«С ростом рынка произойдет специализация»

«КРУГЛЫЙ СТОЛ» УЧАСТНИКОВ РЫНКА РОССИЙСКИХ ВЫСОКОДОХОДНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Дэвид Мэтлок,
директор — начальник отдела долгового капитала, Альфа–Банк

Андрей Буш,
начальник управления инвестиционно–банковских услуг, ИФК «Солид»

Денис Зибарев,
член совета директоров, ИК «Септем Капитал»

Алексей Антипин,
генеральный директор, «Юнисервис Капитал»

Российскому рынку высокодоходных облигаций (ВДО) — от силы два года. То, что сегмент находится в самом начале своего становления, можно понять хотя бы по тому, как различаются ответы его участников на одни и те же вопросы. Даже попытка сформулировать определение high yield на отечественной почве рождает самые разнообразные интерпретации. Так, Cbonds при расчете собственного индекса ВДО использует спред над ключевой ставкой ЦБ: в индексный список включаются бумаги с купоном, превышающим ключевую ставку не менее чем на 5 п.п. В то же время ряд участников рынка используют в качестве бенчмарка доходность ОФЗ, другие рассматривают в качестве ориентира объем выпуска, некоторые добавляют такой параметр как наличие/отсутствие рейтинга. Некоторый сумбур в общем-то понятен: пока ситуация динамично развивается, загнать новое явление в жесткие рамки не представляется возможным; да это и не нужно. Впрочем, описать текущую ситуацию и ее динамику вполне возможно. Что мы и сделали в рамках «круглого стола» организаторов выпусков высокодоходных облигаций. Помимо определения российского high yield его участники детально обсудили, зачем эмитенты выходят на рынок высокодоходных облигаций и как изменится их активность в ближайшем будущем, при каких условиях организаторам интересно заниматься ВДО и стоит ли ждать прихода новых игроков на этот рынок, а также какие категории инвесторов предъявляют спрос на российский high yield.

КАК ВЫ ОПРЕДЕЛЯЕТЕ ДЛЯ СЕБЯ HIGH YIELD НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ?

Андрей БУШ

— На наш взгляд, высокодоходные облигации в России — это ценные бумаги со спредом 50% к доходности ОФЗ с аналогичной дюрацией, то есть с доходностью более 11.5% годовых в текущих условиях и рейтингом эмитента ниже BBB-. Ввиду низкого распространения рейтингов у эмитентов ВДО все облигации без рейтингов, удовлетворяющие первому критерию, также следует относить к высокодоходным. Неготовность ряда эмитентов публично раскрывать информацию о рейтинге компании в случае получения рейтинга низкого уровня, а также высокие фиксированные затраты на получение и поддержание рейтинга при небольших выпусках могут выступать стоп-фактором для получения эмитентами рейтингов. В то же время мы не видим смысла в ограничении объема выпуска как критерия отнесения облигаций к ВДО. Исходим из того, какой кредитный риск эмитент предлагает рынку. Размер эмитента сам по себе не имеет значения.

Денис ЗИБАРЕВ

— Мы бы хотели выделить пять основных признаков, которые характеризуют настоящие ВДО: ставка купона выше 12%, объем облигаций в обращении — до 1 млрд рублей, отсутствие рейтинга у эмитента, отсутствие лимитов в банках, размещение среди частных инвесторов.

Если облигации удовлетворяют четырем из пяти признаков, то мы считаем такие бумаги высокодоходными.

Эти признаки могут меняться с ростом рынка и изменением его морфологии. Например, к концу года максимальный объем бумаг в обращении для признания облигаций ВДО может составить 1.5 млрд рублей. Или Московская биржа может обязать всех эмитентов получать рейтинг (тогда мы установим признак наличия рейтинга определенного уровня). Или ЦБ разрешит банкам кредитовать без залога, а для ВДО отменит нормы резервирования (тогда признак наличия лимитов в банках придется вовсе отменить).

Алексей АНТИПИН

— Действительно, очень важный вопрос со множеством аспектов: стоит ли относить к high yield компании, которые раньше были вполне успешными, имели рейтинги от международных агентств, а теперь на фоне санкций или из-за внутренних проблем стали убыточными с высокими вероятностями дефолта и торгуются по низким ценам с высокой доходностью? Например, «Ютэйр», «Силовые машины» или «Мечел»?

Стоит ли сюда включать крупных заемщиков с выпусками более 1 млрд с купоном более 13%? А может, надо исключить малых заемщиков с объемом выпуска 100–200 млн, но купоном ниже 13%? Например, говоря о крупных заемщиках, не причислять к high yield «Легенду» и «ВсеИнструменты», а из малых бондов не рассматривать «Пионер Лизинг» и «ПР-Лизинг»?

В большинстве случаев под высокодоходными облигациями подразумеваются именно малые выпуски объемом до 500 млн рублей. На данный момент это действительно так, но со временем рынок будет меняться. Поэтому мы определяем high yield как облигации без инвестиционного рейтинга со всеми вытекающими из этого последствиями.

Дэвид МЭТЛОК

— Для нас high yield на рынке российских корпоративных заемщиков — это все рыночные выпуски с купоном выше 10% годовых и объемом более 1 млрд рублей. Но мы понимаем, что у каждого банка или фонда может быть свое понимание high yield. Поэтому вопрос довольно интересный. Было бы неплохо, если бы рынок сумел выработать общие четкие критерии отнесения облигаций к high yield, с тем чтобы можно было отслеживать соответствующие индикаторы.

С КАКОЙ ЦЕЛЬЮ ЭМИТЕНТЫ ВЫХОДЯТ НА РЫНОК ВЫСОКОДОХОДНЫХ ОБЛИГАЦИЙ?

Дэвид МЭТЛОК

— Для этих компаний мотивация в принципе понятна. Фактически речь идет о том, что заимствования на облигационном рынке заменяют вложение акционерного капитала со стороны владельцев. Инвестор в таком случае берет на себя equity level risk, но получает высокий купон. Инвестор должен очень хорошо понимать, что это за компания, потому что обеспечения, как правило, нет. Более того, почти всегда есть кредиторы, которые в случае проблем окажутся первыми в очереди на погашение обязательств.

Андрей БУШ

— Как правило, эмитенты ВДО — это малый и средний бизнес, который исчерпал возможность финансировать свою деятельность исключительно за счет банковских кредитов либо вообще не имеет возможности такого финансирования. Однако такие компании имеют стабильные денежные потоки и потенциал роста. Диверсификация источников фондирования наряду с банковским кредитованием также является важным аргументом для выхода компаний на рынок заемного капитала. Использование преимуществ облигаций по отношению к кредиту является немаловажным фактором. Кроме того, эмитенты видят в выпуске облигаций возможность получить маркетинговый эффект.

С точки зрения отраслевой принадлежности, основными эмитентами являются компании финансового сектора, девелоперы, торговые компании. В настоящий момент увеличивается количество компаний из производственного сектора и сектора услуг.

Денис ЗИБАРЕВ

— Для растущих компаний малой капитализации есть четыре основных способа привлечь заемные средства: FFF (friends, family and fools), банковское кредитование, краудлендинг и облигации.

Первый способ — самый дорогой и имеет существенные ограничения по лимитам кредитования со стороны кредиторов. Банковское кредитование для компаний МСП сейчас... скажем так, отсутствует. Объем предлагаемых банками денег достаточно большой, но требования по залогам полностью закрывают доступ к банковскому финансированию для небольших компаний.

Краудлендинг — интересный инструмент, который быстро развивается. Это удобная форма кредитования для компаний, которые привлекают от 0.5 до 30 млн рублей.

Если компания быстро растет, у нее стабильный денежный поток и нет недвижимости в Москве, то ей прямая дорога на фондовый рынок. Через размещение ВДО сейчас такой эмитент может привлечь от 30 до 300 млн рублей. Первые три способа кредитования просто не могут сравниться с объемами и скоростью, которые предлагает рынок ВДО.

Эмитенты ВДО — это компании из любых отраслей. Главное требование — стабильный денежный поток, достаточный для обслуживания облигаций. Тяжело дать усредненный портрет эмитента, да, наверное, и не нужно. Преимущество рынка ВДО в том, что много разных эмитентов, не похожих друг на друга, работают в разных отраслях, и именно это позволяет собрать диверсифицированный портфель.

Алексей АНТИПИН

— Цели, разумеется, у всех разные. Но в среднем все компании, которые выходят на биржу с высокими ставками, объединяет одно: они увидели на своем рынке определенную возможность. Возможность эта, как правило, «выше их головы», то есть не может быть реализована с помощью собственных средств и кредитов прямо сейчас. Но она точно есть. Для кого-то это возможность быстро занять долю рынка за счет увеличения автопарка, для других — воспользоваться ситуацией на рынке и освоить смежное направление работы. Кто-то подписывает крупные контракты, на реализацию которых нужен капитал. Есть еще такая причина выхода на публичный долговой рынок, как реформирование отраслей. Это, в частности, заметно на примере лизинговых компаний.

> «Негативным фактором для развития рынка ВДО может стать принятие закона о категоризации инвесторов, который сейчас обсуждается в Госдуме»

КАК ВЫ ОЦЕНИВАЕТЕ АКТИВНОСТЬ ПОТЕНЦИАЛЬНЫХ ЭМИТЕНТОВ В БЛИЖАЙШЕЕ ВРЕМЯ?

Андрей БУШ

— Мы полагаем, что количество новых эмитентов, выходящих на рынок, будет расти. Расширится и число отраслей экономики, которые они представляют. Усилия государства — программы поддержки эмитентов, выработанные МЭР, Корпорацией МСП при активном участии Банка России и Московской биржи, — могут оказать существенное влияние на увеличение количества новых размещений. С другой стороны, необходимо понимать, что важным критерием активности потенциальных эмитентов на облигационном рынке является общая стабильность экономической ситуации. В периоды турбулентности эмитенты рискуют не найти спрос на свои бумаги, поскольку инвесторы большое внимание уделяют кредитному качеству. Выход на рынок в таких условиях будет невыгоден для эмитента, и с высокой вероятностью он перенесет размещение на более поздний срок, чтобы получить возможность занять по более низкой ставке. На текущий момент мы видим достаточно низкие ставки на рынке банковских депозитов, что на наш взгляд будет способствовать увеличению спроса на доходность со стороны инвесторов — физических лиц. Этот спрос с легкостью будет обеспечиваться новым предложением облигаций со стороны компаний эмитентов.

Денис ЗИБАРЕВ

— По нашим оценкам, сейчас на рынке ВДО инвесторы могут приобрести биржевые и коммерческие облигации 35 эмитентов — без учета «схемных» выпусков, которые размещались по закрытой подписке и не появились в свободной продаже. Мы полагаем, что до конца года количество эмитентов может достичь 45–55 имен.

Уже появилось несколько индексов на рынок ВДО, то есть первый шаг к созданию ETF на высокодоходные облигации сделан. Чтобы запустить ПИФ или ETF на ВДО, на этом рынке должно появиться свыше 100 эмитентов. С другой стороны, именно появление ПИФ или ETF даст новый импульс развитию рынка, так как позволит привлечь средства более консервативных инвесторов.

Негативным же фактором для развития рынка может стать принятие закона о категоризации инвесторов, который сейчас обсуждается в Госдуме. Законопроект предусматривает запрет на приобретение ВДО трем из четырех категорий инвесторов. Получить право на приобретение ВДО можно будет после прохождения тестирования. Мы полагаем, что первые 9–12 месяцев после принятия этого закона, в период, когда инвесторы и брокеры будут учиться работать по новым правилам, рынок ВДО будет испытывать дефицит ликвидности.

Алексей АНТИПИН

— Мы ожидаем высокую активность, и пока наш прогноз сбывается. Огра-

ничением могут стать ужесточение требований со стороны Биржи. Об этом много говорят и крупные игроки, и регулятор. Вполне возможно, что условия регистрации и требования к компаниям не просто ужесточатся, а станут невыполнимыми для многих потенциальных эмитентов.

Повлиять, разумеется, может и резкий экономический спад в стране. Продолжающиеся на протяжении пяти лет процессы падения реальных доходов населения и другие негативные факторы напрямую уже не влияют — к ним привыкли.

ПРИ КАКИХ УСЛОВИЯХ ОРГАНИЗАТОРАМ ИНТЕРЕСНО ЗАНИМАТЬСЯ ВДО? СТОИТ ЛИ ЖДАТЬ ПРИХОДА НОВЫХ ИГРОКОВ НА ЭТОТ РЫНОК?

Дэвид МЭТЛОК

— Мы всегда смотрим на соотношение доходов и рисков, в том числе репутационных. С экономической точки зрения организация разовой DCM-сделки по выпуску облигаций high yield — действие не вполне оправданное. Интересно это может быть только в контексте более широких отношений с клиентом. Если клиент — партнер в широком смысле этого слова, то есть обслуживается в банке, кредитуется, пользуется разнообразными дополнительными услугами, а кроме того, если есть основания полагать, что он будет расти в будущем и мы сможем участвовать в этом процессе, включая возможное IPO, тогда мы готовы заниматься и организацией облигационных займов.

Денис ЗИБАРЕВ

— Организаторам важно успешно разместить выпуск и создать долгосрочные отношения с эмитентами и инвесторами, поэтому нам интересно работать с перспективными компаниями, которые способны расти и достигать новых высот. Для успешного размещения объем выпуска должен составлять от 50 до 200 млн рублей, ставка купона — от 14 до 18% годовых, срок обращения — от 1 до 3 лет.

Обратите внимание, что все основные организаторы ВДО — это небольшие брокерские и консультационные компании. Большим игрокам этот рынок пока не интересен, но это не значит, что они не следят за ним. Например, АТОН и БКС уже делают тестовые выпуски ВДО.

Большим игрокам невыгодно работать с выпусками объемом менее 1 млрд рублей. С ростом рынка скорее всего произойдет специализация — небольшие брокеры, которые сейчас создают этот рынок, продолжат работу с многочисленными выпусками 100–500 млн рублей, а крупные игроки будут делать единичные сделки от 1 млрд.

Крупнейшие организаторы — Сбербанк, ВТБ — на этот рынок в ближайшие три года не выйдут. Они считают, что рынок ВДО несет для них большие репутационные риски.

С другой стороны, мало иметь долгосрочные отношения с эмитентами, надо еще и суметь продать облигации большому количеству частных инвесторов небольшими лотами. Сделать это эффективно можно только через онлайн-каналы, поэтому мы несколько лет назад вложили немалые деньги в создание собственного мобильного приложения Yango. И сейчас там доступны не только облигации первого эшелона, но и ВДО, которые можно купить или продать в режиме 24/7 в любой точке мира со смартфона.

Андрей БУШ

— Интерес к данному рынку со стороны организаторов обеспечивают справедливая купонная ставка и комиссионный доход. Задача организатора состоит в распространении выпуска среди инвесторов, поэтому занижение ставки приведет к отсутствию спроса. В то же время усилия организатора должны справедливо оплачиваться. Выпуск облигаций ВДО — трудоемкий процесс: поиск, анализ и отбор эмитентов необходимого качества, кропотливая работа по взаимодействию с эмитентом на этапах организации выпуска, заканчивая размещением бумаг среди инвесторов. В этой связи мы не ожидаем значительного роста количества серьезных игроков на этом рынке.

Алексей АНТИПИН

— Насчет новых игроков — почему нет? Если наши регуляторы не примут решение зарегулировать рынок до смерти, то новые организаторы могут и будут появляться. Скорее всего, это будут «старые новые» участники, как это обычно и бывает: отдельные специалисты будут уходить из своих более солидных банков и запускать проекты, связанные с ВДО. Или даже целые инвестбанки станут вдруг вполне себе дружелюбны по отношению к среднему бизнесу, начнут осваивать и это направление. Это естественный процесс.

КТО ИНВЕСТИРУЕТ СЕГОДНЯ В ОБЛИГАЦИИ HIGH YIELD? ЧТО МОЖЕТ ПОВЛИЯТЬ НА ДИНАМИКУ СПРОСА?

Андрей БУШ

— Основными инвесторами в высокодоходные облигации на текущем этапе развития являются физические лица. Поэтому роль организатора как посредника между инвестором и эмитентом очень важна. Организатор является первым барьером, который отделяет зерна от плевел: ему необходимо провести анализ, действительно ли компания с учетом текущего состояния имеет все предпосылки расплатиться по взятым на себя обязательствам. На практике среди физических лиц невелик процент тех, кто самостоятельно анализирует финансовые показатели и оценивает бизнес компании-эмитента. Однако в ВДО инвестируют не только физические лица. Мы видим появляющийся интерес со стороны институциональных инвесторов и профильных институтов развития. Увеличение вовлеченности физических лиц в процесс инвестирования на финансовом рынке приведет к увеличению спроса и на данный вид инструментов.

Дэвид МЭТЛОК

— Многие сосредоточены на идее, что розничные инвесторы должны играть более существенную роль; когда-нибудь так и будет. Но пока большая часть выпусков ВДО по своей сути ближе к частным размещениям, которые осуществляют банки

и инвесткомпании. С некоторым участием розничных инвесторов.

Управляющие фондами ведут себя очень осторожно: не дай Бог, какая проблема с эмитентом — вопросы будут именно к ним. Хотя я бы сказал так: в случае, когда заемщик достаточно качественный, инвестиции могут быть оправданы, особенно для квалифицированных инвесторов. Облигации high yield могут служить заменой equity, и в этом смысле логика в их покупке есть.

Денис ЗИБАРЕВ

— Сейчас в России ВДО приобретают только частные инвесторы; физические лица, которых не устраивает доходность по банковским депозитам, у которых нет желания заниматься спекуляциями на рынке недвижимости или ловить движение обменного курса.

Я бы особо отметил, что основной спрос на рынке ВДО формируют небольшие частные инвесторы со средним портфелем около 4 млн рублей. На рынке ВДО очень мало HNWI (High Net Worth Individuals), их персональные менеджеры в private banking всеми силами оберегают своих клиентов и не позволяют им выйти на рынок ВДО, так как «план горит» — надо продавать ИСЖ и структурные ноты с комиссией 5–8%, которую инвестор теряет сразу.

Массовый приход HWNI на наш рынок придаст существенное ускорение его развитию: размещений станет больше, средний размер выпуска вырастет, но ставки скорее всего останутся на том же уровне.

Алексей АНТИПИН

— Сегодня в высокодоходные облигации инвестируют организаторы выпусков (собственными капиталами, средствами, которые находятся у них в управлении от крупных инвесторов) и частные инвесторы — часто это сотрудники тех же компаний — организаторов и эмитентов, их окружение, по крайней мере изначально. Но границы тут быстро стираются: инвестировав в одну-две компании, многие начинают понимать, что портфель надо максимально диверсифицировать, и начинают изучать других эмитентов.

На динамику спроса могут повлиять ограничения, которые планируется ввести в отношении инвесторов: если запрет будет принят в максимально суровом своем варианте, прирастать пул инвесторов высокодоходных облигаций станет гораздо медленнее.

Также не стоит забывать, что сегодняшний круг инвесторов все еще узок, если не сказать тесен. И их ресурсы ограничены. Так что теоретически предложение может превысить спрос, но пока все-таки наблюдается обратная картина: по многим нашим размещениям мы фиксировали переподписку на 5–10% от суммы выпуска.

СТОИТ ЛИ ЖДАТЬ ПОЯВЛЕНИЯ НА РЫНКЕ ВДО ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ?

Дэвид МЭТЛОК

— Скорее всего, это случится в виде создания специализированных паевых фондов. Клиенты просят, чтобы управляющие предложили им возможность осуществлять более рискованные инвестиции и получать более высокую доходность. Мне кажется, фонд, ориентированный на ВДО с целью получить усредненный купон «10% плюс», мог бы привлечь неплохой интерес. Единственная проблема сейчас в том, что эмитентов очень мало.

Андрей БУШ

— Мы уже видим потенциальный интерес со стороны институциональных инвесторов, которые начинают изучать этот рынок и делать первые прикидки. Однако, на наш взгляд, процесс не будет очень быстрым, так как для прихода институциональных инвесторов необходим ряд факторов: объемы рынка, ликвидность, наличие значительного количества эмитентов из разных отраслей. В этой связи, как ни странно, лучшие доходности в настоящий момент получают инвесторы, являющиеся физическими лицами.

Денис ЗИБАРЕВ

— Уверен, что в перспективе на рынок выйдут ПИФы. Основа инвестиций в ВДО — это диверсификация портфеля. Для получения стабильного дохода и минимизации рисков от вложений необходимо иметь портфель, состоящий из десятков и сотен облигаций. Поэтому в США основные инвесторы на этом рынке — инвестиционные фонды с портфелями на миллиарды долларов. Крупнейший фонд — iShares iBoxx $ High Yield Corporate Bond ETF имеет под управлением $17.3 млрд. Среди других активных игроков — Barclays, Blackstone, PIMCO и Guggenheim. Акции этих фондов можно купить на бирже. В США частный инвестор скорее приобретет акции такого фонда, чем будет напрямую инвестировать в ВДО.

В России таких фондов нет. Совсем. Причина проста — рынок пока слишком мал.

С ростом рынка ВДО будет меняться и подход к инвестированию. Когда объем рынка превысит 15 млрд рублей, более разумной стратегией для инвесторов станет приобретение паев специализированных ПИФов. Такие ПИФы позволят инвесторам сделать главное — диверсифицировать портфель вне зависимости от объема инвестиций. Сейчас при наличии 1 млн рублей частный инвестор фактически не может сформировать портфель более чем из 3–5 эмитентов, а если он приобретет паи фонда, то получит долю в портфеле из 15–30 эмитентов. Кроме того, у ПИФов лучше налоговый режим.

Нерейтингованные облигации, каковыми по сути являются ВДО, не могут приобретаться банками, НПФ или страховыми компаниями. ЦБ, с одной стороны, приветствует новых эмитентов и пытается развивать фондовый рынок, но, с другой стороны, жесткое регулирование банков и НПФ со стороны регулятора не позволяет им инвестировать в высокодоходные облигации.

Алексей АНТИПИН

— Институциональные инвесторы зреют. Возможно, что даже уже вполне созрели и готовы. Но пока не могут в силу политики управления рисками. Всерьез на их участие пока вряд ли кто-то ориентируется, разве только в каких-то частных случаях, кулуарных размещениях. Но запросы от различных банков и структур поступают, и мы всегда на них с радостью отвечаем. Правда, пока это ни к чему конкретному не привело.