Сергей НОСОВ,
председатель правления, «Цифра банк»

«Рынок ВДО может восстановиться максимально быстро»

Несмотря на сложную ситуацию на российском фондовом рынке, эмитенты в 2022 году разместили облигаций больше, чем годом ранее. При этом рынок высокодоходных облигаций показал отстающую динамику, что дает ожидания его существенного роста в этом году. О том, как изменился рынок, что нужно сделать компании для размещения дебютного выпуска облигаций, какие есть альтернативы привлечения капитала для среднего и малого бизнеса в текущих реалиях, в интервью Cbonds Review рассказал председатель правления «Цифра банк»[1] Сергей Носов.

— Как вы оцениваете сегодняшнее состояние российского долгового рынка в целом?

— Российский долговой рынок, как и вся российская экономика, пережил непростые события в 2022 году. Год запомнится всем участникам рынка как минимум тремя значительными событиями: временной полной приостановкой торгов, блокировкой части инфраструктуры и переводом значительной части расчетов из иностранной валюты в рубли. События текущего года оказали влияние на работу всех сегментов фондового рынка, но это влияние было разным.

«Цифра банк» является регулярным участником крупных эмиссий в рамках формирования и управления собственным портфелем, а «Цифра брокер»[2] в основном выступает организатором и андеррайтером в секторе ВДО (высокодоходных облигаций). Именно поэтому мы будем говорить в большей степени об этом сегменте рынка.

Инфраструктура сектора ВДО меньше других пострадала в 2022 году и в целом меньше других подвержена воздействию внешних факторов

По нашему мнению, рынок ВДО откатился на 3–4 года назад: и по объемам, и по ставкам. С другой стороны, инфраструктура сектора ВДО меньше других пострадала в 2022 году и в целом меньше других подвержена воздействию внешних факторов. В связи с этим сектор ВДО имеет возможности восстановиться максимально быстро.

— Кто в основном является сейчас покупателем облигаций на первичном рынке? Увеличилась ли доля физических лиц? Это меняет что-то для эмитентов?

— Состав инвесторов зависит от категории ценных бумаг. Например, доля частных инвесторов в размещениях корпоративных эмитентов первого эшелона и ОФЗ практически незаметна, при этом в выпусках ВДО их доля доходит до 100%. В связи с этим возросло значение деловой репутации, прозрачности и эффективности бизнеса компании-эмитента для инвесторов.

— Как выстроен процесс поиска эмитентов в вашей компании? Какие отрасли вы видите перспективными на сегодняшний день, какие направления?

— Сейчас мы не занимаемся активным поиском эмитентов, а больше сосредоточены на обработке входящего

[1] «Цифра банк» — коммерческое обозначение общества с ограниченной ответственностью Банк «Фридом Финанс» (ООО «ФФИН Банк»).

[2] «Цифра брокер» — коммерческое обозначение ООО ИК «Фридом Финанс».

потока — несколько сотен заявок в год, из которых в результате достаточно серьезного отбора до размещения ценных бумаг доходят единицы. На сегодняшний день мы накопили достаточно большой портфель эмитентов, которые находятся на финальной и предфинальной стадии работы.

Что касается отраслей, нам всегда были интересны аграрный сектор и промышленность. В текущих реалиях пользуется спросом все, что связано с импортозамещением, — в частности, IT-компании и медицина. В 2023 году мы будем осторожнее относиться к выпускам компаний из сектора лизинга и МФО, которые активно развивались в 2018–2022 годах.

— Что нужно клиенту сегодня, чтобы прийти на рынок? Что изменилось для эмитента с начала 2022 года?

— С точки зрения финансовых и юридических требований к эмитенту облигаций существенных изменений не произошло. Как и ранее, необходимы хорошая деловая репутация, стабильные финансовые показатели, адекватный уровень долговой нагрузки, прозрачная и понятная структура бизнеса, четкие цели привлечения финансирования, соответствующие стратегии развития компании. Со стороны регуляторов требования также остались стандартными: необходим аудит отчетности и получение кредитного рейтинга от одного из российских рейтинговых агентств.

Однако произошла значительная переоценка риска со стороны инвесторов. Если в первом эшелоне корпоративных облигаций благодаря наличию избыточной ликвидности у институциональных игроков на ставки и объемы это практически не повлияло — размещения идут одно за другим с минимальными премиями к кривой, то участники рынка ВДО пересмотрели свое отношение к риску. Выхода из этой ситуации видится два: либо расширение программ государственной поддержки эмитентов малого и среднего бизнеса, либо снижение норм резервирования для институциональных инвесторов.

— Каким эмитентам выгоднее размещать облигации, а каким — привлекать кредитование? Существуют ли альтернативные площадки, учитывая, что сегодня андеррайтинг для клиента становится дорогим?

— В первую очередь все зависит от бизнес-модели эмитента. Нельзя сказать, что облигации однозначно выгоднее кредитования или кредитование выгоднее облигаций. Кроме того, в случае облигаций никогда нельзя забывать про вторичные выгоды, которые не всегда очевидны с первого взгляда: доступ к альтернативному источнику финансирования, укрепление деловой репутации, большая открытость бизнеса, маркетинговый эффект и т. д. Облигации — это дополнительный инструмент финансирования бизнеса, который имеет как плюсы, так и минусы. В конце концов, облигации банально подходят не для всех компаний: например, экономическая целесообразность начинается с объема выпуска 150–200 млн рублей, что исключает из выборки многие предприятия малого и среднего бизнеса.

В нашем случае, если специалисты «Цифра брокер» считают, что сегодня не лучшие условия для размещения конкретного эмитента, мы можем предложить классическое банковское кредитование в «Цифра банк». Никакого конфликта интересов здесь нет, мы — единая группа, нацеленная на максимальный результат для клиента.

Альтернативой биржевым и корпоративным облигациям являются коммерческие облигации, которые выпускаются по упрощенной схеме. «Цифра брокер» присутствует на этом рынке, в нашем активе есть несколько выпусков. Однако в силу отсутствия организованных вторичных торгов коммерческие облигации пока не нашли широкого спроса у инвесторов. Кроме того, чем дальше от биржи находится финансовый инструмент, тем большую доходность он должен предложить инвестору — в силу низкой ликвидности вследствие более высоких рисков. Дешевизна выпуска коммерческих облигаций серьезно преувеличена, так как накладные расходы компенсируются повышенной ставкой купона. Именно поэтому коммерческие облигации так и остались нишевым инструментом, который освобождал эмитента от биржевых формальностей, но не удешевлял стоимость привлечения. При этом, как показал 2022 год, внебиржевые инструменты — фонды и коммерческие облигации — хорошее решение в тяжелых экономических периодах, так как их цена не подвержена клиентской панике, как у активов, торгующихся на биржах.

«Цифра брокер» совместно с УК «Восток-Запад» активно участвуют в процессе создания и управления паевыми инвестиционными фондами (ПИФ). Как показывает наш опыт, закрытые ПИФы пользуются спросом и как инструменты структурирования активов, и в целях «упаковки» инвестиционных идей или долей компании, что по сути является формой pre-IPO. В целом можно говорить о том, что индустрия ПИФов переживает второе рождение, и здесь мы готовы помочь своим клиентам в оформлении их запросов в виде фонда.

— Большая часть размещений ценных бумаг российских компаний традиционно проходит на Московской бирже. Вы организовывали крупные размещение не только на этой площадке, но и на второй по величине российской бирже — СПБ Бирже. В чем плюсы и минусы каждой из площадок?

— Каких-то разительных отличий нет, есть разные подходы к оценке эмитентов экспертными советами, используются разные стратегии на этапе маркетинга выпуска, есть некоторые технические отличия процесса размещения. Облигации исторически размещались на Московской бирже, тогда как СПБ Биржа всегда была сосредоточена на иных финансовых инструментах. Мы успешно размещали десятки эмитентов на Московской бирже и реализовывали крупные размещения на СПБ Бирже. Самое главное, что участники рынка имеют сегодня альтернативу и широкий выбор финансовых продуктов.

— Как выглядит путь клиента в вашей компании?

— Путь клиента «Цифра брокер» полностью сопровождается нами как андеррайтером: от подготовки документов до окончания размещения. Начинается работа с того, что потенциальный эмитент подает заявку на рассмотрение, заполняет анкету. Вторым этапом аналитики проводят первичное рассмотрение потенциального эмитента на основании данных анкеты, в которой содержатся базовые сведения о компании, ее история, бизнес-модель, планы и пожелания в отношении выпуска. Если по итогам рассмотрения есть понимание, что бизнес имеет перспективы развития и обладает финансовой устойчивостью, мы переходим к третьему этапу — знакомству с руководством компании и объяснением совместных дальнейших действий, согласовываем примерные параметры эмиссии. После этого с компанией подписывается соглашение о конфиденциальности, делается расширенный запрос на предоставление финансовой и юридической документации. На базе предоставленной информации мы переходим к четвертому

Нам всегда были интересны аграрный сектор и промышленность. В текущих реалиях пользуется спросом все, что связано с импортозамещением, — в частности, IT-компании и медицина

этапу работы — согласованию компании как эмитента, обсуждаем перспективы и риски потенциального эмитента. В случае одобрения оказания услуг по организации выпуска и размещению ценных бумаг мы переходим к пятому этапу, в ходе которого совместно с компанией-эмитентом начинаем подготовку к собеседованию с биржей. Собеседование с биржей (KYC, процедура «знай своего клиента») — это один из важнейших этапов в подготовке выпуска. После одобрения эмитента со стороны биржи мы начинаем техническую подготовку выпуска. Данный процесс занимает 2–3 месяца и имеет много ступеней. Важно зафиксировать, что все время эмитент находится под чутким контролем со стороны специалистов «Цифра брокер» — можно сказать, что мы ведем его буквально за руку.

Финальным этапом является размещение ценных бумаг. Весь маркетинг выпуска и общение с потенциальными инвесторами «Цифра брокер» полностью берет на себя. Исторически размещения наших эмитентов проходят в рамках одного дня, то есть фактически мы гарантируем эмитенту успешное размещение.

Конечно, после размещения для эмитента все только начинается: необходимо своевременно платить купоны, раскрывать информацию, взаимодействовать с инвесторами и т. д. На протяжении всего срока обращения ценных бумаг мы консультируем эмитента, как и во время подготовки выпуска.

— Как вы формируете и определяете очередность купонов?

— Очередность купонов определяет эмитент, основываясь на собственной бизнес-модели. То же относится к процессу погашения (частями в течение срока обращения или единоразово в конце срока), к порядку определения ставки купона (фиксированная на весь срок, переопределение ставки через некоторые отрезки времени или привязка к индикативу (плавающая ставка). Естественно, существуют общепринятые стандарты, и все, что будет значительно от них отличаться, вызовет у инвесторов непонимание и скепсис. Наша задача как организатора — привести пожелания эмитента в соответствие с реальностью рынка. Ставка купона определяется в зависимости от финансового состояния эмитента и рыночной конъюнктуры.

— С какими организациями необходимо взаимодействовать эмитенту?

— Самая важная организация, с которой предстоит взаимодействовать эмитенту, — это организатор выпуска. Хороший организатор будет подсказывать эмитенту, когда и какие действия ему нужно совершать, с кем вести коммуникацию и что делать. Далее, в порядке появления в жизни эмитента, можно назвать следующие структуры.

Первоочередная — организатор торговли, или биржа. Как я ранее говорил, в России их две — Московская биржа и СПБ Биржа.

Вторая — депозитарий. Это организация, которая учитывает права на ценные бумаги. В России эти функции выполняет Национальный расчетный депозитарий (НРД).

Третья — рейтинговое агентство, которое присваивает кредитный рейтинг самому эмитенту, а также выпускам его ценных бумаг. Сами инвесторы ориентируются на кредитный рейтинг при оценке рисков: чем выше рейтинг, тем ниже ставка купона и тем ниже риск эмитента ценных бумаг. Для институциональных инвесторов, в частности банков, кредитный рейтинг является регуляторной отсечкой, то есть ниже определенного уровня рейтинга они в большинстве случаев не участвуют в выпусках ВДО.

Четвертая — представитель владельцев облигаций (ПВО). Эта организация призвана контролировать соблюдение эмитентом условий эмиссии и, в случае их нарушения, выступать от лица инвесторов с целью защиты их прав.

Пятая — агентство по раскрытию информации, которое будет осуществлять публикацию обязательной к раскрытию информации.

— Какие затраты несет эмитент при размещении облигаций (биржевые, депозитарные и т. д.)?

— Конкретная величина расходов на организацию и поддержание выпуска зависит от объема эмиссии и кредитного качества эмитента, рассчитывается индивидуально. Если говорить в среднем, то для эмитента ВДО единовременные инфраструктурные расходы на организацию выпуска будут составлять 700 тысяч — 1 млн рублей. Постоянные инфраструктурные расходы можно оценить приблизительно еще в 200 тысяч рублей ежегодно. Инфраструктурные расходы включат в себя услуги перечисленных выше организаций, с которыми взаимодействует эмитент: биржа, депозитарий, ПВО, агентство по раскрытию информации.

Не стоит забывать про кредитный рейтинг, который нужно актуализировать ежегодно. Стоимость ежегодной актуализации рейтинга будет составлять 600 тысяч — 1.5 млн рублей.

Величина комиссии организатора выпуска устанавливается в ходе переговорного процесса и зависит от его профессионализма, качества эмитента и сложности выпуска ценных бумаг.

— Как завершился 2022 год для рынка облигаций? Как вы оцениваете перспективы 2023 года? Планы по эмиссиям?

— Статистика выпусков в 2022 году следующая: 626 выпусков корпоративных облигаций объемом 4119.38 млрд рублей (+19.5 % к 2021 году) и 39 выпусков (аукционов) государственных и муниципальных облигаций объемом 3282.35 млрд рублей (+17.5 % к 2021 году). Имея эти данные, внешний наблюдатель, не знакомый со структурой рынка, может сделать вывод, что 2022 год был крайне успешным. Во многом, так оно и есть, но большая часть — 51 % размещений корпоративных облигаций, 89 % размещений государственных и 100 % размещений муниципальных облигаций — пришлись на конец года, и именно они дали положительную динамику. Немного другая ситуация в ВДО: 56 выпусков общим объемом 19.37 млрд рублей по итогам 2022 года явно уступают 95 выпускам объемом 44.03 млрд рублей в 2021 году.

В целом, динамика рынка в 2023 году будет полностью зависеть от общего состояния экономики и настроений инвесторов. Многие эмитенты планируют размещения, в том числе дебютные, в текущем году. Однако в нынешней ситуации делать прогнозы очень сложно. В 2023 году у нас сдержанный план по размещениям — более десяти выпусков старых и новых эмитентов общим объемом свыше 5 млрд рублей.