Константин ЦЕХМИСТРЕНКО,
управляющий директор по корпоративным финансам, ИК «УНИВЕР Капитал»

Дмитрий АЛЕКСАНДРОВ,
заместитель генерального директора, начальник управления аналитических исследований, ИК «УНИВЕР Капитал»

Рынок ВДО: состоявшееся становление

Больше двух лет назад состоялись первые размещения облигаций, которые легли в основу неформального, но уже довольно неплохо структурированного класса бумаг, получивших название «высокодоходных». Является ли это только веянием времени или мы видим начинающийся расцвет нового большого сегмента рынка, вырастающего из инициативы ЦБ РФ по «бондизации» пассивов компаний — субъектов малого и среднего бизнеса (МСП)?

Для начала определимся с тем, что же такое высокодоходные облигации (ВДО). Периметр попадающих под это определение инструментов понятен скорее интуитивно: облигации преимущественно небольших эмитентов, относящихся к сегменту МСП, с высоким купоном и небольшой дюрацией. Кроме того, эти бумаги не могут приобретаться на пенсионные и страховые средства в силу отсутствия рейтинга. Их покупают некоторые брокеры (чаще всего — организаторы), но не берут банки в силу отсутствия лимитов. Однако на самом деле исключений из такой классификации множество: высокая ставка купона встречается и у сравнительно крупных эмитентов («Обувь России», «Талан», «Легенда»), и в весьма крупных выпусках («ЖКХ Якутии», РитейлБелФинанс), а дюрация некоторых выпусков подбирается уже к трем годам. Институционалы также скоро смогут покупать ВДО, по которым имеется гарантия или поручительство от Корпорации МСП. Но главное, что принимается a priori, — ВДО являются таковыми НЕ потому, что эмитент находится в преддефолте и облигация торгуется по 50% от номинала, а совсем по другим причинам.

Рынок ВДО представлен на сегодня практически 90 выпусками более чем 55 компаний сегмента МСП, совокупный объем всех ВДО — более 18 млрд рублей (из них более 8 млрд в небольших выпусках, объемом до 500 млн рублей).

Фактически все эти инструменты могут представлять и представляют собой специальный продукт — портфель высокодоходных облигаций для среднесрочных инвесторов, предпочитающих пассивный доход. В него входят преимущественно биржевые, но также могут включаться и коммерческие (не обращающиеся на публичных торгах) облигации.

Эмитенты представляют разные сектора экономики, что позволяет уже сейчас неплохо диверсифицировать отраслевые риски.

Для большинства инвесторов портфель подобных облигаций целесообразно формировать с горизонтом удержания облигаций до оферты или до погашения, хотя далее мы рассмотрим и несколько иных стратегий, которые стали доступны благодаря увеличению числа размещений. Практика последнего времени показывает, что они работают успешно. Правда, в условиях нынешнего растущего рынка.

ОСОБЕННОСТИ ВДО

Высокая доходность. Небольшие компании предлагают дополнительную премию в доходности своих облигаций по отношению к ставкам по ОФЗ или выпускам крупных корпоративных заемщиков, особенно по своим дебютным займам. Охарактеризовать ставку купона примерно можно как «два депозита».

Частые выплаты купонов. Наиболее обычная практика состоит в ежеквартальной выплате купонов, но всё чаще встречаются и выпуски с ежемесячными платежами.

Небольшие объемы выпусков. Отдельные выпуски редко превосходят 200–300 млн рублей. Чаще всего эмитенты имеют от 1 до 3 обращающихся на бирже выпусков совокупным объемом от 100 до 500 млн рублей.

Короткая дюрация. При размещении по большинству выпусков имеется годовая оферта. По длинным выпускам после прохождения первой оферты, когда доверие рынка к выпуску сформировано и подтверждено, вторая может назначаться уже через 2 года (как в случае «Левенгук»). По некоторым выпускам оферта отсутствует, но погашение запланировано уже через 2–3 года после размещения и предусмотрена амортизация.

Пониженная ликвидность. В этих облигациях мало институциональных инвесторов, редко когда есть маркет-мейкеры. Поэтому после размещения торговые обороты, достигающие в первые дни нескольких миллионов рублей, постепенно снижаются и могут спускаться в итоге до нескольких десятков тысяч рублей за сессию.

В этих ограничениях есть и преимущество — низколиквидная ВДО дисциплинирует и принудительно ограничивает излишнюю торговую активность, но короткая дюрация при этом позволяет избежать замораживания средств надолго.

СТРАТЕГИИ ТОРГОВЛИ

Рассмотрим, как обещали в начале статьи, наиболее интересные способы работы с ВДО для частных инвесторов, в том числе новые, получившие распространение в этом году (впрочем, подходят они и для профучастников — с поправкой на уровень ликвидности и регуляторные особенности).

До погашения. Это удобная стратегия для тех, кто «устал» торговать сам. К сожалению, не каждый частный трейдер может сказать, что устойчиво зарабатывает по 13–15% годовых от депозита. Покупка ВДО с удержанием до погашения (благо дюрация по таким облигациям невысока и часто не превышает 1 года) дает такую возможность даже с учетом происходящего сейчас снижения ставок. В такой стратегии лучше выбирать не столько быстрорастущий, сколько устойчивый, желательно не сильно цикличный бизнес, привлекающий средства для оптимизации финансовой структуры обязательств или постепенного расширения деятельности. Надежность имеет для такого случая приоритетное значение. Среди примеров — ММЦБ.

Для перепродажи. Удобный способ получения активного дохода для тех, кто хочет оставаться трейдером, а не переходить в стан пассивных инвесторов. Этот подход комфортен также для тех, кто не хочет на длительное время связывать себя ВДО и брать риски соответствующего эмитента (или нескольких). Логика состоит в том, чтобы приобрести облигации с высоким купоном и статусными организаторами: это создает ажиотаж как на первичном рынке, так и на вторичном, и в итоге бумага дорожает на несколько процентов уже в первые дни торгов, и ее можно продать, пока не упала ликвидность, получив соответствующий доход и перейдя в более спокойные выпуски, торгующиеся близко к номиналу, или принять участие в новом первичном размещении. Среди наиболее ярких примеров — «Трейдберри», «Кузина», «Моторные технологии» (в последнем случае участие МСП Банка как якорного инвестора на половину объема весьма небольшого выпуска, составившего всего 50 млн рублей, способствовало троекратной переподписке и росту облигации до 104% в первый день, а в течение месяца — до 106% от номинала).

Для повышенного потока. Стратегия подходит для тех, кто любит обладать ликвидностью в нужный момент и хочет иметь постоянное поступление более значительных средств на счет, нежели только купонные платежи. В этом случае приобретается значительная доля амортизируемых ВДО, которые можно разделить на два основных типа:

- с выплатой небольшой доли тела долга в каждый купон начиная с определенной даты («МСБ-Лизинг», «Кузина», «Бэлти-Гранд»);
- с выплатой нескольких десятков процентов тела долга через значительные интервалы времени, между которыми выплачиваются только проценты («Талан»).

Первый формат удобен для лизинговых компаний, МФО и вообще компаний с высокой оборачиваемостью, а второй — для управляющих компаний, девелоперов и в целом для бизнеса, реализующего среднесрочные проекты и не желающего рисковать большим навесом выплат при погашении. Иногда амортизация может нарастать и от 3–5% достигать 10% («Гарант-Инвест», «Легенда», ОАЭ) либо смещаться к погашению, фактически разбивая само погашение на полугодие-год («Ламбумиз»).

ВДО + валютный хедж. В этой стратегии сочетаются покупка ВДО и хеджирующего объема фьючерсов на доллар или евро (Si или Eu соответственно), что дает возможность в итоге получить доходность по ВДО за вычетом ставки валютного свопа — в нынешних реалиях это около 6–8% с учетом комиссий и дисконтов. Примерно то же самое, но более сложным образом структурированное решение — покупка ВДО за рубли, привлеченные через валютный своп под обеспечение валюты на валютной секции. Таким образом, для инвесторов, готовых принять на себя риск эмитентов ВДО, эти бумаги дают возможность эффективного размещения евро и доллара (либо иной ликвидной валюты, допущенной в России к организованным торгам)

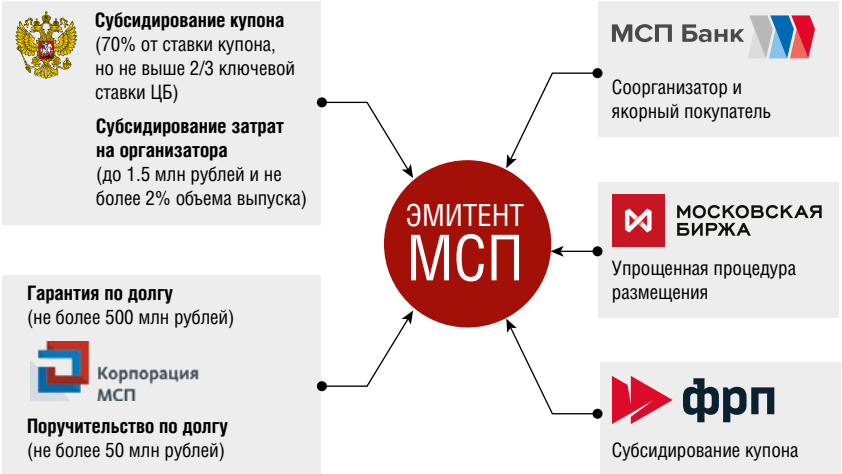

Рисунок 1
Меры поддержки эмиссии облигаций компаний малого и среднего бизнеса

под ставку, которая при покупке надежных еврооблигаций достигается только с использованием одной или нескольких операций репо (особенно если не брать в расчет ценовую динамику на фоне снижения ставок, то есть ориентироваться на доходность к погашению, а не на текущую, и рассматривать выпуски с сопоставимой дюрацией).

ЗНАКОВЫЕ СОБЫТИЯ ГОДА

Здесь, несомненно, отметим фактический запуск сразу нескольких программ господдержки рынка ВДО, причем очень хорошо, что они направлены на покрытие разных типов расходов и удовлетворение интересов как эмитентов, так и инвесторов. Вкратце можно разделить их на три группы:

- участие МСП Банка как соорганизатора и якорного инвестора в выпуске;
- предоставление гарантии или поручительства по выпуску со стороны Корпорации МСП;
- компенсация расходов на организацию выпуска и выплату купонов со стороны Минэкономразвития (на основании Постановления Правительства № 532 от 30 апреля 2019 года).

Первый тип поддержки позволяет фактически удвоить размер небольших выпусков и служит дополнительным критерием качества эмитента для частных инвесторов. Второй — позволяет снизить ставку купона, но интересен скорее институциональным инвесторам, а не физлицам, ориентированным в основном на доходность. Третий тип поддержки помогает не только эмитенту, удешевляя как запуск программы бондизации для компании, так и поддержание выпуска, но и частным инвесторам, поскольку они получают ту же высокую доходность, а эмитент значительно сокращает фактические расходы.

ЧИСЛО ЭМИТЕНТОВ И ОБЪЕМ РЫНКА ВДО УЖЕ ДОСТИГЛИ КРИТИЧЕСКОЙ МАССЫ, КОТОРАЯ ПОЗВОЛИТ РЫНКУ СОХРАНИТЬСЯ И В КРИЗИС

ТЕНДЕНЦИИ СЕГМЕНТА

Среди основных трендов выделяется рост числа частных инвесторов (по разным оценкам — не менее 2000 особо активных физлиц, а в целом уже около 6000–7000 человек, так или иначе покупающих ВДО эмитентов сегмента МСП). Как следствие этого, имеем постепенное увеличение ликвидности вторичного рынка, объемов размещений и дюрации: рынок готов быстро проглатывать всё более крупные и длинные выпуски. Вторая тенденция — постепенное ужесточение регулирования, как формального, так и неформального. Очевидно, что оба явления получат свое развитие и в 2020 году, если финансовый рынок в целом не войдет в глубокое и затяжное снижение, которое может практически закрыть окно возможностей для большинства потенциальных эмитентов из числа субъектов МСП. Тем не менее число эмитентов и объем рынка ВДО уже достигли, на наш взгляд, критической массы, которая позволит рынку сохраниться и в кризис. И именно по той же причине мы видим рост внимания к сегменту со стороны Центробанка и Московской биржи. В этой связи, а также благодаря усилиям НРД, ожидаем увеличения числа выпусков коммерческих облигаций. Также весьма вероятен постепенный «захват» биржевыми ВДО новой площадки — Санкт-Петербургской биржи.

Если развитие будет идти теми же темпами, то через полтора-два года мы сможем увидеть в обращении первый ПИФ ВДО, но для этого надо, чтобы число эмитентов хотя бы удвоилось, а выпусков стало в три-четыре раза больше. Если исходить из того, что минимально интересный размер ПИФ составляет 1–2 млрд рублей, а его размер не должен превышать 1/20, а лучше 1/50 общего размера рынка формирующих его активов, то получим, что для активного появления фондов сегмент должен подрасти хотя бы до 100 млрд рублей, но первые фонды могут появиться уже раньше, через год-полтора. Тогда можно будет говорить, что рынок ВДО стал полностью институционализированным элементом российского финансового рынка.