Мурад АГАЕВ,
автор телеграм-канала Russian Magellan,
соведущий YouTube-канала «Вредный инвестор»,
руководитель по направлению «Долевые ценные бумаги» в Ассоциации Инвесторов АВО

Дефолты приходят толпой

Почему «премия минус дефолтность» — плохая арифметика и как разглядеть неплательщика заранее

В 2025 году дефолт допустили 36 российских эмитентов облигаций, объем неисполненных публичных обязательств удвоился год к году и превысил 58 млрд рублей. На этом фоне у инвесторов в ВДО в моде обезоруживающе простая формула: берем доходность выше ключевой ставки, вычитаем историческую частоту дефолтов — и то, что осталось, и есть наш чистый заработок. Логика верна по духу и опасно неверна в числах, потому что дефолты приходят толпой.

ГОД, КОГДА ЗАКОНЧИЛАСЬ МУЗЫКА

Несколько лет дефолтность держалась на неприлично низком уровне. Эмитенты стали крепче? Нет, деньги были дешевыми и всем хватало желающих рефинансировать старый долг новым. Пока играет музыка, стулья есть у всех. Хорошая аналогия, которую часто использует «Аленка Капитал».

Несколько лет дефолтность держалась на неприлично низком уровне

Ставка, доведенная до 21% к концу 2024 года, музыку выключила, и стульев на всех не хватило. Доля дефолтных компаний в 2025-м поднялась примерно до 5.4% от числа эмитентов корпоративных облигаций, вернувшись к уровням 2018–2020 годов, когда рынок ВДО еще не был в моде и не привел толпу частных инвесторов, для которых слово «дефолт», что на самом деле с точки зрения закона есть «неисполнение долговых обязательств», было абстракцией из учебника. Я хорошо помню это время. Я сам в 2020 году впервые нашел эти тематические чатики.

Самый громкий кейс года — это ФПК «Гарант-Инвест». Девелопер торговых центров с шестью выпусками почти на 14.5 млрд рублей в марте не исполнил оферту на 2.8 млрд, и это стало точкой отсчета каскада. Показательна сама фактура: торговые центры в Москве — твердый залоговый актив. Но твердый актив, которым нельзя расплатиться с держателем облигации, — это не защита, а декорация и общие слова. Я искренне считаю, что общие слова у нас и у истории «Оил Ресурс», но только время покажет, прав ли я. Второй символ года — «Монополия», первый эмитент с инвестиционным рейтингом BBB(RU), ушедший в дефолт.

А ведь многие ухватились за идею, что фонды ВИМ ситуацию спасут (паевой фонд под управлением УК «ВИМ Инвестиции» купил часть акций «Монополии», а те обещали привлеченные таким образом средства пустить на снижение долга), и перестали смотреть цифры, понадеялись на авось.

И было бы наивно считать, что пласт этих историй закончился вместе с календарным годом.

Смягчение ставки идет медленно, а долг, набранный в эпоху дешевых денег, никуда не делся, он лишь ждет своих дат погашения. Впереди у сегмента заметная стена рефинансирования: выпуски, размещенные под низкие купоны три-четыре года назад, гасятся и требуют замены на новые — уже под совсем другие ставки. Для крепких имен это безопасная процедура, для слабых же — момент страха, о котором нам не расскажут. Вопрос, переживет ли эмитент ближайший пик выплат, если рынок закроет ему дверь, в 2026–2027 годах будет звучать чаще.

Смягчение ставки идет медленно, а долг, набранный в эпоху дешевых денег, никуда не делся

ПОЧЕМУ «ПРЕМИЯ МИНУС СРЕДНЯЯ ДЕФОЛТНОСТЬ» — ПЛОХАЯ АРИФМЕТИКА?

Сразу отдам должное подходу — у него крепкое основание. Дефолтов на рынке ВДО не избежать в принципе — это не сектор «без потерь», а сектор, где потери — часть механики, плата за доходность. Не забываем главное правило рынка: есть риск — есть доходность. Но многие забывают про риск.

Отсюда верна постановка задачи: не «выбрать без единого дефолта», а собрать портфель так, чтобы премия перекрывала неизбежные потери. Проблема не в постановке, а в том, как подставляются числа в эту математику инвестиций надежды. «Средняя историческая частота дефолтов» кажется надежным вычитаемым числом, но это самая коварная величина во всей формуле, и она порождает три системные ошибки.

Первая: частота не есть вероятность. То, что публикуют агентства, — статистика уже случившегося; то, что нужно инвестору, — это оценка будущего. Тезис типа «в этой группе раньше не платил каждый двадцатый» — честное описание прошлого, а не гарантия на наступающий год. Подставляя вчерашнюю частоту как завтрашнюю вероятность, я молча принимаю, что мир стабилен. Но мир не стабилен. Стабильный мир и сытые нулевые остались в прошлом. Но если с тезисом, что это первая ошибка, можно спорить, то со второй ошибкой уже сложнее.

Вторая — и главная: дефолты не рассыпаны равномерно. Пусть в группе из 20 имен частота 5 % «в лоб» — это один эмитент в год. Реальность иная: три года не дефолтит никто (условно), а потом за один год валятся сразу трое. Среднее не меняется, и это создает ложное ощущение равномерности, которой нет. Причина в природе кредитного цикла, о которой писал Рэй Далио и которую Говард Маркс описывал через маятник страха и жадности. Пока деньги дешевы, даже слабый эмитент рефинансируется и живет. Когда ставка высокая и окно рефинансирования закрывается, слабые падают пачками — и их подкосил один и тот же макрофактор.

Годы аномально низкой дефолтности закончились. По доле рынка это не катастрофа, а вроде бы возврат к норме: около 5.4 % эмитентов, уровень 2018–2020 годов, и в масштабах всего рынка Банк России называет дефолтность низкой. Но средняя обманчива. За ней есть удвоение:

- числа впервые задефолтивших эмитентов;
- объема неисполненных обязательств.

А главное, эти 5.4 % размазаны по всему рынку, тогда как потери сконцентрированы в низких грейдах, где дефолтность кратно выше среднерыночной.

ДЕФОЛТЫ ПРИХОДЯТ ТОЛПОЙ

Третья ошибка: оптимизируя «премию минус дефолтность», инвестор по построению отбирает самые доходные бумаги — премия стоит в формуле в плюсе. Но рынок не раздает повышенную доходность за красивые глаза в совокупности с поддержкой того или иного банка, потому что их ЗПИФ держит акции этих компаний (привет, «Монополия»), он платит ее за вероятность неплатежа.

Отбирая максимальную премию, вы с высокой вероятностью собираете именно будущих дефолтников. Это классический неблагоприятный отбор. Аномально высокая доходность относительно своей группы — это кошмар: если у всех купон — 20 %, а у одной бумаги — 40 %, значит, рынок видит риск, которого вы пока не разглядели, и чаще он прав, а вы просто не дочитали отчет. И никакая «гипердиверсификация» на 100 имен по проценту тут не спасает: 100 самых доходных бумаг — это 100 кандидатов на дефолт, а в год кластера коррелированные потери реализуются одновременно, унося не один процент, а пятнадцать разом. Лимит на эмитента защищает от риска отдельной компании, но бессилен против системного, а в ВДО

Рейтинг, а особенно комментарии агентства, — первичное сито, а не финальный вердикт

именно он и есть источник больших потерь.

Но большинство дефолтников видно заранее.

Хорошая новость в том, что кластер бьет по слабым, а слабость читается в отчетности загодя.

Нужно научиться видеть и понимать, что дефолт — событие про деньги, а не про прибыль. Прибыль есть мнение (результат бухгалтерских допущений), деньги есть факт.

Неисполнение всегда кассовое: в день выплаты купона или оферты денег просто нет. Значит, предсказывать надо не момент, когда прибыль уйдет в минус, а хватит ли кеша на конкретную дату. Компания может годами показывать прибыль и идти к дефолту, если этот бумажный доход не превращается в деньги. Примером здесь является «Сегежа»: формально не дефолт, но расхождение выручки и глубоко отрицательного FCF заранее объясняло, почему ее пришлось спасать огромной докапитализацией со стороны материнского холдинга.

Почти все несостоявшиеся платежи роднит один набор ранних маркеров. По отдельности ни один не приговор, но два-три сразу — есть диагноз.

- Низкое покрытие процентов: EBITDA к процентам ниже 1.5–2 означает, что бизнес работает на кредиторов; при ставке 20 %+ это смертельно.
- Зависимость от рефинансирования: если эмитент не выживает без нового займа, а взять негде, кроме облигаций, это не бизнес-модель, а пирамида. Хотя представители эмитентов часто со мной спорят на тему того, что они являются эмитентом такого типа. И все они именно так и живут — от займа к займу.
- Дебиторка и запасы, растущие быстрее выручки: прибыль застревает и не доходит до кассы («Обувь России» перед дефолтом 2021-го).
- Займы связанным сторонам: занимать под 20 % и раздавать деньги «своим».
- Отрицательный FCF при положительной прибыли несколько лет подряд.
- Нарастающее количество исков и налоговых претензий.

Почему этого не видит рейтинг? Он отвечает на другой вопрос: сравнивает компанию с группой, а не прогнозирует вашу бумагу и по природе ретроспективен.

По свежим дефолтам агентства успевали понизить рейтинг заранее примерно в половине случаев. Это не критика: они делают то, для чего созданы, и часто видят непубличную часть отчетности.

Это повод инвестору не выключать голову. Рейтинг, а особенно комментарии агентства, — первичное сито, а не финальный вердикт. Начинать всё равно придется с отчетности, задавая ей грубый честный вопрос: доживет ли компания до следующего купона, если рынок капитала для нее закроется.

ЧТО ДЕЛАТЬ ВМЕСТО ВЫЧИТАНИЯ СРЕДНЕЙ

Замена наивной формуле не сложнее ее самой, просто честнее и держится на трех опорах.

Первая есть отбор по кредитному качеству, а не по величине премии: сначала отсеять эмитентов с низким покрытием процентов, большой зависимостью от рефинансирования и выводом кеша и только среди оставшихся сравнивать доходности. Премию рассматриваем последней, а не первой.

Вторая опора — это оценивать премию под конкретный, понятый риск: если не можете назвать, за что вам доплачивают, значит, риск вы еще не нашли, а не что его нет.

Третья — это помнить про базу портфеля: фонды денежного рынка и флоатеры высокого рейтинга дают доходность около ключевой ставки почти без кредитного риска, и ВДО имеют смысл ровно настолько, насколько их премия оправдывает добавленный риск поверх этой базы.

И последнее: работа не заканчивается в момент покупки. Открытую позицию надо мониторить хотя бы по квартальной отчетности и по действиям агентств: понижение рейтинга или смена прогноза на негативный — не всегда скорый дефолт, но всегда повод перечитать эмитента заново и ознакомиться с доводами смены прогноза.

Из свежих дефолтников кто-то сигналил о себе ухудшением метрик за несколько кварталов до неисполнения. Инвестор, который завел привычку раз в квартал проверять покрытие процентов и график ближайших выплат по своим бумагам, выходит из проблемной истории на падении, а не на нижней планке.

P. S. *Все изложенное — авторское мнение и не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией.*

Нужно научиться видеть и понимать, что дефолт — событие про деньги, а не про прибыль