Сделка — это слаженный танец эмитента и организатора

Несмотря на осеннее проседание российского долгового рынка, 2021 год запомнится большим количеством интересных и ярких сделок, новыми именами и в целом небывалой и удивительной для периода пандемии активностью. Своими впечатлениями от уходящего года и прогнозами на 2022-й в интервью нашему журналу делятся управляющие директора по рынкам долгового капитала Департамента глобальных рынков SberCIB Ольга Гороховская и Эдуард Джабаров.

Нам нужно какое-то время прожить в падающем рынке, чтобы лица, принимающие решения о выпуске, стали более гибко реагировать на ситуацию

— Начнем с традиционного в последнее время вопроса: насколько сильно пандемия оказывала давление в 2021 году? Можно сказать, что рынок адаптировался к новым условиям? Как вообще можете оценить этот год?

Ольга Гороховская

— Мне это все представляется слоеным пирогом. Если говорить о прямом влиянии пандемии на рынок, я считаю, что его нет. Год-полтора назад, действительно, было непонятно, что нас ждет впереди. Сложно было представить, как можно каждый день работать удаленно, не видя коллег и клиентов. Потом все привыкли, как привыкаем ко многому.

Да, мы лишились определенных преимуществ личных встреч. Если говорить про рынки евробондов, мы лишились возможности делать нормальное роуд-шоу, встречаться с инвесторами лично. С другой стороны, это экономия времени, денег, сил. В общем, бизнес делать теперь если не проще, то точно быстрее и дешевле.

Кроме того, я глубоко убеждена, что рынок долга, в отличие, например, от рынка акций, — защитный. Он есть всегда, потому что деньги в долг нужны всегда. Да, этот бизнес может быть низкомаржинальным, кому-то он может казаться не очень сложным, но он всегда есть, какие бы ни царили настроения на рынках.

Оживление на рынке в последнее время в первую очередь было связано с периодом низких ставок, когда было выгодно занимать, особенно в длину. А поскольку инфраструктура продолжала работать — неважно, виртуально или физически, — все и размещались, независимо от пандемии. Это первый слой пирога.

Если брать второй, более глубокий слой, то, естественно, макроэкономика влияет на наш рынок очень сильно, и глобальный разворот в сторону роста ставок, не очень хорошо управляемая инфляция, высокая волатильность и политические риски не могут не сказаться на состоянии рынка.

Здесь я вижу и достаточно серьезный психологический эффект. Мы говорим про экономические последствия, но на рынке очень многое зависит и от факторов неэкономических. Когда превалирует тенденция к снижению ставок, на рынке господствуют позитивные настроения, размещения проходят очень хорошо, начинается гонка. В некоторых секторах есть компании, которые конкурируют друг с другом и все время пытаются сделать чуть лучше, чем у соседа, — хоть на 5 базисных пунктов, но лучше. Когда рынок растущий, это оправданно, а когда падающий — очень тяжело победить инерцию в сознании топ-менеджера. Он видит, что еще месяц назад были условные 6% годовых,

Ольга ГОРОХОВСКАЯ,
управляющий директор по рынкам долгового капитала, Департамент глобальных рынков, SberCIB

а сейчас уже 7%, а потом будут 9% и 10% годовых. И как реагировать на ситуацию — совершенно непонятно. Бежать? Ждать? Ругаться и требовать? Адаптироваться к плохому значительно сложнее, чем приспособиться к хорошему.

На многие размещения это накладывает свой отпечаток: люди выжидают, многие пытаются подвести под это ожидание какую-то теоретическую базу. Думаю, нам нужно какое-то время прожить в падающем рынке, чтобы лица, принимающие решения о выпуске, стали более гибко реагировать на ситуацию, даже если она не такая, которую хотелось бы видеть.

— Присутствуют ли какие-то панические настроения на рынке?

Эдуард Джабаров

— Паники никакой нет, и в первую очередь потому, что ситуация с ликвидностью достаточно комфортная, денег в финансовой системе много. Это большой поддерживающий фактор. Мы видим, конечно, продажи со стороны иностранных инвесторов, но каких-то панических продаж по любой цене от российских участников нет ни в ОФЗ, ни в корпоративном сегменте. В корпоративном сегменте вообще ликвидность последние полгода очень низкая, в основном она сосредоточена в ОФЗ. А настроения в лагерях эмитентов и инвесторов достаточно забавные: первые не хотят занимать, считая, что сейчас дорого, а инвесторы не хотят покупать, предполагая, что будет еще дороже. Мое личное мнение: сейчас нужно занимать, и те, кто это сделает, не пожалеют об этом через три-четыре месяца.

Ольга Гороховская

— Думаю, что замедление, которое мы, несомненно, увидим, будет связано не только с ситуацией на рынке, но и с приближением праздников: Новый год ведь никто не отменял. Кроме того, многие сделки были отменены на время нерабочих дней в ноябре. Если

Эдуард ДЖАБАРОВ,
управляющий директор по рынкам долгового капитала, Департамент глобальных рынков, SberCIB

говорить про международный рынок, очень близко к середине ноября заканчивается 135 дней после отчетности, поэтому евробондовый рынок сам по себе закрывается. В декабре традиционно сильный спад, так как сделок в это время проходит мало.

— Какие знаковые сделки этого года, в которых вы принимали участие, можете выделить? Какие были сложности?

Ольга Гороховская

— Это как спросить ребенка: «Ты маму больше любишь или папу?» Я всех люблю. Сделок в этом году действительно было очень много, и они были интересные, почти все проходили в виртуальном формате. Сделка — это не только работа с инвесторами, это слаженный «танец»: и эмитент должен быть способен быстро реагировать на ситуацию, и мы должны чувствовать, куда рынок может двинуться. Бывают ситуации, когда цена вопроса — 5 копеек, а эти 5 копеек недостижимы. Но многое зависит от выбранной стратегии. Вроде недостижимо, но, если пойти не в лоб, а кружным путем, все может получиться.

Обычно вспоминается то, что тяжелее всего доставалось. Первым мне приходит в голову размещение еврооблигаций «ФосАгро». Даже не из-за того, что это был самый низкий купон на рынке за все время, а потому, что была применена нестандартная стратегия, позволившая эту ставку утоптать в абсолютно недостижимый в обозримом временном горизонте уровень.

Если говорить в общем, то рынок до недавнего времени давал возможности для творчества. Иногда рынок бывает скучный: ты на нем размещаешь, печатаешь сделки, в самом начале понимая, к чему это придет, потому что такое было уже 100500 раз. В этом году рынок иногда был непредсказуем — и это интересно в профессиональном плане.

При этом, несмотря на волатильность, практически не было отмены сделок.

Российский рынок даже в пандемию показал, что он достаточно емкий, чтобы удовлетворять запросы широкого круга корпоративных эмитентов. Я не помню ситуации, чтобы что-то не набрали, отменили, не смогли. Все смогли. 2021 год был очень интересным.

Эдуард Джабаров

— Все, что я размещал, мне было интересно. Были выпуски, которые были сложны с точки зрения дистрибуции, с точки зрения неизвестности: было непонятно, как рынок их воспримет. В пример приведу облигации СУЭК. Размещать угольную компанию в условиях устоявшегося мнения, что уголь уже никому не нужен, что эта отрасль наиболее вредна и спрос на бумаги такого эмитента найти будет сложно, особенно со стороны иностранных инвесторов, — непростая задача. На практике все оказалось совершенно не так. Мы увидели очень активный спрос именно со стороны иностранных инвесторов.

— Рост числа эмитентов на российском рынке за последнее время — это прежде всего следствие низких ставок или в этом также присутствует элемент моды (все выпускают — и я выпущу)?

Ольга Гороховская

— Мотивация, что у кого-то есть и я тоже хочу, иногда встречается, но, как правило, у небольших компаний. В крупных компаниях решение о выпуске облигаций принимается на уровне финансового директора, для которого мода на последнем месте. Решающую роль в принятии решения о размещении в последнее время все же играли исключительно низкие ставки.

Кроме того, рынок облигаций — это определенный знак качества. Трудно сейчас найти крупную российскую компанию, которая не имела бы облигаций. Если есть облигации — значит, есть определенное раскрытие информации, есть департамент по работе с инвесторами, есть понимание необходимости диверсификации фондирования. В конце концов, облигации — это еще и инструмент взаимодействия с ключевыми банками и кредиторами, потому что есть возможность уйти от них на долговой рынок. С ростом финансового самосознания любая компания так или иначе сюда приходит.

— Сейчас многие говорят о возможном росте числа дефолтов в ближайшее время. Каков ваш прогноз: есть ли такая опасность?

Ольга Гороховская

— Дефолты, конечно, будут. Болезни — это неотъемлемая часть здоровой жизни. Для многих компаний 2021 год дал отличную возможность фондирования под очень низкие ставки, в том числе и для дебютантов, и для сегмента высокодоходных облигаций (ВДО). В ближайшее время рефинансироваться на публичном рынке по адекватным ставкам у многих не получится, в банках тоже низких ставок не будет. Далеко не каждый бизнес может переварить двузначные ставки и выжить.

Любая компания должна придерживаться взвешенной политики фондирования: нельзя опираться на один источник финансирования. Нужно иметь возможность оперативно переключаться с долгового рынка на банковское кредитование. Не все небольшие компании имеют диверсифицированные долговые портфели — они идут туда, где дешевле, и теряют другие источники. Плюс нельзя забывать и о пандемии: большое количество малых и средних компаний, переживших первые локдауны, с новыми могут уже не справиться. Вот и предпосылки для волны дефолтов, а культуры дистресса у нас нет. Надеюсь, нынешняя ситуация станет толчком для ее развития.

— В последнее время на рынке наблюдался значительный рост числа инвесторов-физлиц. Ощутили ли вы на себе влияние этого тренда? Как в текущей ситуации ведут себя розничные инвесторы?

Эдуард Джабаров

— Активность и рост числа розничных инвесторов в корпоративном сегменте, на мой взгляд, связаны с двумя факторами. Первый — это появление у большинства банков и брокеров цифровых платформ, которые позволяют нажатием одной кнопки приобрести инструмент. Это касается и акций. Второй фактор — серьезный арбитраж между депозитными ставками и ставками на долговом рынке, который сохраняется до сих пор.

При этом надо понимать, что розница участвует не только в облигациях. Мы видим активное присутствие физиков в IPO и SPO последнего года. И у меня есть подозрение, что в этом сегменте насыщение уже произошло. По ряду бумаг перформанс был не таким радужным,

Эмитенты не хотят занимать, считая, что сейчас дорого, а инвесторы не хотят покупать, предполагая, что будет еще дороже

и розничные инвесторы, которые потеряли на этом деньги, будут более осторожно подходить к рынку. Не исключаю, что они могут переориентировать часть своих средств в более консервативный сегмент — на рынок облигаций.

Что касается поведенческой модели, то основной интерес физиков сосредоточен на инструментах второго и третьего эшелонов, которые действительно предлагают существенный арбитраж к ставкам депозитов. В ряде подобных размещений физлиц было 40–45%. Спрос очень фрагментирован и зависит от кредитного качества предлагаемого инструмента.

Ольга Гороховская

— Розничные инвесторы — серьезное подспорье в тех бизнесах, которые традиционно понятны физлицам: это в первую очередь ретейл и технологические экосистемы, то есть все то, с чем люди сталкиваются в обычной жизни.

Разворот рынка для инвесторов-физлиц оказался очень отрезвляющим. Они очень активно участвовали в размещениях в 2021 году, и сейчас многие эти бумаги торгуются ниже номинала. Для многих частных инвесторов такая ситуация стала неожиданностью, и теперь они думают, что делать, как поступить. К сожалению, далеко не все обладают достаточной квалификацией, чтобы адекватно реагировать на изменения рынка. Осознание того, что могут быть потери, что рынок не может все время расти, — очень жестокий урок, который может часть розничных инвесторов от рынка на какое-то время отвратить.

— Если говорить о росте ставок, когда стоит ждать стабилизации и, возможно, разворота?

Эдуард Джабаров

— Мне бы не хотелось сгущать краски, но нужно признать, что тренд роста ставок сохранится как минимум до конца года. У инфляции есть одна особенность: она быстро растет и очень медленно снижается. Жесткие действия ЦБ должны повлиять на инфляцию, но так быстро это не происходит. Поэтому до конца года, я думаю, ставки вырастут на 50–70 б. п.

Очень многое зависит от риторики ЦБ. Независимо от того, насколько он поднимет ставку, важно, что он скажет. Важны не только действия, но и вербальные сигналы рынку. Если будет сигнал, что львиная доля мер уже принята и далее ЦБ будет действовать менее агрессивно, рынку этого будет достаточно для небольшой передышки. Рынок перестанет жить в ожидании, что каждую неделю бумагу можно будет купить все дешевле и дешевле.

По моим ощущениям, разворот начнется не раньше середины следующего года. Скорее, к концу лета.

— Еще один традиционный вопрос последнего времени — ESG. Говорят об этом много, но складывается впечатление, что все это просто хайп, ведь сделки можно сосчитать по пальцам. Есть ли перспективы развития этого направления в России?

Эдуард Джабаров

— ESG — это всерьез и надолго, но, на мой взгляд, это не только про облигации. ESG-повестка будет непосредственно влиять на капитализацию компании. Мы видим, как западные фонды и инвесторы, вкладывающие средства в российские акции, пристально следят за этой историей и создают инструменты ранжирования своего инвестпортфеля на соответствие ESG. В определенный момент неспособность компании отвечать набору требований ESG начнет напрямую влиять на ее капитализацию. Об этом должны задумываться акционеры, для которых стоимость компании как раз имеет большое значение.

— Ваш прогноз на 2022 год. Чего ждать на рынке?

Ольга Гороховская

— Думаю, если никаких кардинальных перемен не произойдет, наш замечательный защитный рынок будет функционировать. Мы увидим и уже хорошо знакомые имена, которые позволяют нам выполнять бизнес-план, и дебютантов. Иногда появляются и новые компании — как горсть жемчуга, совершенно случайно найденная там, где никто не ожидал. Можно долго думать про IPO и не дойти до него никогда, но к долговым инструментам любая большая компания обязательно доберется.

2022-й будет явно сложнее 2021-го, потому что мы вошли в достаточно долгосрочный тренд повышения ставок. Будет сложнее размещаться, потому что инвесторы будут ждать более выгодных ставок. Я достаточно оптимистично смотрю на следующий год. И даже если будет очередной локдаун — мы уже знаем, как с этим бороться.

Рынок облигаций — это определенный знак качества. Трудно сейчас найти крупную российскую компанию, которая не имела бы облигаций