ВДО: зайдем ли на третий круг?

Дмитрий АДАМИДОВ,
независимый аналитик, создатель Telegram-канала Angry Bonds

Сегмент высокодоходных облигаций (ВДО) никогда не был по-настоящему большим на российском рынке, но всегда пользовался повышенным вниманием, потому что, как та самая канарейка в угольной шахте, хорошо показывал общую температуру и состояние рынка.

С 2004 года можно выделить как минимум два периода особой популярности ВДО. Первый относится к 2006–2008 годам, когда на фоне экономического подъема на рынок вышло достаточно большое количество эмитентов малого и среднего бизнеса. Закончилось это кризисом 2008 года и массовыми дефолтами, в 2009 году был поставлен абсолютный рекорд — 35 дефолтов[1]. Далее вплоть до 2016 года рынку было не до ВДО — кризис 2008–2010 годов довольно быстро перешел в кризис 2014 года, а в четырехлетнюю «передышку» инвесторы не успели забыть о понесенных потерях и не проявляли большого аппетита к риску.

Поэтому про «песочницу» (как еще называют сегмент ВДО) вспомнили только в конце 2017 года. К тому времени Банк России серьезно поменял законодательство по облигациям (вступили законы в силу в начале 2016 года), были введены налоговые льготы для держателей облигаций, но оживление началось только после того, как ставки по депозитам стали снижаться и частные инвесторы осознали, что, во-первых, они мало зарабатывают на депозитах, а во-вторых, готовы рисковать ради повышенных доходностей. После этого начался бум в сегменте ВДО, который продлился с 2018 по 2021 год. В конце 2017 года ключевая ставка стала ниже 8 %, а к лету 2020 года составила 4.25 %, ВДО между тем давали сначала 18 %, потом доходность на пике снижалась до 9–11 %, но это все равно было в среднем вдвое больше, чем по безрисковым вложениям. После начала СВО пыл инвесторов немного поугас, но рынок продолжал жить в прежнем режиме вплоть до лета 2023 года, когда началось ужесточение денежно-кредитной политики (ДКП) и ключевая ставка довольно быстро выросла с 7.5 % сначала до 16 %, а затем к концу 2024 года — до 21 %. Однако основная волна дефолтов в ВДО пришлась на осень 2025 года, когда в экономике вовсю развернулся кризис неплатежей и с рынка разбежались последние, особо стойкие частные инвесторы.

По 2025 году «Эксперт Ра» насчитал 15 дефолтов, тогда как в 2024 году их было всего 4[2]. На 2026 год прогнозы также не особо оптимистичны: скорее всего за два года (2025-й и 2026-й) мы доберемся до «гроссмейстерского рубежа» 2009 года — в 30–35 дефолтов.

Таким образом, в обоих случаях мы наблюдали трехлетний период бума (2006–2008 и 2018–2020 годы), который сменился кризисом и длительным периодом охлаждения и потери интереса инвесторов к ВДО. В предыдущем цикле это заняло около 9 лет (2009–2017 годы), сейчас пока прошло пять с половиной, можно предположить, что следующий подъем интереса к ВДО возможен не ранее 2028–2029 годов. Дело тут не только и не столько в нумерологии, сколько в том, что подъем в сегменте ВДО тесно связан с совершенствованием регулирования.

Как уже упоминалось, буму ВДО 2018 года предшествовали серьезное изменение законодательства о рынке ценных бумаг (в 2016 году), а также

[1] Данные Cbonds.ru.

[2] Источник — https://www.kommersant.ru/doc/8398875

ужесточение макропруденциальных лимитов для банков. Это, с одной стороны, сделало более привлекательным размещение облигаций для эмитентов малого и среднего бизнеса, а с другой — сократило их возможности в привлечении банковского финансирования, по сути «вытолкнув» на рынок многие компании. Для девелоперов дополнительным стимулом стали изменения в Федеральный закон №214-ФЗ, принятые в 2018 году и создавшие новые правила привлечения проектного финансирования.

Однако у любого явления есть две стороны. Позитивный потенциал, открывшийся с введением нового регулирования, в настоящее время практически полностью реализован, и последние два года участники рынка все больше сталкиваются с негативными последствиями, которые были заложены решениями от 2016–2018 годов и которые существенно тормозят дальнейшее развитие сегмента.

Можно выделить две основные проблемы.

Первая: *законодательство о рынке ценных бумаг не синхронизировано с законодательством о банкротстве.* Не секрет, что существующее отечественное законодательство о банкротстве нацелено в большей степени на ликвидацию предприятия, нежели на его оздоровление. Также не секрет, что среди государственных компаний и компаний инвестиционного рейтинга дефолт — явление достаточно редкое и, даже если он случается, вопросы часто решаются в ручном режиме (Мечел, ТГК-2, Роснано, Росгеология и пр.). Однако для предприятий МСП дефолты не так уж и редки, и по большому счету очень часто они связаны с внешними факторами: пандемией, кризисом неплатежей и пр. Но законодательно данный процесс отрегулирован, мягко скажем, не оптимально. В 2016 году облигационное законодательство было существенно модернизировано, из мировой практики были позаимствованы такие институты, как ОСВО, ПВО и пр. Однако не было сделано главного — не был создан отечественный аналог Chapter 11[1], и потому приличная часть нововведений носит декоративный характер и не может работать эффективно. Таким образом, для продолжения развития облигационного рынка в целом (и особенно сегмента ВДО) **нам нужен свой аналог Chapter 11.** По правде говоря, Минэкономразвития озаботилось данной проблемой и сделало некоторые шаги по совершенствованию законодательства, но они пока явно недостаточны, плюс процесс идет чрезвычайно медленно.

Вторая проблема касается практики регулирования. Банк России по понятным причинам стремится создать единые универсальные правила для всех участников рынка, но проблема в том, что с 2013 года он объединил под своим управлением весьма разнородные организации, к которым просто невозможно применять унифицированные правила. Небольшие эмитенты не могут управляться по той же технологии и соответствовать таким же критериям, как системно значимые банки с триллионными оборотами.

Кроме того, жизнь не стоит на месте: за прошедшие 6–7 лет у нас появились цифровые финансовые активы (ЦФА), краудлендинговые платформы, сейчас идет процесс легализации криптовалют — одним словом, *разнообразие объекта управления требует разнообразия от регулятора* в полном соответствии с канонами теории управления. Но у нашего мегарегулятора на сегодняшний день на это зачастую нет и времени (с 2022 года возникло огромное количество неотложных задач по реорганизации финансовой системы), и должной гибкости — все-таки приоритет по понятным причинам отдается проблематике системно значимых участников рынка, а до сектора МСП руки часто просто не доходят. Как следствие, сегодня мы имеем довольно много регуляторных дыр и нормативных казусов не только в облигационном регулировании, но даже в большей степени в сфере ЦФА и краудлендинга.

Для удобства свел их в краткую таблицу (Таблица 1).

Справедливости ради необходимо сказать, что работа по устранению указанных недостатков ведется постоянно, в том числе с привлечением профессиональных участников и инвесторов.

Однако она может быть гораздо более эффективной в том случае, если:

- проблематикой регулирования малых и средних эмитентов из небанковского сектора будет заниматься специализированная структура, административно подчиненная Банку России, но имеющая больше свободы при решении оперативных и методических вопросов;
- вопросы противодействия недобросовестным практикам: мошенничеству, инсайду и гринмейлу — будут также отданы в отдельное структурное подразделение (аналог SEC[2] в США), наделенное в том числе правом законодательной инициативы и возбуждения уголовных дел. Это позволит более оперативно реагировать на возникновение недобросовестных практик и быстрее их пресекать.

[1] Статья в Кодексе о банкротстве США, которая допускает быструю и эффективную реорганизацию в рамках банкротства. Основная цель — позволить должнику реорганизовать свои долги и продолжить хозяйственную деятельность, а не ликвидировать имущество в пользу кредиторов.

[2] Комиссия по ценным бумагам — независимый регулирующий орган, ответственный за защиту инвесторов, поддержание справедливого и упорядоченного функционирования рынков ценных бумаг и содействие накоплению капитала.

Инструмент	Описание проблемы
Облигации	• Неэффективная и затянутая процедура оздоровления/банкротства • Неэффективная работа ПВО • Не выстроена эффективная борьба с мошенничеством (эмитенты) и гринмейлом (инвесторы) • «Шероховатости» в проведении ОСВО (оповещение инвесторов, высокий порог для принятия решения и пр.) • Избирательное правоприменение наказаний за нарушения
ЦФА	• Не урегулированы вопросы раскрытия информации • Пробелы в законодательстве (нет понятия технического дефолта и пр.) • Нет единых правил вторичных торгов и защиты от введения в заблуждения инвесторов при совершении сделок
Краудлендинг	• Не урегулированы вопросы раскрытия информации • Нет требований по формированию унифицированной отчетности • Не урегулированы вопросы защиты прав инвесторов в случае приостановления / отзыва лицензий у краудплатформ

Таблица 1
Узкие места существующей системы регулирования

Источник: составлено автором