«Рынок ВДО — это не то, что посыплется первым»

Павел БИЛЕНКО,
генеральный директор, «БондиБокс»

Об особенностях спроса на высокодоходные облигации, конкуренции организаторов в этом сегменте рынка, подходе к отбору эмитентов, а также о рыночных перекосах, которые может сформировать государственная поддержка эмитентов из малого и среднего бизнеса, в интервью Cbonds Review рассказал генеральный директор компании «БондиБокс» Павел Биленко.

— У вас на сайте крупными буквами написано: «БондиБокс — первая компания, специализирующаяся на высокодоходных облигациях. Когда и как вы начинали?

— Мы действительно первая компания, которая заявила, что занимается только высокодоходными облигациями (ВДО). Это случилось на рубеже 2016–2017 годов, после почти десятилетнего затишья на этом рынке. Мы, по большому счету, всегда занимались высокодоходными облигациями, которые в разное время назывались по-разному. Например, «третьим эшелоном» лет 13–15 назад.

В 2008–2009 годах на волне массовых дефолтов эта категория облигаций, в принципе, ушла с рынка. Появлялись только «падшие ангелы» типа «Мечела», которые временно становились высокодоходными. Ситуация начала меняться в 2014 году, когда в законодательстве появился инструмент под названием «коммерческие облигации». Затем в 2015–2016 годах Центробанк провел массовую PR-кампанию, агитируя эмитентов и инвесторов выходить на рынок. Собственно, в конце 2016 года появились первые ростки на рынке, который теперь называют рынком ВДО. Мы ждали этого момента и решили заняться не просто выводом на рынок эмитентов высокодоходных облигаций, а делать пакеты из таких бумаг и продавать их в виде своеобразных «продуктовых наборов», чтобы диверсифицировать риски инвесторов.

— Какой смысл вы вкладываете в понятие «продуктовый набор»?

— Это условно минимум десяток разных облигаций с высокими ставками. Известно, что высокие ставки означают и высокие

риски. Но за счет того что таких бумаг десяток, полтора, а еще лучше два десятка, общий риск по портфелю снижается.

— Кто стал первым эмитентом, которого вы вывели на рынок?

— Это была компания «Опилки», сеть маникюрных салонов под торговой маркой «Кисточки». Супервыпуск! Объем размещения — 10 млн рублей, срок — 1 год, доходность — 22%. Его, кстати, уже погасили.

Почти сразу стало понятно, что набрать хотя бы десяток эмитентов — задача гораздо более сложная, чем казалось изначально. Во-первых, у нас в стране в принципе не очень много компаний малого и среднего бизнеса. Во-вторых, 90% компаний, которые мы смотрим, нельзя предлагать инвесторам: у кого-то непрозрачные схемы бизнеса, у кого-то сам бизнес не вытянет требуемую ставку и множество других объективных и субъективным причин. В результате 9 из 10 наших потенциальных «подопечных» не доходят до выпуска облигаций. Мы, впрочем, не сдаемся, напряженно трудимся и за все время довели до ума 7 выпусков. Постепенно набираем критическую массу.

— Кто инвестирует в облигации, которые вы размещаете?

— Я вижу, что это в основном физические лица. Сформировался некий класс частных инвесторов, не прошедших еще через серьезный кризис типа 1998-го или 2008 года, которые видят снижающиеся ставки по депозитам с одной стороны и привлекательные ставки по облигациям — с другой. Они и становятся основными покупателями. Институциональные инвесторы пока раскачиваются, но в конечном итоге на этот рынок также придут.

Сегодняшняя ситуация в корне отличается от ситуации 2006–2007 годов, когда тоже был некий бум размещений третьего эшелона. Тогда все эти бумаги выкупали фонды, а также малые и средние банки, которых было много; массовый отзыв лицензий случился гораздо позже. Собственно, почти любая компания могла разместить облигации, показав лишь некую управленческую отчетность и рассказав, как хорошо у нее идут дела. Подобная практика не могла не привести к массовым дефолтам в результате кризиса 2008 года, который сам по себе был серьезным испытанием для экономики и финансовой сферы. В то время частных инвесторов на рынке облигаций (причем любых, не только высокодоходных) было очень мало. Возможно, их доля составляла процента два.

Сейчас же, на новом витке развития рынка, требования к компаниям существенно повысились. Инвесторы пытаются залезть глубоко в бизнес, требуют аудита, требуют отчетности. Скоро от всех эмитентов, которые выходят на биржу, потребуют еще и наличия рейтинга. В то же время процесс выхода на рынок частных инвесторов существенно упростился: появляются мобильные приложения и прочие продукты, которые сводят процесс покупки бумаг к нескольким нажатиям кнопок на телефоне или компьютере — и вот ты уже акционер или владелец облигаций. Одновременно ставки по депозитам радикально снизились после взлета 2014 года, что также ведет к массовому перетоку частных лиц на фондовый рынок. Конечно, большая часть направляется на покупку высоконадежных инструментов, но часть средств достается и рынку высокодоходных облигаций. Он растет на притоке денег новых инвесторов.

— Как эти инвесторы узнают о той или иной облигации?

— Есть инвесторские сообщества, чаты в Telegram, разнообразные интернет-форумы, есть Facebook и Instagram, есть «сарафанное радио», в конце концов.

— Когда эмитент только выходит на рынок, как инвесторы покупают бумаги?

— Если это биржевые облигации, то купить можно прямо через мобильное приложение. Впрочем, в некоторые приложения встроена и покупка коммерческих облигаций.

— Есть ли сейчас смысл в выпуске такого типа облигаций?

— После того как биржа ужесточила правила листинга, коммерческие облигации обрели свою вторую жизнь. Когда допуск эмитентов на биржу был максимально упрощен, непонятно было, зачем делать коммерческие облигации, если биржевые бонды проще размещать, проще ими торговать, а издержки различаются незначительно. Теперь многие новые эмитенты уже не смогут удовлетворить целому ряду требований биржи и вынуждены будут начинать с выпуска коммерческих облигаций. Они также хороши для того, чтобы просто попробовать себя в качестве эмитента на небольших объемах, начать выстраивать взаимоотношения с инвесторами.

КОНКУРЕНЦИЯ СЕГОДНЯ НЕ ОЧЕНЬ БОЛЬШАЯ. САМ РЫНОК НЕВЕЛИК, ДОХОДОВ НА НЕМ НЕ ОЧЕНЬ МНОГО, ПОЭТОМУ КРУПНЫМ ИГРОКАМ ДЕЛАТЬ НА НЕМ ПОКА ЧТО ОСОБО НЕЧЕГО

— Что должно случиться, чтобы не только физические лица, но и институциональные инвесторы начали активно покупать ВДО?

—Институциональных инвесторов интересуют рейтинг и прозрачность эмитента. Но еще больше их интересует ликвидность. На рынке ВДО есть выпуски в 50–300 млн рублей, в то время как средний объем покупки для крупных институциональных инвесторов — 100–200 млн рублей. Получается, им нужно либо выкупать весь выпуск, либо соглашаться на уменьшение лота, а это неинтересно. Для того чтобы отслеживать и анализировать небольшого эмитента, нужно затратить не меньше усилий, чем на крупного; для фонда или банка вложения, условно, в 10 млн рублей нерентабельны.

— То есть выхода институциональных инвесторов на рынок ВДО в ближайшее время ожидать не следует?

— Я бы так не сказал. Все к этому идет. С одной стороны, эмитенты, разместив пару небольших выпусков, ориентированных на частных инвесторов, и поняв, что облигации — реальный источник денег, который во многом гораздо лучше банковского кредита, начинают постепенно приводить себя в порядок. Они заказывают полноценный аудит, получают рейтинг, а иногда и не один, осуществляют дополнительные шаги навстречу инвесторам. С другой стороны, институциональные инвесторы начинают искать доходность и присматриваются к ВДО. К тому же ЦБ слегка ослабляет свои требования, понимая, что этот рынок все же больше для институциональных инвесторов, нежели для частных.

— Как вы ищете эмитентов, для которых организуете размещения?

— Ищем разными путями, но сегодня они уже чаще приходят сами. Мы работаем на рынке размещения облигаций почти 20 лет, имеем наработанные связи, контакты. Недавно в Петербурге был случай: одного и того же эмитента, который искал организатора, к нам привели четыре разных человека. Кроме того, работаем на конференциях, недавно провели бизнес-завтрак, в результате которого рассматриваем несколько потенциальных эмитентов.

— Как бы вы оценили конкуренцию на рынке организации выпусков высокодоходных облигаций?

— Конкуренция сегодня не очень большая. Сам рынок невелик, доходов на нем не очень много, поэтому крупным игрокам делать на нем пока что особо нечего.

Успел сформироваться некий клуб организаторов высокодоходных облигаций, и в основном это небольшие компании. Будет рынок побольше — будет и настоящая конкуренция.

— Совкомбанк приобрел недавно компанию «Септем Капитал», которая тоже специализировалась на рынке ВДО. Можно ли считать эту покупку началом тенденции, когда более крупные финансовые компании и банки присматриваются к игрокам рынка ВДО, чтобы взять их под свое крыло?

—Я думаю, что интерес Совкомбанка вызвало не столько направление ВДО, сколько ритейловый бизнес, мобильное приложение и база частных инвесторов «Септема» в целом.

Я не вижу здесь тенденции. «Септем» — отдельный уникальный случай. Ребята сделали хороший продукт, и так получилось, что высокодоходные облигации в него органично влились. Это, в общем-то, логично: раз есть такая инвесторская база, которая требует доходности, нужно им дать эту доходность.

Я считаю, что крупным игрокам покупать мелких игроков на рынке ВДО особого смысла нет. Зачем? Крупный банк может все сделать сам. Можно купить пару человек или даже целую команду и сделать все то же самое, но на своей базе.

Например, тот же БКС пытается играть на этом рынке, но по своим особым правилам, выводя на рынок эмитентов, которые покрупнее классического высокодоходного сегмента, но еще и не второй эшелон. За счет этого у них получается зарабатывать.

— До какого уровня должен развиться сегмент ВДО, чтобы он заинтересовал крупных игроков?

— Рынок должен быть хотя бы в 10 раз больше. Если это произойдет, естественным образом появятся специализированные институциональные инвесторы, фонды высокодоходных облигаций, какие-то структурные продукты, специальные сервисы.

— Вас пугает перспектива категоризации инвесторов и возможный запрет на прямую покупку бумаг без рейтинга частными лицами?

— Нет, не пугает.

— Почему?

— Это же рынок, он приспособится. Если неквалифицированным инвесторам запретят что-то покупать, значит, появится больше фондов для этих же инвесторов. Или тех же структурных облигаций. Когда у крупных игроков будет возможность набрать клиентов на объем в 1.5–2 млрд рублей, любой заинтересованный банк очень быстро все упакует и продаст.

— В каком случае вы привлекаете соорганизаторов на выпуски высокодоходных облигаций?

Соорганизаторов привлекают для того, чтобы максимально широко разместить бумаги. Это залог успеха вторичного рынка, если мы говорим про биржевые облигации. Только среди частных лиц хорошо размещаются выпуски до 200, максимум до 300 млн рублей. Если объем больше, то в его организации должны участвовать компании с широкой базой розничных клиентов либо с возможностью привлечь институционалов на 60–70% объема выпуска. Я полагаю, что соорганизаторы нужны в любом случае, но особенно на выпусках больше 200 млн рублей.

— Вы говорили, что потенциальные эмитенты начинают понимать, что облигации могут быть выгоднее банковских кредитов. Когда к ним приходит это понимание?

— Первый выпуск, выход на рынок, очень часто по деньгам не выгоднее, чем кредит. Но если оценить тот факт, что, разместив облигации, вы не зависите от банка, в договоре с которым всегда есть пункты о досрочном погашении, о переводе оборотов, о страховках и так далее, это уже становится интересно. Отсутствие залогов по облигациям тоже существенный плюс для эмитента.

Второй, третий выпуск по умолчанию уже дешевле. А если, допустим, на рынке оптимизм, то ставки по облигациям могут быть ниже, чем по кредитам. Кроме того, если компания выстраивает долгосрочную стратегию

в расчете на повышение своей капитализации, выход на IPO, облигации — это, конечно, правильный первый шаг.

— Насколько поддержка эмиссий со стороны МСП Банка и Минэкономразвития стимулирует компании смотреть в сторону выпуска облигаций?

— Никто не откажется от бесплатных государственных денег. Поэтому эмитенты с радостью в эту историю идут. С другой стороны, такая поддержка создает некие рыночные перекосы.

— В чем они?

— Вот представьте: эмитент получает компенсацию ставки, условно ему возвращают 5%. Соответственно, он говорит: «Я кредитуюсь под 12%, но если мне компенсируют ставку по облигациям, то я готов предложить купон в 16%».

По отношению к другим эмитентам это не совсем правильно. Если у тебя нет господдержки, пусть бизнес твой даже лучше, все равно приходится размещаться под 16%. А потом на вторичном рынке у такого эмитента облигации сразу растут процентов на 10, что и показывает их реальную стоимость.

— Кстати, вы организовывали выпуск компании Danycom. Что случилось с бумагами после размещения? Почему котировки на вторичном рынке просели так сильно, что пришлось принимать экстренные меры?

—В какой-то момент кто-то продал большой пакет, цена, естественно, начала падать. Нашлись те, кто решил воспользоваться ситуацией, пошла информационная атака по всем формальным и неформальным каналам, причем без реальных на то оснований. А когда облигация в твоем портфеле падает на 3, 5, 10%, становится страшно, ты начинаешь думать: «Видимо, кто-то что-то знает». Пошла паника, народ начал сливать бумаги по любым ценам, у кого-то сработали «стопы». Эмитенту пришлось выправлять ситуацию ценой неимоверных усилий. Кстати, многие советовали ему потихоньку скупить бумаги по 60% от номинала, заодно и цену стабилизировать. Но мы порекомендовали делать все публично и прозрачно, и никак иначе. Danycom выставил одну оферту, а когда ее оказалось недостаточно, то еще одну и еще одну. Три подряд! Это, в общем-то, стандартный ход: если на рынке нет покупателей, эмитент поддерживает котировки путем buyback. Когда все окончательно нормализуется, Danycom будет делать вторичное размещение того, что выкупил.

— Вы сами для себя какие выводы из этой истории сделали?

— Все-таки нужно заниматься вторичным рынком. Но мы не крупный банк и не инвесткомпания, мы вторичным рынком принципиально не занимались, зато назначили трех маркетмейкеров, платили им деньги. В итоге, как только бумага начала падать, никого из них на рынке не осталось.

— Рано или поздно придет очередной кризис, и очень часто говорят, что первыми посыплются высокодоходные облигации. Что вы на это обычно отвечаете?

— Я как раз думаю, что если придет кризис, то первыми посыплются точно не высокодоходные облигации. В этом сегменте все компании, за редким исключением, крепко стоят на ногах, они занимаются реальным бизнесом, и они достаточно мобильны. ВДО-эмитенты не сильно закредитованы, опять же за редким исключением. И потом, на рынке ВДО еще нет больших денег. Когда приходят крупные деньги и нужно им что-то предложить, тогда качество предложения снижается. Если мы сейчас отсеиваем 9 из 10 эмитентов, то когда придет спрос на 100 миллиардов, придется задуматься над тем, чтобы отсеивать, может, 5 из 10. Сейчас это далеко не так; все, не только мы, еще очень осторожны. Рынок ВДО — это не то, что посыплется первым.

— Что в ваших ближайших планах?

Готовим новые эмиссии, скоро выведем на рынок несколько эмитентов. Также работаем над выпуском структурных облигаций в соответствии с нашей изначальной идеей — продавать бумаги не по отдельности, а объединить 10–15 выпусков в один продукт. Это трудоемко и дорого в плане инфраструктурных издержек, поэтому объем должен быть большим. Продолжаем набирать.

Плюс с одним из наших клиентов занимаемся развитием брокерской компании, будем делать мобильную технологическую платформу, которая обеспечит доступ к рынку частных и институциональных инвесторов. К высокодоходным облигациям, в частности. Объявим о приобретении в ближайшее время. (Уже после разговора с Павлом Биленко стало известно, что ГК Danycom объявила о приобретении инвестиционной компании «Стрим». — *Прим. ред.*)

Беседовал **Борис ФЕДОРОВ**

ЕСЛИ МЫ СЕЙЧАС ОТСЕИВАЕМ 9 ИЗ 10 ЭМИТЕНТОВ, ТО КОГДА ПРИДЕТ СПРОС НА 100 МИЛЛИАРДОВ, ПРИДЕТСЯ ЗАДУМАТЬСЯ НАД ТЕМ, ЧТОБЫ ОТСЕИВАТЬ, МОЖЕТ, 5 ИЗ 10