Высокодоходные облигации и частные инвесторы: особенности момента

Андрей БОБОВНИКОВ,
директор по работе с эмитентами,
ИК «Иволга Капитал»

Марк САВИЧЕНКО,
аналитик
ИК «Иволга Капитал»

ВДО остаются один на один с инвесторской базой физических лиц, имеющей специфические особенности по сравнению с традиционными институциональными инвесторами

Одна из ключевых тенденций российского долгового рынка с 2018 года — выход на рынок небольших компаний с объемом выручки менее 2 млрд рублей и объемами займа 500 млн — 1 млрд рублей. Число таких эмитентов выросло за 3 года со считаных единиц до нескольких десятков. Появились индексы высокодоходных облигаций (ВДО), такие как Cbonds-CBI RU High Yield, индексы облигаций Сектора роста и облигаций повышенной доходности Московской биржи. Можно долго дискутировать по методологии и составу этих индексов, но результат налицо — высокодоходные облигации стали полноправным явлением российского долгового рынка.

Стоит отметить, что своим развитием рынок ВДО обязан в значительной степени приходу на рынок облигаций частных инвесторов.

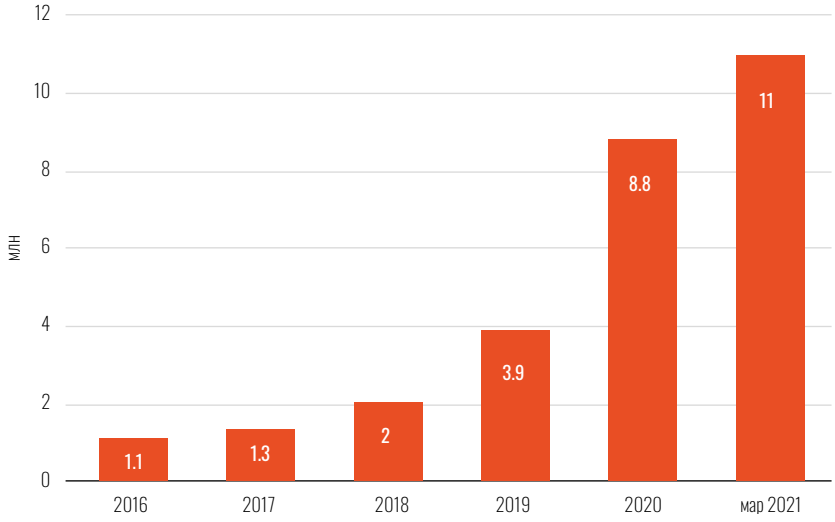
Число физических лиц, имеющих брокерские счета, стремительно растет и уже перевалило за 11 млн.

Если года четыре назад среди инвесторов в корпоративные облигации частные лица составляли доли процента, то к настоящему времени их доля приближается к 20%.

Что же касается собственно рынка ВДО, то здесь доля инвесторов — физических лиц приближается к 100%. Причин тому несколько. Во-первых, институциональные инвесторы связаны регуляторными нормами, которые не позволяют им инвестировать в высокодоходные облигации. Например, банки, желающие инвестировать в данный сектор, столкнутся с необходимостью формирования дополнительных резервов из-за повышенных коэффициентов риска, а управляющие компании не имеют права инвестировать пенсионные накопления в облигации с рейтингом ниже BBB+ по российской шкале. Во-вторых, институциональные инвесторы обычно вкладывают средства лотами, размер которых может превышать объем всего облигационного займа ВДО. В этом случае о ликвидности говорить не приходится. В-третьих, для того чтобы разобраться в кредитном качестве ВДО, необходимо сил и средств не меньше, а чаще всего и больше, чем в компаниях

Рисунок 1
Число физических лиц, имеющих брокерские счета на Московской бирже

Источник: Московская биржа



первого и второго эшелона. Для институциональных инвесторов это тоже является серьезным стоп-фактором.

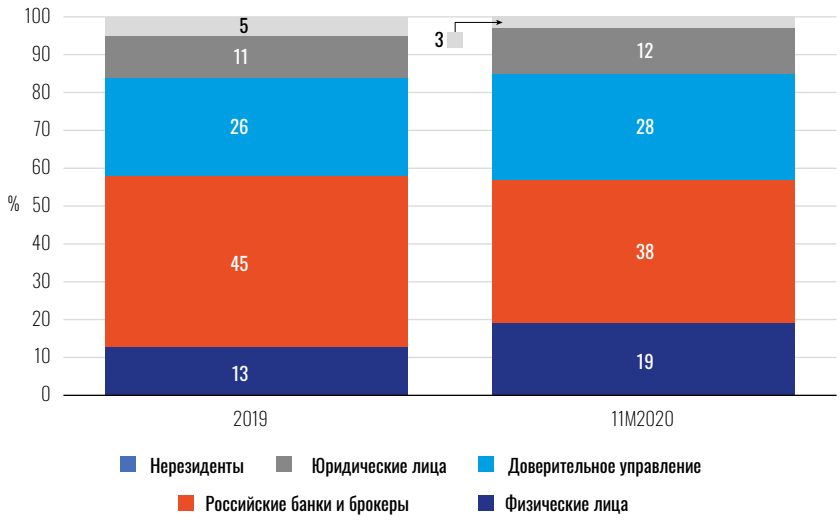
Таким образом, ВДО остаются один на один с инвесторской базой физических лиц, имеющей специфические особенности по сравнению с традиционными институциональными инвесторами. Сразу отметим, что эти особенности совсем не обязательно негативные. Например, частные инвесторы не связаны регуляторными ограничениями, поэтому если эмитент в силу разных причин ухудшит какие-то отдельные показатели (снизится какой-либо коэффициент либо понизится кредитный рейтинг), то это не приведет к массовой распродаже бумаг, как это бывает в случае институциональных инвесторов. Частные лица готовы разбираться в историях, которые привели к таким ухудшениям, и в случае понимания, что это явление временное и управляемое, они не будут выходить из бумаги. Кроме того, физические лица более диверсифицированы, что повышает ликвидность бумаги, а также они не склонны к скоординированным действиям.

Но есть и особенности, которые необходимо учитывать и серьезно с ними работать. Например, объем займа, который можно разместить среди частных инвесторов, ограничен — в текущих условиях это не более 1.5–2 млрд рублей. Кроме того, при росте клиентской базы и снижении среднего чека существенно возрастают транзакционные издержки (call-центр, документооборот, KYC, IT-ресурсы и т. д.). Здесь будет весьма полезно посмотреть не только на быстрый рост количества инвесторов, но и на структуру их активов.

Согласно проведенному в ноябре 2020 года Департаментом инвестиционных финансовых посредников Банка России исследованию, в среднем у крупнейших брокеров (как банков, так и небанковских финансовых организаций) на 5.7% счетов сконцентрировано 93.9% клиентских активов, а на 1% крупнейших счетов — 64% клиентских активов. У крупнейших брокеров на более чем

Рисунок 2
Структура инвесторов в корпоративные облигации

Источник: Московская биржа



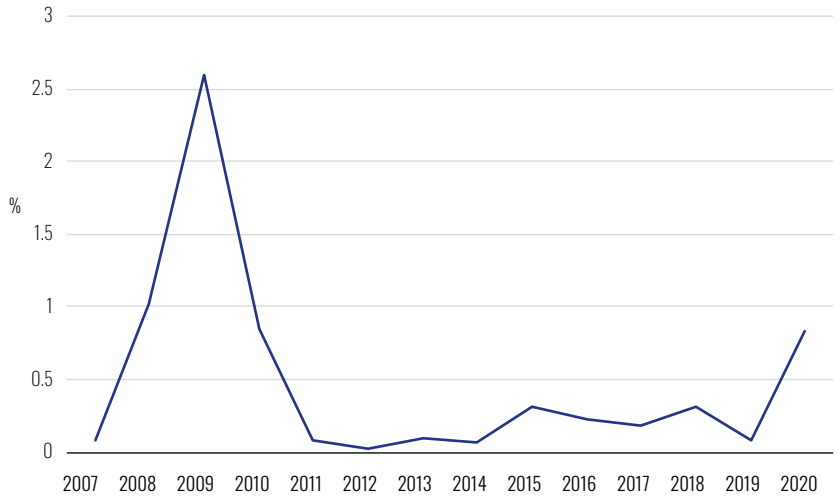


Рисунок 3
Дефолты на российском долговом рынке, %

Источник: Cbonds

75% счетов сумма активов не превышает 10 тыс. рублей, а в совокупности на них приходится примерно 0.02% активов физических лиц на брокерском обслуживании.

Выводы из этого применительно к подходам к работе на рынке ВДО можно сделать следующие. На данном этапе развития попытка «дотянуться» до широких инвесторских масс выглядит нецелесообразной. Необходимо сосредоточиваться только на так называемых HNWI — High Net Worth Individuals, частных инвесторах с большим объемом активов. Из этого следует другой важный вывод: необходимо убедиться, что инвесторы совершают полностью осознанные инвестиции и корректно оценивают соотношение риск/доходность. Этому способствует как самостоятельная работа брокера с инвесторами (учитывая их ограниченное количество, это вполне реализуемая задача), так и квалификация инвесторов по стандартам Банка России. Например, наша компания стремится к 100%-ной квалификации инвесторов.

Необходимо убедиться, что инвесторы совершают полностью осознанные инвестиции и корректно оценивают соотношение риск/доходность

В этой же логике мы поддерживаем инициативу Банка России по категоризации инвесторов. На наш взгляд, логика недопущения инвесторов, чей риск-профиль и понимание рисков не соответствуют активам для инвестирования, гораздо более правильная, чем недопуск на рынок ВДО вообще.

С другой стороны, это совсем не значит, что не нужно стремиться к повышению качества эмитентов ВДО. Целевой эмитент для нашей компании — это бизнес, успешно существующий на протяжении нескольких лет, имеющий выручку около 2 млрд рублей в год, обладающий понятной структурой собственности и управления, готовящий консолидированную отчетность и имеющий либо стремящийся получить кредитный рейтинг. Необходимо понимать, что массовые дефолты на рынке ВДО просто приведут к его исчезновению.

Если мы посмотрим на статистику объема дефолтных бумаг к объему долгового рынка (государственный + муниципальный + корпоративный), то мы увидим, что сейчас ситуация очень далека от 2008–2009 годов, заметный рост приходится в основном на бумаги, участвовавшие в так называемом «банковском Московском кольце», в сегменте ВДО дефолты носят единичный характер. Похоже, что как регулятор, так и инфраструктура с организаторами провели серьезную работу над ошибками и она приносит определенные результаты.

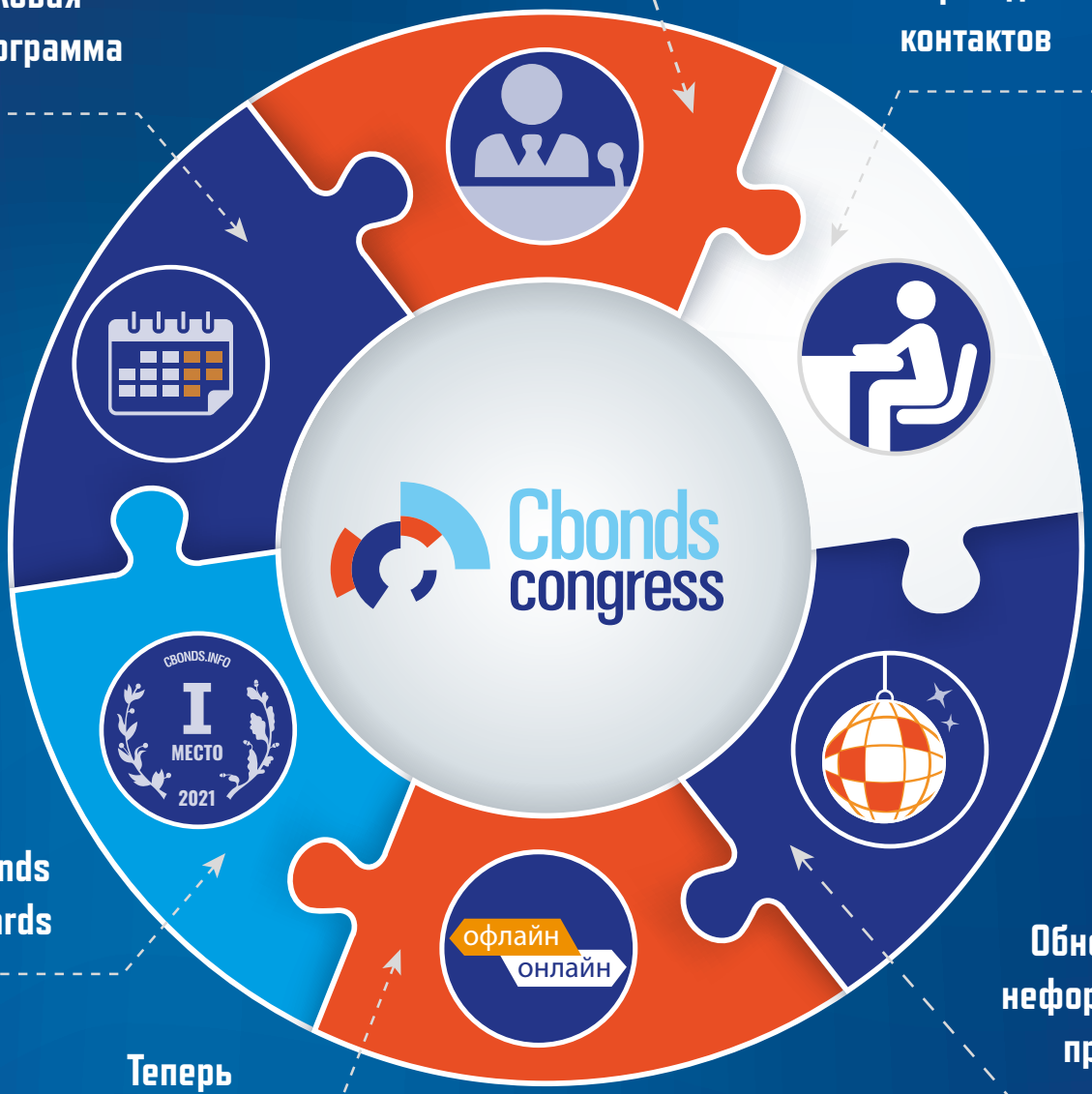
Переходя к проблемам и перспективам долгового рынка и рынка ВДО в частности, можно отметить, что состояние долгового рынка будет сильно зависеть от общеэкономической ситуации. Чем динамичнее будет экономический рост, тем больше будет новых бизнесов, которые смогут зарабатывать достаточную маржу, чтобы обслуживать свои облигационные займы. Также стоит отметить, что появлению большего количества качественных эмитентов будут способствовать и меры поддержки среднего бизнеса. Если говорить о более отдаленной перспективе, то и улучшение благосостояния населения и его финансовой грамотности будет способствовать улучшению экономики инвестирования участников рынка в развитие частной инвесторской базы. То, что мы уже наблюдаем уже сейчас — рост числа новых эмитентов ВДО, — дает возможность снижать риски за счет диверсификации. С этим бок о бок идет и история формирования инвестиционных фондов, специализирующихся на ВДО. Что мы ожидаем от регулятора и инфраструктуры? Поддержки в развитии и совершенствовании рынка. А мы в свою очередь готовы поделиться своими опытом и знаниями.

Ключевое событие 2021 года

Более 80 спикеров

Двухдневная деловая программа

Биржа деловых контактов



Cbonds Awards

Теперь и онлайн!

Обновленная неформальная программа

XIX Российский облигационный конгресс

2–3 декабря 2021

Санкт-Петербург

Реклама