Ты в ответе за тех...

...кому дал 100% аллокацию. Или за инвестора, которому предложил купить высокодоходные облигации через приложение в телефоне, слабо понимающего, чем отличается купон от доходности, и пребывающего в блаженном неведении о дюрации, спредах и дефолтах.

Дмитрий КОСМОДЕМЬЯНСКИЙ,
управляющий активами,
УК «Открытие»

ЗА МОЧАЛО И СНАЧАЛА

Рынок облигаций удивляет своей цикличностью. Спустя 3 года после статьи про облигации третьего эшелона я снова в Cbonds Review и снова пишу про рынок высокодоходных бондов. Вывод не поменялся — рынок по-прежнему незрелый, и способствовать его созреванию своими или клиентскими деньгами представляется неразумным. Однако новые тенденции размещения высокодоходных выпусков среди физических лиц не могут не внушать опасения.

За 3 года, прошедшие с 2018-го, количество частных инвесторов во вселенной российских облигаций выросло многократно. И по ощущениям именно розница забирает основной объем размещений третьего эшелона. Причем ориентация на клиентов — физических лиц стала определенным фетишем для организаторов выпусков. Даже в объективно не самых рискованных и высокодоходных выпусках носятся стада буйволов-физиков, которым дают 100% аллокацию, выжимая институционалов на обочину с 5–10% от заявки. Этот тренд уже давно не новость, после каждого подобного размещения я получаю пару-тройку сообщений, чуть менее чем полностью состоящих из матерных слов, среди которых встречаются проценты исполнения заявки, обычно lower teens.

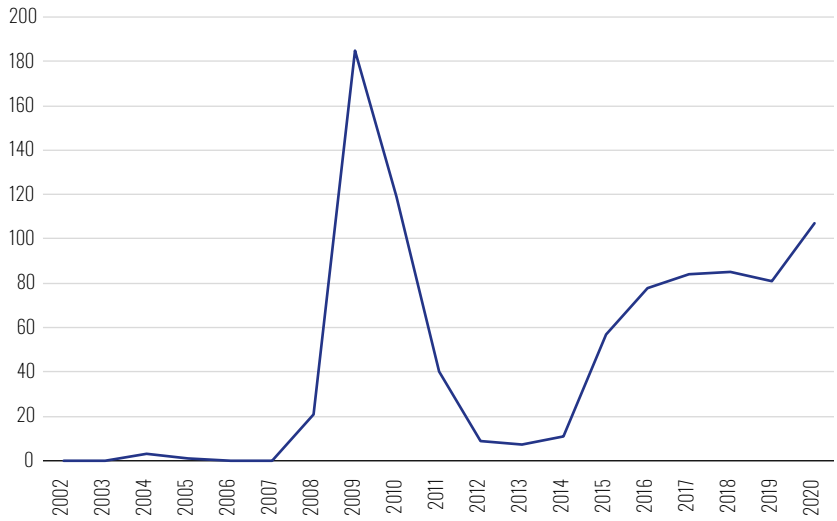
Если 3 года назад я в целом подшучивал над потугами sell-сайда всучить крупным инвесторам давно сдохшего кота в рваном мешке, то сейчас уже не до смеха. На Московской бирже только в секции ПИР (повышенный инвестиционный риск, если вы не знали, хотя аббревиатура богата прямыми и переносными смыслами) торгуются более 100 выпусков, да и на основной секции есть вполне себе эмитенты третьего эшелона без МСФО-отчетности и даже нормального веб-сайта.

Исходя из факта, что все крупные ПИФы «просвечиваются» квартальными отчетностями, а за НПФ и страховыми компаниями после 2017 года установлен особый надзор, очевидно, что рынок объемом более 150 млрд рублей в большинстве своем сосредоточен в портфелях физических лиц. При общем объеме рынка корпоративных облигаций в 16.5 трлн рублей это, конечно, мелочи, но масштаб потерь для некрупных инвесторов измеряется не в процентах от рынка, а в процентах от портфеля. Сильная встряска уровня 2008 года может похоронить под собой десятки миллиардов рублей неискушенных инвесторов.

Для тех, кто считает, что я драматизирую, хотелось бы с цифрами напомнить, что было во время «холодной

Рисунок 1
Количество дефолтов эмитентов, 2002–2020 гг.

Источник: Cbonds



зимы» 2008–2009 годов, поскольку коллег, на своей шкуре испытавших тот забавный период, осталось на рынке совсем немного. Объем рынка корпоративных облигаций составлял на начало 2007 года 900 млрд рублей, распределенных по 521 выпуску. На максимуме 2008 года, а именно 29 августа, значения этих параметров составляли соответственно около 1.75 трлн и 709. Из 709 выпусков на горизонте 3 лет в дефолте оказались около 40%. Суммарные неисполненные обязательства с 2008 по 2011 год составили более 510 млрд рублей. Эффективных реструктуризаций, по данным Cbonds, было меньше 20.

MILKEN HONEY

Коллеги, размещающие «выпуски третьего эшелона», обычно в качестве основного контраргумента приводят историю главного миссионера рынка High Yield Майкла Милкена и его Drexel Burnham. Милкен практически в одиночку «раскачал» рынок высокодоходных бондов. Он действовал с обеих сторон: как со стороны Fallen Angels (компаний, утративших инвестиционный рейтинг либо вследствие рыночных историй, либо из-за неверных решений менеджмента), так и со стороны Rising Stars. Этим термином он обозначал новые компании, которые пытались агрессивно пробиться на вершину за счет Leveraged Buy Outs. Вероятно, сейчас аналогом по новизне подхода можно было бы назвать криптовалюты или инвестиции в SPAC, но углубляться в эти сравнения мы не будем. Важно, что рынок High Yield вырос многократно с 1980 по 1990 год.

Казалось бы, говорят коллеги, почему бы не последовать примеру господина Милкена и не соорудить из воздуха рынок высокодоходных облигаций. На этот вопрос есть сразу несколько «нет», и каждое из них настолько важно, что именно его следовало бы поставить первым в надписи над кенотафом рынка ВДО в России.

КЕНОТАФ

1. Во-первых, главным различием между нынешней ситуацией в России и концом 1970-х в США мне представляется номинальное значение ключевой ставки регулятора. Уже в 1978-м оно пробило 10% вверх, а к середине 1980 года доходило до 20%.

В таких условиях просто возврат к среднему значению уже сулил неплохую прибыль, а потенциальное сужение спредов делало сделку еще вкуснее. В России 2021 года ставки на минимумах, начинается цикл ужесточения, то есть потенциал вашей прибыли вообще ограничивается только спредом. Чтобы его реализовать, с другой стороны, нужно угадать с эмитентом, досидев в бумаге до погашения. Которое хорошо, если случится. Тут мы подходим ко второму пункту — отчетности и отрасли бизнеса.

2. Многие из представителей ПИР принадлежат к отраслям, до которых еще не дотянулась рука регулятора или дотянулась не в полной мере. Микрофинансовые организации, мелкий лизинг, мелкие девелоперы, ломбарды. Правила игры на поле могут поменяться в любую минуту, как уже было со строителями, например, и никто не будет защищать существующих игроков — они не системообразующие и не имеют мощного лобби в высоких кабинетах.

Даже в отчетности по МСФО есть пространство для художеств во многих отраслях (и как раз в тех, где и любят размещаться высокодоходные облигации), а РСБУ позволяет практически безграничный полет фантазии. Прозрачность эми-

Розница забирает основной объем размещений третьего эшелона. Причем ориентация на клиентов — физических лиц стала определенным фетишем для организаторов выпусков

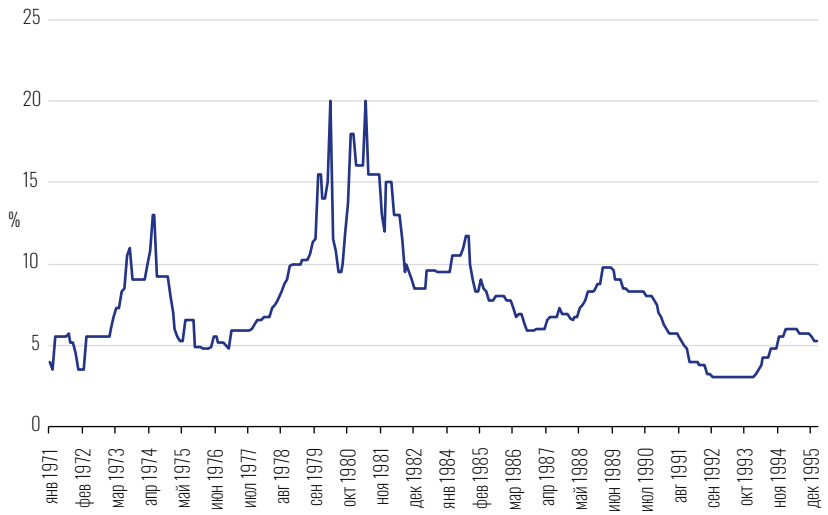


Рисунок 2
Ключевая ставка ФРС в 1970-х и 1980-х годах

Источник: Bloomberg

тента — важнейшая часть бизнеса в High Yield, и здесь дела обстоят на порядок хуже, нежели в милкеновской Америке.

3. Говоря про милкеновскую Америку, нельзя не отметить общий рост экономики. Несмотря на рецессию 1980 и 1982 годов, значения роста ВВП в США мало похожи на современные DM: 4.6% в 1977 году, 5.5% в 1978-м — и после рецессии: 4.6% в 1983 году, 7.2% (sic!) в 1984-м, 4.2% в 1985-м. При таком бешеном росте компании отбивают издержки по финансированию даже по объективно завышенным ставкам. Цифры роста ВВП по России приводить за последние годы (даже без 2020-го) не буду, чтобы не расстраиваться.

4. Культура долговых отношений и стабильность судебной системы, по моему мнению, являются наиболее массивными столпами, на которых покоится долговой рынок любой юрисдикции. Реализуемое количество уровней защиты инвестора, которые предоставляют облигации в США, не идет ни в какое сравнение с российским гуляй-полем. Это проблема не только России, есть в мире и более дикие места, например Латинская Америка с ее регулярными серийными дефолтами.

5. Пункты несоответствия двух реальностей — США 1980-х и России 2020-х — можно нагромождать друг на друга еще несколько страниц. Однако этот скромный и скорбный список я хотел бы закончить замечанием о природе клиентского спроса на High Yield. Майкл Милкен настолько часто выкупал перспективные выпуски на себя, что в конце концов поплатился за это свободой. Российские ВДО уходят «в народ», который не интересуется отчетностью компаний, слабо понимает специфику долгового рынка и паникует на бирже после фейк-новостей, запуская процесс положительной обратной связи по убиванию эмитента через биржевой стакан.

Сильная встряска уровня 2008 года может похоронить под собой десятки миллиардов рублей неискушенных инвесторов

ПРЕПЯТСТВИЕ ПЕРЕД СЛЕПЫМ

Одним из множества факторов, обрушивших рынок российских облигаций в 2008 году, был характер российских оферт с переустановкой купона, которые по факту являются put-call-опционами. С одной стороны, эмитент может отозвать бумагу, выставив нерыночный купон. С другой — инвестор может реализовать свое право «занести» облигацию по номиналу.

В период кризиса выяснилось, что эмитенты и инвесторы на эти оферты смотрели по-разному. Инвесторы — как на безусловный put, считая дюрацию своих вложений низкой, а эмитенты — как на безусловный call, пребывая в убежденности, что у них длинный долг. И когда этот факт вскрылся — какой бы купон эмитент ни выставил, ему все равно принесут полный выпуск — для десятков компаний он оказался концом финансовой деятельности.

Что же изменилось за 13 лет? Ничего, кроме новых инвесторов, которые не видели 2008 года. Средневзвешенная дюрация ПИР на Мосбирже опять меньше года, и опять эмитенты выставляют годовые оферты по длинным выпускам.

В недельном разделе Торы «Кдошим» есть важный принцип: וְלִפְנֵי עִוֵּר לֹא תִתֵּן מִכְשֹׁל — «Не злословь глухого и перед слепым не ставь препятствия…» (Левит, 19:14). Очевидно, речь идет не только о физическом барьере перед слабовидящим человеком. Процесс засаживания непрофессиональных игроков в сложный и неочевидный рыночный инструмент в красивой обертке вполне подходит под это определение.

Стих (Левит 19:14), кстати, заканчивается так: «и бойся Б-га твоего». Для атеистов можно заменить регулятором, я думаю.