Изобретая ВДО

Денис ЗИБАРЕВ,
управляющий директор — начальник Управления по работе с эмитентами малой и средней капитализации, ПАО «Совкомбанк» КИБ

Денис КОЗЛОВ,
управляющий директор, Управление по работе с эмитентами малой и средней капитализации, ПАО «Совкомбанк» КИБ

Как формировался рынок ВДО в России, где находится сейчас, и какие перспективы развития у него остаются? Как рынок ВДО переживет «клиническую смерть», почему ВДО с нами навсегда, и кто станет главной силой на этом рынке?

Российский рынок ВДО в какой-то степени повторяет путь своего американского предшественника, но быстрее. Американский рынок высокодоходных облигаций подробно описан в художественной литературе и полноценных исторических исследованиях. Свое начало этот сегмент рынка облигаций в США ведет еще с XIX века, испытал сильнейший удар в период Великой депрессии и до конца 1960-х развивался неспешно.

С середины 1970-х в течение десятилетия рынком правила компания Drexel Burnham Lambert и глава ее отдела ВДО одиозный Майкл Милкен. Расследования злоупотреблений на рынке ВДО в 1980-х гг. привели к краху Drexel Burnham Lambert и тюремному сроку для Милкена, однако рынок ВДО не исчез, а переродился, перешел в руки крупнейших инвестиционных банков, и его доля сейчас достигает 15 % в общем объеме корпоративных облигаций в США.

На западных рынках капитала принято считать, что высокодоходный или спекулятивный сегмент облигаций начинается на уровне BB+. В России споры по классификации ВДО не утихают до сих пор, но консенсус строится на предложении, что граница проходит по уровню BBB+/BBB. В нашей статье мы используем BBB+ как границу, с которой начитаются российские высокодоходные облигации.

На западных рынках капитала принято считать, что высокодоходный или спекулятивный сегмент облигаций начинается на уровне BB+

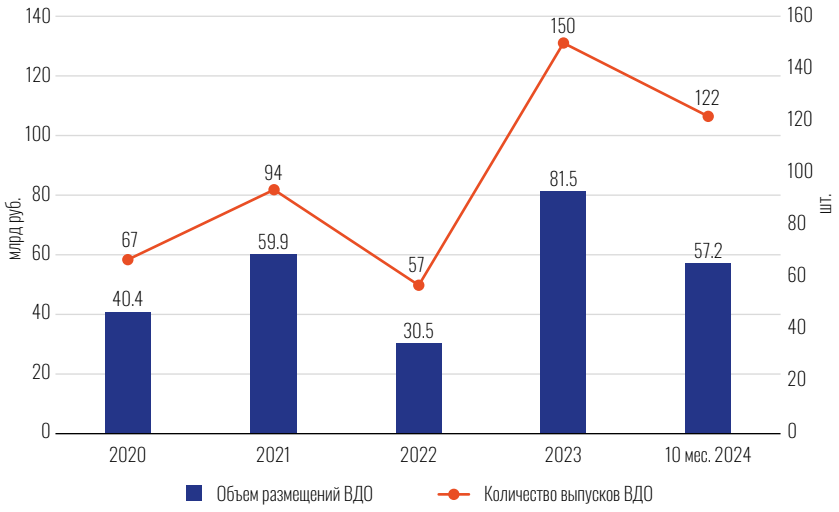
СТАНОВЛЕНИЕ И КРАХ РЫНКА ВДО В РОССИИ: 2002–2008 ГГ.

В начале двухтысячных годов вместе с крупнейшими эмитентами на рынок облигаций потянулись и относительно небольшие эмитенты, которые к середине 2008 года сформировали первую итерацию рынка ВДО (так называемый ВДО 1.0): Мосмарт, МИАН, СЗЛК, Искрасофт, Русский текстиль, Талосто, АЛПИ, Арбат-Престиж и другие.

В этот период основными инвесторами были банки и инвестиционные компании. Тогдашнее достаточно либеральное регулирование фондового рынка позволяло институциональным инвесторам держать такие облигации на собственном балансе и даже проводить операции РЕПО с ними. Редкий эмитент ВДО имел кредитный рейтинг, а презентационные материалы инвестбанков часто основывались на неаудированной управленческой отчетности эмитентов. Розничные инвесторы были лишь гостями этого рынка, не имевшими влияния на результаты первичных размещений и ликвидность вторичного

Рисунок 1
Динамика размещений ВДО 2020–2024 гг.

Источники: Cbonds, расчеты Telegram-канала «Высокодоходные облигации»



обращения в силу своих незначительных объемов вложений.

Кризис 2008 года фактически смел этот рынок, так как версия рынка ВДО 1.0 оказалась крайне неустойчивой и рискованной, и, как следствие, привел к ужесточению Банком России правил инвестирования институциональными инвесторами в такие облигации.

2016–2023 ГГ.: ПЕРЕРОЖДЕНИЕ РЫНКА ВДО

Долгие восемь лет после кризиса рынок ВДО оставался в тени большого рынка крупных эмитентов, будучи неинтересным как для институциональных инвесторов, так и корпоративных эмитентов. Все изменилось только в 2016 году с понижением ставок по депозитам банков и появлением доступа у розничных инвесторов к первичному рынку облигаций через мобильные приложения смартфонов вместо традиционных компьютеров. Именно розничные инвесторы стали драйвером появления и развития нового рынка ВДО 2.0 в России. Это главное отличие от рынка ВДО 1.0, существовавшего до 2008 года.

Также на развитие рынка повлияло упрощение доступа на публичный рынок со стороны Банка России и Московской биржи, что позволило компаниям МСП за умеренную плату размещать небольшие выпуски облигаций — от 50 до 300 млн руб. — по образу и подобию большого рынка облигаций, используя стандартную биржевую инфраструктуру, аудиторские компании и рейтинговые агентства, а также типовые принципы раскрытия информации.

По данным телеграм-канала «Высокодоходные облигации», на конец октября 2024 года объем облигаций в рыночном обращении с рейтингом «BBB+» и ниже превысил 264 млрд руб. У 183 эмитентов в обращении находятся 383 выпуска облигаций.

В 2022 году рынок ВДО просел (Рисунок 1) после остановки торгов на фондовом рынке в феврале, но уже 2023 год стал рекордным по объему первичных размещений ВДО — 150 выпусков на общую сумму более 81 млрд руб. В конце 2023-го доля рынка ВДО от общего объема корпоративных облигаций в обращении достигла 1 % и сохраняется на этом уровне (Рисунок 2).

2024 ГОД: КОМА ИЛИ КЛИНИЧЕСКАЯ СМЕРТЬ ПЕРВИЧНОГО РЫНКА?

Стремительный взлет рынка ВДО прервался в 2024 году. Если еще зимой рынок находился в ожидании, что Банк России в середине 2024 года начнет снижать ключевую ставку, то уже в мае аналитики начали публиковать алармистские сценарии с ростом КС ЦБ РФ до 18 %. Реальность оказалась еще жестче: в октябре 2024 года ставка была повышена до 21 % с прогнозом дальнейшего роста.

Также Банк России в марте ужесточил банковские нормативы по ликвидности, и к осени банки наперегонки стали повышать ставки по депозитам, что привело к беспрецедентным ставкам на уровне 23 %. Доходности же вторичного рынка ВДО превысили 32 %.

Начиная с августа первичный рынок ВДО начал погружаться в сумрак. На конец октября 2024 года в процессе размещения находятся 29 выпусков из 122, стартовавших в 2024 году. Первичный рынок сильно проигрывает вторичному рынку, где доходности по тем же эмитентам на 4–8 процентных пункта выше.

Начиная с августа первичный рынок ВДО начал погружаться в сумрак

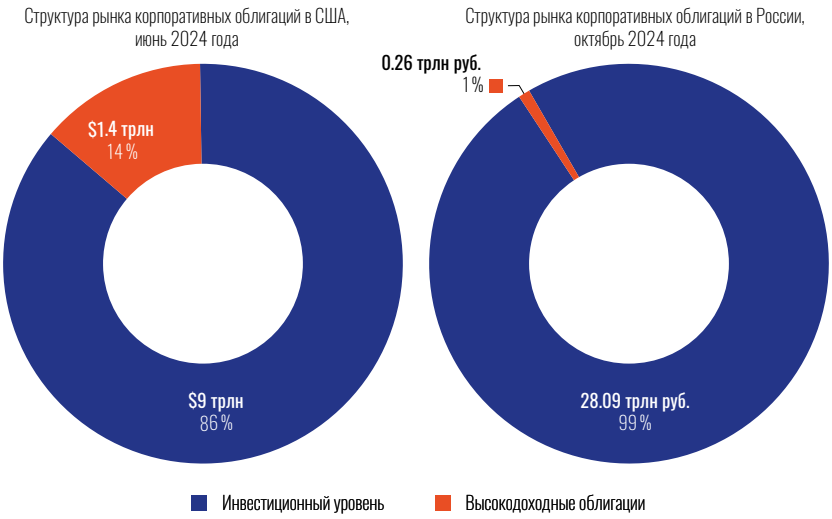


Рисунок 2
Доля ВДО в США и России по состоянию на октябрь 2024 года

Источники: Cbonds, https://www.sifma.org, расчеты Telegram-канала «Высокодоходные облигации»

Интересно, что за первые 6 месяцев 2024 года эмитенты ВДО выплатили купонов и погашений на 36.2 млрд руб., а на первичные размещения ВДО было направлено 43.7 млрд руб., то есть чистый приток составил 7.5 млрд руб. Но уже за период с июля по октябрь инвесторы забрали с рынка ВДО более 8.2 млрд руб.: эмитенты выплатили 22.6 млрд руб., а на первичку пришло только 14.4. Страх дефолтов эмитентов ВДО и сравнимые доходности по более надежным инструментам — тому причина.

2025 ГОД: ОБРЯД ОЧИЩЕНИЯ

Самосбывающееся пророчество — ожидание дефолтов эмитентов ВДО ведет к росту доходности ВДО, которое ухудшает финансовое положение эмитентов ВДО, что приводит к дефолтам.

Каждый год в декабре аналитики всех мастей и кредитные рейтинговые агентства пугают всех волной дефолтов на рынке ВДО. Это уже новогодняя традиция. И вот, похоже, что в 2025 году этот прогноз может наконец-то сбыться. Все российские компании в новом году столкнутся с множеством вызовов, которые, вероятно, приведут к серьезному ухудшению их финансового положения, но можно смело выделить три самых значимых из них:

1) растущая цепочка неплатежей в различных отраслях,

2) критический рост нагрузки по обслуживанию кредитов,

3) ловушка ликвидности, когда заемщикам будет сложно рефинансировать свои кредиты.

Первыми падут эмитенты с высокой долговой нагрузкой, низкой достаточностью собственного капитала, слабой маржинальностью и не имеющие поддержки от банков. Вкупе с рекордным ростом ключевой ставки надо выделить отмену программ льготного кредитования и субсидирования выпуска облигаций.

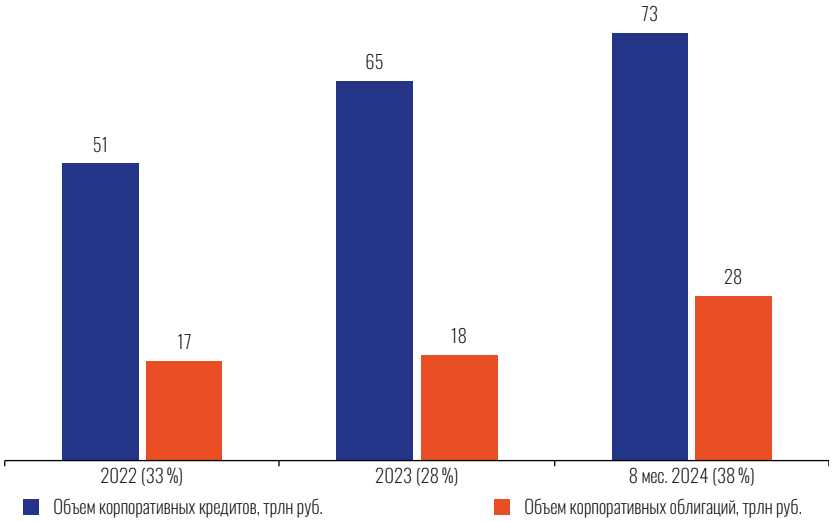


Рисунок 3
Отношение корпоративных облигаций к банковским кредитам

Источники: Банк России, Cbonds

Мы полагаем, что 2025 год станет первым в истории России годом формирования на рынке ВДО массового сегмента «падших ангелов», то есть эмитентов инвестиционного уровня с рейтингами не ниже «А–», которым рейтинги будут снижены до уровня ВДО.

Также резко вырастет количество сделок по реструктуризации облигаций. Правильно и своевременно проведенная реструктуризация позволяет инвесторам сохранить средства, а эмитентам — бизнес. К сожалению, успешных сделок по реструктуризации облигаций на рынке было крайне мало, поэтому наступающий год подарит рынку возможность создать эту практику, а также выявит специалистов (инвестиционные банки и представители владельцев облигаций), способных проводить такую процедуру.

2026 ГОД: ВДО НАВСЕГДА

Доля корпоративных облигаций в последние годы выросла и достигла 38 % от общего объема банковских кредитов, выданных компаниям (Рисунок 3).

ВДО как инструмент уже вплетен в лоскутное одеяло инвестиционных инструментов российских инвесторов наряду с акциями, депозитами, недвижимостью и валютой. При снижении КС и ставок по банковским депозитам ВДО снова вернут свою привлекательность в глазах инвесторов.

Эмитенты ВДО уже смогли оценить преимущества этого рынка — возможность занимать средства без залога и поручительств, на долгий срок, диверсифицировать источники пассивов — поэтому спрос на облигации с их стороны будет только усиливаться.

ВДО для эмитентов малой и средней капитализации и их инвесторов предлагают уникальный подход к структуре: можно выбрать удобный график погашения, разные типы купонов, колл и пут опционы, ковенантный пакет, дюрацию. Инвесторы могут собрать уникальные корзины облигаций, отвечающие их интересам и планам. Ничего подобного другие инвестиционные инструменты предложить не могут. Поэтому мы ожидаем, что интерес к ВДО будет стабильно высоким при снижении ключевой ставки и рынок ВДО продолжит свое развитие.

Проблема в том, что один лишь розничный спрос не позволит быстро расти рынку ВДО. Нужен новый толчок, которым может стать приход институциональных инвесторов в сегмент уровня BBB («BBB+/BBB/BBB–»).

Интересный факт: согласно исследованию S&P Global[1], в США от 40 до 50 % всех выпусков корпоративных облигаций каждый квартал приходится именно на сегмент «BBB». Институциональные инвесторы уже присматриваются к рынку ВДО — банки и управляющие компании делают первые шаги в попытке создать свои диверсифицированные портфели ВДО, благо на рынке уже есть множество выпусков различных эмитентов из большого количества отраслей. На этом пути основными препятствиями остаются непрозрачность эмитентов, слабая статистика уровней дефолтности кредитных рейтингов, низкая ликвидность вторичного рынка, отсутствие крупных прайм-брокеров и жесткое регулирование Банка России.

До сих пор даже крупные эмитенты с крепкими рейтингами от «BBB» до «BB+» позволяют себе размещать облигации без консолидированной отчетности по МСФО. Почти полное неприятие эмитентами практики ковенантов также не добавляет им симпатий управляющих компаний. А уж выпуски ВДО, у которых есть маркет-мейкер, можно вообще пересчитать по пальцам.

Фундамент рынка ВДО уже заложен, теперь надо возвести надежный и красивый дом. Условия для дальнейшего развития рынка ВДО можно сформулировать в нескольких тезисах:

- подготовка консолидированной аудированной отчетности по МСФО для эмитентов, входящих в группу компаний;
- получение кредитного рейтинга для всех эмитентов облигаций;
- увеличение доли баллов, которые присваивают кредитные рейтинговые агентства, за уровень корпоративного управления;
- использование эмитентами более широкого ковенантного пакета;
- реформирование института представителей владельцев облигаций (скорее всего, по аналогии с аудиторскими организациями) и формирование новой практики реструктуризации облигаций;
- стимулирование институциональных инвесторов к работе на рынке ВДО со стороны Банка России.

Рынок ВДО в России должен стать реальным источником финансирования для компаний малой и средней капитализации, как раньше ВДО позволили американскому бизнесу создавать целые отрасли — мобильную связь, электротранспорт, стриминговое телевидение, индустрию развлечений и туризма.

Мы ожидаем, что интерес к ВДО будет стабильно высоким при снижении ключевой ставки и рынок ВДО продолжит свое развитие

[1] https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/241023-credit-trends-global-financing-conditions-blockbuster-growth-in-2024-with-tailwinds-heading-into-2025-13297433.