в кризис могут пострадать по тем или иным причинам. Не потому, что жулики, а потому что в тяжелые времена всегда находятся те, кого выбивает из седла. Но рынок останется. В том числе потому, что сейчас большинство инвесторов — это люди, которые в долговом рынке разбираются. Они могут анализировать компании, у них есть какое-то образование, они могут принимать адекватные решения. Они понимают все риски третьего эшелона, но одновременно их привлекают его преимущества. А это высокая доходность.

— Правильно ли я понимаю: вы говорите о довольно узком круге, некоем полузакрытом инвестиционном клубе?

— Пока именно так. Потребуется время на то, чтобы этот круг инвесторов стал шире. Уже только время, больше ничего не нужно. Все остальное произойдет само собой.

— Давайте вернемся к конкуренции на рынке размещений. Уверены ли вы, что крупные банки по-прежнему не будут заниматься ВДО? А что, если все же будут?

— Я приведу параллель, популярную среди тех, кто работает на рынке высокодоходных облигаций. Многие знают, что рынок high yield bonds в США был создан благодаря Майклу Милкену и его компании Drexel. А уже потом, когда этот рынок был достаточно развит, на него пришли и Morgan Stanley, и J. P. Morgan, и все остальные гиганты. Я думаю, в России будет то же самое: со временем и Сбербанк, и ВТБ заинтересуются ВДО. Возможно, сформируют под эти цели самостоятельные подразделения. А потенциал у этих банков просто огромный, спору нет. Наша задача — получить к моменту их выхода на рынок такую долю, которая позволит остаться в живых.

— Как вы собираетесь этого добиться?

— У каждого организатора своя стратегия, свои методы работы, есть даже некая условная специализация. Я считаю, что помимо опыта нас отличают стандарты обслуживания займов. Мы не придерживаемся «необходимого минимума», но работаем со средним бизнесом так, как серьезные инвестбанки работают с крупнейшими корпорациями: продумываем и оформляем презентации в таком ключе, чтобы потенциальный инвестор смог быстро понять суть деятельности эмитента. Готовим регулярные «аналитические покрытия», статьи, обзоры – всё, чтобы потенциальному инвестору было проще принять решение о покупке, а потенциальным агентам было что показать покупателям.

Кстати, нас иногда в этом даже обвиняют: «"Юнисервис" тут опять что-то нарисовал». Да, мы красиво оформили презентацию, но ничуть не исказили данные в ней. То есть мы не пытаемся никого ввести в заблуждение и «втюхать». Мы просто считаем, что оформлять материалы надо интересно, и имеем для этого в штате отдел по связям с общественностью и инвесторами.

Да, это за пределами «необходимого минимума». Но в конечном счете все затраты на презентационные материалы, работу со СМИ, аналитику себя оправдывают — инвесторы привыкают получать информацию и когда, например, 2–3 недели от компании нет никаких сообщений, начинают спрашивать сами: а почему молчание?

— А как же негласное правило рынка ВДО: раз новостей нет, значит, все хорошо?

— Молчать эмитентам как минимум невежливо. Выходя на биржу, компания становится публичной, то есть завязывает некий диалог с инвесторами, биржей, остальными участниками. Очень странно потом этот диалог не поддерживать, нехотя отвечать на вопросы, общаться только через раскрытие сухих фактов. Диалог необходимо продолжать и после размещения, просто хотя бы из уважения к тем, кто поверил в компанию и купил ее облигации.

С другой стороны, этих «молчунов» тоже можно понять: у большинства эмитентов нет штатных специалистов по привлечению инвестиций и связям с инвесторами. В лучшем случае есть свой маркетолог или пиарщик, но и они заточены совершенно под иные задачи. Поэтому мы и оказываем услуги по IR-сопровождению. То есть берем на себя смелость вести диалог от лица компаний. Конечно, это накладывает некоторые ограничения — прежде чем что-то опубликовать или рассказать, необходимо все-таки согласовать с эмитентом, уточнить детали. Но такой диалог все же лучше, чем полное молчание в эфире и общение только через раскрытие фактов в обязательных источниках.

— Сейчас многое обсуждается в Телеграм-каналах, чатах и на интернет-форумах. Как вы к этому относитесь?

— В целом, положительно: для частных инвесторов хорошо, когда появляются сообщества, в которых можно обсудить, посоветоваться, переговорить. Мы также следим за ними, реагируем, отвечаем на вопросы. Но пока не можем себе позволить постоянно присутствовать на всех площадках, которых к тому же становится все больше и больше. В конце концов, мы не хотим переходить на излишне неформальный тон в общении.

— Каким вы видите будущее рынка ВДО?

— Я не могу сказать, как именно будет развиваться экономическая ситуация в стране, какие законы будут приниматься в отношении бизнеса, какие внешнеполитические решения примет правительство и с какими последствиями. А в отрыве от этого сложно говорить о перспективах рынка ВДО, потому что это сегмент среднего бизнеса, который несет все общие для экономики риски.

Могу сказать, как я бы хотел видеть развитие сегмента ВДО. Важно, чтобы сегодняшние эмитенты подрастали, выходили на новые обороты, становились еще прозрачнее и переходили в другие эшелоны. Сокращая ставки до какой-то разумной величины (что неминуемо), продолжали бы выигрывать борьбу за средства инвесторов. Ну а новички занимали освободившиеся места в сегменте повышенного дохода и риска. Опыт, который мы все сейчас на рынке продолжаем нарабатывать, подсказывает, что подобный сценарий вполне реален.