Сергей ТИЩЕНКО,
генеральный директор,
рейтинговое агентство «Эксперт РА»

Рынок научился работать с эмитентами МСП

Конкуренция на рынке рейтинговых агентств усиливается. Средние и малые компании оценили привлекательность длинных беззалоговых денег и стремятся на биржу, а без рейтинга, пусть даже низкого, доверие к эмитенту со стороны инвесторов не получить. Как на этот позитивный тренд уже сейчас влияет введенное ограничение для неквалов и не ожидает ли нас волна дефолтов компаний, не сумевших рефинансироваться из-за регуляторных нововведений? На эти и другие вопросы в интервью Cbonds Review отвечает генеральный директор рейтингового агентства «Эксперт РА» Сергей Тищенко.

— Полтора года назад, когда начиналась пандемия коронавируса, в России, как и во всем мире, царили негативные настроения. Однако рынок ценных бумаг, в частности в России, вопреки первоначальным ожиданиям показал существенный рост — и по объему выпусков, и по приросту инвесторов. В части физических лиц — и вовсе настоящий бум. С чем вы связываете такие рекордные показатели? Можно ли ожидать продолжения этой тенденции?

— У каждого из этих трендов свои причины, а вместе они дали синергетический эффект. Драйвер роста российского рынка ценных бумаг — это более 4 трлн рублей, которые в короткий срок завели на брокерские счета розничные инвесторы. С таким объемом спроса наш рынок никогда не сталкивался. Вполне закономерно, что его хватило на все сегменты — и рынок акций, и рынок облигаций, и рынки более сложных продуктов.

Мы смотрим на будущее рынка розничных инвестиций с оптимизмом. Даже несмотря на ужесточение денежно-кредитной политики ЦБ и повышение ключевой ставки, рыночный уровень депозитных ставок способствует сохранению перетока накоплений граждан в инструменты фондового рынка. При этом огромный прогресс, который проделала за последние несколько лет индустрия финансовых посредников, позволяет предоставлять услуги быстро, просто и в удаленном формате. Сочетание удобства инвестирования и возможностей зарабатывать больше, чем на депозитах, будет и дальше привлекать людей на фондовый рынок.

Учитывая низкие ставки и огромную ликвидность от розничных инвесторов, было бы ошибкой не выпустить облигации, имея такую возможность

Если говорить про эмитентов, то здесь все тоже закономерно. Учитывая низкие ставки и огромную новую ликвидность от розничных инвесторов, было бы ошибкой не выпустить облигации, имея такую возможность. Отсюда — большое количество дебютов на долговом рынке, а также существенное расширение аппетитов к публичному долгу у существующих эмитентов. Основную активность мы наблюдаем у средних и мелких эмитентов, так как для них возможность занять относительно длинные беззалоговые деньги — отличный шанс вывести бизнес на новый уровень.

— Одной из причин, повлиявших на рост числа инвесторов-«физиков», стали низкие ставки по банковским вкладам. Учитывая повышение ключевой ставки ЦБ, стоит ожидать и роста ставок по вкладам. Не будет ли это стимулом для возврата «физиков» с рынка ценных бумаг со всеми его сложностями и рисками к такому простому и надежному инструменту, как банковский вклад?

— Анализируя статистику продвижения физлиц на биржу, мы отметили, что темп перетока депозитных денег к брокерам и УК ускорился после снижения ключевой ставки ниже уровня 8%. Поэтому до тех пор, пока она остается ниже этой отметки (соответственно, и ставки по депозитам в крупнейших банках также продолжают быть невысокими), фондовый рынок в глазах людей будет выигрывать конкуренцию у депозитов.

Также нужно учитывать, что продажа инвестиционных продуктов дает хорошую маржу банкам. Поэтому приоритеты менеджмента на первостепенное развитие инвестиционного блока могут сохраняться не только вследствие естественных рыночных причин, но и из-за узких финансовых интересов кредитных организаций. А это означает продолжение достаточно агрессивных маркетинговых кампаний, целью которых будет привлечение в розничные инвестиции все новых и новых клиентов.

О стимулах возврата физических лиц в депозиты скорее можно говорить в контексте новых ограничений для финансовых инструментов в части допуска к ним неквалифицированных инвесторов. Но и здесь нет катастрофы. Основная масса денег — у тех инвесторов, которые либо уже получили квалификацию, либо получат ее в ближайшее время.

Мы часто наблюдаем картину, когда рентабельный растущий бизнес не может выйти на биржу, так как его руководство не хочет тратить время и деньги на подготовку

— После 1 октября 2021 года физическим лицам без тестирования будут доступны только облигации с рейтингом AAA от АКРА или «Эксперт РА». Насколько негативно повлияют на рынок капитала для МСП такие ограничения? Ожидаете ли вы в связи с этим существенного снижения интереса к бумагам МСП, учитывая, что большая часть инвесторов в такие бумаги — это физлица?

— Безусловно, любое жесткое запретительное требование сказывается на развитии рынка. Но нужно понимать причины появления такого требования. Регулятор испытывает беспокойство по поводу неэтичного продвижения финансовых продуктов и мисселинга. А вероятность появления массы «обманутых инвесторов», не готовых к потерям по сложным и рискованным инструментам просто потому, что не могут адекватно оценить риски при их покупке, это уже область социальной ответственности. И это очень серьезно.

Ужесточая доступ к рынку, регулятор оставил возможность неквалифицированным инвесторам подтверждать свою компетенцию в вопросе работы с конкретным типом инструментов через тестирование. Мы полагаем, что участники рынка будут способствовать повышению уровня финансовой грамотности своих клиентов, в результате чего частные инвесторы смогут после тестирования получать доступ как минимум к облигациям как наиболее простому и понятному инструменту фондового рынка. Отрадно видеть, что в тесте будут в том числе и вопросы на понимание темы кредитных рейтингов.

— Как вы относитесь к введению этих ограничений, не слишком ли они жесткие?

— Жесткость требований, вероятно, отражает степень обеспокоенности регулятора сложившейся на рынке ситуацией. Картина нескольких миллионов инвесторов без базовых знаний о специфике финансовых инструментов и их рисков страшна уже сама по себе. А простота совершения сделок через телефоны с невысокими комиссиями повышает еще и рыночные риски.

Но важно разобраться в деталях. Ключевая деталь — это, как я уже говорил, высокая концентрация денег у инвесторов, которые либо уже имеют статус квалифицированных, либо получат его в ближайшем будущем. Основной объем инструментов, в том числе сложных и рискованных, сосредоточен у тех, за кого официально регулятор не беспокоится. И это позволяет прогнозировать, что разрушительного влияния на эмитентов и организаторов размещений новые ограничения не окажут. Скорее их следует рассматривать как обязательство для любого инвестора декларировать свой профессионализм и готовность к рискам до выхода на рынок.

— Если говорить о малом и среднем бизнесе, видите ли вы потенциал для роста рынка облигаций в этом сегменте, можно ли ждать также увеличения числа IPO? Что тормозит развитие рынка капитала для МСП? Нужны ли дополнительные меры поддержки и стимулирования от государства, кроме тех, которые уже существуют?

— Рынок капитала научился работать с компаниями МСП. Мы видим размещения облигаций на 50, 100 млн рублей, видим рефинансирование таких выпусков. Это значит, что инфраструктура и инвесторы

готовы работать с малыми эмитентами и их рисками.

В качестве тормоза я бы выделил организационную и финансовую незрелость самих эмитентов. Мы регулярно наблюдаем картину, когда рентабельный растущий бизнес не может выйти на биржу, так как его бенефициары и менеджмент не хотят тратить время и деньги на предварительную подготовку к работе с рынком капитала.

Выпуск облигаций и тем более выход на IPO означают для компании принципиально иные требования к прозрачности и корпоративному управлению. Придется потратиться на подготовку и аудит отчетности по стандартам МСФО. Обойтись без такой отчетности могут единицы эмитентов, у которых бизнес не разбит на группу компаний и не требуется консолидация. Бенефициару придется делиться полномочиями в принятии решений с советом директоров, поскольку это гарантирует более высокую предсказуемость решений для инвесторов. Придется внедрять регулярную функцию связей с инвесторами, наполнять IR-раздел на сайте актуальной информацией о финансах и операционных результатах. Поддержание публичной рейтинговой истории также входит в число базовых требований к эмитентам.

К сожалению, нередко подобные требования, связанные с ними расходы и организационные изменения кажутся топ-менеджменту и бенефициарам избыточными. Но реальность такова, что без их принятия ни на рынке облигаций, ни на рынке IPO места эмитенту не найдется.

— Государственные компенсации затрат на получение кредитного рейтинга предприятиями МСП оказали значительное влияние на спрос на эти услуги?

— По опыту общения с эмитентами мы видим, что включение затрат на рейтингование в доступные к возмещению расходы усилило восприятие кредитного рейтинга как обязательного этапа в рамках общего пути эмитента на биржу. Государство компенсирует то, без чего обойтись нельзя.

— Как реформа рынка розничных инвестиций повлияет на бизнес рейтингового агентства? Много ли эмитентов, получающих у вас рейтинг, ориентированы на инвесторов-физлиц? Ощущаете ли вы уже какие-то изменения на рынке?

— Любые текущие размещения в размере до 5 млрд рублей в значительной степени ориентированы на инвесторов-физлиц, таких размещений у наших клиентов много. Прямо сейчас мы видим, что часть эмитентов стремится успеть выйти на рынок до вступления в силу требования о наличии рейтинга не ниже ruAAA по шкале «Эксперт РА» для инструментов, которые могут быть предложены неквалифицированным инвесторам.

Такие эмитенты торопят агентство, просят работать в срочном режиме. Мы же в ответ вынуждены в очередной раз объяснять, что получение и поддержание кредитного рейтинга — это не ситуативная, а системная задача. У нас в стране нередко (и зачастую — внезапно) меняются регуляторные ограничения, появляются или исчезают конкретные требования к рейтингам. Пытаться оперативно реагировать на эти события получением рейтинга в последний момент «под сделку» — всегда проигрышный ход для эмитента. Получается, что он сам ограничивает себе время на подготовку информации и комментариев для агентства, не всегда может лучшим образом организовать рейтинговую встречу, часто теряет возможность подать апелляцию в случае, если не согласен с решением.

Полностью эффект новой реформы можно будет оценить тогда, когда допуск инвесторов к инструментам через тестирование начнет работать. Мы же надеемся, что за счет привлечения внимания в тесте к пользе кредитных рейтингов их ценность для розничных инвесторов повысится, а мотивация эмитентов раскрывать даже низкие рейтинги — вырастет.

— Не ожидает ли нас угроза массовых дефолтов из-за того, что компании МСП не смогут, например, рефинансировать задолженность путем новых выпусков из-за низкого спроса?

— Мы полагаем, что 2022–2023 годы окажутся напряженными для данного сектора. Действительно, многих эмитентов будут ждать погашения и оферты на этом горизонте, и ограниченный доступ к ликвидности может иметь фатальные последствия. Большинство эмитентов закладывает в свои модели сценарии рефинансирования, и это означает, что операционного потока и ликвидных активов под погашение выпусков у многих компаний может не хватить. Такая ситуация — не сюрприз. Невысокие и даже низкие кредитные рейтинги средних и малых эмитентов как раз и отражают повышенные кредитные риски. Мы всегда рекомендуем инвесторам внимательно читать пресс-релизы, сопровождающие публикацию рейтингов, чтобы лучше понимать

На рынке публичного долга де-факто требование к наличию публичного рейтинга стало обязательным. Любой новый эмитент без рейтинга — под подозрением

риски компаний. В большинстве случаев в наших релизах уже содержится информация о повышенной долговой нагрузке и отсутствии запаса ликвидности.

— Как вы оцениваете нынешний спрос на услуги рейтинговых агентств? Какие тренды в этом направлении наблюдаются?

— Кредитные рейтинги стали правилом хорошего тона для работы на рынках капитала. На рынке публичного долга дефакто требование к наличию публичного рейтинга стало обязательным. Да, формально можно выйти на биржу и без рейтинга, жесткого регуляторного требования к эмитентам пока нет. Но в реальности мы видим, что и организаторы не хотят размещать эмитентов без рейтингов, и биржа гораздо дольше и детальнее проводит процедуру KYC для таких эмитентов, что делает выход на публичный рынок долгим и тяжелым.

Кредитный рейтинг, помимо своей прямой функции — отражения кредитного риска, — стал своего рода дополнительным индикатором зрелости компании и ее готовности вести цивилизованный диалог со своими инвесторами, организаторами, биржей и государством. Сейчас любой новый эмитент без рейтинга — под подозрением. Раз не готов показывать независимое мнение о своих рисках, значит, есть что скрывать.

На рынке рейтинговых агентств усиливается конкуренция. Мы в конкурентной борьбе занимаем неизменную позицию — качественно и прозрачно предоставляем профессиональные услуги по оценке кредитного качества компаний. При этом мы глубоко погружаемся в изучение специфики каждого клиента, чтобы иметь возможность корректно учесть ее влияние на рейтинг. В целом спрос на кредитные рейтинги среди крупного бизнеса мы оцениваем как умеренный, так как, например, банковский, страховой, корпоративный и муниципальный сектор уже достаточно плотно ими охвачены, и наше агентство уверенно сохраняет лидерство по количеству поддерживаемых кредитных рейтингов.

— Много ли приходит новых эмитентов, сколько среди них субъектов МСП?

— С начала года, например, наш рейтинговый портфель корпоративных клиентов увеличился на 20 компаний. Основной прирост — это именно средний бизнес, компании с миллиардными оборотами, формально превышающие регулятивную планку для отнесения к МСП. Мы видим сопоставимую с нашей активность и у конкурентов. Такое динамичное расширение рейтингового покрытия — очень хороший тренд для всего нашего финансового рынка. Эти компании планируют выпуски в диапазоне 500 млн — 5 млрд рублей, то есть те объемы, которые могут быстро раскупать розничные инвесторы. Наблюдается активность и у крупных эмитентов, которым традиционные банки-партнеры предлагают структурировать часть долга через выпуск облигаций.

Важнейшее новое направление работы для всех агентств сейчас — рынок ESG-финансирования. Выступив партнером эмитентов в большинстве пилотных ESG-проектов последнего года, «Эксперт РА» заняло лидерскую позицию во всех основных сегментах этого молодого для нашей страны рынка.

С нашим участием прошли первые выпуски российского «зеленого» вечного бонда, социального бонда, социального структурного бонда, выпуски «зеленых» облигаций г. Москвой. Агентство усилило компетенции в направлении ESG. В нашем штате появились профессиональные экологи, а также ESG-специалисты с широким международным опытом. Так что сейчас мы полностью готовы к реализации проектов в сфере устойчивого развития любой сложности.

В сфере устойчивого развития в России сейчас наблюдается огромный информационный голод. Поэтому мы поддерживаем эмитентов уже с нулевого этапа — объясняя специфику требований, которые приняты в сфере ESG-инвестирования, помогая отбирать проекты. Аналитическая дочерняя компания агентства, «Эксперт Бизнес Решения», помогает клиентам с ESG-трансформацией: разрабатывает регламентную базу, дорожные карты организационных изменений, обучает сотрудников. Итоговый продукт «Эксперт РА» — рейтинг ESG или верификация выпуска — это лишь видимая вершина огромного совместного труда агентства и эмитентов.

— Как пандемия коронавируса сказалась на вашей работе?

— Пандемию мы прошли достаточно уверенно и без каких-либо накладок. Напомню, что в будущем году агентству исполнится 25 лет. За это время мы пережили достаточное количество «штормов» в экономике, и у нас было время отстроить бизнес-процессы и IT-системы под любые возможные кризисы, так как мы обязаны неукоснительно соблюдать качество и непрерывность рейтингового процесса.

В сфере устойчивого развития в России сейчас наблюдается огромный информационный голод. Поэтому мы поддерживаем эмитентов уже с нулевого этапа