

Аналитический обзор

Рынок облигаций в 2021 году: преодолеть нестабильность



Партнер



При участии



Гарант-Инвест

Партнер секции



Информационно-
аналитический партнер

Контур Закупки

Обзор подготовили

Никонов Михаил
Младший директор
Корпоративные, суверенные рейтинги
АО «Эксперт РА»
nikonov.m@raexpert.ru

Павел Митрофанов
Управляющий директор
Корпоративные, суверенные и ESG рейтинги
АО «Эксперт РА»
mitrofanov@raexpert.ru

Резюме

С начала 2021 года на рынок корпоративных облигаций вышло более 40 новых эмитентов и около 5 млн новых инвесторов. Объем рынка локальных облигаций вырос на 20% и достиг 16,3 трлн рублей. Движущей силой рынка по-прежнему выступают малые и средние эмитенты, которые научились работать с публичным долгом и биржей.

Мы оцениваем текущее состояние рынка как нестабильное. Макроусловия неблагоприятны. Ключевая ставка растет вслед за инфляцией, при этом количество дефолтов уже достигло девятилетних максимумов. Крупные эмитенты вдвое уменьшили активность на рынке облигаций и ушли в банки. У дебютантов сезона низкой ключевой ставки такой возможности нет. Поэтому их безусловный приоритет – сохранение доступа к рыночной ликвидности в ближайшие два года. В 2022 году эмитентам с рейтингами А- и ниже предстоит пройти через 120 оферт и погашений на сумму в 170 млрд рублей, а в 2023-м – еще по 85 на 136 млрд рублей. У большинства компаний в модели развития заложен рефинанс долга, а на погашение операционного денежного потока и запаса кэша не хватит. Это значит, что из-за рыночных условий низкорейтинговые и безрейтинговые эмитенты могут оказаться в дефолте, если не начнут готовить подушку ликвидности заранее.

У розничных инвесторов свои приоритеты. Они хотят доходность и при этом не готовы к дефолтам, поскольку принесли на рынок недавние депозиты. Ухудшение статистики дефолтов может остановить их от вложений в новые выпуски без существенной премии за риск. В размещении высокорисковых облигаций доля розницы традиционно составляет 70–100%, поэтому охлаждение физлиц к рынку облигаций может стать разрушительным.

Приоритеты государства – снижение и ограничение рисков розничных инвесторов с одной стороны и обеспечение доступа компаний к рынку капитала с другой стороны. Поэтому мы видим жесткие ограничения на доступ неквалифицированных «физиков» к рынку в сочетании с комфортным тестированием и «дедушкиной оговоркой» для тех, кто успел поработать с облигациями до октября 2021 года.

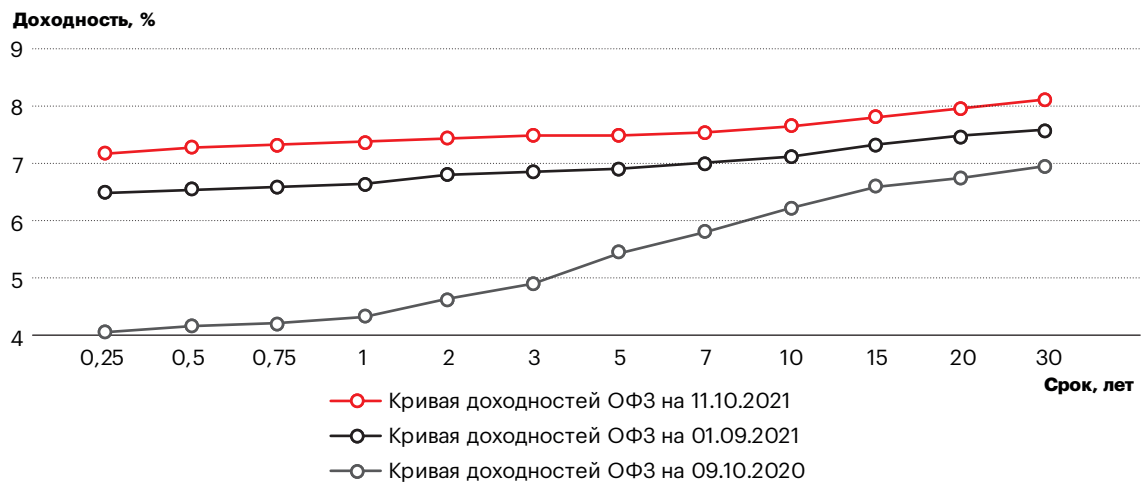
Баланс интересов ключевых рыночных сил возможен и реален. Для его достижения эмитентам придется принять новые правила игры с повышенными требованиями к прозрачности и качеству раскрытия информации о себе ради сохранения доступа к рынку. Успех инвесторов в первую очередь будет связан с разумным восприятием риска, умением анализировать эмитентов и рейтинговую информацию о них, формировать диверсифицированный портфель и не паниковать от дефолтов. Целям финансовых властей поможет привлечение институтов коллективных инвестиций в интересный для розницы сектор МСП, а также более активная поддержка мер, способствующих прозрачности, адекватному ценообразованию и снижению недобросовестной конкуренции эмитентов за инвестора.

Рынок облигаций дорос до нестабильности

Монетарная политика ужесточилась

В 2021 году в условиях всплеска инфляционных рисков ЦБ РФ был вынужден развернуть денежно-кредитную политику в сторону ужесточения для сдерживания ускорения роста цен. С начала года ключевая ставка ЦБ РФ поднималась пять раз с 4,25 до 6,75 по состоянию на 20 октября. Рост ключевой ставки напрямую сопровождался увеличением ставок доходностей на облигационном рынке. За год до октября 2021-го кривая доходности ОФЗ сместилась на 250–300 б. п. на участке до трех лет, в то время как доходности для более длинного горизонта демонстрировали рост до 200 б. п. Примечательно, что лишь за сентябрь 2021 года рост доходностей составил более 50 б. п.

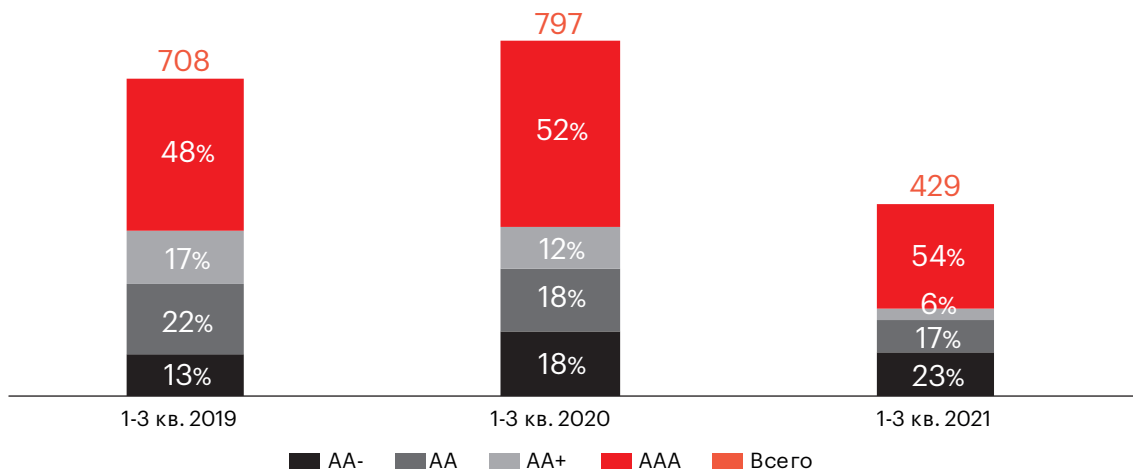
График 1. Рынок ОФЗ бурно реагировал на ужесточение ДКП



Источник: Московская Биржа

Эмитенты первого эшелона сократили присутствие на рынке

В условиях волатильного рынка государственных облигаций крупные эмитенты склонны не выходить на облигационный рынок с новыми размещениями, а выжидать более благоприятные рыночные условия. Волатильность цен на государственные бумаги может обусловить премию за риск со стороны инвесторов, опасющихся дальнейшего роста уровня процентных ставок в экономике и падения стоимости облигаций соответственно. Выжидательная тактика распространена среди эмитентов первого и второго эшелонов, ведь те, как правило, рефинансируют свой долг в благоприятных рыночных условиях, увеличивая тем самым его срок. Периоды нестабильных процентных ставок крупные эмитенты способны преодолеть без выхода на рынок публичного долга.

График 2. Первоклассные эмитенты сократили размещение облигаций


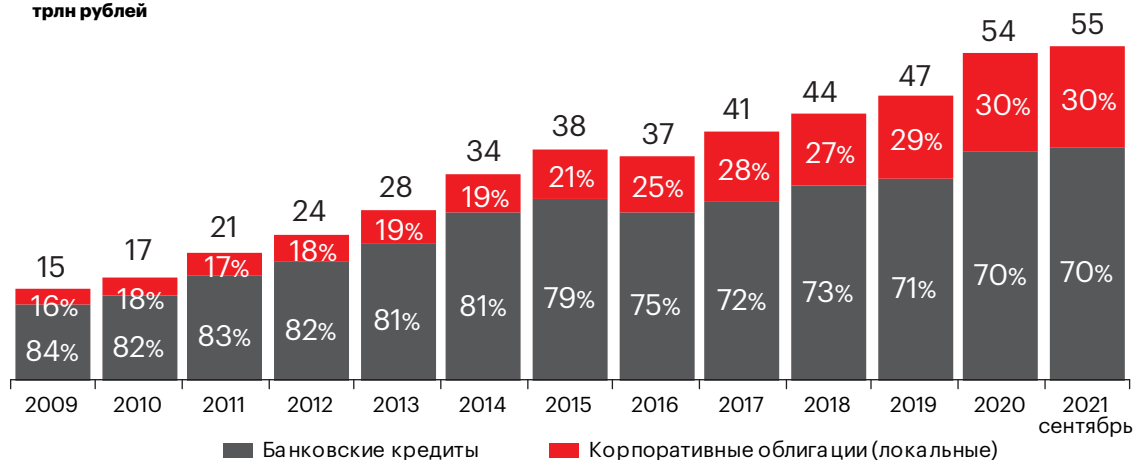
Источник: Cbonds

Средний и малый бизнес продолжает выходить на рынок

Популяризация долгового рынка среди населения и бизнеса ведет к росту доли облигационных займов в структуре долгового портфеля корпоратов.

График 3. Облигации vs корпоративные облигации

трлн рублей



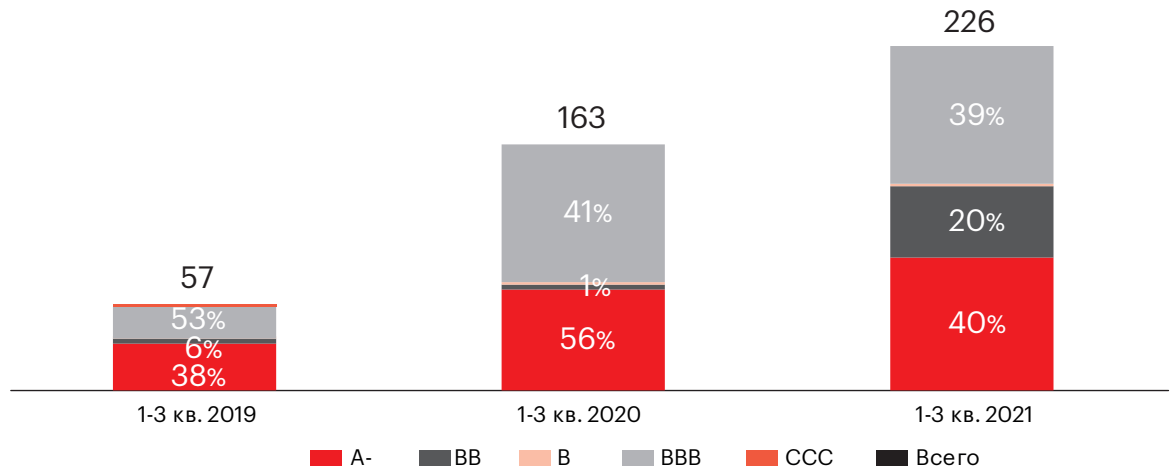
Источник: Московская Биржа

Повышение доли локальных облигаций в кредитном портфеле бизнеса при росте инвесторской базы и рынка в целом свидетельствует о том, что инвесторы и эмитенты получили от рынка то, что хотели. Даже не крупные компании могут рассчитывать на удачное привлечение инвестиций в свой бизнес через размещение облигаций, если оно может заинтересовать розничных клиентов.

В условиях ускоренного роста процентных ставок в сентябре – октябре 2021 года динамика объема новых размещений несколько замедлилась среди крупных эмитентов, однако компании с кредитным рейтингом ruA- и ниже по-прежнему наращивают свое участие в облигационном рынке, при этом вынуждены давать повышенную премию за риск. По расчетам агентства, объемы размещения высокодоходных облигаций по итогу девяти месяцев 2021 года почти на 40% превышают объемы сделок за сопоставимый период 2020-го.

При этом эмитенты сектора склонны максимизировать объемы проводимых размещений в IV квартале, который только предстоит.

График 4. Объемы сделок компаний с рейтингом A- и ниже продолжают расти



Источник: Cbonds

Частные инвесторы под угрозой

Инвесторы – физические лица продолжают нести деньги на фондовый рынок. При этом они склонны отдавать предпочтения в пользу рискованных бумаг. На этом фоне особенно опасным выглядит рост количества дефолтов на рынке облигаций, который, по данным Cbonds, по итогу 2020 года достиг максимального уровня с 2010-го. По итогу 2020 года количество дефолтов составило 140 единиц – максимум за последние девять лет. Больше было только в кризисном 2009 году, когда количество дефолтов составило 321 единицу и в 2010-м – 202. Такой тренд требует повышенного внимания участников рынка к поведению новых эмитентов и инвесторов. Важно не допустить разочарования. Оно способно подорвать интерес к самой идее инвестирования и при этом лишит многих корпоратов возможности развивать бизнес через привлечение денег на фондовом рынке.

В условиях нестабильности будущее рынка станет определяться способностью основных сторон состыковать собственные приоритеты без существенного ущерба для остальных.

Приоритет инвесторов: выше ставки, ниже риск

«Физики» – сила

В 2021 году увеличение числа инвесторов – физических лиц продолжилось, несмотря на разворот ставок и рост доходности депозитов.

График 5. Число зарегистрированных физических лиц на фондовом рынке РФ растет

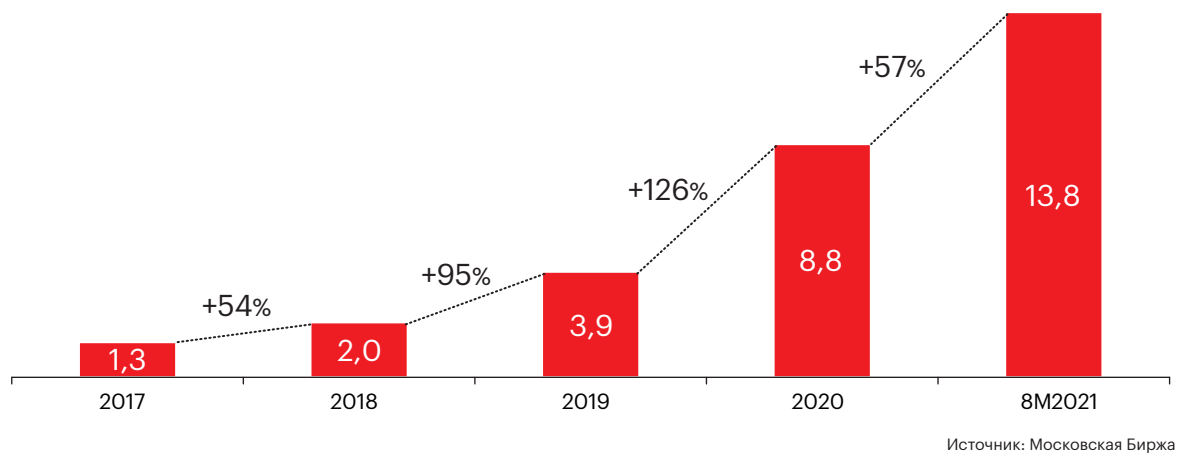
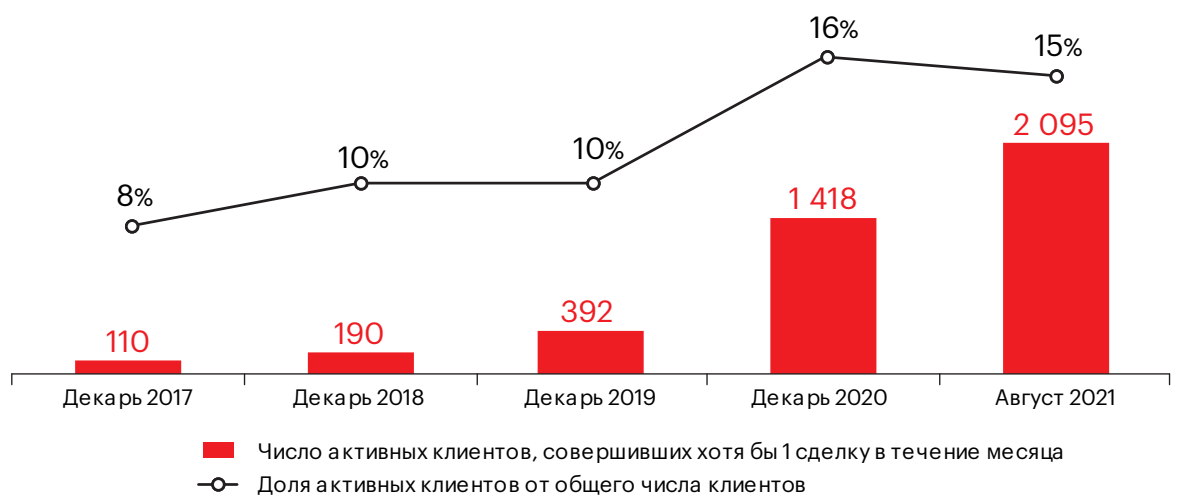


График 6. Активность клиентов на фондовом рынке также растет

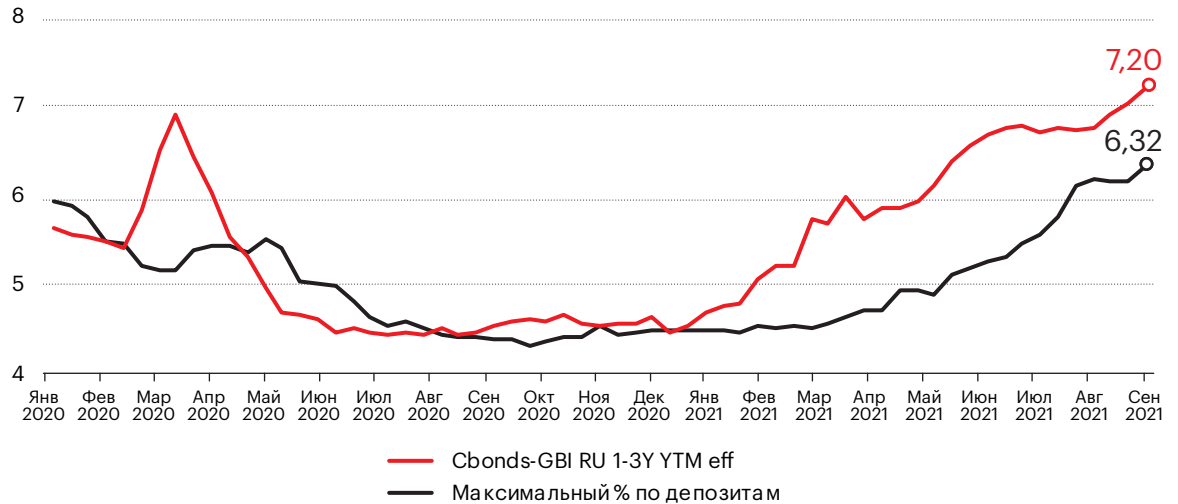


Число активных клиентов на действующих счетах растет и повышается концентрация активов на них (на топ 6% счетов приходится 90% активов клиентов), поэтому новые счета с околонулевым наполнением служат весомой базой для формирования будущих объемов рынка. Даже привлечение на каждый счет сбережений на 10 тыс. рублей в год даст дополнительный приток ликвидности на 130 млрд рублей.

Мы верим в дальнейшее усиление влияния розничных денег на рынке. В качестве основной предпосылки для дальнейшего роста интереса физических лиц к фондовому рынку

служит сопоставление динамики доходностей на облигационном рынке и максимальной процентной ставки по депозитам.

График 7. Расширение спредов ОФЗ и максимальной процентной ставки по депозиту служит индикатором долгового рынка для «физиков»

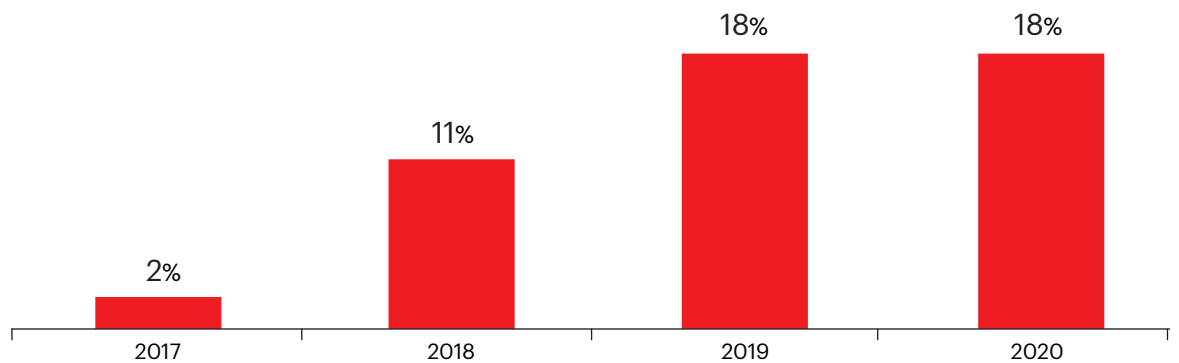


Источник: Cbonds

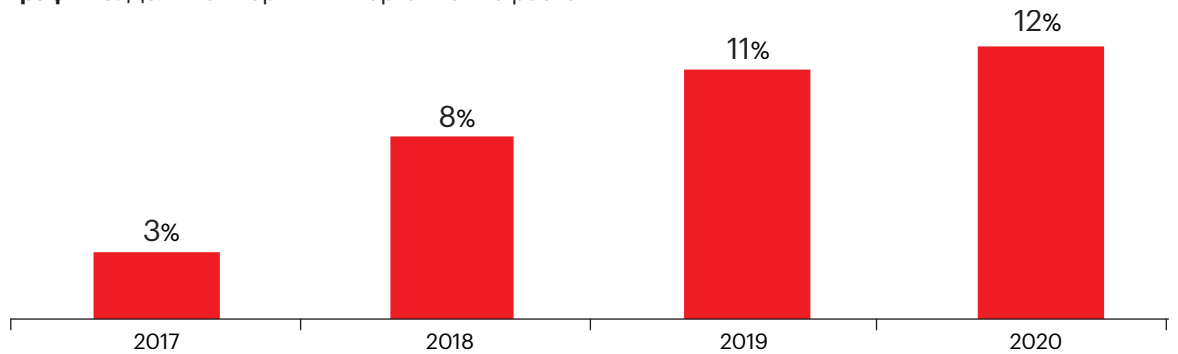
Если в течение 2020 года преимущество доходности по ОФЗ было не слишком устойчиво, то в 2021-м можно наблюдать гораздо более высокую доходность по государственным облигациям. При этом исторически рост ставок по банковским депозитам всегда отстает от роста ставок по облигациям. Принимая во внимание, что доходность ОФЗ в 2021 году демонстрировала более высокие уровни при меньшем или сопоставимом уровне риска, чем банковский депозит, возвращение инвесторов обратно в депозиты маловероятно в краткосрочной перспективе, даже несмотря на рост ставок по вкладам. При этом у инвестора на фондовом рынке также есть возможность получить налоговый вычет в размере 13% от ИИС, чего нельзя достичь в депозитах.

Различные инвесторы уже превратились в мощную рыночную силу. Их доля на первичном и вторичном рынке корпоративных облигаций продолжает постепенно расти.

График 8. Доля физлиц в первичных размещениях растет одновременно с рынком



Источник: Московская Биржа, Ассоциация владельцев облигаций

График 9. Доля на вторичных торгах также растет


Источник: Московская Биржа, Ассоциация владельцев облигаций

По данным Московской Биржи, доминирующие потребности в долговом финансировании Сектора Роста и Сектора Повышенного Инвестиционного риска – наиболее рискованных сегментов облигаций Московской Биржи – практически полностью существуют за счет денег физических лиц.

Таблица. Инвесторы – физические лица на облигационном рынке

Тип инвестора/сектор	Сектор Роста, %	Сектор ПИР, %	Основной рынок, %
Доверительное управление	2	10	15
Физические лица	77	61	10
Нерезиденты	2	3	15
Дилеры	15	12	59
Юридические лица	4	15	1

Источник: Московская Биржа

По оценке агентства, успех размещения облигаций с рейтингом ruA- и ниже во многом определяется возможностями сформировать конечный спрос на бумаги со стороны физических лиц. При этом физические лица либо участвуют непосредственно в самих размещениях, либо приобретают у организатора облигационного выпуска после размещения. Пока что рынок рассматривает такие облигации как бумаги с повышенным уровнем кредитного риска и низкой ликвидностью, вследствие чего в инвестиционный портфель институциональных инвесторов и крупных банков, как правило, их не приобретают. Таким образом, доля физических лиц в подобных бумагах может достигать более 50%, при этом чем ниже уровень кредитного рейтинга, тем выше доля участия физических лиц в них. В размещениях с рейтингом в категории ruB доля физических лиц может достигать 90–100%.



Роберт Смакаев, исполнительный директор департамента рынков капитала, «Совкомбанк» комментирует:

«Спрос на бумаги невысокого кредитного качества велик. Его обеспечивают в основном новые инвесторы-физлица, только пришедшие на фондовый рынок. Приведу пример. В середине июля мы размещали эмитента – компанию «Максима Телеком».

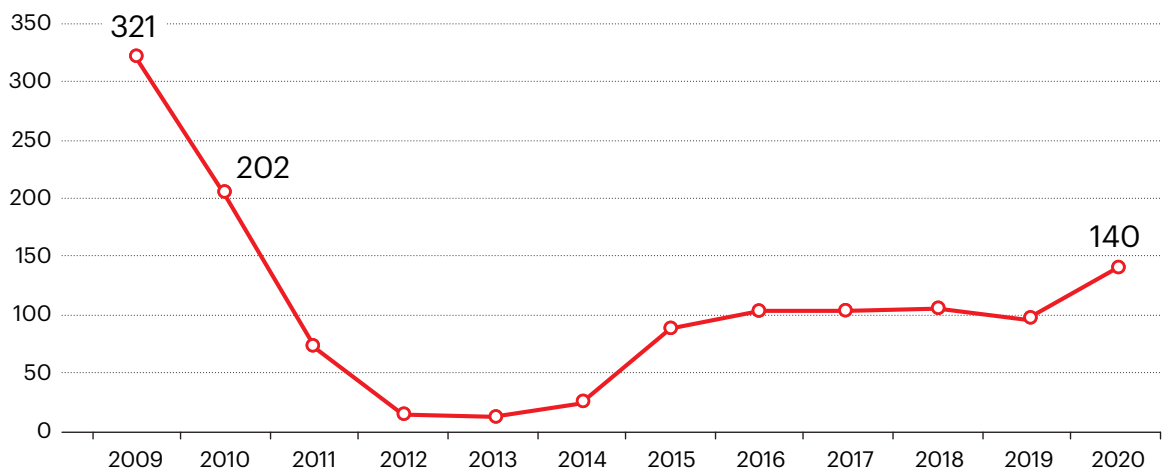
Такого количества заявок от физлиц, честно говоря, не наблюдалось ранее никогда. Практически весь объем выпуска ушел физлицам. Организаторам не приходилось прикладывать дополнительных усилий к тому, чтобы продавать выпуски «физикам», – спрос был на высоком уровне естественным образом.»

Инвесторы не готовы к дефолтам

Согласно недавнему опросу, проведенному ЦБ РФ, типичный портрет инвестора выглядит следующим образом: это человек трудоспособного возраста, с доходом выше среднего, высшим, чаще техническим образованием и семьей. При этом отмечается, что примерно пятая часть респондентов не готова к потере даже части вложений. Характерный продукт для новичков – акции российских компаний, а также паи инвестиционных фондов, акции иностранных компаний и ОФЗ. Такое сочетание отражает противоречивость и фактическую неподготовленность огромного количества инвесторов к рынку. Выбирая наиболее рискованные инструменты, люди вообще не готовы к потерям.

Мы считаем, что повышение частоты дефолтов на рынке может сильно отразиться на интересе частных инвесторов к облигациям. По данным Cbonds, число дефолтов на российском облигационном рынке достигло максимального уровня в 2020-м, что по времени совпадает с периодом бума частных инвесторов и размещений компаний ВДО на облигационном рынке, наблюдаемого в 2019–2020 годах. По итогу 2020 года количество дефолтов составило 140 единиц – максимум за последние девять лет. Больше было только в кризисном 2009 году, когда количество дефолтов составило 321 единицу и в 2010-м – 202.

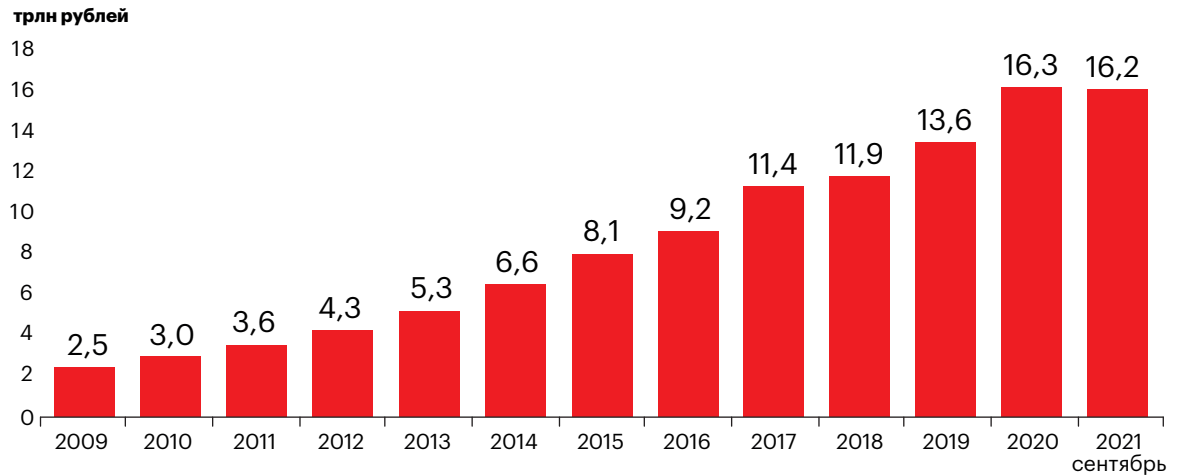
График 10. Рост количества дефолтов до многолетних максимумов является тревожным знаком для частных инвесторов



Источник: Cbonds

Приоритеты эмитентов: предсказуемое фондирование и успешный рефинанс

В условиях глобальной пандемии облигационный рынок стал спасением для компаний всех категорий качества. В 2020-м объем корпоративных облигаций в обращении вырос почти на 20%, что является максимальным значением с 2017 года. На фоне падения формируемых денежных потоков предприятия реального сектора могли закрывать потребности в ликвидности облигациями. При этом благоприятные рыночные условия позволяли компаниям удлинять дюрацию долгового портфеля по рекордно низким ставкам с высоким уровнем спроса.

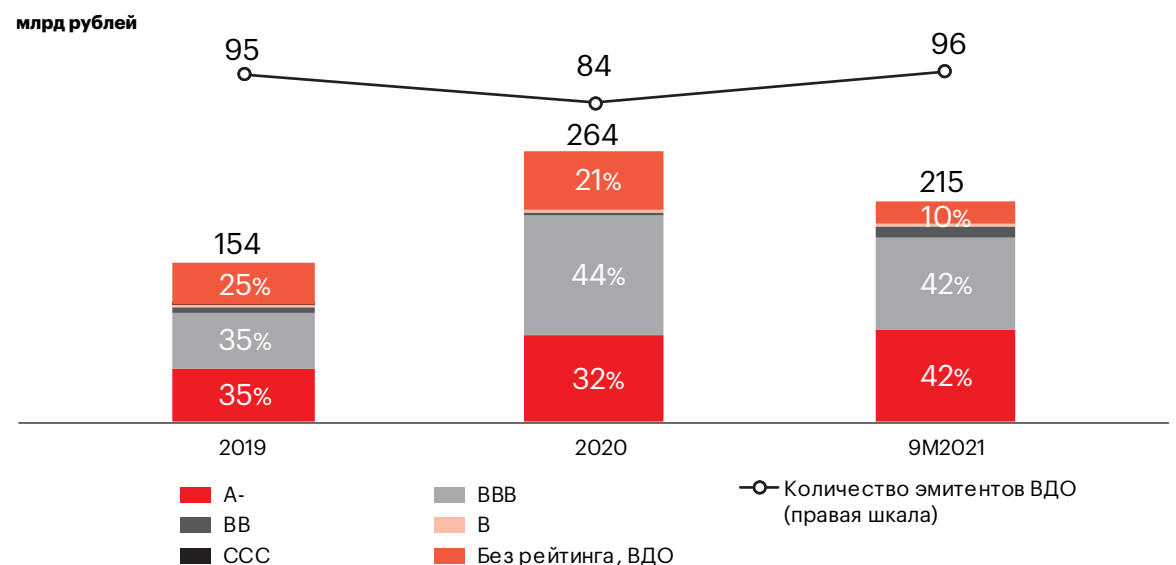
График 11. Рост объема локальных корпоративных облигаций в обращении


Источник: Московская Биржа

По итогу девяти месяцев 2021 года объем рынка снизился на 0,1 трлн рублей, что объясняется тенденцией к ужесточению денежно-кредитной политики и уходом первоклассных заемщиков в банки.

Объем размещений МСП в 2021-м может оказаться выше уровней 2020 года

Если рассматривать сделки в сегменте малых и средних компаний за 2019–2020 годы, то динамика роста объемов соответствовала общерыночному тренду. Объемы первичных размещений с начала 2021 года вплотную приближаются к объемам 2020-го, в то же время количество вышедших за бортом предприятий уже превысило число участников за весь 2020-й. Принимая во внимание историческую склонность эмитентов наращивать активность на первичном рынке в IV квартале, объем размещений за 2021 год может превысить объемы сделок за 2020-й.

График 12. Эмитенты из малого и среднего бизнеса продолжили штурмовать рынок, несмотря на рост ставок


Источник: Sbonds (без учета размещений следующих компаний: «Деметра Холдинг», «ОТЭКО-Портсервис», «Вересаева 6», «Шушары Холдинг» и др.; в общем объеме около 350 млрд рублей)

Размещений среди компаний с повышенными рисками в 2021 году было много, потому что эмитенты, уже получившие от ЦБ РФ подтверждение тренда на рост ставок, хотят успеть занять относительно дешево. Особенно это заметно среди компаний без рейтинга и с рейтингом ruA- и ниже, которые в преддверии ограничений на минимальный уровень рейтинга для инвестирования средств неквалифицированных инвесторов спешили занять по старым правилам.



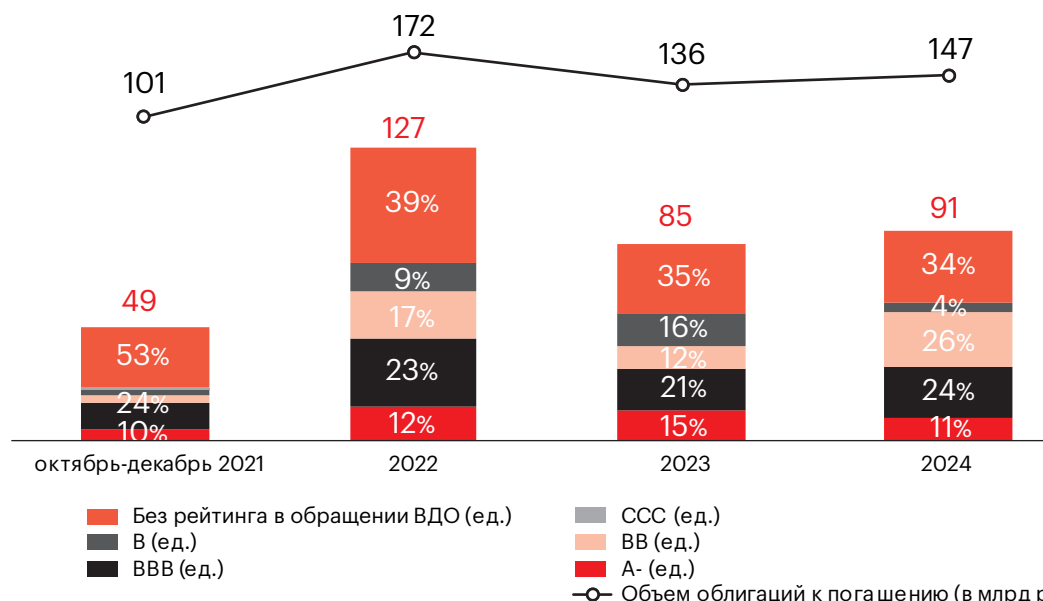
Алексей Панфилов, президент ФПК «Гарант-Инвест», комментирует:

«Можно сказать, что ожидания инвесторов балансируются, и спрос на облигации восстанавливается. Доходность несколько подросла в связи с увеличением ключевой ставки, и, хотя рынок нельзя назвать позитивным, объем размещений растет и будет расти дальше. Доля физических лиц в базе инвесторов устойчиво растет.»

Проблема – 2022

Компании, в инвесторской базе которых доминируют физические лица, активно выходили на облигационный рынок в 2019–2021 годах с короткими выпусками. Поэтому уже с 2022 года рынок должен будет пережить этап многих погашений и оферт. Чтобы оценить масштаб этого явления, мы изучили облигации нефинансовых компаний и небанковских финансовых организаций с рейтингом ruA- и ниже (в т. ч. без рейтингов), поскольку мы наблюдаем сильное влияние эмитентов – физических лиц в бумагах такой категории кредитного качества. Агентство также учитывало коммерческие облигации по причине начала торгов такими бумагами на Московской Бирже в режиме OTC и наличия возможности купли-продажи этих бумаг у брокеров физическими лицами.

График 13. Погашение бумаг небанковских корпоратов без рейтинга, с рейтингом ruA- и ниже



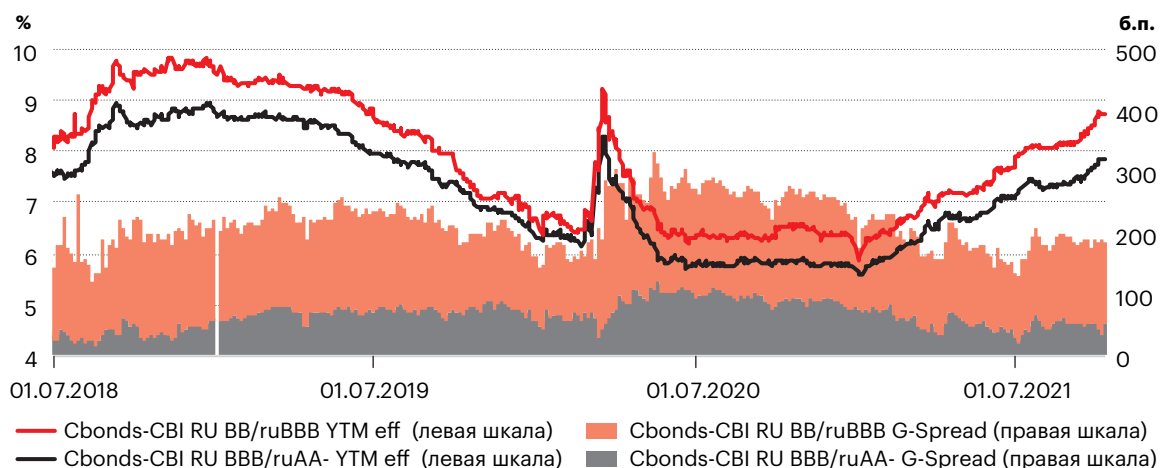
Источник: Cbonds

Учитывая большой объем исполнений оферт и погашений по бумагам с повышенным инвестиционным риском в ближайшей перспективе, мы допускаем существенную вероятность увеличения количества дефолтов по итогу 2021–2024 годов. На рассматриваемом горизонте ожидается погашение/прохождение оферт по 352 бумагам в общем объеме около 555 млрд рублей. Среди небанковских корпоративных эмитентов основной пик погашений/оферт приходится на 2022 год, когда ожидается погашение в объеме 172 млрд рублей по 127 выпускам. Исходя из средней исторической годовой частоты дефолтов мы ожидаем дефолты более чем по семи облигационным выпускам с рассматриваемыми кредитными рейтингами в 2022-м. В последующие периоды количество бумаг, по которым могут возникнуть проблемы с погашением задолженности, оценивается на уровне не менее четырех единиц в год. Среди основных категорий эмитентов по числу погашаемых бумаг в перспективе ближайших трех лет можно выделить облигации без кредитного рейтинга у эмитента/эмиссии (37%), рейтингом категории ruBBB (23%), категории ruBB (18%). По состоянию на октябрь 2021-го число эмитентов ВДО без дефолта, которые ожидают прохождения оферт и погашения облигаций в ближайшие три года, оценивается в 177 единиц в объеме более 550 млрд рублей. Кредитного рейтинга нет почти у половины из этих компаний, что, по нашей оценке, серьезно ограничивает возможности для рефинансирования их задолженности из-за изменения восприятия участниками рынка таких эмитентов. Сейчас брокеры и организаторы неохотно берут на размещение эмитента без рейтинга, а прохождение процедуры КУС на бирже для таких эмитентов может занять больше времени. Это создает предпосылки к тому, что даже потенциально качественные эмитенты могут оказаться в дефолте из-за нежелания принять изменившиеся правила игры на рынке.

Кредитные спреды и доходности благоприятны для эмитентов с повышенным риском

Доходности на вторичном рынке демонстрируют повышательную динамику в течение всего 2021 года. Такая динамика поспособствовала временному охлаждению интереса в размещениях среди крупнейших эмитентов. Тем не менее текущие ставки даже для второго эшелона существенно ниже того, что платил первый эшелон в 2018 году. Примечательна и ситуация с кредитными спредами высококлассных эмитентов к ОФЗ. На фоне сокращения объема предложения со стороны компаний с рейтингом ruAA- и выше спред к государственным бумагам снизился, в то время как по эмитентам с рейтингом в диапазоне ruBBB – ruA+ кредитный спред начал расширение с июля текущего года.

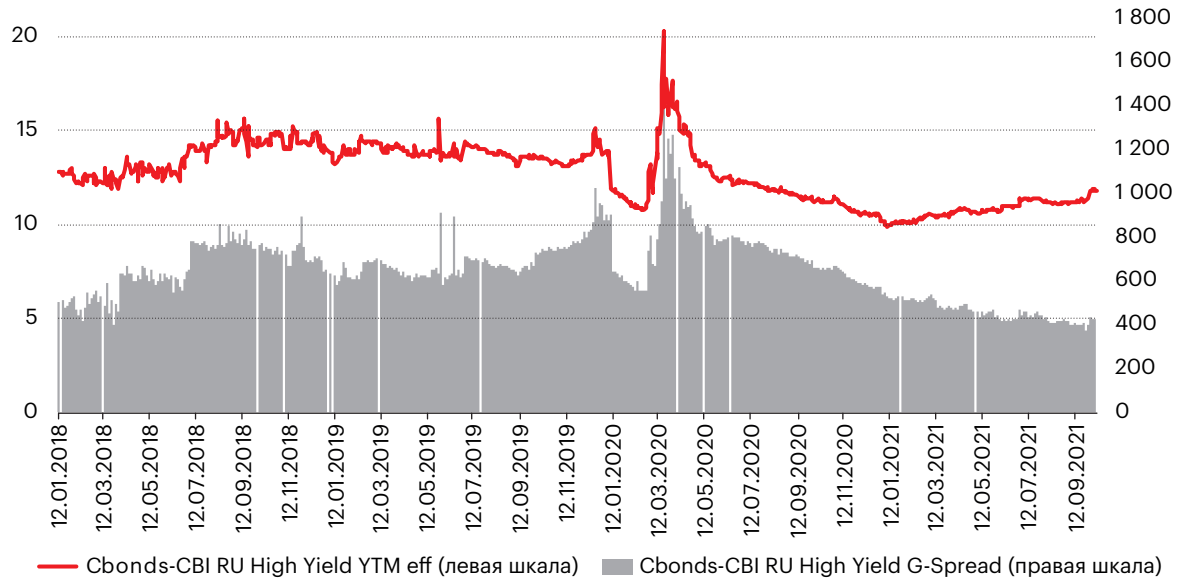
График 14. Доходности первого и второго эшелонов приближаются к двухлетним максимумам, но все еще ниже уровней 2018–2019 годов



Источник: Cbonds

Ситуация с доходностями эмитентов ВДО складывалась немного иначе. По данным индекса Cbonds High Yield, агрегированная доходность сегмента менялась менее быстрыми темпами, чем ставки по ОФЗ и ставки по первому и второму эшелонам корпоративных эмитентов.

График 15. Кредитные спреды для ВДО на минимальных уровнях, несмотря на рост ставок



Источник: Cbonds

Уровень доходности бенчмарка Cbonds-CBI High Yield после падения до минимальных за три года 10% в январе 2021-го начал рост, увеличившись до 11,86% в октябре на 185 б. п., в то время как доходность ОФЗ и индекс доходности Cbonds CBI для первого и второго эшелонов выросли более чем на 300 б. п. Подобный лаг в росте доходностей позволяет эмитентам, с одной стороны, рассчитывать на относительно стабильную стоимость фондирования при размещении, но, с другой стороны, может свидетельствовать о низких объемах торгов в высокодоходных выпусках.



Андрей Хохрин, генеральный директор ИК «Иволга Капитал», комментирует:

«В условиях роста процентных ставок рынок высокодоходных облигаций показал довольно большую инерцию, то есть ставки на нем увеличивались не так быстро, как поднимали свои ставки банки. Кроме того, у многих клиентов банковские кредиты привязаны к ключевой ставке Банка России, которая была повышена несколько раз. Это увеличило привлекательность облигационного рынка как для существующих клиентов, так и для новых».

Приоритеты государства: защита новых инвесторов и развитие новых эмитентов

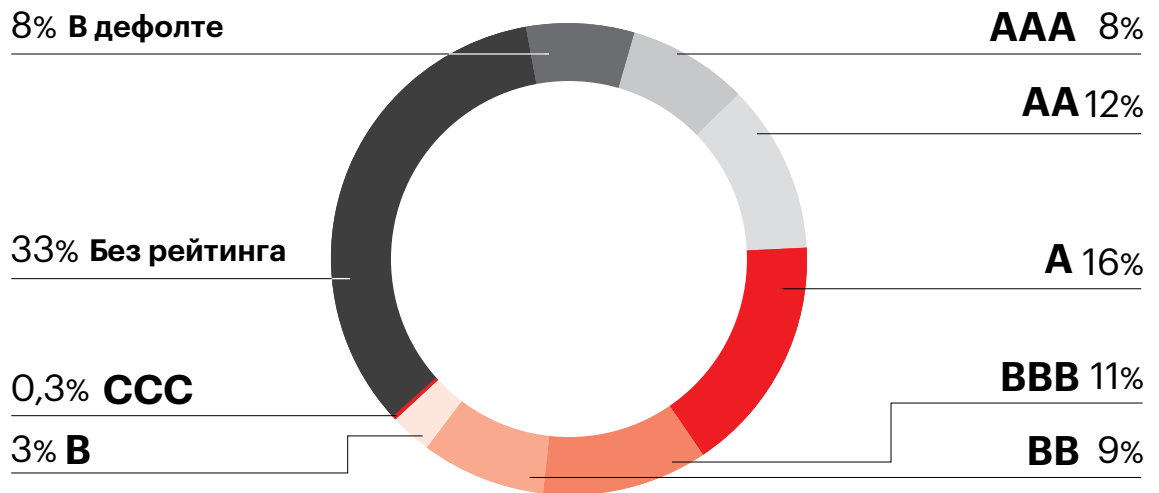
Государство заинтересовано в обеспечении финансовой стабильности и развитии реального сектора экономики. Однако в текущих условиях повышенных инфляционных рисков достичь обоих результатов становится затруднительно.

Банк России предпринял разумные шаги по ограничению доступа розничным инвесторам к инструментам финансового рынка. Рынок облигаций, в частности, содержит множество нюансов, в которых простому инвестору без профильного образования разобраться трудно. Зачастую инвесторы не различают понятий оферты и погашения, не отдают себе отчета в том, что за оферту надо платить и фактически полученная прибыль выходит ниже ожиданий, основанных на ставке купона или указанных в мобильном приложении брокера. Не до конца люди отличают купон от доходности, а главное – обратную зависимость между доходностью и стоимостью ценных бумаг. Такие факторы тоже несут риск разочарования инвесторов в финансовых инструментах, из-за чего повышение финансовой грамотности является ключевой задачей для работы с новыми инвесторами.

Кредитные рейтинги помогают инвесторам и эмитентам

По состоянию на октябрь 2021 года среди эмитентов облигаций в обращении неадекватно большую долю занимают эмитенты без кредитных рейтингов. На них приходится 33% от числа эмитентов обращающихся облигаций, что составляет около 530 млрд рублей.

График 16. Эмитентов без рейтингов недопустимо много



Источник: Сbonds

Дефицит рейтингового покрытия на рынке способствует дополнительным рискам как для инвесторов, так и для добросовестных эмитентов, следующих лучшим рыночным практикам взаимодействия с инвесторами. Инвесторы в такие бумаги не смогут соотнести предлагаемую доходность с рыночными аналогами, а также оценить кредитный риск у той или иной компании.

Без полного 100%-ного рейтингового покрытия облигационного рынка с доступными любому инвестору пресс-релизами даже по низким рейтингам, по нашему мнению, будет крайне сложно победить мисселинг при продвижении инструментов, неадекватное ценообразование и введение инвесторов в заблуждение в отношении справедливого уровня риска и доходности по бумагам.

Отдельным резервом для защиты интересов инвесторов может выступить регулирование стандарта раскрытия информации о рисках в приложениях брокеров. Сейчас многие брокеры предпочитают применять шкалу оценки качества облигаций через использование систем звездочек, а не прямое информирование о кредитных рейтингах. Такая система не отражает фактического риска и не позволяет прямо из приложения получить информацию о факторах риска.



Алексей Лазутин, генеральный директор АО МГКЛ «Мосгорломбард», комментирует:

«В условиях роста процентных ставок рынок высокодоходных облигаций показал довольно большую инерцию, то есть ставки на нем увеличивались не так быстро, как поднимали свои ставки банки. Кроме того, у многих клиентов банковские кредиты привязаны к ключевой ставке Банка России, которая была повышена несколько раз. Это увеличило привлекательность облигационного рынка как для существующих клиентов, так и для новых».

Развитие ПИФов – безопасность для инвесторов и поддержка эмитентам

В 2021 году наблюдалось ускоренное развитие инфраструктуры для формирования института коллективного инвестирования в облигации МСП. Так, был запущен отраслевой индекс ММВБ ВДО ПИР, после чего появилось несколько профильных БПИФов, ориентированных на него. Структурирование единого портфеля высокодоходных ценных бумаг через приобретение управляющими диверсифицированного пула облигаций позволит инвесторам сгладить негативные последствия от отдельных дефолтов и получить доходность от инвестирования средств в ВДО. Несмотря на то что комиссия за управление ПИФом может составлять до 2% в год, при удержании ПИФа в течение трех лет инвестор сможет полностью компенсировать эти потери через отсутствие НДФЛ при продаже своей доли, в то время как прямое владение облигацией предполагает уплату налогов с каждого купонного дохода. Эмитентам такой инструмент помогает привлечь тех инвесторов, которые не склонны брать дополнительные риски. Поддержка и популяризация вхождения в рискованные активы через инструменты коллективного инвестирования могут стать важным приоритетом для финансовых регуляторов. Такой инструмент отвечает целям ограничения рисков розницы и одновременно оставляет возможность масштабного доступа корпоратов к облигационному рынку.

Интервью



«Недвижимость была и будет одной из самых надежных сфер для инвестирования»

**Алексей Юрьевич Панфилов,
президент ФПК «Гарант-Инвест»**

- В 2020 году компания оказалась под существенным влиянием пандемии COVID-19 – вследствие ограничительных мер консолидированная выручка сократилась на 17%, однако показатель EBITDA продемонстрировал рост на 15%.

А. Расскажите, пожалуйста, как вам удалось добиться таких операционных результатов в непростых макроэкономических условиях?

- Выручка действительно сократилась, однако вместе с ней почти на 20% сократились и операционные, а также общехозяйственные затраты. Это стало следствием решительных усилий, предпринятых менеджментом АО «Коммерческая недвижимость ФПК «Гарант-Инвест» (далее компания) по преодолению последствий коронакризиса. Кроме этого, в 2020 году ощутимо выросли доходы по финансовым активам компании, что также имело положительное воздействие на показатель EBITDA.

В. Как вы оцениваете влияние глобальной пандемии на деятельность компании в 2021 году? Можно ли сказать, что компания адаптировалась к новым условиям?

- ФПК «Гарант-Инвест» почти за 28 лет работы в очень непростых экономических условиях накопила серьезный опыт выживания в периоды кризисов. Этот опыт позволил не только пережить коронакризис, но и достаточно быстро восстановиться и продолжить процесс поступательного развития. В период острой фазы пандемии компания снизила операционные расходы (впрочем, этот эффект сохранился и далее), оптимизировала и сократила CAPEX, заключила соглашения с рядом крупных арендаторов об оплате аренды вперед на четыре – шесть месяцев в обмен на предоставление скидки. Все обязательства перед клиентами, инвесторами и кредиторами выполнялись безукоризненно. В итоге консервативная политика компании в области привлечения стороннего финансирования, грамотное операционное управление и гибкое выстраивание отношений с клиентами позволили компании без ощутимых потерь выдержать один из труднейших стресс-тестов за всю историю ее существования.

Да, безусловно, можно утверждать, что компания вполне адаптировалась к новым условиям – финансовые показатели 1-го полугодия 2021 года убедительно свидетельствуют в пользу данного тезиса. Выручка от аренды продемонстрировала впечатляющий рост в 24% относительно аналогичного периода прошлого года, полностью восстановившись до уровня 2019-го. Совокупная величина EBITDA за 1-е полугодие 2021-го составила 1,42 млрд рублей что является одним из самых высоких показателей за последние годы. Показатели, связанные с обслуживанием долга компании, улучшились даже по сравнению с доковидным периодом: так параметр долг/EBITDA по итогам 1-го полугодия текущего года составил 8,7, против 10,1 в 2019-м, а показатель EBITDA/проценты вырос с 1,1 до 1,3.

С. Опишите динамику восстановления трафика торговой недвижимости компании в 2021 году. В каком году вы ожидаете восстановление трафика на докризисный уровень?

- Трафик посетителей торговых центров ФПК «Гарант-Инвест», безусловно, оказался под воздействием ограничительных мер, введенных правительством Москвы в ответ на рост заболеваемости населения. Однако, как продемонстрировала практика, наиболее чувствительным показателем посещаемости был именно по отношению к введению локдауна. Прочие ограничения не оказывали сколько-нибудь существенного влияния на данный параметр. Таким образом, поскольку продолжительность локдауна была достаточно ограниченной во времени, годовая посещаемость ТЦ снизилась не так уж существенно, составив 35 млн человек в 2020-м против 37 млн в 2019-м. В текущем году согласно нашим расчетам она составит приблизительно 36 млн человек, в следующем же году, возможно, даже превысит показатель 2019-го.

- Компанию можно назвать пионером на рынке российского ответственного финансирования, обеспечившим выпуск серии 001P-06 в 2019 году – одного из первых выпусков зеленых облигаций среди корпоративных эмитентов. В январе 2021 года компания вышла с очередным выпуском зеленых облигаций серии 002P-02.

А. Опишите, пожалуйста, свои впечатления в целом от зеленых облигаций: какие плюсы вы могли бы выделить в сравнении с другими источниками финансирования компании?

В. Расскажите об основных инвесторах в зеленые облигации компании – кто вкладывается в ваши бумаги? Насколько структура инвесторов в зеленые облигации отлична от классических облигационных займов?

С. Какие факторы, по вашему мнению, мешают развитию рынка зеленых облигаций в России?

- Действительно АО «Коммерческая недвижимость ФПК «Гарант-Инвест» является первым в России эмитентом зеленых облигаций в сфере недвижимости. Зеленое финансирование привлекается для реализации 62 зеленых технологий в недвижимости (собственный реестр компании). Основными плюсами являются маркетинговая активность, повышенный интерес к новым инструментам в России, которые на Западе растут намного быстрее, чем обычные облигации. И в России уже спрос на зеленые бонды превышает предложение. А это в свою очередь гарантирует удачное размещение и ставку купона ниже обычных облигаций. Основными инвесторами являются продвинутые институциональные инвесторы, для кого ESG не столько маркетинг, а реальная деятельность по ответственному инвестированию, а также физические лица, которые хотят, чтобы их вложения хоть на чуть-чуть, но улучшили экологию и окружающую среду в нашем городе. Развитию рынка зеленых облигаций пока мешают очень жесткие правила выпуска, неготовность многих эмитентов к полной прозрачности вложений, а также отсутствие стимулирования со стороны государства. Однако в настоящее время, насколько нам известно, ряд видов господдержки находится на финальной стадии обсуждения.

- Как вы оцениваете спрос на облигационные займы со стороны инвесторов в 2021 году по сравнению с 2020-м? Насколько изменился уровень переподписки компании в ходе прошлых сделок? Как изменилась база инвесторов в текущем году?

- Можно сказать, что ожидания инвесторов балансируются, и спрос на облигации восстанавливается. Доходность несколько подросла в связи с увеличением ключевой ставки, и,

хотя рынок нельзя назвать позитивным, объем размещений растет и будет расти дальше. Доля физических лиц в базе инвесторов устойчиво растет.

- С апреля 2021 года компания приостановила выход на облигационный рынок практически одновременно с разворотом денежно-кредитной политики ЦБ РФ, когда регулятор приступил к увеличению ключевой ставки. Планирует ли компания выход на рынок до окончания тренда на рост ставок или же вы ожидаете более благоприятных условий?

- Наша стратегия: регулярно делать незначительные по объему выпуски на срок 1,5–3 года. Мы все вместе не в полной мере успели пожить в режиме относительно низкой ключевой ставки, инфляция и ожидания по инфляции развернулись и пока мы в восходящем тренде. Это, кстати, неплохо для потребительского рынка и нас как его части, так как происходит естественная переоценка собственности, идет тренд на рост арендных ставок. Сужается спред между банковскими кредитами и рынком публичного долга, что также дает нам определенные возможности, в т. ч. в сфере рефинансирования. Более или менее благоприятные условия мы учитываем при установлении срока и ставки купона. Например, сейчас, когда деньги стали чуть дороже, мы делаем более короткие выпуски.

- Как изменились предпочтения компании в практике формирования кредитного портфеля в условиях роста ставок по облигационным займам? Насколько условия по банковским кредитам стали более/менее привлекательными по сравнению с облигационными займами?

- На данный момент ставки по обеспеченным банковским кредитам, привлекаемым компанией, в среднем на 2–3 п. п. ниже доходности по ее облигациям, однако в связи с ростом ключевой ставки ЦБ этот разрыв имеет тенденцию к сокращению (ставки по кредитам напрямую привязаны к ставке ЦБ, тогда как связь доходности облигаций и ключевой ставки менее прямая). Традиционно компания финансирует строительство или покупку новых объектов недвижимости за счет банковских кредитов, а редевелопмент существующих центров и начальную стадию финансирования строительства новых объектов – за счет облигационных выпусков.

- В 2021–2022 годах ожидается погашение трех облигационных выпусков общим объемом 2 млрд рублей. Как компания планирует обслуживать или рефинансировать этот долг?

- Мы планомерно обслуживаем текущие выпуски и рефинансируем их при погашении: так, 1 ноября мы рефинансируем погашающийся выпуск в 700 млн рублей, консолидируя ликвидность на определенный момент и предлагая клиентам, инвесторам, партнерам аналогичный новый выпуск. В дальнейших планах у нас не только выпуск классических облигаций или облигаций с валютной офертой. Это могут быть облигации с последующей конвертацией при публичном размещении, секьюритизированные облигации и замещение банковских кредитов облигациями в том случае, если мы поймем, что спред в банковских ставках и ставках рынка облигаций максимально сузился. В общем, нам есть что предложить рынку.

- С 1 октября 2021 года ЦБ РФ ограничил возможности инвестирования средств неквалифицированных физических лиц в облигации с рейтингом ниже ruAAA. Ожидаете ли вы изменения в практике работы с рынком капитала в условиях ограничений для розничных инвесторов?

- Мы видим, как реагируют наши партнеры, организаторы, брокеры. Кто-то оперативнее, кто-то запаздывает. Надо сказать, госбанки и системообразующие банки уже в целом пе-

рестроились, причем быстрее многих частных институтов. Все-таки инвесторы, покупающие относительно простые фининструменты, такие как облигации, разбираются в вопросе. Приобрести структурный продукт с каким-нибудь барьером да и еще риском на европейском или американском рынке, разобраться в тонкостях английского права или рассчитывать на то, что цена при продаже будет в пользу инвестора, наверное, гораздо сложнее. В нашем случае мы действуем в открытую, понятен срок инвестирования, фиксированный доход, все наши показатели.

Поэтому мы, в целом завоевав уже большую армию инвесторов (у нас их более 8 тыс. человек), конечно, рассчитываем на дальнейшее увеличение. В основном сфере недвижимости для инвестирования рассматривают состоятельные частные инвесторы, они же почти всегда являются квалифицированными.

Поэтому с 1 октября в нашей работе на публичном рынке капитала ничего не поменялось.

- Какие ваши ожидания от облигационного рынка в целом на 2022 год и каковы ваши планы по взаимодействию с ним?

- 2022 год судя по тренду, заданному регулятором, будет относительно консервативен, без гиперпайпов, то, что и должно быть в нашем бизнесе, – стабильная гарантированная доходность. Мы со своей стороны хотели бы предложить несколько относительно новых продуктов с использованием механизма офферт и конвертаций. Возможно размещение евробондов при уверенности в курсе рубля и увеличении торговых сделок с зарубежными странами. В продолжении нашей стратегии планируется два-три выпуска облигаций в следующем году.

Рассчитываем и на снижение риска на отрасль недвижимости со стороны рейтинговых агентств и аналитиков в связи с прохождением коронакризиса без существенных дефолтов и банкротств девелоперов и владельцев недвижимости.

Недвижимость была и будет одной из самых надежных сфер для инвестирования.



«На 2022 год мы ставим перед собой амбициозные планы по масштабированию бизнеса и привлечению новых облигационных займов»

**Алексей Александрович Примаченко,
управляющий партнер Global Factoring Network**

- Насколько высока конкуренция в основном операционном сегменте компании? Как изменились спрос на факторинг и его маржинальность в сегменте МСБ за время пандемии коронавируса?

- По итогам 1-го полугодия 2021 года индекс конкуренции, по оценке Ассоциации факторинговых компаний, по 5-балльной шкале составил 3,2 в сегменте «Малый бизнес» и 3,9 в сегменте «Средний бизнес» (в сегменте «Крупный бизнес» оценка на максимальном значении – 5 баллов).

Спрос на факторинг за время пандемии значительно увеличился, в сегменте МСБ также мы наблюдаем рост по показателям маржинальности.

- Какие основные направления диджитализации определены компанией на ближайшую перспективу? Насколько существенным может оказаться их эффект на объемы бизнеса и финансовый результат?

- Мы постоянно каждый день работаем над увеличением глубины и улучшением качества диджитализации бизнеса нашей компании. Основные направления сейчас – это 100%-ный цифровой онбординг всех взаимоотношений с клиентом, автоматизация факторинговых операций в режиме онлайн, роботизация процессов финансирования, электронная кросс-платформенная верификация, работа с номинальными счетами, интеграция и коллаборация с ведущими инвестиционными платформами. Мы идем к тому, что наша компания, по сути, будет представлять из себя самостоятельную цифровую платформу для решения задач факторингового финансирования, которая может как финтех-продукт легко и гибко встраиваться в автоматизированные системы бизнеса наших клиентов и крупных дебиторов.

Это самым существенным образом сказывается позитивно на финансовом результате уже сейчас и позволяет значительно снижать различные виды рисков, при этом активно масштабировать бизнес, увеличивать объемы операций без привлечения большого количества новых сотрудников.

- Расскажите, пожалуйста, как компания оценивает ситуацию на рынке публичного долга? Какие ваши ожидания от 2022 года по доступности рынка и возможностям рефинансирования?

- На рынке публичного долга мы видим, с одной стороны, интерес к новым заимствованиям новых эмитентов, с другой стороны – постоянные ужесточения требований регулятором. На мой взгляд, рынок сейчас упорядочивается и ищет новую точку баланса. С учетом постоянного масштабного притока новых активных инвесторов его доступность и возможности рефинансирования не должны резко сжиматься для понятных рынку игроков с хорошим уровнем инвестиционной привлекательности, информационной открытости, положительной кредитной историей и наличием кредитного рейтинга. Без этих составляющих привлечь деньги на публичном рынке долга будет все сложнее и сложнее, и это нормально.

- В 2020 году компания сумела воспользоваться благоприятными рыночными условиями и привлечь облигационных займов в размере 390 млн рублей. Как вы оцениваете возможности повторить успех предыдущего года по итогу 2021-го и есть ли экономическая целесообразность в этом?

- В 2021 году мы ставили перед собой цель увеличить свой портфель на 200 млн рублей, в рамках этой задачи мы выполнили все свои планы по привлечению дополнительного фондирования. В этом году мы фокусировались на технологическом развитии бизнеса, его диджитализации и на 2022-й ставим перед собой амбициозные планы по масштабированию бизнеса и привлечению новых облигационных займов, в т. ч. через выход на одну из биржевых площадок.

- Активное участие в облигационном рынке позволило снизить концентрацию ресурсной базы на крупнейшем кредиторе с 75% до порядка 50% пассивов за период 01.04.2020 по 01.04.2021. Планируете ли вы дальнейшее снижение доли крупнейшего кредитора в пользу облигаций? Какой видится оптимальная структура кредитного портфеля?

- Диверсификация и отсутствие концентрации – целевой элемент нашей долгосрочной стратегии, мы будем постоянно двигаться в этом направлении. На мой взгляд, максимальная концентрация не должна превышать в идеале 20%.

- Как вы оцениваете портрет инвестора в ценные бумаги вашей компании и в целом сектора финансовых услуг? Насколько изменился уровень переподписки компании в рамках размещений? Как изменилась база инвесторов в текущем году? Ощущается ли конкуренция за инвестора со стороны эмитентов на смежных рынках – лизинговом, МФО?

- Инвесторов становится значительно больше, они становятся намного грамотнее и технологичнее, умеют принимать взвешенные инвестиционные решения и диверсифицировать портфель. Конкуренция, конечно, ощущается, в то же время, на мой взгляд, от нее больше плюсов, чем минусов: игроки постоянно в тонусе и борются за инвесторов через свои результаты и подробные детализованные исследования их сегмента бизнеса и перспектив отрасли.

- В 2021 году начался рост ключевой ставки ЦБ РФ, вслед за которым доходности на облигационном рынке также пошли вверх. Как на этом фоне изменились предпочтения компании в практике формирования кредитного портфеля? Насколько условия по банковским кредитам стали более или менее привлекательными по сравнению с облигационными займами?

- В разных отраслях заемщикам удобен либо тот, либо другой инструмент, или их грамотное сочетание. Вопрос ставки здесь не единственный и не всегда главный. Например, факторинговая компания может рассчитывать в банках только на краткосрочное кредитование, и, так как это специфический сегмент рынка, не все банки имеют соответствующие регламенты и саму возможность сделать такой продукт. А вот в сегменте МСП для торговых и производственных заемщиков появилось достаточно много интересных предложений от банков, в т. ч. через механизм зонтичных поручительств «Корпорации МСП». На мой взгляд, ими надо активно пользоваться, в то же время эти лимиты имеют конечный характер, и для дальнейшего развития заемщики также могут продолжать в долгосрочном плане рассчитывать именно на публичные заимствования.

- Компания выставила оферту на 27 августа по облигациям серии КО-П07, хотя погашение ожидалось в августе 2025 года. Расскажите, пожалуйста, об итогах оферты. Опишите, пожалуйста, процесс прохождения оферт по компании в целом – насколько активно держатели бумаг расстаются с облигациями в рамках прохождения оферт?

- В рамках оферты по выпуску коммерческих облигаций серии КО-П07 обязательств по досрочному погашению не возникло, инвесторы не предъявили ни одной бумаги к выкупу. Всего за летний период 2021 года компания «ГЛОБАЛ ФАКТОРИНГ НЕТВОРК РУС» провела четыре оферты на общую сумму 390 млн рублей, выплатив инвесторам 38,02 млн рублей (9,75% от общего объема бумаг). Мы имеем большой опыт прохождения оферт с 2019 года и считаем это хорошим результатом.

- В настоящее время все больше внимания уделяется вопросам ответственного финансирования. Ведется ли вашей командой работа в этом направлении?

- Мы внимательно наблюдаем за этими процессами, возможно, в перспективе мы включим это направление в перечень наших задач.

- Ставка купона по облигациям в обращении колеблется в пределах 12,5–13,0%. Как вы оцениваете возможности снижения стоимости фондирования в среднесрочной перспективе? Какими видите баланс интересов инвесторов и гарантий успешных новых размещений, а также задачи удешевлять стоимость долга?

- На мой взгляд, сейчас ставки сбалансированы с учетом долгосрочного характера облигационных выпусков (три – пять лет), рынок видит их в диапазоне 11–13% годовых. Полагаю, что системное снижение стоимости фондирования мы сможем увидеть только во второй половине 2022 года. Удешевить стоимость долга можно через улучшение своих финансовых показателей, получение более высоких кредитных рейтингов, участие в государственных программах по субсидированию затрат на выпуск и обслуживание публичного долга. Мы со своей стороны сейчас будем принимать участие в абсолютно новой программе «МСП Банка» по финансированию факторинговых компаний, видим в ней большой потенциал для эффективного использования и развития нашего бизнеса.



«Мы предлагаем клиентам только истории, в которые верим сами»

Андрей Витальевич Хохрин, генеральный директор ИК «Иволга Капитал».

- Опишите, пожалуйста, основные тенденции на рынке облигаций, которые можно наблюдать в 2020 году? Какие ваши ожидания от 2021 года?

- В 2021 году после роста в начале рынок облигаций примерно с апреля снижается. Данное сокращение с некоторыми перерывами продолжается до сих пор. Влияние на это оказывают такие факторы, как разгон внутренней инфляции и волатильность внешних рынков. В 2022 году ждем стабилизации процентных ставок.

- Как вы оцениваете спрос на облигационные займы со стороны инвесторов в 2021 году по сравнению с 2020-м? Насколько изменился уровень переподписки проводимых размещений?

- Спрос в общем и целом сохраняется, хотя и есть расхождения по различным сегментам эмитентов. В тех сегментах, где увеличивается предложение (например, так было с лизинговыми компаниями; теперь сходная ситуация начинает наблюдаться в МФО), спрос снижается; там, где есть недостаток новых бумаг (как, например, в строительной отрасли), возникает переподписка.

- Опишите, пожалуйста, основные тенденции, наблюдаемые в инвесторской базе проводимых сделок.

А. Как изменилась база инвесторов в текущем году по сравнению с предыдущим?

- Как и прежде, основной инвесторской базой ИК «Иволга Капитал» остаются состоятельные физические лица. В этом году особенностью стало то, что практически все наши клиенты получили статус квалифицированного инвестора. Также наблюдается некоторое укрупнение счетов.

В. Насколько меняется доля инвесторов физических лиц в проводимых сделках?

- По большинству размещенных в 2021 году облигаций преобладали физические лица, но в ряде сделок появились и институциональные инвесторы, в первую очередь банки.

С. Как вы оцениваете возможности увеличения доли участия институциональных инвесторов в облигационных сделках компаний малой и средней капитализации?

- В условиях роста количества эмитентов высокодоходных облигаций и увеличения среднего объема размещаемого займа в секторе у институциональных инвесторов появилось больше возможностей для диверсификации своих инвестиций и снижения рисков. На примере наших размещений мы видим появление среди инвесторов кредитных организаций. С ростом количества имен на рынке и объемов размещений мы прогнозируем, что эта тенденция продолжится.

- ЦБ РФ ввел тестирование физических лиц – неквалифицированных инвесторов – при приобретении ими сложных финансовых инструментов, без прохождения которого инвестор не сможет приобретать облигации с рейтингом ниже ruAAA.

А. Как вы оцениваете принятую ЦБ РФ меру? Насколько она позволит инвестору более адекватно оценивать и понимать принимаемые на себя риски? Является ли эта мера, по вашему мнению, избыточной/недостаточной с точки зрения защиты инвестора?

- Мы полностью поддерживаем принцип недопущения ситуации, когда инвестор берет на себя риски, которые не до конца осознает. Поэтому мы высоко оцениваем категоризацию инвесторов. Более того, мы уже довольно давно продаем наши продукты преимущественно квалифицированным инвесторам, требования к которым выше, чем в рамках предложенной Банком России категоризации.

В. Как новые требования повлияют на возможности эмитентов малой и средней капитализации обеспечивать успешный выход на облигационный рынок?

- На наш взгляд, новые требования существенно не повлияют на рынок облигаций компаний малой и средней капитализации. Дело в том, что инвестиционный ресурс физических лиц сосредоточен в узком кругу именно квалифицированных инвесторов. По данным исследования профучастников рынка ценных бумаг Банка России за II квартал 2021 года, 3,5% розничных инвесторов владеют около 92% активов. При этом в аналогичном исследовании конца 2020 года эти цифры составляли 5,7 и 94% соответственно, то есть даже наблюдается тенденция к росту. Рынок высокодоходных облигаций будет сосредоточен на квалифицированных инвесторах, за пределами которых инвестиционный ресурс небольшой, что, на наш взгляд, правильно.

- Есть мнение, что организатор размещения не должен размещать бумаги, которые сам бы не был готов купить. Насколько справедливо данное утверждение для компании «Иволга Капитал» и могли бы вы спроецировать это правило на себя? Какие критерии отбора вы используете при организации размещения текущих игровых/вывода новых имен на рынок?

- Наша компания придерживается именно такого подхода – мы предлагаем клиентам только истории, в которые верим сами. С каждым потенциальным эмитентом мы проводим достаточно серьезную процедуру оценки рисков. Мы оцениваем перспективы бизнеса, финансовое положение компании, структуру собственности, качество корпоративного управления. Особое внимание уделяем нацеленности компании на улучшение всех параметров – это важно для позитивной истории, которая приводит к росту котировок и заработку для инвесторов. А это в свою очередь способствует снижению стоимости будущих заимствований для эмитентов.

- В настоящее время все больше внимания уделяется вопросам ответственного инвестирования и финансирования. Ведется ли вашей командой работа в этом направлении? Насколько зеленые облигации являются востребованным инструментом среди клиентов компании? Какие преимущества инструментов ответственного финансирования перед классическими облигациями или кредитованием вы могли бы выделить?

- В настоящее время инструменты устойчивого развития являются экзотикой для российского рынка. Тем не менее, учитывая то, что основой нашей базой инвесторов являются физические лица, мы можем прогнозировать, что они будут позитивно воспринимать зеленые истории, так как в отличие от институциональных инвесторов у физических лиц большее значение имеют эмоциональные факторы.

- Несмотря на рост процентных ставок на облигационном рынке в ходе 2021-го, за восемь месяцев с начала года количество сделок, организованных компанией, составило 14 в объеме 6,5 млрд рублей против шести сделок в объеме 3 млрд рублей в прошлом году. Какие факторы способствовали увеличению числа и объема проведенных сделок?

- В текущем году нами была активизирована работа как по поиску новых эмитентов, так и по расширению инвесторской базы, в т. ч. за счет доверительного управления. Это позволило нашей компании стать надежным источником заемных средств для бизнеса, что является сильным фактором нашей привлекательности для компаний.

- Как вы оцениваете интерес клиентов к облигационным займам в текущем году, принимая во внимание довольно агрессивный рост ключевой процентной ставки ЦБ РФ? Насколько этот фактор оказался значимым при выборе инструмента долгового финансирования среди клиентов?

- В условиях роста процентных ставок рынок высокодоходных облигаций показал довольно большую инерцию, то есть ставки на нем увеличивались не так быстро, как поднимали свои ставки банки. Кроме того, у многих клиентов банковские кредиты привязаны к ключевой ставке Банка России, которая была повышена несколько раз. Это увеличило привлекательность облигационного рынка как для существующих клиентов, так и для новых.

- ФРС готовится к ужесточению денежно-кредитной политики и может приступить к сокращению программы выкупа активов до конца года. Это может стать фактором повышенной волатильности на рынках развивающихся стран и России. Как вы оцениваете возможные последствия для доходностей среди различных категорий эмитентов в 2022 году на российском рынке облигаций?

- Рост ставки ФРС приведет к одному очевидному последствию – падению глобального фондового, товарного и облигационного рынков. Не думаю, что в России ситуация от этого серьезно ухудшится. В отличие от развитых стран мы имеем низкий долг и большие резервы. Возможно, рублевая инфляция в итоге окажется еще выше, равно как и ключевая ставка, а вместе с ними и доходности отечественных облигаций. Но, во-первых, скорее всего реакция окажется сдержанной, во-вторых, временной. Отечественный долговой рынок может выступить бенефициаром кризиса ставок за рубежом.



«Чем дальше мы продолжаем развиваться в соответствии с ранее утвержденными планами, тем больше внимания и доверия у инвесторов к нашим бумагам. На рынке немного компаний, которые непрерывно функционируют порядка ста лет»

Алексей Александрович Лазутин, генеральный директор АО МГКЛ «Мосгорлоамбард»:

- В результате изменения регуляторных реалий количество ломбардов по России демонстрирует тенденции к снижению. За последние пять лет их количество сократилось с более 8 до около 2 тыс. единиц.

Как вы оцениваете последствия для рынка ломбардов после введения требований ЦБ РФ по их допуску на финансовый рынок и уточнения требований к деловой репутации органов управления ломбардов?

- Мы в рамках союза «Национальное объединение ломбардов» и других профессиональных объединений работали с регулятором над изменением базового ФЗ «О Ломбардах» начиная с 2015 года. Конечно, не все пожелания рынка были учтены в итоговой версии, но с другой стороны нам удалось убедить регулятора исключить из ФЗ ряд нормативных новаций, которые могли бы стать губительными для большинства участников рынка. Поэтому текущий вариант ФЗ «О Ломбардах» достаточно сбалансированный с точки зрения соблюдения интересов рынка и регулятора. Конечно, с учетом новых правил у ломбардов возникают дополнительные риски по включению и исключению из реестра, но многие системные участники рынка заблаговременно подготовились к подобным изменениям, чтобы снять регуляторные риски.

Что касается требований к деловой репутации, то в ФЗ «О Ломбардах» есть ограничения для единоличного исполнительного органа по ряду пунктов, большинство из которых и ранее соблюдались подавляющим большинством участников рынка, поэтому последствия, по моим оценкам, по данному направлению несущественны.

Как изменился объем формируемых залогов компании «Мосгорломбард» после нововведений?

- На величину портфеля займов нормативные новации практически не оказывают существенного влияния. Здесь больше чувствительность к различного рода потрясениям в экономике и стоимости базовых активов, находящихся в залоге. В прошлом году стоимость золота на товарных биржах существенно выросла, что дало возможность многим ломбардам увеличить среднюю оценку, но, с другой стороны, мы увидели существенный отток мигрантов в период пандемии, которые во многих регионах составляют львиную долю потребителей ломбардного рынка. В Москве деятельность ломбардов в период локдауна не останавливалась плюс в Мосгорломбарде к тому времени уже был отлажен механизм безналичных платежей, поэтому сильного оттока клиентов мы не увидели. А к концу года с учетом стремительного органического роста розничных объектов количество клиентов даже несколько увеличилось, увеличился при этом и кредитный портфель.

Что касается структуры кредитного портфеля компании «Мосгорломбард», то традиционно подавляющая часть портфеля обеспечена залогами изделий из драгоценных металлов – около 75%; оставшаяся часть примерно поровну разделяется между ликвидной техникой и меховыми изделиями. При этом конкуренция на рынке развита в основном только в ювелирном сегменте, в меньшей степени в технике, а в меховом сегменте системные игроки в Москве, кроме нас, отсутствуют.

В июле текущего года компания прекратила действовать в текущем реестре ломбардов Банка России. С чем вы связываете это событие?

- Решение о проведении стратегической реструктуризации было принято задолго до изменения ФЗ «О Ломбардах». Поэтому, когда были приняты изменения в ФЗ, мы приняли решение выйти из реестра головной организацией, но у нас есть действующие четыре юрлица, на 100% принадлежащие головной организации, которые в настоящее время входят в реестр ломбардов.

Здесь есть несколько аспектов: мы не могли позволить концентрировать регуляторные риски на одном юрлице, которое одновременно является эмитентом ценных бумаг; мы внимательно смотрим на расширение ассортиментной матрицы услуг, которые будем предоставлять в наших розничных объектах, а также дистанционно, и в скором времени начнем анонсировать некоторые из них.

- Компания планирует переформатировать деятельность в пользу холдинговой. Какие изменения претерпят бизнес компании в целом и как изменятся конкурентные позиции по итогу реорганизации? Как поменяется практика взаимодействия компании с облигационным рынком и инвесторами в целом?

- Внутренние изменения никак не повлияют на взаимоотношения с инвесторами. Головная структура продолжит обслуживать действующие обязательства, а также продолжит реализацию стратегии привлечения долгового и долевого капитала. Кроме того, материнская структура осуществляет функции внутригруппового казначейства, распределяя ресурсы между бизнес-единицами.

В рамках среднесрочной стратегии мы планируем занять 20% рынка Московского региона. Это произойдет к началу 2023 года. Уже сейчас темпы роста Мосгорломбарда впечатляют, но если к началу прошлого года нам нужно было увеличиться практически в десять раз, то на момент написания настоящего интервью всего лишь в три раза. Конечно, выдерживать такие темпы роста достаточно непросто, но у нас сильная команда, и мы даже несколько опережаем темпы, заложенные в бизнес-плане.

- В 2020 году компании был присвоен кредитный рейтинг от агентства «Эксперт РА». Расскажите, пожалуйста, как изменились после этого переговорные позиции компании с кредиторами и инвесторами в облигации?

- Мосгорломбард – первая компания на рынке ломбардов в РФ, которой был присвоен кредитный рейтинг. На текущий момент мы используем коммерческие облигации в качестве основного инструмента работы на рынке долгового капитала, и кредитный рейтинг для их выпуска и обращения необязателен. Но мы смотрим вперед и понимаем, что для формирования успешной истории эмитента кредитный рейтинг необходим так же, как и аудит по МСФО, который еще позволяет многим инвесторам перевести отчетность компании на понятный для них язык. Конечно, мы увидели большее доверие со стороны прежде всего институциональных инвесторов к нашим бумагам после получения рейтинга и прохождения аудита и намерены и дальше делать все для улучшения показателей и изменения кредитного рейтинга в лучшую сторону, тем более что прогноз по АО «МГКЛ» развивающийся.

- Вопреки росту ключевой ставки ЦБ РФ в течение 2021 года компании удалось значительно увеличить объемы размещения облигаций и снизить ставку купона. Если в 2020 году объем привлечения составлял 200 млн рублей по ставке купона 16%, то за восемь месяцев 2021 года компании удалось привлечь 650 млн рублей по ставке купона 14%. Какие факторы, по вашему мнению, способствовали такой динамике?

- Дебютные выпуски всегда сопряжены с несколько более дорогим купоном. Кроме того, первый выпуск мы распространяли в большей степени среди ограниченного количества инвесторов по закрытой подписке, которые нас уже в той или иной степени знают и доверяют. Но по мере развития компании, прохождения аудита и получения кредитного рейтинга на нас стали обращать внимание представители профессиональных участников рынка ценных бумаг, что позволило снизить стоимость заимствования и увеличить дюрацию. Организатором второго выпуска коммерческих облигаций выступила компания «Фридом Финанс», которая разместила выпуск в течение одного рабочего дня, и мы планируем дальнейшее стратегическое партнерство с ними. 14% годовых – достаточно конкурентная ставка на текущий момент, поэтому наши бумаги с учетом соотношения риска и доходности, а также с учетом нашего развития, взросления и улучшения работы по всем направлениям интересны многим инвесторам.

- Как вы оцениваете спрос на облигационные займы со стороны инвесторов в 2021 году по сравнению с 2020-м? Как изменилась база инвесторов в текущем году?

- Нам пришлось пройти очень сложный и интересный путь с момента объяснения инвесторам, что такое ломбард? И чем Мосгорломбард отличается от других ломбардов – участников рынка капитала? Мы не смогли пробить стену установок и стереотипов Московской и Санкт-Петербургской бирж, связанных с делистингом одной компании из сегмента ломбардов в 2020 году, но при этом мы не остановились и даже несколько увеличили наши темпы! И чем дальше мы продолжаем развиваться в соответствии с ранее утвержденными планами, тем больше внимания и доверия у инвесторов к нашим бумагам. Но мы продолжаем распространять коммерческие облигации по закрытой подписке: часть из которых приобретают физические лица, а часть – институциональные инвесторы. В этом году произошел ожидаемый перекоп в сторону институциональных инвесторов.

- Какие факторы, по вашему мнению, ценят инвесторы больше всего при покупке облигаций компании «Мосгорломбард»?

- На рынке немного компаний, которые непрерывно функционируют порядка ста лет. Если посмотреть на историю Мосгорломбарда, то у нас есть документы, подтверждающие, что компания работала во времена монархии, в 1919 году, после революции была упразднена, но в 1924 году организована снова, и с тех пор продолжает непрерывно функционировать, несмотря на смену политических эпох, существенную трансформацию технологического, политического и социального укладов.

Когда к этому добавить высокий профессионализм команды, стремление к прозрачности, обеспеченность залогового портфеля и понятные стратегические планы развития, то получается крайне интересный инвестиционный продукт с очень приемлемой доходностью, наверное, в этом и есть основная ценность наших бумаг.

- С 1 октября 2021 года ЦБ РФ ограничил возможности инвестирования средств неквалифицированных физических лиц в облигации с рейтингом ниже ruAAA. Как компания планирует работать с рынком капитала в условиях ограничений для розничных инвесторов?

- Мы видим положительную динамику по количеству прохождения тестов квалифицированными инвесторами. На мой взгляд, относительно небольшие планы Мосгорломбарда по привлечению инвестиций в среднесрочной перспективе можно будет удовлетворить по закрытой подписке, а также среди квалифицированных инвесторов. Также мы внимательно изучаем альтернативные возможности по работе на рынке капитала, и на текущий момент не приняли решения, на какой именно площадке и в какой стране будет проходить первичное размещение акций Мосгорломбарда в конце 2023 года.

- Какие ваши ожидания от облигационного рынка в целом на 2022 год и каковы планы по взаимодействию с ним?

- Мы полагаем, что сегмент ВДО с учетом рисков и доходности продолжит оставаться интересным для инвесторов, и очень надеемся, что в течение следующего года мы сможем подготовиться к дебютному выпуску биржевых облигаций, ведь у нас уже есть три года аудированной отчетности по МСФО, а также подтвержденный кредитный рейтинг. Но даже если этого не произойдет, то мы уже умеем работать с коммерческими облигациями и дополнительными эмиссиями привилегированных и обыкновенных акций, которые рассматриваем в качестве альтернативного механизма.



«Долговой рынок, точнее, его развитость и доступность для бизнеса – это отличный индикатор экономической ситуации в стране. А с этим у нас не все хорошо»

Алексей Владимирович Антипин, генеральный директор компании «Юнисервис Капитал».

- Расскажите, пожалуйста, о модели взаимодействия между компанией «Юнисервис Капитал» и эмитентами? Как принимается решение об участии в той или иной сделке? Как обеспечивается взаимодействие с клиентом после размещения в течение обращения облигационного займа?

- Думаю, нет смысла говорить о формальных критериях – требованиях биржи к потенциальным заемщикам, которые известны всем участникам рынка. Этот минимальный набор качеств потенциального эмитента (размер выручки, долговая нагрузка) мы немного адаптировали под себя (с запасом), им и руководствуемся. В целом решение по конкретной сделке или выпуску облигаций мы принимаем на основе личного разговора с собственником бизнеса, анализа эмитента и итогового внутреннего кредитного комитета, который проходит по готовности анализа, когда наши инвестиционные аналитики выносят свои суждения о компании и мы принимаем взвешенное решение о том, готовы работать с компанией или нет. На одного клиента, успешно прошедшего внутренний комитет, – четыре-пять тех компаний, которым мы посоветовали на данном этапе их развития воздержаться от выпуска биржевых облигаций или обратиться к другим организаторам.

Что касается взаимодействия, мы придерживаемся принципа поддержания коммуникаций с эмитентами не только на стадии подготовки, но и в течение всего срока обращения облигаций. Во многом это не просто наше желание, но и объективная необходимость: в штате компаний, которые дебютировали на бирже, чаще всего нет специалистов, способных обеспечить сопровождение облигационных займов по раскрытию информации, IR-поддержке. С некоторыми нашими клиентами мы не ограничиваемся подготовкой и сопровождением облигационных выпусков, но и оказываем различные консультационные услуги.

- Вы сказали о необходимости поддержания взаимодействия с клиентом после размещения: по-вашему, в чем она выражается?

- У эмитентов третьего эшелона зачастую нет в штате соответствующих специалистов: юристов, специалистов по работе с инвесторами. Если рассматривать эмитентов из регионов (а это большинство наших клиентов), этих специалистов просто негде брать.

Поэтому мы остаемся тем самым центром информации обо всех компаниях, которые разместили. Вовсе не из чистого благородства – мы заинтересованы в том, чтобы наши эмитенты продолжали поддерживать связь с теми инвесторами, кто в них поверил на размещении, своевременно раскрывали информацию. И в случае каких-то сбоев мы считаем для себя возможным вмешиваться в ситуацию, предлагать эмитенту решения.

«Юнисервис Капитал» публикует аналитические справки по клиентам, в чьих сделках компания выступает в качестве организатора. Как вы оцениваете издержки подобного взаимодействия с инвесторами? Насколько такая практика распространена среди других участников рынка? Считаете ли вы необходимым сделать подобные отчеты нормой среди организаторов?

- О важности того направления, что гордо именуется Investor Relations в контексте биржевых облигаций, мы задумались едва ли не первыми на рынке. И не просто задумались, но и сразу стали предлагать рынку различные форматы: расширенные презентации, отдельно от них – подробные аналитические покрытия, включающие и собственные методики оценки надежности эмитента.

Но здесь нет ничего устоявшегося: мы продолжаем пробовать различные форматы. Так как скорость потребления информации все больше растет, в т. ч. и на нашем рынке мы меняем свой подход в части аналитических материалов: будем делать короче, но оперативнее. Чтобы инвесторы могли получить аналитическое заключение сразу после публикации отчетности эмитента да и в принципе прочитать самое важное о компании, по нашему мнению, за две-три минуты, а не после изучения документа на 10–15 слайдов.

Вообще, IR-сопровождение, на мой взгляд, просто правило хорошего тона: важно поддерживать коммуникации не только накануне размещения выпуска, но и в дальнейшем, в течение всего срока обращения облигаций. Делать что-то (какой-либо формат) обязательным – не вижу смысла. Все, что критически важно, и так эмитенты обязаны раскрывать.

Компания выступает организатором выпусков многих облигаций из сегмента высокодоходных. Расскажите, пожалуйста, как менялся сегмент в ходе 2021 года на фоне роста ключевой ставки Банка России?

- Если говорить о ставках по новым выпускам, которые размещались или готовятся к размещению уже на фоне подросшей ключевой ставки, то влияние ее размера, конечно, есть, но не настолько значительно, как могло бы быть: эмитенты по-прежнему успешно размещают выпуски с комфортными для себя ставками в диапазоне 10–13% годовых.

Побега инвесторов из ранее размещенных выпусков также не наблюдалось: да, были небольшие просадки перед заседаниями, но значительного падения котировок и роста доходностей пока не наблюдается. Во многом, как мне кажется, это объясняется инертностью части инвесторов (купили облигации и забыли) и достаточно здравым расчетом другой, более активной части держателей бумаг: выйти из ранее купленных бумаг по номинальной их стоимости, конечно, можно, но куда направить средства, чтобы уберечься от инфляции? По сути, альтернатив немного, и все они связаны с еще большими рисками, чем сегмент высокодоходных и, соответственно, высокорисковых облигаций.

На наш сегмент рынка вопреки паническим настроениям еще в начале 2021 года не оказал значительного влияния и закон о защите инвесторов, ограничивающий доступ неквалифицированных участников торгов к покупке облигаций с рейтингом ниже ВВ-или без рейтинга вообще.

По сути, то, что влияет на рынок, тот главный «ковер, который задает тон все комнате» (если вспомнить легендарное кино «Большой Лебовски»), – это политика Московской биржи в отношении отбора потенциальных эмитентов. Благодаря ужесточению требований растет качество эмитентов, средний размер выпуска, а вот средние ставки, наоборот, растут менее активно даже на фоне роста ключевой. Что логично: ниже риски, ниже и ставки.

Как вы оцениваете интерес клиентов к облигационным займам в текущем году, принимая во внимание довольно агрессивный рост ключевой процентной ставки ЦБ РФ? Насколько этот фактор оказался значимым при выборе инструмента долгового финансирования среди клиентов?

- У наших клиентов – растущих компаний, – чаще всего из реального сектора экономики, интерес к эмиссии облигаций сохраняется. Надо понимать, что с ростом ключевой ставки

ЦБ определяет пропорциональный рост и по банковским кредитам, так что выпуск облигаций не теряет на этом фоне своей привлекательности.

Другой момент, что эта возможность выйти на биржу сохраняется далеко не для всех компаний. Очевидно, что в самой ближайшей перспективе к обязательным затратам на организацию выпуска добавятся и затраты на получение рейтинга: недалек тот день, когда без рейтинга даже в сектор ПИР (повышенного инвестиционного риска) не получится попасть, да и в целом требования биржи к потенциальным эмитентам, как я уже говорил, ужесточаются.

В 2021 году ЦБ РФ ввел тестирование физических лиц – неквалифицированных инвесторов – при приобретении ими сложных финансовых инструментов, без прохождения которого инвестор не сможет приобретать облигации с рейтингом ниже ruAAA.

Как вы оцениваете принятую Банком России меру? Насколько она позволит инвестору более адекватно оценивать и понимать принимаемые на себя риски? Является ли эта мера, по вашему мнению, избыточной/недостаточной с точки зрения защиты инвестора?

- Данная мера, на мой взгляд, во многом просто формальность: несложные вопросы (равно как и их количество), возможность попробовать пройти тест неограниченное количество раз – все это больше не про реальные ограничения, а некоторые формальности. Чтобы в случае дефолта (а они, внимание, случаются) можно было смело сказать всем инвесторам: вы знали на что шли, какие у вас могут быть претензии к брокерам, биржам, рейтинговому агентству, организатору или уж тем более к Центральному банку. Но формальность в целом достаточно полезная: исходя из опыта общения с частными инвесторами в условиях дефолта, можно заключить, что далеко не все в принципе понимали, что такой риск имеется. Не лишним будет об этом еще раз напомнить, пусть даже в форме теста.

Как новые требования повлияют на возможности эмитентов малой и средней капитализации обеспечивать успешный выход на облигационный рынок?

- Как я уже сказал, значительного влияния эти формальные ограничения, тем более с дедушкиной оговоркой на возможности МСП не окажут. Повлияет, скорее, объективное окончание фазы роста числа частных инвесторов на рынке. Не могу сказать в абсолютных величинах, но в таком темпе, который наблюдался последние два года, приток новых инвесторов явно продолжаться не будет. Опять же новички теперь не сразу смогут получить доступ к облигациям сегмента МСП. Так что борьба за внимание инвесторов в скором времени усилится, причем влиять на исход будут не только предлагаемые ставки по купонам, но и репутация компании-эмитента, качество и реалистичность его стратегии развития, открытость в вопросах коммуникаций с инвесторами.

- В ходе 2022–2023 годов ожидается большой объем погашений и офферт эмитентов новой волны, которые выходили на рынок в условиях ралли-2019–2020.

Как вы оцениваете возможности и условия, по которым будет проходить рефинансирование этих эмитентов?

Ожидаете ли вы дефолтов по ним в рассматриваемой перспективе?

- Исходя из ужесточившихся критериев отбора биржи можно предположить, что рефинансироваться с помощью облигаций смогут не все. Так что дефолты весьма вероятны. Но при благоприятной экономической обстановке это будут отдельные и все-таки не мас-

совые истории. Печальнее картина рисуется, если сопоставить факт о предстоящих погашениях большого количества выпусков облигаций в течение двух лет с прогнозами многих аналитиков. Напомню, что, по мнению различных экспертов, экономического кризиса (полноценного, как это ни прискорбно) следует ожидать как раз в перспективе двух-трех лет.

В таком случае риск массового падежа в отсутствии возможностей рефинансироваться существенно увеличивается. Но это будет уже совсем другая история, и я надеюсь, что этот сценарий не воплотится в жизнь.

Как, по вашему мнению, дефолт эмитента из портфеля организатора влияет на работу с остальными эмитентами и с инвесторской базой?

- Глупо было бы отрицать это влияние. Безусловно, дефолт одного эмитента сказывается хотя бы на тоне коммуникаций с организатором. Но дефолт дефолту рознь: если есть основания подозревать сознательный обман облигационеров со стороны эмитента (когда дефолт допускается без явных причин) в скором времени после размещения или при наличии иных признаков мошенничества, это большой удар по репутации и организатора. Когда же дефолт, допущенный компанией, это результат стечения неблагоприятных обстоятельств, допущенных ошибок руководства эмитента, без состава преступления, к организатору тоже существенно меньше вопросов.

В случае с дефолтом компании «Дядя Денер» очевиден именно второй вариант. Поэтому в отношении нас как организатора критика, конечно, звучит. Но мы стараемся на деле доказать, что в данной истории мы были и остаемся последовательными защитниками интересов инвесторов. Все это время мы остаемся на связи с эмитентом, чтобы решить проблему наиболее оптимально, ведь от этого зависит и наша репутация.

- В I квартале 2021 года компания дебютировала с собственным облигационным выпуском. Насколько облигационные займы комфортнее для компании относительно других источников фондирования? Ожидаете ли вы наращивания собственных облигационных займов в перспективе 2022 года?

- Мы дебютировали не совсем с простым выпуском облигаций, а сделали нечто новое на рынке – выпуск залоговых облигаций с обеспечением в виде административного здания в центре Новосибирска. Этот опыт позволил нам расширить список предлагаемых финансовых инструментов для наших клиентов прежде всего. Ну и средства, которые мы привлекли, есть куда направить.

В целом про залоговые облигации можно сказать, что это достойная альтернатива банковскому залоговому кредитованию. Причем по некоторым параметрам (срок займа, индивидуальный график погашения и меньший дисконт при оценке имущества) залоговые облигации выглядят даже более привлекательными для потенциальных эмитентов. А ими могут выступить и производственные компании, и девелоперы, собственно, без ограничений по сферам деятельности, главное – наличие объекта недвижимости и соответствие некоторым требованиям биржи.

Если сравнивать с биржевыми облигациями без обеспечения, то для инвесторов этот инструмент дает больше гарантий возврата средств, а для эмитентов – более низкую ставку фондирования.

- В настоящее время участниками рынка все больше внимания уделяется вопросам ответственного финансирования. Насколько зеленые облигации интересны клиентам компании? Считаете ли вы, что зеленые облигации являются прерогативой компаний – голубых фишек?

- Этот тренд дойдет и до менее крупных эмитентов, но, конечно, не так быстро. И у нас в работе есть как минимум одна компания, чья деятельность соответствует принципам ESG. Сдерживающим фактором является процедура проверки на соответствие этим самым принципам, стимулом – получение субсидий для зеленых эмитентов. Массовой эта история, как мне кажется, не станет, но подарит рынку ряд новых имен, соответствующих критериям ESG.

- Какие ваши ожидания от облигационного рынка в целом на 2022 год и от сегмента высокодоходных облигаций с точки зрения количества сделок, объемов, доходностей?

- В целом от рынка ожидания сдержанные. Надо понимать, что долговой рынок, точнее, его развитость и доступность для бизнеса – это отличный индикатор экономической ситуации в стране. А с этим у нас не все хорошо. И если станет хуже, будут сложности и в облигациях.

По нашему любимому третьему эшелону, мне кажется, все достаточно очевидно: тренд на рост суммы среднего по сегменту выпуска сохранится, но сами темпы роста снизятся. Раз. Про инвесторов уже говорил – наступает стадия отрезвления, в т. ч. и благодаря произошедшим дефолтам, и закону о защите инвесторов. Два. Ставки по новым выпускам будут подтягиваться вслед за ключевой, но не так активно, как хотелось бы инвесторам, то есть спред будет подрастать. Три. Ну и четыре. Биржа продолжит свой курс, так что конкретно для МСП останется только сектор роста. Компаний, включенных в реестр малого и среднего предпринимательства, с небольшими выпусками вне сектора роста будет все меньше. А, ну и рейтинги (это вас должно порадовать), да: без них станет точно невозможно размещать выпуски облигаций.



«Организатор не должен размещать бумаги, которые не готов покупать сам»

Максим Андреевич Чернега, руководитель направления DCM департамента корпоративных финансов «Фридом Финанс».

- Опишите, пожалуйста, основные тенденции на рынке облигаций, которые можно наблюдать в 2020 году? Какие ваши ожидания от 2021 года?

- Поскольку 2021 год близится к своему завершению, можно подвести некоторые предварительные итоги.

Во-первых, случился в некотором роде бум коллективных инвестиций, в т. ч. связанный с появлением паевых фондов, нацеленных на инвестиции в инструменты долгового рынка. ООО ИК «Фридом Финанс» оказалось в некотором смысле первопроходцем, выведя на открытый рынок «Фонд ВДО развивающихся российских компаний», ориентированный на инвестиции в высокодоходные облигации. В настоящий момент СЧА фонда составляет чуть менее 1 млрд рублей, среднедневные обороты с начала обращения составили порядка

4,5 млн рублей, что уступает нашему флагманскому «Фонду первичных размещений» с его СЧА почти 600 млн долларов и топовыми оборотами, но для своей ниши это крайне достойный результат.

Во-вторых, сектор ВДО продолжил свое развитие и рост: если в 2020 году разместилось эмитентов на 21,5 млрд рублей, то за три квартала 2021-го сумма уже превысила 30 млрд рублей, а объем торгуемых бумаг оценивается на уровне 225 млрд рублей. Опасения, что ограничение доступа неквалифицированных инвесторов к облигациям убьет рынок, не реализовались.

В-третьих, усилилось движение в направлении рейтингования эмитентов ценных бумаг. Рынок прошел большой путь от «рейтинг не требуется» к «наличие рейтинга необходимо».

В-четвертых, на долговом рынке стали заметны инвестиционные платформы – игроки, время которых наступит, скорее всего, уже в следующем году, а степень их влияния можно будет оценить года через три.

- Как вы оцениваете спрос на облигационные займы со стороны инвесторов в 2021 году по сравнению с 2020-м? Насколько изменился уровень переподписки проводимых размещений?

- Наличие или отсутствие переподписки зависит от разных факторов и определяется не только спросом со стороны инвесторов. К примеру, большинство выпусков ВДО делается по ставке, лежащей на кривой средней доходности. В текущих реалиях премии за дебют упали, соответственно, количество случаев переподписки, как и апсайда после размещения, уменьшилось.

Также не стоит сбрасывать со счетов тот факт, что 2020 год – это период снижения ставки. В 2020 году инвестор, покупая облигацию, понимал, что следующие выпуски дадут меньшую доходность хотя бы за счет снижения ключевой ставки, а стоимость купленной им облигации в силу ее экономической природы будет расти. Покупая облигации в 2021 году, инвестор знает и ожидает обратное, потому не склонен участвовать без разбора во всех выпусках подряд, придирчиво отбирает бумаги в свой портфель.

- Опишите, пожалуйста, основные тенденции, наблюдаемые в инвесторской базе проводимых сделок.

А. Как изменилась база инвесторов в текущем году по сравнению с предыдущим?

- Каких-либо разительных изменений инвесторской базы мы не отмечаем: продолжается прирост количества инвесторов за счет увеличения числа открытых счетов физических лиц. Круг институциональных инвесторов в принципе известен и с течением времени не меняется.

В. Насколько меняется доля инвесторов – физических лиц – в проводимых сделках?

- Все зависит от конкретного выпуска. Если брать выпуски, которые организует ООО ИК «Фридом Финанс», то мы отмечаем увеличение доли институциональных инвесторов, но это в первую очередь следствие увеличения объемов выпусков: если выпуски размером до 200–300 млн рублей частные инвесторы в состоянии выкупить самостоятельно, то с большими объемами без институциональных игроков не обойтись.

С. Как вы оцениваете возможности увеличения доли участия институциональных инвесторов в облигационных сделках компаний малой и средней капитализации?

- Мы можем только порадоваться такой тенденции, потому что институционалы приходят в выпуск, имея свою собственную экспертизу, и это ценно. Кроме того, институциональные инвесторы не склонны к резким действиям и имеют длительный горизонт планирования, что положительно сказывается на котировках ценных бумаг.

- ЦБ РФ ввел тестирование физических лиц – неквалифицированных инвесторов – при приобретении ими сложных финансовых инструментов, без прохождения которого инвестор не сможет приобретать облигации с рейтингом ниже ruAAA.

А. Как вы оцениваете принятую ЦБ РФ меру? Насколько она позволит инвестору более адекватно оценивать и понимать принимаемые на себя риски? Является ли эта мера, по вашему мнению, избыточной/недостаточной с точки зрения защиты инвестора? Какие усилия компания прикладывает к повышению финансовой грамотности своих действующих и потенциальных клиентов?

- В рамках используемой нами системы Tradernet мы реализовали процедуру тестирования, которая полностью соответствует требованиям регулятора и стандартам СРО. Регулятора можно и нужно понять: ему следует защищать инвесторов, которые приходят на фондовый рынок. Наверное, нам бы хотелось более мягких мер, но они такие, какие есть, нам остается лишь оперировать в рамках установленных правил игры и надеяться, что они не будут меняться слишком часто. Эффективность принятых мер покажет время.

Что касается финансовой грамотности, у компании «Фридом Финанс» есть собственный учебный центр, мы реализуем проект «Биржевой университет», постоянно проводим мероприятия, нацеленные на повышение финансовой грамотности, выпускаем журнал «Финансист». Так мы активно вовлечены в образовательный процесс.

В. Как новые требования повлияют на возможности эмитентов малой и средней капитализации обеспечивать успешный выход на облигационный рынок?

- Мы оцениваем влияние категоризации инвесторов на развитие рынка как незначительное. Успешность размещения определяется немного другими факторами: качеством эмитента, опытом организатора, ставкой купона.

- Есть мнение, что организатор размещения не должен размещать бумаги, которые сам бы не был готов купить. Насколько справедливо данное утверждение для компании «Фридом Финанс» и могли бы вы спроецировать это правило на себя? Какие критерии отбора вы используете при организации размещения текущих игроков/вывода новых имен на рынок?

- Мы уверены, что организатор не должен размещать бумаги, которые не готов покупать сам. Запуск нашего «Фонда ВДО развивающихся российских компаний», инвестирующего в облигации эмитентов, выпуски которых в т. ч. организует «Фридом Финанс», подтверждает это убеждение не только на словах, но и на деле.

Конкретные критерии отбора мы предпочитаем не озвучивать, к тому же, речь не идет о скоринге эмитента – с каждой компанией осуществляется индивидуальная работа. Если говорить в общем, требования к эмитенту у нас строже, чем заявляют организаторы торговли в качестве базовых.

- В настоящее время все больше внимания уделяется вопросам ответственного

инвестирования и финансирования. Ведется ли вашей командой работа в этом направлении? Насколько зеленые или социальные облигации являются востребованным инструментом среди клиентов компании? Какие преимущества инструментов ответственного финансирования перед классическими облигациями или кредитованием вы могли бы выделить?

- ESG-повестка по отношению к сектору ВДО – это пока экзотика. В перспективе стандарты ESG распространятся и на эмитентов малого и среднего бизнеса, но пока сектор решает другие задачи, например, получение кредитных рейтингов, составление отчетности по МСФО, корпоративное управление и т. д.

- Несмотря на рост процентных ставок на облигационном рынке в ходе 2021-го, за восемь месяцев с начала года количество сделок, организованных компанией, увеличилось до 11 в объеме 5,9 млрд рублей против четырех сделок в объеме около 2,5 млрд рублей в прошлом году. Какие факторы способствовали увеличению числа и объема проведенных сделок?

- Ранее ООО ИК «Фридом Финанс» не ассоциировалось с долговым рынком. Можно сказать, что в 2019–2020 годах компания только осваивалась на долговом рынке. Сейчас ООО ИК «Фридом Финанс» воспринимается участниками как состоявшийся организатор и андеррайтер.

- В 2020 году компания разместила долларовый облигационный заем в размере 30 млн. Почему было отдано предпочтение долгу в иностранной валюте? Планируется ли компанией выпуск облигаций в текущем году?

- Причины выбора в пользу иностранной валюты обусловлены в первую очередь целями эмиссии:

- поддержание ликвидности и пополнение оборотного капитала;
- расширение продуктовой линейки;
- реструктуризация операционной деятельности;
- финансирование сделок слияний и поглощений;
- создание бенчмарка привлечения денежных средств в иностранной валюте.

И поскольку компания наиболее активно оперирует на американском рынке, то выбор валюты для финансирования реализации указанных целей вполне понятен. Кроме того, у компании был запрос на валютную доходность со стороны клиентов, и этот выпуск в т. ч. явился ответом на пожелания клиентов.

Да, новый выпуск планируется.

- Как вы оцениваете интерес клиентов к облигационным займам в текущем году, принимая во внимание довольно агрессивный рост ключевой процентной ставки ЦБ РФ? Насколько этот фактор оказался значимым при выборе инструмента долгового финансирования среди клиентов?

- Мы наблюдаем стабильный спрос на инструменты долгового рынка. Инвесторы выбирают облигации по самым разным причинам: это и временная «парковка» денег до появления более интересных инвестиционных идей, и потолок восприятия риска, и мн. др.

- ФРС готовится к ужесточению денежно-кредитной политики и может приступить к сокращению программы выкупа активов до конца года. Это может стать фактором повышенной волатильности на рынках развивающихся стран и Рос-

сии. Как вы оцениваете возможные последствия для доходностей среди различных категорий эмитентов в 2022 году на российском рынке облигаций?

- В связи с возможной повышенной волатильностью мы отчетливо понимаем две вещи: выбирать необходимо самых надежных эмитентов, которые с наибольшей вероятностью переживут любые штормы, и ни в коем случае не паниковать.

Рейтинги, которым доверяют

Крупнейшее российское рейтинговое агентство

Кредитное рейтинговое агентство «Эксперт РА» основано в 1997 году и на сегодняшний день является старейшим и крупнейшим в России.

Включено в реестр кредитных рейтинговых агентств Банка России

Рейтинги агентства используют Банк России, Министерство финансов, Министерство экономического развития, Московская биржа, а также сотни компаний и органов власти при проведении конкурсов и тендеров.

Лидер российского рынка рейтинговых услуг

Агентством поддерживается более 600 кредитных рейтингов. Мы прочно занимаем лидирующие позиции по рейтингам кредитных организаций, страховых компаний, компаний финансового и нефинансового секторов.

Наши контакты

Получение рейтингов

Роман Ерофеев,
коммерческий директор –
член правления
АО «Эксперт РА»
erofeev@raexpert.ru

Рейтинговая деятельность

Марина Чекурова,
первый заместитель
генерального директора
АО «Эксперт РА»
chekurova@raexpert.ru

Информационное сотрудничество

Сергей Михеев,
руководитель отдела
по связям с общественностью
АО «Эксперт РА»
mikheev@raexpert.ru

Стратегическое сотрудничество

Елена Николаенко
генеральный
директор
«Эксперт Бизнес-Решения»
nikolaenko@expert-business.ru

Коммерческие вопросы

Мариам Яндиева
директор
клиентской службы
«Эксперт Бизнес-Решения»
yandieva@expert-business.ru

Участие в конференциях

Юлия Барыбина
директор направления
конференций и спецпроектов
«Эксперт Бизнес-Решения»
barybina@expert-business.ru



Следите за нашими
новостями в Telegram
[@expert_ra](#)

АО «Эксперт РА»
Москва, ул. Николаямская,
дом 13, стр. 2

+7 (495) 225 3444
www.raexpert.ru

«Эксперт Бизнес-Решения»
Москва, ул. Николаямская,
дом 13, стр. 2

+7 (495) 225 3416
www.expert-business.ru

© 2021 АО «Эксперт РА». Все материалы и публикации Агентства, размещенные на сайте Агентства либо в любом другом источнике размещения и вне зависимости от формата публикации информации, являются интеллектуальной собственностью АО «Эксперт РА» (кроме случаев, когда прямо указано другое авторство) и охраняются законом.

Представленная информация предназначена для использования исключительно в ознакомительных целях.

Никакие из материалов, размещенные на сайте Агентства либо в любом другом источнике размещения и вне зависимости от формата публикации информации, не должны копироваться, воспроизводиться, перерабатываться, использоваться, размещаться, передаваться или распространяться любым способом и в любой форме без предварительного письменного согласия со стороны Агентства и ссылки на источник. Использование информации в нарушение указанных требований запрещено.

Агентство не несет ответственности за перепечатку материалов Агентства третьими лицами, в том числе за искажения, несоответствия и интерпретации таких материалов.

Рейтинговые оценки, обзоры, исследования и иные публикации, размещенные на сайте Агентства либо в любом другом источнике размещения и вне зависимости от формата публикации информации, выражают мнение АО «Эксперт РА» и не являются установлением фактов или рекомендаций по покупке, держат или продавать те или иные ценные бумаги или активы, принимать инвестиционные решения. Агентство не принимает на себя никакой ответственности в связи с любыми последствиями, интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями, прямо или косвенно связанными с рейтинговой оценкой, совершенными Агентством рейтинговыми действиями, а также выводами и заключениями, содержащимися в рейтинговом отчете и пресс-релизах, исследованиях, обзорах и иных публикациях, выпущенных Агентством, или отсутствием всего перечисленного.

Агентство не несет ответственности и не имеет прямых или косвенных обязательств в связи с любыми возможными или возникшими потерями или убытками любого характера, связанными с содержанием сайта и с использованием материалов и информации, размещенных в любом другом источнике размещения и вне зависимости от формата публикации информации, в том числе прямо или косвенно связанных с рейтинговой оценкой, независимо от того, что именно привело к потерям или убыткам.

Никакие материалы, отчеты, исследования, информация или разъяснения, размещенные на сайте Агентства либо в любом другом источнике размещения и вне зависимости от формата публикации информации, не могут в каком бы то ни было отношении служить заменой иных проверок и процедур, которые должны быть выполнены при принятии решений, равно как и заменять суждения, которые должны быть выработаны относительно вопросов, представляющих интерес для пользователей. Никто не должен действовать на основании таких материалов, отчетов, исследований, информации или разъяснений, которые могут предоставляться Агентством в связи с ознакомлением с указанными материалами, отчетами, исследованиями, информацией, разъяснениями в каких бы то ни было целях.

На сайте Агентства могут быть предоставлены ссылки на сайты третьих лиц. Они предоставляются исключительно для удобства посетителей сайта. В случае перехода по этим ссылкам, Вы покидаете сайт Агентства. АО «Эксперт РА» не просматривает сайты третьих лиц, не несет ответственности за эти сайты и любую информацию, представленную на этих сайтах, не контролирует и не отвечает за материалы и информацию, содержащиеся на сайтах третьих лиц, в том числе не отвечает за их достоверность.

Единственным источником, отражающим реальное состояние рейтинговой оценки, является официальный сайт АО «Эксперт РА» www.raexpert.ru.

АО «Эксперт РА» оставляет за собой право вносить изменения в информационные материалы сайта в любой момент и без уведомления третьих лиц. При этом Агентство не несет никаких обязательств по обновлению сайта и материалов, представленных на сайте.