Максим ЧЕРНЕГА,
руководитель направления DCM департамента корпоративных финансов, ИК «Фридом Финанс»

Дмитрий АЛЕКСАНДРОВ,
управляющий партнер, ИК «Иволга Капитал»

Рост продолжится, но бурного развития не увидим

Последние 3 года рынок облигаций сегмента МСП показывал бурный рост. Способствовали этому и поддержка со стороны государства, и розничный бум, и в целом повышение интереса к долговым бумагам как со стороны инвесторов, так и со стороны потенциальных эмитентов. Недавно Московская биржа отчиталась за первое полугодие 2021 года, по итогам которого в «Секторе роста» было выпущено облигаций больше, чем за весь 2020-й. Между тем будущее рынка неочевидно: количество компаний, имеющих возможность выпустить облигации, ограниченно; сразу два дефолта, случившиеся в первой половине 2021 года, могут снизить интерес инвесторов к рискованным бумагам; негативно могут сказаться и новые ограничительные меры, вводимые Центробанком. Что ждет рынок капиталов для МСП — этот вопрос эксперты индустрии обсудили в рамках круглого стола, организованного Cbonds Review.

КАК ВЫ ОЦЕНИВАЕТЕ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ МСП В РОССИИ НА СЕГОДНЯШНИЙ ДЕНЬ?

Наталья Виноградова

— Четкого определения, что такое «рынок облигаций МСП», нет. На мой взгляд, можно считать, что рынок облигаций МСП в настоящее время представлен двумя частично пересекающимися секторами. Это облигации, включенные в «Сектор роста» Московской биржи (в настоящее время это облигации около 40 эмитентов малой и средней капитализации), соответствующие определенным требованиям (наличие рейтинга или поддержки от институтов развития, в том числе МСП, сроком существования не менее 3 лет, предельными объемами выручки и т. д.), и так называемый сектор ВДО, куда, конечно, входят эмитенты из «Сектора роста», но также входят и небольшие компании, которые пока не могут соответствовать этим требованиям, но готовы заплатить за повышенный риск, предлагая повышенную доходность своим инвесторам (как правило, это физические лица). В общем объеме размещений облигации МСП занимают ничтожно малую часть рынка, что связано и с объективно небольшими потребностями в объемах выпусков, и с достаточно сложным процессом выхода на рынок таких эмитентов.

Круглый стол МСП

Роман ЕФИМОВ,
исполнительный директор по рынкам долгового капитала, Финансовое ателье GrottBjorn

Наталья ВИНОГРАДОВА,
заместитель руководителя департамента рынков долгового капитала, BCS Global Markets

Дмитрий Александров

— До недавнего времени сегмент облигаций МСП был одним из самых динамично развивающихся среди всех долговых инструментов до 2020 года. По моим оценкам, он может достичь 10 млрд рублей по итогам 2021 года, или около 25% всего сегмента ВДО (высокодоходные облигации). Однако изменения в регулировании, а также пандемия коронавируса привели к тренду на укрупнение эмитентов ВДО. С одной стороны, риски малого бизнеса на фоне локдауна, несомненно, возросли. Мы уже стали свидетелями двух дефолтов МСП за последний год («Каскад» и «Дядя Денер»), а 2021 и 2022 годы, скорее всего, принесут кратно больше проблемных историй. С другой стороны, профиль инвестора тоже изменился. Появляются первые институционалы, частные инвесторы тоже готовы инвестировать большие суммы, а значит, повысились и требования к ликвидности и, как следствие, к объемам выпусков. Скорее всего, рынок облигаций МСП продолжит медленный рост, но в 2021 году и далее мы, скорее всего, не увидим бурного развития.

Роман Ефимов

— Если мы говорим о рынке облигаций МСП как о едином целом, то налицо этап активного роста.

На текущий момент все больше компаний сектора МСП рассматривают рынок ВДО как альтернативный источник привлечения капитала. Способствуют этому и наполнение рынка частными инвесторами с их аппетитами к доходностям, и общее увеличение интереса. Вместе с этим появился запрос на единое информационное пространство, которое позволит объединить интересы потенциальных эмитентов и частных инвесторов. Формирование такого пространства мы и можем наблюдать на данный момент. На рынке увеличивается значение профильных организаторов, так как только специализированный организатор может сопоставить интересы эмитентов и инвесторов и выстроить их взаимоотношения так, чтобы обе стороны получили желаемый результат.

Немаловажную роль в росте сектора облигаций МСП играет информационное поле, формирующееся вокруг него. Политика бондаризации, которую продвигает регулятор и организаторы, позволяет большему количеству компаний рассмотреть возможности выхода на рынок публичного долга.

При этом большое количество эмитентов неизбежно приводит к увеличению уровня средних рисков.

Максим Чернега

— Несмотря на большой пройденный путь и определенные успехи, у рынка облигаций МСП еще все впереди. При сохранении текущих норм регулирования сегмент небольших эмитентов сможет органически развиваться дальше.

В общем объеме размещений облигации МСП занимают ничтожно малую часть рынка — это связано и с небольшими потребностями, и со сложным процессом выхода на рынок

КАК ПАНДЕМИЯ COVID-19 ПОВЛИЯЛА НА ЭТОТ РЫНОК В ОБЩЕЙ ПЕРСПЕКТИВЕ — В НАЧАЛЕ ПАНДЕМИИ И СЕЙЧАС? МОЖНО ЛИ СКАЗАТЬ, ЧТО РЫНОК АДАПТИРОВАЛСЯ К НОВЫМ УСЛОВИЯМ?

Роман Ефимов

— По моим ощущениям, пандемия не оказала большого влияния на рынок. За первое полугодие 2019-го, допандемийного, года было 24 выпуска ВДО на сумму 25 млрд рублей. При этом надо учесть, что 14 млрд рублей из них приходилось на три выпуска. За тот же период 2020 года было 27 выпусков ВДО на сумму 30 млрд рублей. А за первое полугодие 2021-го на рынке ВДО произошло 43 выпуска на общую сумму 60 млрд рублей (без учета эмиссий коммерческих облигаций).

Рынок в промежутке 2019-го — 1-й половины 2021 года находился в стадии роста. Темпы роста, потерянные в 2020-м, он компенсировал объемами выпусков в 2021-м. Причем рост количества эмиссий говорит об увеличении количества МСП в общей структуре ВДО.

Максим Чернега

— Фондовый рынок адаптировался практически мгновенно, инфраструктура была в целом готова к работе в новых условиях. Если же говорить о динамике отдельных ценных бумаг, то она напрямую зависела от отраслевой принадлежности эмитентов. Отдельные сектора понесли большие потери во время общего спада на рынках, для каких-то компаний фактор пандемии оказался нейтральным, немалая часть компаний, особенно связанных с онлайн-технологиями, вошла в число бенефициаров.

Дмитрий Александров

— Пандемия, а если быть точным, то локдаун и снижение доходов населения однозначно сильно изменили жизнь МСП. Очевидно, в наибольшей мере пострадали эмитенты из торговой недвижимости, ретейлеры и общепит. Однако весь бизнес, вне зависимости от сегмента, был вынужден перестроиться под снижение доходности и возросшую неопределенность. К сожалению, не все смогли это сделать: с момента начала пандемии мы видели несколько ОСВО в сегменте ВДО, и к сегодняшнему дню есть два полноценных дефолта. На мой взгляд, рынок до сих пор в полной мере не отыграл возросшие риски сегмента, и в 2022 году мы увидим кратный рост дефолтов на рынке. С другой стороны, произошла адаптация с точки зрения размера эмитентов: в сегменте ВДО наметилось явное движение если не в сторону крупного бизнеса, то как минимум к укрупнению эмитентов. Также пандемия ускорила внедрение рейтингов в сегмент: наличие кредитного рейтинга теперь встречается намного чаще среди МСП-эмитентов, что тоже можно считать шагом в сторону зрелости рынка.

Наталья Виноградова

— Я считаю, что рынок уже адаптировался к текущей ситуации. Конечно, в начале пандемии у компаний любого масштаба была некоторая растерянность и даже шок. Но, пожалуй, небольшие масштабы бизнеса позволяют даже быстрее реагировать на подобные вызовы. Кроме того, большинство наших эмитентов из сектора МСП — это лучшие в своих нишах компании, часто с 15–20-летней историей существования, опытом прохождения не одного кризиса. Их услуги и продукция востребованы в любых макроэкономических условиях, опыт собственников и менеджмента, связи с поставщиками и подрядчиками позволяют решать сложнейшие задачи и выживать в самых трудных условиях.

КАКИЕ ФАКТОРЫ НА ДАННЫЙ МОМЕНТ МЕШАЮТ РАЗВИТИЮ РЫНКА КАПИТАЛА ДЛЯ МСП?

Максим Чернега

— Сложности связаны прежде всего с тем, что средние и малые компании нуждаются в особых регуляторных правилах, отличающихся от тех, которые действуют в отношении крупных игроков. На сегодня некоторые компании, представляющие сектор МСП, не могут себе позволить выйти на открытый рынок из-за высоких регуляторных, временных, кадровых и финансовых затрат на выпуск собственных облигаций.

Дмитрий Александров

— Наибольший отсев происходит на этапе прохождения кредитного анализа со стороны организаторов и Биржи. К сожалению, в среднем предприятия МСП не обладают достаточной надежностью, чтобы стать публичными. Немаловажную роль играет и ограниченность площадок размещения облигаций, однако я вижу тенденцию к появлению конкуренции в этом сегменте среди организаторов торговли. Если говорить более широко и затронуть в том числе и рынки долевого капитала, основным ограничением становится размер бизнеса. На рынке акций принципиально важна ликвидность, а небольшие предприятия не могут ее обеспечить. Без ликвидности открывается слишком большой простор для манипуляций.

Наверное, основным ограничителем выступает размер бизнеса — связанные с размером компании риски, небольшой объем размещений. Несмотря на демократизацию листинговых процедур, Биржа все же является площадкой для относительно крупных и зрелых компаний.

Роман Ефимов

— Основной барьер, который рынку предстоит преодолеть в ближайшее время, — отсутствие единых прозрачных моделей входа.

С чем сейчас сталкивается рынок. ВДО вроде как неквалифицированным инвесторам покупать нельзя, но с отдельными оговорками можно. А если и нельзя, то после тестирования можно. Эмитенты формально выпустить бумаги могут, фактически — это не самое простое мероприятие.

Вообще с сегментом МСП все всегда сложнее, чем с крупным бизнесом. Здесь и узкие направления, и разветвленные неконсолидированные ветки процессов, и непрозрачная политика корпоративного управления. Во все это нужно вникать организатору, если он хочет привести финансово устойчивых эмитентов, интересных рынку.

Еще одним фактором, препятствующим активному развитию рынка, является отсутствие отдельной методологии рейтингования субъектов МСП. Совершенно неверно оценивать по одним и тем же метрикам эмитентов с государственным участием и (или) большой капитализацией, и Корпорацию МСП, занимающую уверенное положение в рамках своего узкого направления деятельности.

Вместе с тем активно развивается направление независимой оценки эмитентов внутри сообщества инвесторов. Отсюда возникает интересная тенденция: частный инвестор обращает внимание и на такую оценку, поскольку методы независимого исследования часто «ближе к земле».

Наталья Виноградова

— Мы часто говорим, что не хватает мер поддержки. Однако я считаю, что на государственном уровне, в том числе институтами развития (Корпорация МСП, РФПИ и др.), Центральным банком и Московской биржей, делается очень многое. Но этими инструментами нужно уметь, захотеть воспользоваться. Далеко не всегда небольшая компания обладает для этого необходимыми ресурсами. И наша задача как организатора, конечно, помочь в этом.

АНТИКРИЗИСНАЯ ПОДДЕРЖКА ЭМИТЕНТОВ СО СТОРОНЫ ГОСУДАРСТВА (СУБСИДИРОВАНИЯ, ПОРУЧИТЕЛЬСТВА И ПР.) ОКАЗАЛА СУЩЕСТВЕННОЕ ВЛИЯНИЕ НА РЫНОК? МОЖНО ЛИ СКАЗАТЬ, ЧТО ЭТИ МЕРЫ СТИМУЛИРОВАЛИ РОСТ РЫНКА?

Максим Чернега

— Отмечу позитивный для сектора эффект от субсидирования ставки купона, возмещения части затрат на организацию выпуска и участия Банка МСП в качестве якорного инвестора. В то же время рынок должен развиваться независимо от перечисленных или иных мер поддержки. Количество эмитентов, представляющих МСП и действующих независимо от институтов поддержки, наглядно демонстрирует работоспособность долговых инструментов открытого рынка.

Наталья Виноградова

— Безусловно, эти меры способствовали стабилизации ситуации. Но гораздо важнее, как показывает наш опыт, оказалась способность эмитентов, их кредиторов, клиентов, партнеров идти навстречу друг другу, договариваться — именно совместные усилия в итоге помогли нашим эмитентам пережить трудное время и многим даже качественно вырасти и укрепить свои позиции.

Дмитрий Александров

— Далеко не все меры оказались действенными для реального бизнеса. По моим наблюдениям, реальными бенефициарами поддержки стали крупные (зачастую системно значимые) предприятия, которые получили субсидируемые кредиты. Малые же предприятия, как правило, решали свои сложности самостоятельно. Параллельно с этим нельзя сказать, что институты поддержки МСП в части размещения облигаций активно участвовали в размещениях 2020 года. В частности, к сожалению, ни одной гарантии от Корпорации МСП не было выдано с момента инициации программы. Меры поддержки необходимо доработать, чтобы реально стимулировать рынок.

Роман Ефимов

— Исходя из статистики объемов выпуска эмитентов, подходящих под параметры участия в субсидиарных программах, можно сделать вывод, что основным источником получения поддержки для эмитентов МСП остается «Сектор роста».

Несомненно, возможность участия в данной программе стимулирует эмитентов выходить на публичный долговой рынок. Однако последние ужесточения условий входа делают всю эту процедуру не всегда финансово целесообразной. Введение обязательного рейтингования для получения компенсации части затрат на эмиссию фактически перерастает в покрытие затрат на получение рейтинга. А стоимость получения кредитного рейтинга не коррелирует с объемами выпусков, которые зачастую невелики для дебютантов на этом рынке.

Количество эмитентов МСП, действующих независимо от институтов поддержки, демонстрирует работоспособность долговых инструментов открытого рынка

ВОЗМОЖНО, ТРЕБУЮТСЯ ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ МЕРЫ ПОДДЕРЖКИ РЫНКА, ЗАКОНОДАТЕЛЬНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ, КОТОРЫЕ ПОСПОСОБСТВУЮТ РАЗВИТИЮ ДОЛГОВОГО РЫНКА МСП?

Дмитрий Александров

— На мой взгляд, основным фактором является общий прицел на развитие и обеление МСП. Только крупнейшие представители сегмента должны иметь возможность выхода на публичный рынок, а именно малые предприятия сперва должны пройти через банковское кредитование, создание качественного корпоративного управления и в целом подготовиться к публичности. Наверное, основной предметной поддержкой может стать повышение финансовой грамотности среди собственников и руководителей предприятий, чтобы у будущих эмитентов правильно формировалось целеполагание в вопросах финансирования.

Наталья Виноградова

— Уже сейчас действует целый ряд мер поддержки (это и субсидии, и компенсации эмитентам МСП, предусмотренные Постановлением Правительства от 30 декабря 2020 года № 2374), помимо субсидирования частичной компенсации по выплатам купонного дохода, в частности, частично компенсируются затраты на услуги организатора и на получение рейтинга. Главное, чтобы предоставление этой поддержки было эффективным — быстрым и без излишней бюрократии. Я думаю, развитию рынка также будет способствовать более активное участие в размещениях Корпорации МСП (и как гаранта, и как якорного инвестора).

Роман Ефимов

— Мер поддержки достаточно, нужно эти до конца реализовать: переработать концепцию поручительства Корпорации МСП и увеличить прозрачность требований к их получению.

Альтернативным способом поддержки будет введение отдельного порядка оценки эмитентов сектора МСП. Это позволит новым инвесторам с большим пониманием подходить к оценке потенциала инвестиций и, как следствие, должно способствовать привлечению большего объема капитала на этот рынок.

Максим Чернега

— До 31 декабря 2020 года существовала эффективная мера поддержки, которая была описана в ст. 214.2 НК РФ и предполагала освобождение от НФДЛ купонного дохода от облигаций в пределах лимита «ключевая ставка плюс пять процентных пунктов». Возврат этой нормы мог бы положительно повлиять на рынок облигаций МСП, на котором большая часть инвесторов — это физические лица. В целом я вижу большие перспективы для новых мер непрямой поддержки через налоговые льготы для эмитентов облигаций и инвесторов в облигации.

МОЖНО ЛИ СФОРМИРОВАТЬ ЕДИНЫЙ ПОРТРЕТ МСП-ЭМИТЕНТОВ ИЛИ КАК-ТО ИХ ТИПИЗИРОВАТЬ (СЕКТОР ЭКОНОМИКИ, РАЗМЕР БИЗНЕСА И ПР.)?

Максим Чернега

— Привлекательность рынка облигаций как раз и состоит в его разнообразии. Даже эмитенты, представляющие одну и ту же отрасль, часто не похожи друг на друга. Например, если внимательно проанализировать бизнесы МФО или лизинговых компаний, переживающих сегодня бум размещений, выяснится, что различий между ними зачастую больше, чем сходств.

Наталья Виноградова

— Я могу описать портрет МСП-эмитентов, с которыми работаем мы. Наша бизнес-модель предусматривает только рыночные размещения, в которых мы участвуем, во-первых, с собственным лимитом, во-вторых, с ограниченным сроком удержания облигаций на позиции с момента размещения. То есть, с одной стороны, мы должны получить лимит на вложения в облигации, с другой стороны, должны понимать, что эти облигации будут интересны рынку. Таким образом, у нас естественно сформировались базовые требования к эмитентам, которые практически гарантируют нам успешное и для эмитента, и для инвесторов, и для организаторов размещение. Наш целевой эмитент — это компания среднего размера, часто региональная, лидер в своей отрасли в регионе присутствия, с устойчивым кредитным качеством. Компания, готовая к прозрачности и в части структуры собственников, и в части раскрытия информации, с ясной стратегией и перспективами развития бизнеса. Компания, которая выходит на рынок надолго, готовая на этапе дебюта к существенным вложениям — временным, материальным, человеческих ресурсов.

Дмитрий Александров

— На сегодняшний день мы видим тенденцию к укрупнению эмитентов в сегменте МСП. В первую очередь это связано с риск-профилем облигации: этот инструмент в классическом виде не подразумевает залогов и жесткого контроля за заемщиком, а значит, формирует высокие требования к надежности компании. У небольших компаний, как правило, есть и некредитные риски: риск первого лица, налоговые риски, кассовые разрывы. С ростом бизнеса, как правило, эти риски ослабевают, и на сегодняшний день благодаря этому на рынке сформировалась тенденция к укрупнению эмитентов. С точки зрения сектора уровень ставок сам накладывает ограничения: высокий уровень купонного дохода позволяет только высокомаржинальным (или рентабельным по ROIC) компаниям выходить на рынок. Отсюда в том числе мы видим много финансовых компаний (лизинги, МФО) и девелоперов на рынке, а промышленные представители МСП, наоборот, достаточно редко проделывают путь до публичности.

Роман Ефимов

— Мы как организатор, специализирующийся именно на выпусках эмитентов сегмента МСП+, с уверенностью можем сказать, что типизировать или подводить под одни рамки эмитентов МСП — очень опасное занятие.

МСП разнообразен, что, с одной стороны, хорошо для рынка, но с другой — каждый такой бизнес имеет свою изюминку. Ее нужно находить и разбирать ее влияние на финансовую устойчивость компании в целом, а формирование единых метрик может убрать ее из общей картины.

Часто бывает, что при сравнении бизнеса эмитентов даже с ближайшими конкурентами невозможно найти на сто процентов работающие модели оценки. Что же говорить о единых мерах для всего сектора?!

КАКОВА СТРУКТУРА ИНВЕСТОРОВ В БУМАГИ МСП, КТО ВКЛАДЫВАЕТСЯ В ЭТИ БУМАГИ?

Максим Чернега

— В облигации МСП преимущественно инвестируют физические лица. Именно их активный приток на фондовый рынок и сделал существование данного сегмента возможным.

Наталья Виноградова

— Часто малый размер эмитента существенно влияет на уровень рейтинга, что, в свою очередь, ограничивает участие в размещениях институциональных инвесторов. Таким образом, на этапе первичного размещения основными инвесторами выступают физические лица, организаторы, якорным инвестором может быть Корпорация МСП.

Дмитрий Александров

— Основные покупатели таких облигаций — состоятельные физические лица. Если говорить в цифрах, это более 90% спроса. Такие инвесторы по умолчанию являются квалифицированными, учитывая объем средств, вкладываемый ими в ценные бумаги, их средняя заявка на первичном размещении — от 500 тыс. до 1 млн рублей, в зависимости от объема размещения.

На рынок начинают приходить и институциональные инвесторы. Первые покупки от банков мы видели еще в начале 2020 года, но тогда пандемия на достаточно длительное время охладила интерес профессиональных инвесторов к риску. Сейчас же мы видим новую волну спроса со стороны банков, а также зарождающуюся инфраструктуру фондов, специализирующихся на сегменте. Мосбиржа уже представила несколько индексов, которые включают в себя облигации МСП, так что уже в ближайшее время я ожидаю рост спроса со стороны управляющих компаний.

Роман Ефимов

— Уже много исследований рынка проведено на эту тему, и все сводятся к одному — до 100% общего объема выпуска приходится на частных инвесторов. Причем подавляющая часть сконцентрирована в руках крупных частных инвесторов. Институциональные инвесторы не сильно интересуются этим направлением в связи с рядом факторов, а объем капитала у частных инвесторов в рамках рынка ВДО на текущий момент может закрыть потребности сектора МСП.

Институциональные инвесторы не сильно интересуются бумагами МСП, а объем капитала у частных инвесторов на текущий момент может закрыть потребности сектора МСП

С КАКИМИ СЛОЖНОСТЯМИ ОБЫЧНО СТАЛКИВАЮТСЯ КОМПАНИИ, КОТОРЫЕ ХОТЯТ ВЫЙТИ НА РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ? КАК ИХ ПРЕОДОЛЕТЬ?

Дмитрий Александров

— Выход на публичный рынок не несет в себе значительных технических сложностей. Для любой компании, которая научилась работать с банками, путь будет понятным. Также нужно пройти комитет в инвестиционном банке и на бирже, нужно подключиться к личным кабинетам и подготовить документы (мы, например, сопровождаем своих клиентов в этой подготовке и в общении с инфраструктурой). В целом это четкий план-график с понятными шагами, что не должно вызывать проблем. Сложность лежит скорее в психологическом русле. Если компания хочет занимать дешево и прогнозируемо, критически важно выстроить IR (связи с инвесторами). Быть открытым выгодно. За счет создания периодических отчетов об операционных результатах, публикации МСФО и промежуточных отчетностей, поддержания информационной активности и прямого общения с инвесторами можно снизить стоимость собственного долга более чем на 1% годовых, даже без роста формального кредитного качества. Поэтому мой совет

для будущих эмитентов простой: не бойтесь своих успехов, говорите о них и будьте открытыми. Чем больше преемственной информации о вашем бизнесе — тем лучше. И что наиболее важно, по совокупности факторов снижает расходы на долг.

Максим Чернега

— Компании должны соблюдать достаточно жесткие регуляторные требования. Перед будущим эмитентом встает задача трансформировать бизнес-процессы, в том числе в сторону большей прозрачности. Нужно добиваться получения рейтинга, предоставлять аудированную отчетность, создавать соответствующую инфраструктуру.

Наталья Виноградова

— Основная сложность, по моему мнению, как ни странно, — смена «менталитета». Принятие необходимости изменений в структуре компании (группе компаний), в системе управления, появления новых обязательств по раскрытию информации, другого уровня составления отчетности. Компания должна быть готова контактировать с многочисленными субъектами фондового рынка — биржей, рейтинговыми агентствами, инвесторами, организаторами. Также нужно отказаться от мысли, что вход на рынок облигаций — это просто, быстро и дешево. Это серьезная инвестиция прежде всего в будущие возможности привлечения финансирования — действительно, проще, быстрее и дешевле других инструментов.

Роман Ефимов

— Основная сложность в переосмыслении возможностей по привлечению капитала. МСП-сектор часто думает, что это инструмент не для них. И в целом рынок сам отлично борется с этим фактором. Есть отличные примеры по привлечению капитала МСП-сектором.

Из первой проблемы вытекает вторая, не менее важная, — принятие публичности.

Эмитент должен понять, какие обязательства, помимо своевременного исполнения обязательств, накладывает на него выход на рынок публичного долга, принять факт того, что он, как представитель МСП-сегмента, должен быть открыт инвесторам. Должно прийти осознание того, что выстраивание долгосрочных отношений и репутации на этом рынке — залог успешного привлечения финансирования в будущем. И здесь в рамках дебютных выпусков огромную роль играет организатор, который может показать пользу эмиссии облигаций для долгосрочного развития бизнеса.

А дальше начинается процедура «доказательства» качества эмитента, и здесь — свои нюансы: нет единого стандарта оценки, что влечет за собой отсутствие уверенности в прохождении процедур анализа даже у устойчивых небольших эмитентов. Преодолеть эту проблему проще, чем кажется: дать инвесторам самостоятельно решать — риск инвестирования в какого эмитента они готовы брать на себя. Им в этом способны помочь рейтинговые заключения, мнения независимых аналитиков и репутация организаторов. А вот введение дополнительных процедур оценки, возможно, и помогает рынку избавиться от вероятных «некачественных» эмитентов, но делает правила выхода непрозрачными для всего рынка МСП-эмитентов.

ПО КАКИМ КРИТЕРИЯМ ВЫ ОПРЕДЕЛЯЕТЕ, ЧТО КОМПАНИЯ ГОТОВА К ВЫПУСКУ ОБЛИГАЦИЙ?

Максим Чернега

— Критерии условно можно разделить на три блока:

- финансовые: готовность эмитента расплатиться по своим долгам;
- юридические: чистота деловой репутации и прозрачность бизнеса эмитента;
- психологические: адекватность восприятия эмитентом сути такого инструмента, как облигации.

Конкретные критерии разглашению не подлежат, но в целом ИК «Фридом Финанс» руководствуется условиями, которые сформулированы Банком России и организаторами торговли, предъявляя к своим эмитентам дополнительные требования.

Наталья Виноградова

— В первую очередь — это наличие у компании понимания, зачем это ей нужно, и готовность серьезно вложиться в этот процесс на начальном этапе. Убеждена, что не каждой компании нужно выпускать облигации, и не боюсь сказать это потенциальным эмитентам.

Роман Ефимов

— Нет единых критериев. Погружаясь в оценку бизнеса потенциальных эмитентов, мы выносим решение, исходя из картины в целом, основываясь на информации, полученной на всех этапах оценки.

Организатор, выводя эмитента на рынок, вместе с ним ставит на кон одну из главных вещей, которая у него есть, — репутацию. Поэтому для нас важно, чтобы эмитент занимал устойчивую позицию в рамках своей сферы деятельности и имел все возможности по обслуживанию своих обязательств.

Мы понимаем, что бизнес эмитентов сегмента МСП статистически менее стабилен, нежели крупный бизнес. Вместе с тем это компенсируется повышенной платой за риск. Поэтому вне зависимости от того, что за эмитент выходит на рынок и кто у него организатор, инвестору надо помнить, что риск есть риск, и надо быть готовым к разному развитию событий.

Дмитрий Александров

— В сегменте МСП критически важен полноценный анализ рисков. Мы работаем с полным перечнем банковского ПО для анализа и мониторинга наших клиентов, проверяя данные будущего эмитента по доступным базам. Отдельно мы выделяем критические риски: налоговые, регуляторные, арбитражные, риски аварий — это те потенциальные проблемы, которые могут внезапно привести к дефолту, то есть абсолютно неприемлемые для нас риски. Также мы должны четко понимать финансовую модель развития бизнеса, к чему он должен прийти. Но помимо чисто числовых параметров мы смотрим и на более общие вопросы: насколько собственники заинтересованы в развитии бизнеса, как будет развиваться рынок дебютанта, какие у него есть конкурентные преимущества. Кстати, последнее является ключевым вопросом для нас, потому как помогает ответить на вопрос, почему наш будущий клиент не будет побежден крупным ресурсным игроком. Для нас также важна прозрачность компании и готовность поддерживать постоянную коммуникацию с рынком.

ЕСЛИ НЕ СЕКРЕТ, КАКАЯ ДОЛЯ КОМПАНИЙ, КОТОРЫЕ ОБРАЩАЮТСЯ К ВАМ ЗА ЭКСПЕРТИЗОЙ, ДОХОДИТ ДО РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ?

Роман Ефимов

— Меньше 1%, если рассматривать всю воронку продаж.

Очень много компаний, которые хоть и хотят выйти на этот рынок, но не готовы по тем или иным причинам: формальные требования, стабильность денежных потоков, высокая долговая нагрузка и т. п.

Часть уходит в процессе углубленного изучения их бизнес-процессов, так как не готова раскрывать отдельную информацию о себе, раскрытие которой будет важно для инвесторов, но по каким-то причинам может, по мнению эмитента, навредить его бизнесу.

Часть не доходит до логического конца, так как теряется интерес в процессе подготовки.

Максим Чернега

— В лучшем случае одна из пятнадцати. Некоторые не готовы к этому в аспекте финансов, некоторым приходится отказывать в сотрудничестве из-за большой неопределенности в отношении перспектив их бизнеса, а есть и такие компании, которым, как выясняется в процессе предварительных переговоров, просто нужны другие инструменты финансирования, а не выпуск собственных облигаций.

Наталья Виноградова

— Примерно одна из девяти-десяти компаний, которые к нам обращаются, доходит до размещения облигаций.

Дмитрий Александров

— Мы не ведем отдельно статистику по МСП, есть только цифры по сегменту ВДО в целом. Там порядка 20% компаний доходит непосредственно до размещения, остальные кейсы отсекаются на этапе анализа. Процент успешных кейсов для МСП, скорее всего, несколько ниже. Зато после прохождения анализа практически все компании доходят непосредственно до размещения, что, собственно, и показывает основной фильтр для дебютантов на рынке.

Очень много компаний, которые хоть и хотят выйти на этот рынок, но не готовы по тем или иным причинам: формальные требования, стабильность денежных потоков, высокая долговая нагрузка и т. п.

СЕЙЧАС В ПЕРВИЧНОМ РАЗМЕЩЕНИИ ОБЛИГАЦИЙ МСП ПРИНИМАЕТ УЧАСТИЕ БОЛЬШОЕ КОЛИЧЕСТВО ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ. КАК НА АКТИВНОСТЬ ПОВЛИЯЕТ ВНЕДРЕНИЕ ЦБ МИНИМАЛЬНОГО РЕЙТИНГА ДЛЯ ИНВЕСТИЦИЙ ФИЗЛИЦ? ГДЕ ВЫ БУДЕТЕ ИСКАТЬ ИНВЕСТОРОВ В ОБЛИГАЦИИ С БОЛЕЕ НИЗКИМ РЕЙТИНГОМ?

Максим Чернега

— Опыт ИК «Фридом Финанс» в отношении размещения ценных бумаг, предназначенных только для квалифицированных инвесторов, свидетельствует о незначительном снижении спроса в таких выпусках. Многие частные инвесторы, активно работающие с облигациями МСП, на момент введения отсечки по рейтингу уже получили статус квалифицированных. Считаем, что в ближайшее время количество квалинвесторов продолжит расти, поэтому требование к рейтингу эмитентов не окажет существенного влияния на состояние долгового рынка.

Роман Ефимов

— Мы не считаем, что данные инициативы ЦБ существенно повлияют на рынок. Конечно, в настоящее время мы видим некое затишье, однако, когда система тестирования заработает, все частные инвесторы быстро выполнят все формальные требования и инвесторская база восстановится естественным образом.

Кроме того, как уже говорилось: инвесторская основа рынка эмитентов МСП — крупные частные инвесторы, которые в основном являются квалифицированными инвесторами, и на них новое законодательство никак не влияет.

Наталья Виноградова

— Я не думаю, что для нашей компании введение порога для неквалифицированных инвесторов сильно повлияет на активность (успешность) размещений. Большинство наших размещений приходится на компании с рейтингом BBB+ и выше. Уровни ниже имеют, как правило, как раз эмитенты из сектора МСП, компании-дебютанты с пока еще небольшими потребностями в объемах заимствований, то есть это по объему небольшая доля рынка. И для таких размещений доходность решает. Физические лица, которые хотят получать повышенную доходность, квалифицируются, если уже не квалифицировались.

Дмитрий Александров

— На сегодняшний день мы работаем преимущественно в сегменте облигаций с рейтингами менее BBB+. При этом важно понимать, что ограничения ЦБ не просто касаются частных инвесторов, а запрещают инвестировать в низкорейтинговые бумаги неквалифицированным инвесторам. Мы поддерживаем этот шаг Центробанка, так как, к сожалению, инвесторы, которые пришли на фондовый рынок из банковских депозитов, воспринимают облигации как депозит с высокой ставкой. Это в корне неверный подход, и без дополнительных ограничений сегмента дефолты могут привести к глубокому разочарованию в рынке.

Со своей стороны мы начали вводить ограничения на покупку неквалифицированными инвесторами еще с начала 2020 года. Тогда мы поставили

минимальную заявку на первичном размещении на уровне 300 тыс. рублей, что с учетом диверсификации автоматически отсекало инвесторов с активами менее 6 млн рублей. К концу 2020 года мы стали крупнейшим инвестбанком для МФО, а со стороны Банка России ограничения на квалификацию были введены ранее. Таким образом, к моменту принятия законодательства фактически вся инвесторская база имела возможность инвестирования в бумаги с любым рейтингом.

С другой стороны, недавнее исследование ЦБ показало, что на 5% всех счетов инвесторов-физлиц приходится 95% денежных средств, инвестированных физическими лицами в ценные бумаги. Очевидно, что эти 5% — квалифицированные инвесторы. Эта статистика подтверждается и в нашей компании: переход к размещению ценных бумаг исключительно среди квалифицированных инверторов не дал снижения спроса или ликвидности облигаций.

В КАКИХ ОТРАСЛЯХ ВЫ ВИДИТЕ ПОТЕНЦИАЛ ДЛЯ ВЫХОДА НА РЫНОК НОВЫХ ЭМИТЕНТОВ?

Наталья Виноградова

— По-прежнему это девелопмент, лизинг, региональные производственные компании с востребованной продукцией и потенциалом роста.

Дмитрий Александров

— 2021 год стал годом МФО — этот сегмент показал наибольший рост. По моим прогнозам, сегмент может достигнуть 7 млрд рублей, то есть рост по отношению к 2020 году будет более чем в 4.5 раза. Однако, скорее всего, сегмент выйдет на плато по итогам этого года и дальше будет прирастать органически. Зато новый бум может испытать сегмент девелопмента: льготная ипотека и меры стимулирования покупки недвижимости сформировали для строителей крайне удачный рынок и видение перспектив. Довольно много компаний смогло кратно прирасти за 2020 год, и мы уже видим целый ряд девелоперов, стремящихся на рынок. Отдельно хотел бы отметить, что степень осознанности приходящих компаний продолжает расти: будущие эмитенты понимают необходимость внедрения МСФО, готовы рейтинговаться и общаться с инвесторами.

Максим Чернега

— Представители любой отрасли являются потенциальными эмитентами облигаций. Естественно, всегда есть место трендам, своеобразной рыночной моде. Например, сейчас большинство новых размещений проводят МФО, лизинговые компании и сельскохозяйственные предприятия. Далее нас, возможно, ждет бум размещений представителей ретейла, фармацевтики и технологических отраслей.

2021 год стал годом МФО — этот сегмент показал наибольший рост, и может достигнуть 7 млрд рублей — рост по отношению к 2020 году будет более чем в 4.5 раза

Роман Ефимов

— Во всех! Как организатор мы работаем с разными направлениями МСП-бизнеса. В рамках нашего опыта есть и сельхозпредприятия, и производственные компании, и организации из сферы услуг. И все это успешный опыт, поэтому говорить о каких-то отдельных отраслях — это ограничивать себя и инвесторов в интересных эмитентах.

КАКОВ ВАШ ПРОГНОЗ РАЗВИТИЯ РЫНКА КАПИТАЛА ДЛЯ МСП НА 2021 ГОД?

Дмитрий Александров

— Возьму на себя смелость не согласиться с прогнозами Центробанка в части рынка капитала: несмотря на развитие рынка IPO в целом, я не вижу перспектив для компаний МСП в части размещения акций. Малые капитализации и слабое корпоративное управление создают благоприятную почву для манипулирования и мошенничества, соответственно, я не вижу спроса на такие бумаги. В части же облигаций мы скорее увидим увядание рынка МСП и развитие рынка ВДО за счет появления более крупных эмитентов. В целом тенденция здоровая: если обратиться к практике США, ВДО — это не про малый бизнес (он как раз кредитуется в банках и краудлендинге), а про Netflix и Tesla, и российский рынок сейчас тоже на этом пути.

Наталья Виноградова

— Я не думаю, что можно ожидать взрывного роста. Выход на облигационный рынок — это достаточно трудоемкий и по времени, и по затратам процесс, как я уже говорила, особенно для компаний МСП. Он требует определенной «зрелости» собственников и менеджмента. Не многие к этому готовы.

Максим Чернега

— Если регуляторная нагрузка не увеличится, ожидаем сохранения темпов роста сектора МСП в 1.5–2 раза за счет прихода новых эмитентов. Вместе с тем экономика вошла в период повышения процентных ставок. Это означает, что многие потенциальные эмитенты МСП могут столкнуться с определенными трудностями. Кроме того, усилится конкуренция за деньги инвесторов среди кредитных организаций. Впрочем, вряд ли отток будет слишком большим, ведь многие инвесторы уже по достоинству оценили преимущества фондового рынка, а вот приток новых денег может снизиться.

Роман Ефимов

— Многие эмитенты МСП постарались разместиться в первой половине года, поэтому мы ожидаем затишье в III квартале. Все организаторы будут готовить МСП-эмитентов к выпускам в IV квартале, так как очевидна перспектива увеличения количества потенциальных инвесторов на рынке. Так что с октября ждем большого количества размещений. Думаем, что инвесторы уже к этому времени соскучатся и с радостью будут вкладываться в новые выпуски, особенно если эмитенты не будут жадничать со ставкой.