Сегмент ВДО эпохи СВО — тернистый путь от огородничества к ландшафтному дизайну

Дмитрий АДАМИДОВ,
основатель сообщества
Angry Bonds

Год назад казалось, что фондовый рынок РФ в целом умер навсегда, а уж сегмент ВДО и подавно. Хотя, формально говоря, вплоть до июня 2022 года абсолютно все облигации, начиная с ОФЗ, можно смело было назвать высокодоходными: доходность к погашению была 20–30 %, а спекуляции давали 80–120 % годовых. Но такие высокие доходности быстро закончились, и сегмент практически умер.

С ноября 2022 года сегмент ВДО, как и весь российский рынок, стал восстанавливаться очень быстрыми темпами

Первичных размещений не было вовсе: первое состоялось только в июле, а вторичные торги шли достаточно вяло. Вплоть до середины IV квартала 2022 года казалось, что сегмент ВДО если и оживет, то никак не ранее 2025 года и уж точно не ранее, чем закончится острая фаза событий на Украине. Однако реальность опять преподнесла сюрприз: с ноября 2022 года сегмент ВДО, как и весь российский рынок, стал восстанавливаться очень быстрыми темпами. Причины тоже были общие: на рынке появились новые деньги, причем появились они у физических лиц, которые не преминули надуть пузыри как в акциях, так и в облигациях.

Несмотря на то что обороты в сегменте ВДО так и не вышли на уровень 2019–2021 годов, все прочие признаки «золотых времен» сегодня налицо:

- первичные размещения с переподпиской, причем это касается даже эмитентов, испытывающих очевидные финансовые сложности;
- игнорирование инвесторами кредитных рисков;
- преобладание спекулятивных стратегий;
- приход новых инвесторов, не понимающих специфики сегмента и оттого загоняющих цены на несвойственные для облигационного рынка высоты (Как вам, например, котировки в 118 % или даже 130 %? И я сейчас говорю вовсе не об ОФЗ или банковских субордах).

В общем всё почти так же весело и задорно, как в 2018–2019 годах. Совкомбанк недавно проанализировал динамику индексов Cbonds и сделал интересный вывод: если использовать исторические данные за пять лет и один квартал (индекс Cbonds начал рассчитываться в январе 2018 года), то ВДО оставили далеко позади все остальные инструменты — акции, облигации и валюту. Рост за указанный период у ВДО 82.5 % против 36.5 % у акций.

Я бы, впрочем, не торопился открывать шампанское и приглашать всех в ВДО, что называется, «на всю котлету».

Во-первых, индексы — дело хорошее, но реальный портфель не всегда может повторить их результаты.

Во-вторых, наиболее высокие доходности в ВДО держатся обычно недолго — около полугода, как в 2022 году, или год с небольшим, как в 2017–2018 годах. И чаще всего это происходит после кризиса, когда всем страшно брать даже ОФЗ, не то что бумаги с низким рейтингом. Сейчас данный период, очевидно, миновал: ставки медленно, но верно снижаются, тем более что спрос сильно превышает предложение.

В-третьих, нынешний этап развития рынка характеризуется ухудшением кредитного качества заемщиков. Новые эмитенты сегодня как по объективным, так и по субъективным причинам чаще всего начинают свой путь строго по классике — с рейтинга B или даже B-. Найти дебютантов с рейтингом BBB уже, пожалуй, невозможно, а значит, инвесторы вынуждены принимать на себя дополнительный риск, который не всегда компенсируется достаточной доходностью.

Кроме указанных обстоятельств, есть еще одно, которое мне представляется едва ли не самым важным на данном этапе. У нас сохраняются огромные пробелы в регулировании, возникшие еще в 2016 году, когда закон о рынке ценных бумаг попытались привести в соответствие с западными стандартами, но, как это часто бывает, взяли далеко не всё, что было действительно необходимо, и в итоге новая модель функционирования облигационного рынка оказалась не очень хорошо работающей. Если в отношении облигаций 1–2-го эшелонов эти огрехи не так заметны (хотя кейс «Финавиа» тоже можно отнести к проблемным), то в отношении ВДО, где нередки корпоративные конфликты, рейдерские истории, да и просто мошенничество, отсутствие, например, российского аналога Chapter 11 не позволяет эффективно защищать права облигационеров и приводит к многочисленным злоупотреблениям как со стороны недобросовестных эмитентов, так и со стороны рейдеров. Более локальный, но тоже важный аспект — роль и место ПВО в системе взаимоотношений облигационеров и эмитентов, вопросы проведения ОСВО и многие другие. На мой взгляд, для динамичного и конструктивного развития сегмента ВДО в первую очередь необходима донастройка регулирования, причем в каких-то аспектах его надо ужесточить, а где-то, напротив, упростить и смягчить, имея в виду общую стратегическую цель — превращение сегмента ВДО из поставщика новостей в рубрики «спекуляции, дефолты, скандалы» в полноценный инструмент привлечения капитала предприятиями МСБ.