КНИГИ ПО ИНВЕСТИЦИЯМ



ВЫСОКОДОХОДНЫЕ ОБЛИГАЦИИ (ВДО)

Виталий Гурьев

Виталий Гурьев

Высокодоходные облигации (ВДО)

https://litres.ru/74747264
SelfPub; 2026

Аннотация

Купон в полтора-два раза выше, чем у ОФЗ, звучит заманчиво, но за высокой доходностью всегда стоит высокий риск. Эта книга учит зарабатывать на облигациях малых и средних компаний, не теряя при этом капитал. Вы научитесь читать отчетность небольших эмитентов, считать долговую нагрузку и замечать тревожные сигналы задолго до дефолта. Мы разберем реальную статистику неплатежей на рынке ВДО, роль организаторов выпусков и рейтинговых агентств. Вы узнаете, сколько бумаг нужно держать в портфеле, чтобы один дефолт не уничтожил годовую доходность, и какую долю ВДО можно позволить себе без лишнего риска. Это практическое руководство для тех, кто готов рисковать, но только просчитанно.

AI was used in the preparation of the book.

Содержание

Глава 1. Плата за страх: почему ВДО платят больше ОФЗ 5
Глава 2. Карта территории: как устроен российский рынок ВДО 27
Глава 3. Люди на этом рынке: кто покупает ВДО и почему 50
Глава 4. Договор под микроскопом: что написано в документах выпуска 72
Глава 5. Дирижёры размещения: роль организаторов выпусков 95
Конец ознакомительного фрагмента. 113

Виталий Гурьев
Высокодоходные облигации (ВДО)

Эта книга носит исключительно образовательный и информационный характер. Ни одно из её положений не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, предложением купить или продать какой-либо финансовый инструмент, налоговой или юридической консультацией.

Все герои, примеры, расчёты и ставки в книге вымышлены или приведены для иллюстрации. Упоминания реальных компаний не являются рекламой или оценкой их текущей деятельности. Требования Банка России, правила биржи и налоговые нормы изложены по состоянию на момент написания книги и могут измениться.

Перед любым решением сверяйтесь с актуальными документами эмитента и нормативными актами, а при необходимости консультируйтесь со специалистом. Инвестиции связаны с риском, включая потерю части или всего вложенного капитала, и решения о вложении денег вы принимаете самостоятельно и под свою ответственность.

Глава 1. Плата за страх: почему ВДО платят больше ОФЗ

Представьте вечер обычного рабочего дня. Вы открываете приложение брокера, чтобы посмотреть, сколько принесли ваши облигации федерального займа, и видите в соседней строке бумагу малоизвестной компании с купоном в двадцать четыре процента годовых. Государственные облигации в тот же день приносят около пятнадцати процентов, и разница кажется почти неприличной. Рука сама тянется к кнопке покупки, потому что арифметика выглядит простой: при одинаковой сумме вложений доход выходит в полтора раза больше. Именно с этого момента и начинается знакомство большинства частных инвесторов с рынком высокодоходных облигаций, который на профессиональном жаргоне называют коротким словом ВДО.

Эта книга написана для того, чтобы такой момент перестал быть импульсом и превратился в осознанное решение. Высокодоходные облигации не являются ни ловушкой для наивных, ни волшебной кнопкой, удваивающей доход. Это вполне законный и довольно понятный инструмент, у которого есть своя цена, свои правила и своя статистика. Люди, которые изучили эти правила, годами получают доходность выше рынка, а люди, которые их проигнорировали, иногда

теряют за один месяц то, что копили несколько лет. Разница между первыми и вторыми редко сводится к удаче, гораздо чаще она сводится к знаниям и дисциплине.

На страницах книги вас будут сопровождать три человека, в которых, возможно, вы узнаете себя или своих знакомых. Дмитрию тридцать четыре года, он работает инженером-сметчиком в Екатеринбурге, умеет считать и любит цифры, однако именно поэтому легко увлекается красивыми процентами. Светлане Петровне пятьдесят два года, она главный бухгалтер небольшой торговой фирмы в Самаре, прекрасно читает балансы, но никогда не покупала ничего на бирже и относится к ней с подозрением. Артёму двадцать четыре года, он менеджер по продажам из Краснодара, у него есть сто пятьдесят тысяч рублей свободных денег и огромное желание заставить их работать.

Каждый из троих придёт на рынок высокодоходных облигаций со своими ожиданиями и своими слабыми местами. Дмитрий начнёт с того, что вложит треть своих сбережений в один-единственный выпуск с самым высоким купоном, который найдёт. Светлана Петровна будет долго сомневаться, но именно её профессиональные навыки окажутся неожиданно полезными. Артём начнёт с советов, прочитанных в каналах мессенджера Max, и довольно быстро обнаружит, что не все советчики одинаково полезны. Мы будем следить за их решениями и ошибками от главы к главе, потому что на чужих ошибках учиться значительно дешевле,

чем на собственных.

Прежде чем говорить о доходе, стоит договориться о терминах. Высокодоходной облигацией на российском рынке принято называть долговую бумагу, доходность которой заметно превышает доходность государственных облигаций сопоставимого срока. Строгого юридического определения у этого понятия нет, ни один закон не устанавливает границу, после которой облигация официально становится высокодоходной. Участники рынка пользуются неформальными ориентирами, и чаще всего говорят о ВДО, когда доходность бумаги превышает доходность облигаций федерального займа на три-пять процентных пунктов и больше.

Второй ориентир связан с кредитным рейтингом, то есть с оценкой надёжности заёмщика, которую дают специализированные агентства. К сегменту ВДО обычно относят облигации эмитентов с рейтингами уровня BBB и ниже по национальной шкале, а также облигации компаний, у которых рейтинга нет вовсе. Подробно о том, что означают эти буквы и насколько им можно доверять, мы поговорим в шестой главе, а пока достаточно запомнить простую мысль. Чем ниже оценка надёжности, тем больше компания вынуждена платить, чтобы найти желающих дать ей деньги в долг.

Третий ориентир касается размера самих компаний. Как правило, эмитентами высокодоходных облигаций выступают предприятия малого и среднего бизнеса с выручкой от нескольких сотен миллионов до нескольких миллиардов

рублей в год. Это лизинговые компании из областных центров, сети магазинов на несколько десятков точек, производители стройматериалов, микрофинансовые организации, региональные девелоперы. Объём одного выпуска у таких компаний обычно составляет от ста миллионов до одного миллиарда рублей, что по меркам крупного бизнеса совсем немного.

Чтобы понять, откуда берётся высокая доходность, нужно начать с точки отсчёта. В любой экономике есть заёмщик, которому доверяют больше всех остальных, и в России это государство в лице Министерства финансов. Облигации федерального займа, или ОФЗ, считаются условно безрисковыми, потому что государство обладает правом выпускать деньги и собирать налоги. Доходность ОФЗ служит фундаментом, от которого рынок отсчитывает доходности всех остальных долговых бумаг страны.

На доходность ОФЗ сильнее всего влияет ключевая ставка Банка России. Когда центральный банк повышает ставку, новые государственные облигации размещаются под более высокий процент, а цены старых бумаг снижаются. Когда ставка снижается, происходит обратное движение. В октябре 2024 года Банк России поднял ключевую ставку до двадцати одного процента, и доходности государственных облигаций выросли вслед за ней, из-за чего любые сравнения доходности ВДО с ОФЗ в тот период выглядели совсем иначе, чем, скажем, в 2021 году.

Отсюда следует важная практическая привычка, которую стоит выработать с первых дней. Сам по себе купон в двадцать четыре процента ничего не говорит о том, высокий он или низкий. Если ОФЗ в этот момент приносят двадцать процентов, то премия за риск составляет всего четыре пункта, и это довольно скромное вознаграждение за риск потерять деньги в небольшой компании. Если ОФЗ приносят двенадцать процентов, то та же самая бумага платит премию в двенадцать пунктов, и это уже совсем другая история, которая требует объяснения.

Дмитрий впервые наткнулся на ВДО именно в период высокой ставки. Купон в двадцать четыре процента показался ему щедрым, однако он не сравнил его с доходностью ОФЗ, которые в те недели давали около восемнадцати процентов. Получалось, что за переход от государства к маленькой лизинговой компании с тремя годами истории ему доплачивают шесть процентных пунктов. Вопрос о том, достаточно ли этой доплаты, он себе не задал, и в этом была его первая ошибка, к последствиям которой мы ещё вернёмся.

Разница между доходностью облигации компании и доходностью государственной облигации того же срока называется премией, или спредом. Её можно представить как плату, которую заёмщик вносит инвестору за то, что тот согласился взять на себя дополнительные неудобства и опасности. Эта плата никогда не возникает случайно и всегда складывается из нескольких составляющих. Понимание этих состав-

ляющих позволяет оценить, справедливо ли вам платят, или вы берёте на себя риск задёшево.

Первая и главная составляющая премии связана с риском дефолта, то есть с вероятностью того, что компания не сможет вовремя заплатить купон или вернуть долг. Государство с собственным печатным станком теоретически всегда способно расплатиться по рублёвым обязательствам. Небольшая компания такой возможности не имеет, её способность платить целиком зависит от того, сколько денег принесёт бизнес. Плохой сезон, потеря крупного клиента или неудачная стройка способны превратить вполне здоровую фирму в должника, который не может выполнить обещания.

Вторая составляющая премии связана с ликвидностью, то есть с возможностью быстро продать бумагу по справедливой цене. ОФЗ торгуются на бирже каждый день на миллиарды рублей, и продать государственную облигацию на сто тысяч можно за несколько секунд без заметной потери в цене. С облигацией небольшой компании ситуация другая, по ней может проходить всего несколько десятков сделок в день, а иногда и меньше. Если вам срочно понадобились деньги, придётся либо ждать покупателя, либо уступать в цене, и инвесторы справедливо требуют доплату за это неудобство.

Третья составляющая премии связана с непрозрачностью. О крупной государственной компании пишут десятки аналитиков, её отчётность проверяют известные аудиторы, каждое её решение обсуждается в деловой прессе. О небольшом

производителе пластиковых окон из Пензы или о лизинговой компании из Чебоксар почти никто ничего не пишет, и вся информация ограничивается тем, что компания сама решит рассказать. Инвестор вынужден тратить собственное время на изучение отчётности и всё равно рискует чего-то не узнать, а за эту неопределённость рынок тоже требует компенсацию.

Если сложить все три составляющие, становится понятно, почему премия на рынке ВДО может достигать пяти, восьми и даже десяти процентных пунктов. Это не подарок от щедрого заёмщика и не ошибка рынка, которую сообразительный инвестор может обратить себе на пользу. Это цена, которую рынок назначил за конкретный набор рисков. Задача грамотного инвестора состоит не в том, чтобы найти самую высокую премию, а в том, чтобы найти премию, которая превышает реальный риск.

Попробуем разложить премию на составляющие на условном примере, чтобы почувствовать масштаб каждой из них. Допустим, облигация небольшой лизинговой компании приносит на семь процентных пунктов больше, чем ОФЗ того же срока. Профессиональный аналитик мог бы рассуждать так: около четырёх пунктов из этой премии компенсируют вероятность дефолта и возможные потери при нём, около полутора пунктов приходятся на низкую ликвидность, а оставшиеся полтора пункта компенсируют недостаток информации о компании. Точных формул для такого разложения не суще-

ствует, и разные специалисты получат разные цифры, однако сама логика рассуждения остаётся одинаковой.

Полезность такого разложения становится видна при сравнении двух похожих бумаг. Если вторая компания раскрывает подробную отчётность, имеет рейтинг и торгуется гораздо активнее, то её премия за ликвидность и непрозрачность должна быть ниже. Если же обе бумаги платят одинаково, значит, рынок либо переоценивает риск первой, либо недооценивает риск второй. Именно в таких несоответствиях и прячутся возможности, ради которых имеет смысл изучать этот рынок.

Возникает закономерный вопрос, зачем небольшой компании вообще занимать деньги так дорого. Ведь можно пойти в банк и взять обычный кредит, который в спокойные времена обходится дешевле. На практике всё не так просто, и у владельцев малого и среднего бизнеса есть серьёзные причины выбирать облигации, несмотря на высокую цену. Понимание этих причин помогает отличить компанию, которая выбрала рынок облигаций осознанно, от компании, которую на этот рынок привела безысходность.

Первая причина связана с залогами. Банк, выдающий кредит небольшой компании, почти всегда требует обеспечения в виде недвижимости, оборудования или поручительства владельца. У лизинговой компании или торговой сети с арендованными магазинами такого имущества может просто не оказаться в достаточном объёме. Облигации обычно раз-

мещаются без залога, и компания получает деньги под своё имя и свою репутацию, а не под конкретное имущество.

Вторая причина связана с условиями пользования деньгами. Банковский кредит часто сопровождается жёсткими требованиями к расходованию средств, обязательством держать обороты на счетах банка, ежеквартальными проверками и правом банка досрочно потребовать возврата при нарушении любого из условий. Облигационный заём обычно даёт больше свободы, деньги поступают на несколько лет, а погашение основной суммы часто происходит в конце срока или постепенно по заранее известному графику. Для растущего бизнеса такая предсказуемость бывает дороже, чем пара лишних процентов.

Третья причина связана с узнаваемостью. Выход на биржу превращает региональную компанию в публичного заёмщика, о котором знают тысячи инвесторов, а нередко и банки, и будущие партнёры. Для некоторых предпринимателей первый выпуск облигаций становится ступенькой к более дешёвому финансированию в будущем. Если компания несколько лет аккуратно платит по обязательствам, она может получить кредитный рейтинг повыше и снизить стоимость следующих займов.

Существует и четвёртая причина, о которой говорят реже. Иногда компания выходит на рынок облигаций потому, что банки уже отказали ей в кредите, увидев в её отчётности то, что не понравилось их кредитным аналитикам. В такой

ситуации облигации становятся способом получить деньги у частных инвесторов, которые изучают отчётность не так придирчиво, как банковские специалисты. Отличать такие случаи от добросовестных заёмщиков вы научитесь в главах, посвящённых отчётности и тревожным сигналам.

Светлана Петровна, услышав об этом впервые, сразу вспомнила историю из собственной практики. Несколько лет назад один из поставщиков её фирмы долго пытался получить кредит в двух банках, получил отказы и вскоре разместил облигации под очень высокий процент. Через полтора года этот поставщик перестал отгружать товар, а затем и вовсе исчез с рынка. Тогда она не связала эти события между собой, однако теперь поняла, что банки увидели проблему раньше всех остальных.

Термин «высокодоходные облигации» пришёл в русский язык из американской финансовой практики, где такие бумаги называют high yield bonds, а в разговорной речи и вовсе junk bonds, то есть мусорными облигациями. В Соединённых Штатах этот рынок существует давно и измеряется триллионами долларов. Его бурный рост в восьмидесятые годы прошлого века связан с именем финансиста Майкла Милкена, который убедил крупных инвесторов, что портфель из многих рискованных облигаций в целом приносит больше, чем теряет на отдельных дефолтах.

Российский рынок ВДО отличается от американского по нескольким важным признакам. В США мусорные облига-

ции выпускают в том числе очень крупные компании с миллиардными оборотами, которые просто имеют высокую долговую нагрузку. В России к сегменту ВДО относятся главным образом небольшие компании, у которых проблема не столько в избыточном долге, сколько в малом масштабе, короткой истории и ограниченной прозрачности. Это означает, что российский инвестор оценивает не только финансовые показатели, но и сам бизнес, и людей, которые им управляют.

Второе отличие касается состава покупателей. Американские высокодоходные облигации покупают в основном пенсионные фонды, страховые компании и специализированные фонды с профессиональными аналитиками. В России значительную часть выпусков ВДО покупают частные инвесторы, причём многие из них только недавно открыли брокерский счёт. Подробно о том, кто и почему покупает эти бумаги, мы поговорим в третьей главе, а сейчас важно понять следствие этого различия. На рынке, где мало профессиональных аналитиков, цены не всегда правильно отражают риск, и это создаёт как возможности, так и ловушки.

Третье отличие связано с объёмами. Один выпуск американской высокодоходной облигации может составлять сотни миллионов долларов, тогда как российский выпуск ВДО часто не превышает нескольких сотен миллионов рублей. Небольшой объём означает, что крупный инвестор просто не может зайти в такую бумагу без того, чтобы сдвинуть её цену. По этой причине в сегменте ВДО почти нет крупных

игроков, которые могли бы своим присутствием дисциплинировать эмитентов.

Теперь поговорим о свойстве высокодоходных облигаций, которое новички чаще всего упускают из виду. Доход от облигации ограничен сверху, а возможный убыток ограничен только размером вложений. Если вы купили облигацию по номиналу за тысячу рублей с купоном двадцать четыре процента, то в самом лучшем случае получите двести сорок рублей в год и тысячу рублей при погашении. Больше эта бумага вам не принесёт ни при каких обстоятельствах, даже если компания-эмитент вырастет в десять раз и станет лидером отрасли.

В худшем же случае компания может обанкротиться, и вы потеряете большую часть вложенной тысячи рублей, а иногда и почти всю сумму. Получается асимметричная ставка, в которой выигрыш строго ограничен, а проигрыш может быть многократно больше выигрыша. В этом принципиальное отличие облигаций от акций, где неудачи отдельных компаний хотя бы теоретически могут быть компенсированы многократным ростом удачных. С облигациями такой компенсации не бывает, и каждая выигрышная бумага приносит ровно свой купон, не больше.

Представим это на конкретных цифрах. Допустим, вы вложили сто тысяч рублей в облигацию с купоном двадцать четыре процента годовых. За год вы получите двадцать четыре тысячи рублей купонного дохода до налогов. Если ком-

пания объявит дефолт и вы в итоге вернёте только тридцать процентов вложенного, то ваш убыток составит семьдесят тысяч рублей. Чтобы отыграть такую потерю купонами от другой бумаги с той же доходностью и на ту же сумму, вам понадобится почти три года аккуратных выплат.

Из этой арифметики вытекает главный закон рынка ВДО, вокруг которого построена вся книга. Ваша задача заключается не в том, чтобы найти облигацию с максимальным купоном, а в том, чтобы избежать облигаций, которые принесут убыток. Один дефолт способен перечеркнуть несколько лет аккуратной работы, поэтому защита капитала здесь важнее, чем погоня за лишним процентом. Те, кто усвоил этот закон, относятся к ВДО как к профессии отбора, а не к лотерее.

Есть ещё одна особенность, о которой обязательно нужно знать до первой покупки. Многие частные инвесторы бессознательно сравнивают облигации с банковским вкладом, ведь и там и там есть фиксированный процент и известный срок. Однако между вкладом и облигацией существует принципиальная разница, связанная с государственной защитой. Вклады физических лиц в российских банках застрахованы Агентством по страхованию вкладов на сумму до 1,4 миллиона рублей, и при отзыве у банка лицензии вкладчик получает деньги в пределах этой суммы.

Облигации никакой страховкой не защищены, ни государственной, ни частной. Если компания перестала платить, никто не придёт и не вернёт вам деньги за неё. Вам придёт-

ся участвовать в долгой процедуре взыскания, о которой подробно рассказано в четырнадцатой главе, и получить в итоге столько, сколько удастся выручить от продажи имущества компании. Это относится не только к ВДО, но и к облигациям крупнейших компаний, однако у крупных компаний вероятность дефолта несравнимо ниже.

Артём узнал об этом только после того, как купил свою первую облигацию. Он был уверен, что брокер, у которого открыт его счёт, каким-то образом отвечает за качество бумаг, доступных для покупки. Брокер же выступает лишь посредником, который исполняет ваши поручения и хранит ваши бумаги, но не несёт никакой ответственности за то, заплатит ли эмитент. Точно так же не несёт ответственности и биржа, на которой облигация торгуется.

Это подводит нас к разговору о распространённых заблуждениях, которые живут в головах начинающих инвесторов. Первое и, пожалуй, самое опасное из них звучит так: раз облигация допущена к торгам на Московской бирже, значит, её кто-то проверил и она надёжна. Биржа действительно проверяет, чтобы эмитент соответствовал формальным требованиям листинга, раскрывал информацию и подготовил необходимые документы. Однако биржа не оценивает, сможет ли компания заплатить по долгам, и не даёт никаких гарантий инвесторам.

Второе заблуждение связано с государством. Многие начинающие инвесторы полагают, что если с компанией что-

то случится, вмешается регулятор и не даст пострадать частным инвесторам. Банк России действительно надзирает за рынком ценных бумаг, но его задача заключается в том, чтобы участники соблюдали правила, а не в том, чтобы возмещать потери от неудачных вложений. История рынка знает множество дефолтов, после которых никто ничего инвесторам не компенсировал, и это нормальная часть работы рынка.

Третье заблуждение можно сформулировать так: компания исправно платит купоны уже несколько лет, значит, она надёжна. Регулярные выплаты действительно хороший знак, однако они ничего не говорят о том, откуда берутся деньги на эти выплаты. Компания может платить купоны из выручки здорового бизнеса, а может платить их из денег, привлечённых новым выпуском облигаций. Во втором случае образцовая история выплат длится ровно до того момента, пока инвесторы готовы покупать новые выпуски, и обрывается внезапно.

Четвёртое заблуждение касается высокой доходности как признака качества. Некоторые новички рассуждают так: если компания платит больше всех, значит, она очень успешна и может себе это позволить. Реальность устроена противоположным образом, высокий купон платят те, кому не доверяют и кто не может занять дешевле. Самый высокий купон на рынке почти всегда означает самый высокий риск, который рынок увидел в этом эмитенте, и лишь изредка он отражает

ошибку рынка в пользу инвестора.

Пятое заблуждение звучит наиболее убедительно и поэтому особенно коварно. Многие уверены, что смогут вовремя заметить проблемы и продать бумагу до дефолта, даже если не разбираются в отчётности. На практике проблемы небольших компаний часто становятся заметны одновременно для всех участников рынка, и в этот момент покупателей уже нет. Цена облигации может упасть на тридцать-сорок процентов за один день, и продажа превращается в фиксацию убытка, а не в спасение капитала.

Кроме того, существует целый класс потерь, которые не выглядят как дефолт, но наносят не меньший вред. Компания может продолжать платить, однако её облигации месяцами торгуются по цене ниже номинала, потому что рынок ей больше не доверяет. Если вам понадобились деньги именно в этот период, продажа обойдётся в ощутимую потерю. Высокодоходные облигации требуют не только умения выбирать, но и готовности держать бумаги до погашения при любых колебаниях цены.

После всего сказанного может показаться, что от высокодоходных облигаций лучше держаться подальше. Это не так, и цель книги состоит вовсе не в том, чтобы вас отпугнуть. Рынок ВДО даёт частному инвестору доступ к доходности, которая заметно выше доходности государственных облигаций и банковских вкладов. При грамотном отборе и правильном построении портфеля дополнительный доход мо-

жет значительно превышать потери от неизбежных дефолтов, и многие инвесторы годами получают этот выигрыш.

Важно понимать, кому этот инструмент подходит. Высокодоходные облигации имеют смысл для человека, у которого уже есть финансовая подушка безопасности на случай потери работы или болезни, и для которого вложенные деньги не понадобятся в ближайшие год-два. Они подходят тем, кто готов потратить время на изучение отчётности хотя бы нескольких эмитентов в месяц, и тем, кто способен спокойно пережить ситуацию, когда одна из его бумаг объявляет дефолт. Без этих условий ВДО превращаются из инструмента заработка в источник стресса.

Есть категории людей, которым лучше обойти этот рынок стороной. Если вы копите на конкретную покупку, которая должна состояться через полгода, например на первый взнос по ипотеке, рисковать этими деньгами в небольших компаниях не стоит. Если любая потеря денег вызывает у вас бессонницу и желание немедленно всё продать, высокодоходные облигации будут постоянным источником беспокойства. Если у вас есть кредиты под высокий процент, выгоднее сначала погасить их, ведь досрочное погашение кредита под двадцать пять процентов даёт гарантированную экономию без всякого риска.

Особая категория риска связана с заёмными деньгами. Некоторые инвесторы пытаются усилить доход от ВДО, покупая облигации в кредит у брокера или занимая деньги у

знакомых. В таком случае дефолт одной бумаги не просто уменьшает доход, а оставляет инвестора с долгом, который нужно отдавать независимо от результата вложений. Высокодоходные облигации и заёмный капитал образуют сочетание, которое разумный инвестор никогда не использует.

Чтобы каждый раз перед покупкой не повторять все эти рассуждения заново, полезно иметь короткий внутренний ритуал. Предлагаем вам с этого дня перед покупкой любой высокодоходной облигации задавать себе три вопроса. Первый вопрос звучит так: за что именно мне платят эту премию сверх доходности ОФЗ, какие конкретные риски она компенсирует. Второй вопрос: что произойдёт с моими деньгами, если компания перестанет платить, сколько я смогу вернуть и сколько времени это займёт.

Третий вопрос касается вас самих, а не эмитента: какую потерю я смогу пережить спокойно, без ущерба для семейного бюджета и душевного равновесия. Если на первый вопрос нет ясного ответа, значит, вы не понимаете, что покупаете. Если ответ на второй вопрос звучит как «потеряю почти всё», значит, вложение в эту бумагу должно быть совсем небольшим. Если ответ на третий вопрос показывает, что потеря вложенной суммы станет для вас катастрофой, значит, сумма слишком велика.

Эти три вопроса будут возвращаться на страницах книги снова и снова, но каждый раз с новыми инструментами для поиска ответов. Во второй и третьей главах вы узнаете,

как устроен рынок и кто на нём действует. Главы с четвёртой по седьмую научат читать документы выпуска, понимать роль организаторов и рейтинговых агентств, а также трезво оценивать статистику дефолтов. Главы с восьмой по тринадцатую посвящены анализу самих компаний, а завершающие главы расскажут о том, как собрать из отдельных бумаг устойчивый портфель.

Дмитрий, впервые задав себе эти три вопроса, обнаружил, что на первый ответить не может. Он знал название компании, размер купона и дату погашения, но не знал, чем компания занимается, сколько у неё долгов и почему её облигации стоят дешевле, чем бумаги похожих эмитентов. На второй вопрос ответ оказался ещё менее приятным, ведь облигация была выпущена без какого-либо обеспечения. На третий вопрос он ответил честно: потеря трети сбережений стала бы для него очень болезненной.

Светлана Петровна, напротив, легко ответила бы на первый вопрос, если бы ей дали отчётность компании, но совершенно не представляла, как действовать при дефолте и где искать информацию. Артём вообще не задумывался о возможной потере, поскольку все прочитанные им советы говорили только о доходе. У каждого из троих свой пробел, и каждый из них закроет его по мере продвижения по книге. Скорее всего, у вас тоже есть свой пробел, и полезно с самого начала честно себе в нём признаться.

Остановимся ещё на одном аспекте, который часто

ускользает от внимания. Высокая доходность ВДО не постоянна, она меняется вместе с общей ситуацией в экономике. В периоды, когда деньги дёшевы и инвесторы оптимистичны, премия за риск сжимается, и облигации небольших компаний начинают приносить всего на два-три пункта больше государственных. В периоды кризиса и высоких ставок премия расширяется, однако одновременно растёт и количество дефолтов, ведь небольшим компаниям становится труднее обслуживать долг.

Получается, что самая привлекательная доходность на рынке ВДО появляется именно тогда, когда риск реально наиболее высок. Это не случайное совпадение, а закономерность, которая вытекает из самой природы премии. Опытные инвесторы используют эту закономерность в свою пользу, увеличивая долю ВДО в моменты, когда премия компенсирует риск с запасом, и сокращая её, когда премия становится неоправданно маленькой. Как это делать на практике, вы узнаете в главах о построении портфеля.

Стоит сказать несколько слов и о том, как к высокодоходным облигациям относятся профессионалы. Среди управляющих фондами есть и горячие сторонники этого сегмента, и его последовательные противники. Сторонники указывают на то, что широко диверсифицированный портфель ВДО исторически приносил доходность выше государственных облигаций даже с учётом дефолтов. Противники отмечают, что эта доходность сопровождается периодами тяжёлых потерь

и требует огромного количества аналитической работы, которую частный инвестор не всегда способен выполнить.

Обе стороны правы, и истина зависит от того, кто именно инвестирует и как. Для человека, который готов разобраться и соблюдать дисциплину, высокодоходные облигации могут стать полезной частью портфеля. Для человека, который ищет простой способ заработать больше без усилий, они почти наверняка станут разочарованием. Эта книга адресована первым, и её задача состоит в том, чтобы дать им все необходимые инструменты.

Подведём итоги первой главы и соберём главное вместе. Высокодоходные облигации представляют собой долговые бумаги небольших компаний, которые платят заметно больше, чем государство, потому что несут больший риск. Премия, которую вы получаете, складывается из платы за риск дефолта, за низкую ликвидность и за недостаток информации. Доход по облигации ограничен купоном, а убыток может достигать почти всей вложенной суммы, и никакая государственная страховка вас не защищает.

Главной целью инвестора на этом рынке становится не поиск максимального купона, а отсев бумаг, которые могут принести потери. Три вопроса о том, за что вам платят, что будет при неплатеже и какую потерю вы переживёте, помогут каждый раз сохранять трезвость. Высокодоходные облигации подходят людям с подушкой безопасности, свободным временем на анализ и спокойным отношением к риску. Тем,

кто копит на близкую цель, боится потерь или имеет дорогие кредиты, лучше начать с других инструментов.

В следующей главе мы перейдём от общих принципов к конкретной карте территории. Вы узнаете, как появился российский рынок ВДО, насколько он велик, какие компании на нём занимают деньги и на каких площадках торгуются их облигации. Мы разберём, какую поддержку государство оказывает небольшим эмитентам и какие правила определяют, может ли частный инвестор купить ту или иную бумагу. Карта местности понадобится вам прежде, чем отправляться в путь.

Глава 2. Карта территории: как устроен российский рынок ВДО

Любое путешествие по незнакомой местности начинается с карты, и рынок высокодоходных облигаций в этом смысле ничем не отличается от горного хребта или большого города. Прежде чем выбирать конкретные бумаги, полезно понять, откуда этот рынок взялся, насколько он велик, кто на нём занимает деньги и где именно торгуются облигации небольших компаний. Без такой карты легко заблудиться в сотнях выпусков с похожими названиями и цифрами. С картой же каждая новая бумага сразу находит своё место в общей картине, и вы быстрее понимаете, с чем имеете дело.

Российский рынок корпоративных облигаций в его современном виде начал складываться в конце девяностых и начале двухтысячных годов. Долгое время на нём занимали деньги в основном крупные компании и банки, а инвесторами выступали другие банки, страховщики и пенсионные фонды. Небольшие компании на этот рынок практически не выходили, поскольку подготовка выпуска обходилась слишком дорого, а покупателей на облигации малоизвестного заёмщика найти было почти невозможно. Сегмент, который сегодня называют ВДО, в те годы существовал разве что в виде редких исключений.

Первые заметные выпуски облигаций небольших компаний, рассчитанные на широкий круг инвесторов, появились в середине прошлого десятилетия. Это были единичные размещения лизинговых и микрофинансовых компаний, торговых сетей и региональных производителей на суммы в несколько десятков или сотен миллионов рублей. Покупателями выступали в основном состоятельные частные инвесторы и небольшие инвестиционные компании, которые знали эмитентов лично. Рынок был узким, и о нём знал лишь ограниченный круг специалистов.

Настоящий перелом произошёл в 2019–2021 годах, когда сошлись сразу несколько обстоятельств. Банк России последовательно снижал ключевую ставку, и летом 2020 года она опустилась до 4,25 процента, что сделало банковские вклады крайне невыгодными. Миллионы людей впервые открыли брокерские счета в поисках более доходного размещения сбережений. Брокеры запустили удобные мобильные приложения, а покупка облигации стала не сложнее оплаты покупки в интернет-магазине.

В этой среде облигации с купоном в десять-двенадцать процентов годовых выглядели невероятно привлекательно на фоне вкладов, которые приносили четыре-пять процентов. Небольшие компании быстро поняли, что у них появился новый массовый источник денег. Количество выпусков ВДО стремительно росло, появлялись специализированные организаторы, аналитические сообщества и обзоры, посвя-

щённые исключительно этому сегменту. За несколько лет ВДО превратились из экзотики для узкого круга в заметную часть российского фондового рынка.

Последующие годы показали, что рост сопровождался накоплением рисков, о которых в эйфорический период мало кто задумывался. Многие компании, разместившие облигации под низкие ставки 2020–2021 годов, позже столкнулись с необходимостью рефинансировать долг под гораздо более высокий процент. Часть из них с этим не справилась, и рынок пережил несколько волн дефолтов, о которых подробно пойдёт речь в седьмой главе. Однако сам сегмент не исчез, а лишь стал более зрелым и осторожным.

Типичный эмитент той волны выглядел примерно так. Региональная лизинговая компания с портфелем в два-три миллиарда рублей, которая прежде финансировалась кредитами двух-трёх местных банков, размещала свой первый выпуск на двести миллионов рублей с купоном около одиннадцати процентов. Банки к тому времени предлагали ей кредиты под девять-десять процентов, однако требовали залог всей техники и поручительство владельца. Облигации обходились чуть дороже, но освобождали технику из-под залога и давали деньги на три года вперёд. Таких историй в 2020–2021 годах были десятки, и многие из них развивались вполне благополучно.

Параллельно с ростом числа эмитентов формировалась и инфраструктура этого рынка. Появились инвестиционные

компании, специализирующиеся исключительно на организации выпусков для небольших компаний, возникли авторские обзоры и рейтинги эмитентов, составляемые частными аналитиками. Брокеры начали выделять высокодоходные облигации в отдельные подборки в своих приложениях. Всё это сделало вход на рынок проще, однако одновременно создало у многих новичков ощущение, что за них уже кто-то всё проверил.

Теперь поговорим о масштабе этого рынка. Весь российский рынок корпоративных облигаций измеряется десятками триллионов рублей, и львиную долю в нём занимают выпуски крупнейших компаний и банков. На этом фоне сегмент высокодоходных облигаций выглядит совсем небольшим, его объём измеряется сотнями миллиардов рублей, то есть несколькими процентами от всего корпоративного долга. Если представить рынок корпоративных облигаций в виде большого торгового центра, то ВДО займут в нём скорее несколько небольших павильонов на верхнем этаже, чем целое крыло.

Зато по числу эмитентов картина выглядит совершенно иначе. Компаний, выпускающих высокодоходные облигации, насчитывается несколько сотен, а количество их выпусков, находящихся в обращении, ещё больше. Получается, что ВДО представляют собой рынок многих мелких заёмщиков, каждый из которых занимает относительно небольшую сумму. Для инвестора это означает огромный выбор, но од-

новременно и огромный объём работы по изучению этого выбора.

Типичный размер одного выпуска ВДО составляет от ста до пятисот миллионов рублей, хотя встречаются и выпуски на пятьдесят миллионов, и выпуски на полтора-два миллиарда. Для сравнения, выпуск облигаций крупной государственной компании может достигать десятков миллиардов рублей. Небольшой размер выпуска напрямую влияет на ликвидность, ведь чем меньше бумаг находится в обращении, тем реже по ним проходят сделки. Это обстоятельство стоит держать в голове всякий раз, когда вы планируете вложить в одну бумагу заметную сумму.

Полезно сразу научиться читать и то, как облигации небольших компаний называются в приложении брокера. Обычно название состоит из сокращённого имени компании и обозначения выпуска, например «БО-01», «БО-П02» или «001Р-03». Буквы «БО» означают биржевые облигации, то есть бумаги, которые выпускаются по упрощённой процедуре и торгуются исключительно на бирже. Буква «П» или «Р» указывает, что выпуск размещён в рамках программы облигаций, то есть заранее зарегистрированной рамочной схемы, по которой компания может выпускать серии одну за другой.

Каждая облигация имеет также уникальный международный код ISIN, который для российских бумаг начинается с букв RU. Именно по этому коду удобнее всего искать бумагу в разных источниках, поскольку краткие названия у разных

брокеров могут отличаться. Номер выпуска в названии тоже несёт информацию, ведь облигация с обозначением «БО-07» говорит о том, что компания уже выпускала долговые бумаги неоднократно. Подробно о том, как история предыдущих выпусков влияет на оценку риска, мы поговорим в седьмой главе.

Интересно посмотреть и на то, какие отрасли представлены среди эмитентов. Заметную долю рынка традиционно занимают лизинговые компании, которые покупают технику, автомобили и оборудование, а затем сдают их в долгосрочную аренду бизнесу. Им постоянно нужны деньги для расширения портфеля, и облигации стали для них естественным источником финансирования. Второй крупной группой выступают микрофинансовые организации, которые выдают небольшие займы гражданам и предпринимателям под высокие проценты.

Значительное место занимают торговые и дистрибуционные компании, которые финансируют за счёт облигаций закупку товара и расширение сети. Активно выходят на рынок региональные девелоперы, строящие жилые дома и коммерческую недвижимость. Встречаются производители строительных материалов, продуктов питания, мебели, металлоконструкций, а также сельскохозяйственные предприятия и транспортные компании. В последние годы появились эмитенты из сферы информационных технологий, онлайн-сервисов и ресторанного бизнеса.

Каждая из этих отраслей имеет собственную логику бизнеса, собственные риски и собственные признаки благополучия или неблагополучия. Лизинговую компанию оценивают совсем не так, как девелопера, а микрофинансовую организацию нельзя анализировать теми же инструментами, что и производителя кирпича. Отраслевым особенностям мы посвятим отдельную, одиннадцатую главу, а пока важно запомнить, что за общим названием ВДО скрывается очень разнородный набор бизнесов.

Теперь перейдём к вопросу о том, где именно торгуются эти облигации. Подавляющее большинство выпусков ВДО обращается на Московской бирже, главной торговой площадке страны. Часть бумаг размещается на Санкт-Петербургской бирже, однако для сегмента высокодоходных облигаций она играет второстепенную роль. Внутри Московской биржи для небольших эмитентов созданы специальные сегменты, и о них стоит рассказать подробнее, поскольку принадлежность бумаги к сегменту многое о ней говорит.

Первый из таких сегментов называется Сектором Роста. Московская биржа создала его в 2018 году совместно с Корпорацией МСП, чтобы облегчить выход на рынок капитала компаниям малого и среднего бизнеса. Облигации компаний, которые соответствуют критериям малого и среднего предпринимательства и прошли отбор, попадают именно в этот сектор. Для эмитента участие в Секторе Роста открывает доступ к мерам государственной поддержки, о которых

мы поговорим чуть ниже.

Критерии малого и среднего предпринимательства установлены законом и касаются прежде всего размера бизнеса. Средним предприятием считается компания с численностью работников до двухсот пятидесяти человек и годовой выручкой до двух миллиардов рублей, малым и микропредприятиям соответствуют ещё более скромные пороги. Существуют и требования к структуре собственности, ограничивающие долю крупных компаний и государства в капитале. Компания, которая выросла за эти пределы, теряет статус МСП и вместе с ним доступ к соответствующим мерам поддержки.

Для инвестора принадлежность облигации к Сектору Роста несёт информацию двоякого рода. С одной стороны, это означает, что компания относится к малому или среднему бизнесу и прошла определённую проверку со стороны биржи и Корпорации МСП. С другой стороны, это ни в коем случае не означает гарантии выплат, и среди облигаций Сектора Роста случались дефолты. Сектор Роста стоит воспринимать как адрес, по которому компания зарегистрирована на бирже, а не как знак качества.

Второй специальный сегмент называется сектором повышенного инвестиционного риска, или Сектором ПИР. Его название говорит само за себя, туда попадают ценные бумаги эмитентов, которые не удовлетворяют части обычных требований листинга, например не имеют кредитного рейтинга или не раскрывают информацию в полном объёме. Биржа

таким образом честно предупреждает инвесторов, что бумаги этого сектора несут повышенные риски. Многие из них доступны частным инвесторам только после прохождения специального тестирования или только при наличии статуса квалифицированного инвестора.

Помимо специальных сегментов, облигации небольших компаний могут находиться и в общих котировальных списках биржи. Котировальные списки делятся на уровни, и чем выше уровень, тем строже требования к эмитенту. Облигации ВДО чаще всего находятся в третьем уровне, который фактически означает отсутствие включения в котировальные списки высоких уровней. Первый и второй уровни заняты в основном бумагами крупных компаний с высокими рейтингами.

Для инвестора уровень листинга полезен прежде всего как индикатор того, сколько формальных требований эмитент выполнил. Бумага, включённая во второй уровень, прошла более строгий отбор, чем бумага третьего уровня. Однако и здесь важно не путать формальное соответствие требованиям с финансовым здоровьем компании. Уровень листинга подсказывает, насколько аккуратно компания соблюдает правила, но не говорит, сможет ли она заплатить через два года.

Теперь поговорим о государственной поддержке, которая заметно повлияла на развитие сегмента. Государство заинтересовано в том, чтобы малый и средний бизнес получал

доступ к финансированию не только через банки, но и через рынок капитала. Для этого была создана программа субсидирования, по которой компании малого и среднего бизнеса, разместившие облигации в Секторе Роста, могут получить компенсацию части расходов. Программу администрирует Министерство экономического развития, а её условия в разные годы уточнялись.

Основная мера поддержки заключается в возмещении части купонных выплат. Согласно правилам программы, государство компенсирует эмитенту до семидесяти процентов купонных расходов в пределах установленного лимита ставки. Для компании это означает, что реальная стоимость займа оказывается заметно ниже, чем купон, который получает инвестор. Кроме того, программа предусматривает частичное возмещение расходов на выход на биржу, включая услуги организатора и рейтингового агентства.

Для инвестора субсидия имеет два важных следствия. Первое следствие положительное: компания, которая получает компенсацию купона, несёт меньшую процентную нагрузку и лучше способна платить по долгам. Второе следствие требует внимания: субсидия временная и предоставляется на ограниченный срок, после чего компания должна обслуживать долг полностью самостоятельно. Если бизнес эмитента способен выдержать долговую нагрузку только благодаря субсидии, её окончание может стать серьёзным испытанием.

Рассмотрим условный пример, чтобы понять масштаб этого эффекта. Допустим, компания разместила облигации на триста миллионов рублей с купоном восемнадцать процентов, то есть ежегодно выплачивает инвесторам пятьдесят четыре миллиона рублей. Если субсидия компенсирует ей семьдесят процентов этой суммы, то из собственного кармана компания платит лишь около шестнадцати миллионов рублей в год. Когда же срок субсидии заканчивается, расходы на обслуживание того же долга возрастают более чем в три раза, хотя для инвестора ничего не изменилось.

Отсюда вытекает практическое правило, которое пригодится при изучении отчётности эмитентов из Сектора Роста. Оценивая, способна ли компания платить по долгам, полезно мысленно убрать субсидию и посмотреть, хватает ли её прибыли на полную процентную нагрузку. Если ответ отрицательный, значит, субсидия маскирует слабость бизнеса, и к окончанию льготного периода могут начаться трудности. Если же компания справилась бы и без поддержки, субсидия становится приятным бонусом, который лишь увеличивает запас прочности.

Ещё одним участником поддержки выступает Корпорация МСП, государственный институт развития малого и среднего бизнеса. Корпорация может выступать так называемым якорным инвестором, то есть покупать часть выпуска облигаций небольшой компании при размещении. Присутствие такого покупателя придаёт выпуску дополнитель-

ную устойчивость и облегчает привлечение остальных инвесторов. В некоторых случаях Корпорация МСП или региональные фонды поддержки предоставляют поручительство по облигациям, что повышает их надёжность.

Светлана Петровна, узнав о субсидиях, поначалу решила, что государственная поддержка означает государственную гарантию. Это распространённая ошибка, и её стоит разобрать подробно. Субсидия по купону уменьшает расходы компании, однако не обязывает государство выплачивать долг за неё в случае банкротства. Якорное участие Корпорации МСП означает, что корпорация сама стала инвестором и рискует своими деньгами наравне с остальными. Ни одна из этих мер не превращает облигацию небольшой компании в аналог государственной.

Чтобы карта была полной, нужно обозначить и её границы, то есть понять, где заканчиваются ВДО и начинаются соседние территории. Ближайшим соседом выступает краудлендинг, то есть выдача займов малому бизнесу через специальные инвестиционные платформы. С 2020 года в России действует закон о привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ, который регулирует такие займы. Внешне краудлендинг похож на ВДО, ведь и там и там частный инвестор даёт деньги небольшой компании под высокий процент.

Различия между этими инструментами, однако, существенны. Займ через краудлендинговую платформу нельзя

продать на бирже, вы держите его до погашения или до дефолта заёмщика. Суммы займов обычно ещё меньше, чем у облигаций, а компании-заёмщики ещё мельче и ещё менее прозрачны. Кроме того, закон ограничивает неквалифицированного инвестора суммой шестьсот тысяч рублей в год для вложений через все такие платформы вместе. Облигации же торгуются на бирже, имеют стандартизированную документацию и подлежат более строгим требованиям к раскрытию информации.

Другим соседом выступают цифровые финансовые активы, то есть долговые и иные права, выпущенные в информационных системах, а не в классическом депозитарии. Некоторые компании выпускают ЦФА, которые по экономическому смыслу очень похожи на облигации, с фиксированной доходностью и сроком погашения. Этот инструмент развивается быстро, однако имеет свои особенности обращения, налогообложения и защиты прав инвесторов. В рамках этой книги мы сосредоточимся на биржевых облигациях, а к ЦФА вернёмся только в двадцатой главе, когда будем говорить о будущем рынка.

Третья граница проходит между ВДО и облигациями компаний среднего кредитного качества, которые иногда называют облигациями третьего эшелона. Эта граница размыта, и одна и та же бумага может в разные периоды оказываться то по одну, то по другую сторону от неё. Если рейтинг компании повышается, её облигации постепенно перестают счи-

таться высокодоходными и начинают торговаться с меньшей премией. Если рейтинг снижается, бумага может перейти в сегмент ВДО, даже если раньше её считали вполне надёжной.

Важный элемент карты касается того, кто имеет право покупать высокодоходные облигации. Российское законодательство делит инвесторов на квалифицированных и неквалифицированных. Квалифицированный инвестор признаётся профессионалом, которому разрешено покупать сложные и рискованные инструменты без ограничений. Неквалифицированный инвестор, то есть подавляющее большинство частных лиц, может покупать часть инструментов только после прохождения тестирования, а некоторые инструменты ему вовсе недоступны.

Чтобы получить статус квалифицированного инвестора, частное лицо должно соответствовать одному из нескольких критериев. Самый распространённый критерий связан с размером активов: на брокерских счетах и банковских вкладах должно находиться не менее шести миллионов рублей. Другие критерии связаны с опытом работы в финансовой сфере, наличием профильного образования или специальных квалификационных аттестатов, а также с объёмом сделок за последний год. Пороги и требования регулятор периодически пересматривает, поэтому актуальные условия стоит уточнять у брокера.

Для неквалифицированных инвесторов с 2021 года вве-

дена система тестирования. Прежде чем купить облигацию с низким кредитным рейтингом или вовсе без рейтинга, частный инвестор должен ответить на несколько вопросов о свойствах и рисках такого инструмента. Тест не проверяет глубокие знания, его задача состоит в том, чтобы убедиться, что человек понимает базовые вещи: облигация может не быть погашена, а её цена может снизиться. Тест проводит брокер, и при его успешном прохождении инвестор получает доступ к соответствующей категории бумаг.

Артём прошёл тест с первой попытки, просто внимательно прочитав вопросы. Однако позже он признался самому себе, что ответил правильно скорее благодаря логике, чем благодаря реальному пониманию рисков. Тестирование не стоит воспринимать как подтверждение вашей готовности к инвестициям в ВДО. Это лишь формальный барьер, который отсекает совсем случайные покупки, а настоящая готовность вырабатывается знаниями и опытом.

Правила допуска неквалифицированных инвесторов к рискованным облигациям постепенно ужесточаются. Регулятор неоднократно высказывался о том, что частные инвесторы часто покупают ВДО, не понимая рисков, и что потери от дефолтов ложатся на людей, которые не готовы их нести. Для части выпусков, особенно в Секторе ПИР, доступ остаётся только у квалифицированных инвесторов. О возможных направлениях дальнейших изменений мы поговорим в последней главе, а пока важно помнить, что набор доступ-

ных вам бумаг зависит от вашего статуса.

Вернёмся к хронологии и посмотрим, как менялась активность на рынке после 2021 года. Начало 2022 года стало для рынка ВДО тяжёлым испытанием. Резкое повышение ключевой ставки до двадцати процентов в феврале того года обрушило цены облигаций, и на какое-то время первичные размещения практически остановились. Инвесторы массово продавали рискованные бумаги, а эмитенты откладывали новые выпуски в ожидании стабилизации.

Уже к лету и осени 2022 года ставка была снижена, и рынок постепенно ожил. В 2023 году активность размещений восстановилась, на рынок вышли новые эмитенты, многие из которых пытались занять деньги до того, как ставки снова начнут расти. Объёмы новых выпусков ВДО в этот период были вполне сопоставимы с докризисными годами. Многие частные инвесторы, напуганные событиями 2022 года, вернулись на рынок, привлечённые возросшими купонами.

Период 2024 года и первой половины 2025 года стал временем высоких ставок, когда ключевая ставка поднималась до двадцати одного процента. Для небольших компаний это означало, что новые займы обходятся очень дорого, и многие из них предпочли отложить размещения. Те же, кому деньги были нужны срочно, размещались под купоны в двадцать пять, тридцать и даже больше процентов годовых. Одновременно выросло и количество проблемных эмитентов, что сделало инвесторов значительно более избирательными.

Такая цикличность размещений типична для рынка ВДО и полезна для понимания его природы. Когда деньги дёшевы, на рынок выходят многие компании, включая слабые, поскольку инвесторы охотно покупают почти всё, что приносит доходность выше вклада. Когда деньги дорожают, слабые компании либо не могут разместиться, либо размещаются на очень тяжёлых условиях. Именно поэтому выпуски, размещённые в период дешёвых денег, требуют особого внимания, когда наступает период дорогих.

Дмитрий заметил эту закономерность, изучая облигации, которые продавались на бирже в момент его первой покупки. Многие бумаги с купонами около двенадцати процентов, размещённые в 2021 году, торговались по цене восемьдесят пять или девяносто процентов от номинала. Сначала он решил, что это возможность купить дёшево, однако затем понял, что такие компании скоро должны будут гасить эти облигации или рефинансировать их по совсем другим ставкам. Низкая цена старой бумаги отражала не только высокую ставку, но и сомнения рынка в способности эмитента пережить рефинансирование.

Последний элемент карты, который нужно освоить, касается типичных уровней доходности в разных частях рынка. Удобнее всего мыслить не абсолютными цифрами, которые меняются вместе с ключевой ставкой, а премией к доходности ОФЗ сопоставимого срока. Такой подход позволяет сравнивать бумаги в разные периоды и сразу видеть, насколько

рынок оценивает риск конкретной компании выше или ниже среднего. Привыкнуть к нему стоит как можно раньше.

Облигации эмитентов с рейтингами уровня BBB по национальной шкале обычно торгуются с премией примерно в три-пять процентных пунктов к ОФЗ. Это верхняя часть сегмента ВДО, где находятся компании, уже доказавшие свою способность обслуживать долг, но всё ещё недостаточно крупные или стабильные для более высоких рейтингов. Многие инвесторы, особенно осторожные, предпочитают работать именно в этой части рынка. Доходность здесь заметно выше государственной, а частота дефолтов исторически была относительно невысокой.

Облигации с рейтингами уровня BB обычно предлагают премию примерно в пять-восемь процентных пунктов. Здесь находятся компании с более заметными слабостями: небольшой масштаб, высокая долговая нагрузка, зависимость от узкого круга клиентов или короткая история. Риск дефолта в этой группе ощутимо выше, однако и вознаграждение заметно больше. Большинство инвесторов, сознательно работающих с ВДО, проводят основную часть времени именно в этой зоне.

Облигации с рейтингами уровня B и ниже, а также многие бумаги без рейтинга могут предлагать премию в десять процентных пунктов и выше. Это наиболее рискованная часть рынка, где вероятность дефолта уже весьма значительна. Сюда попадают компании с серьёзными финансовыми пробле-

мами, а также совсем молодые эмитенты, о которых рынок просто мало знает. Работать в этой зоне можно только с очень небольшой долей капитала и при глубоком понимании конкретного эмитента.

Приведённые диапазоны премий являются ориентировочными и в разные периоды заметно сдвигаются. В спокойные времена они сжимаются, и бумага уровня BB может приносить лишь на четыре пункта больше ОФЗ. В кризисные периоды они расширяются, и та же бумага может приносить на десять пунктов больше. Тем не менее сама иерархия сохраняется всегда: чем ниже кредитное качество, тем выше требуемая премия, и любое нарушение этой иерархии заслуживает отдельного объяснения.

Если вы встретите облигацию с рейтингом BBB, которая предлагает премию в десять пунктов, это тревожный сигнал. Скорее всего, рынок знает о компании что-то, что ещё не отражено в рейтинге, или ожидает его снижения. Если вы встретите облигацию с рейтингом B, которая приносит лишь на четыре пункта больше ОФЗ, это тоже повод задуматься, ведь такая премия слишком мала для подобного риска. Умение замечать подобные несоответствия приходит с практикой и становится одним из важнейших навыков на рынке ВДО.

Светлана Петровна, услышав об иерархии премий, сравнила её с ценами на рынке, где она покупает продукты. Свежие овощи от проверенного продавца стоят дороже, а по-

дозрительно дешёвые помидоры в конце дня обычно оказываются подпорченными. Если же продавец с сомнительной репутацией просит за свой товар столько же, сколько лучший продавец рынка, это тоже странно. На рынке облигаций действует та же логика, только товаром выступает обещание вернуть деньги, а ценой служит доходность.

Прежде чем подвести итоги, разберём несколько типичных ошибок, которые новички совершают, впервые знакомясь с картой рынка. Первая ошибка связана с похожими названиями компаний. На бирже нередко обращаются облигации эмитентов, чьи имена созвучны названиям крупных и известных брендов, хотя никакого отношения к ним эти компании не имеют. Инвестор видит знакомое слово в названии бумаги и подсознательно переносит на неё доверие к большой компании, даже не проверив, кто на самом деле занимает деньги.

Защититься от этой ошибки просто, достаточно каждый раз открывать карточку эмитента и смотреть его полное наименование, ИНН и адрес регистрации. Если выясняется, что облигации выпустила небольшая компания из другого региона со скромным уставным капиталом, а вовсе не федеральный холдинг, то и оценивать её нужно соответственно. Особенно внимательно стоит отнестись к компаниям, которые входят в группу с известным названием, но сами являются лишь небольшим её звеном. О том, как устроены такие группы и кто на самом деле отвечает по долгам, подробно

рассказывается в одиннадцатой главе.

Вторая ошибка заключается в сравнении купона ВДО с процентом по банковскому вкладу вместо сравнения с доходностью ОФЗ. Вклад кажется естественной точкой отсчёта, ведь именно с ним большинство людей привыкли иметь дело. Однако вклад защищён страховкой и не торгуется на бирже, тогда как ОФЗ, как и облигации компаний, являются биржевым инструментом с колебаниями цены. Сравнивая облигацию небольшой компании с государственной облигацией, вы видите чистую плату за кредитный риск, а сравнивая её со вкладом, смешиваете в одну кучу совершенно разные вещи.

Третья ошибка связана с тем, что инвестор судит о бумаге по сегменту биржи, в котором она обращается. Одни считают облигации Сектора Роста заведомо надёжными, потому что их отбирала государственная корпорация, другие обходят их стороной, считая всё, что связано с малым бизнесом, заведомо опасным. Обе крайности одинаково неверны, ведь внутри любого сегмента встречаются и сильные, и слабые эмитенты. Сегмент подсказывает лишь, какие формальные требования компания выполнила, а оценку самого бизнеса придётся делать самостоятельно.

Четвёртая ошибка касается статуса инвестора и встречается гораздо чаще, чем кажется. Некоторые частные лица стремятся как можно скорее получить статус квалифицированного инвестора, чтобы открыть себе доступ ко всем бу-

магам рынка. Для этого они иногда переводят на брокерский счёт заёмные средства или проводят серию сделок исключительно ради формального выполнения критерия. Статус квалифицированного инвестора снимает ограничения, но не добавляет знаний, и доступ к самым рискованным бумагам без умения их анализировать оборачивается не возможностью, а дополнительной опасностью.

Чтобы карта рынка не оставалась абстракцией, полезно хотя бы раз самостоятельно пройтись по ней с помощью инструментов биржи и брокера. Большинство приложений позволяют отфильтровать облигации по сроку, доходности, рейтингу и сектору биржи, а на сайте Московской биржи можно посмотреть полный перечень бумаг Сектора Роста и Сектора ПИР. Потратьте один вечер на то, чтобы просмотреть эти списки, отметить знакомые и незнакомые названия, прикинуть типичные доходности в разных группах. Такое знакомство с местностью сделает все последующие главы гораздо нагляднее.

Подведём итоги этой главы и закрепим основные ориентиры на карте. Российский рынок ВДО сформировался в 2019–2021 годах на волне низких ставок и массового прихода частных инвесторов. По объёму он невелик и составляет несколько процентов от рынка корпоративных облигаций, однако по числу эмитентов насчитывает несколько сотен компаний из самых разных отраслей. Большинство выпусков торгуется на Московской бирже, где для небольших

компаний созданы Сектор Роста и Сектор ПИР.

Государство поддерживает эмитентов из малого и среднего бизнеса субсидиями на купон и участием Корпорации МСП, однако эти меры не означают гарантии выплат. Соседние инструменты, краудлендинг и ЦФА, имеют похожую экономику, но иные правила. Доступ неквалифицированных инвесторов к рискованным облигациям ограничен тестированием, а часть бумаг доступна только квалифицированным инвесторам. Доходность разумно оценивать как премию к ОФЗ, и эта премия выстраивается в иерархию в зависимости от кредитного качества.

Теперь, когда карта территории перед вами, пора познакомиться с теми, кто населяет этот рынок. В следующей главе мы поговорим о покупателях высокодоходных облигаций, о том, почему большинство из них составляют частные лица, и о психологических ловушках, в которые попадают инвесторы. Вы увидите себя в нескольких портретах и, возможно, узнаете ошибки, которые уже успели совершить. Понимание собственной психологии на этом рынке оказывается не менее важным, чем понимание отчётности.

Глава 3. Люди на этом рынке: кто покупает ВДО и почему

У каждого рынка есть характер, и этот характер определяется прежде всего людьми, которые на нём торгуют. Рынок государственных облигаций спокоен и рассудителен, потому что на нём доминируют банки, пенсионные фонды и страховщики с длинными горизонтами и строгими правилами. Рынок акций высокотехнологичных компаний нервен и эмоционален, поскольку там много спекулянтов, ищущих быстрый заработок. Рынок высокодоходных облигаций обладает своим собственным характером, и понять его невозможно, не посмотрев внимательно на тех, кто покупает эти бумаги.

Главная особенность российского рынка ВДО состоит в том, что его основными покупателями выступают частные лица. По оценкам организаторов размещений, в типичном выпуске небольшой компании на долю физических лиц приходится от семидесяти до девяноста процентов объёма, а в отдельных выпусках почти весь объём выкупают частные инвесторы. Для сравнения, в выпусках облигаций крупнейших компаний доля частных лиц обычно гораздо меньше, а основную часть забирают банки и фонды. Получается, что в сегменте ВДО именно частный инвестор формирует спрос, а значит, и цены.

Такое положение сложилось благодаря массовому притоку людей на фондовый рынок в последние годы. Число частных клиентов Московской биржи за несколько лет выросло многократно и превысило тридцать миллионов человек, хотя активно торгует лишь меньшая часть из них. Многие из этих людей пришли на рынок с опытом исключительно банковских вкладов и привыкли мыслить категориями процентной ставки. Для них облигации стали естественным первым шагом, а высокодоходные облигации показались логичным продолжением, обещающим более высокую ставку.

Доминирование частных инвесторов имеет для рынка серьёзные последствия, которые стоит осознать с самого начала. Частные лица в большинстве своём не имеют ни времени, ни навыков для глубокого анализа отчётности небольших компаний. Они чаще ориентируются на размер купона, на отзывы в сообществах и на репутацию организатора, чем на собственные расчёты. Это делает рынок менее эффективным, то есть цены на нём не всегда точно отражают реальный риск, и это создаёт возможности для тех, кто готов проводить анализ самостоятельно.

Чтобы лучше понять, кто именно покупает ВДО, полезно познакомиться с несколькими типичными портретами. Конечно, каждый человек уникален, и реальные инвесторы часто сочетают черты разных портретов. Тем не менее эти обобщённые образы помогают увидеть характерные мотивы и характерные ошибки. Возможно, в одном из них вы узнае-

те себя, и это станет первым шагом к более осознанному поведению на рынке.

Первый портрет назовём охотником за купоном. Этот инвестор пришёл на рынок за максимальной доходностью и сортирует облигации в приложении брокера по убыванию купона. Он покупает бумаги из верхней части списка, ориентируясь прежде всего на цифру, и редко изучает что-либо, кроме названия компании и даты погашения. Охотник за купоном обычно молод или относительно недавно на рынке, и первые месяцы, а иногда и годы, его стратегия может приносить отличные результаты.

Наш знакомый Дмитрий в начале своего пути был типичным охотником за купоном. Он искренне полагал, что облигации отличаются друг от друга в основном размером процента, а риск примерно одинаков у всех бумаг, торгующихся на бирже. Ему казалось нелогичным покупать облигацию под восемнадцать процентов, когда рядом есть облигация под двадцать четыре. Только позже он понял, что разница в шесть пунктов как раз и отражает различие в риске, которое он не умел видеть.

Второй портрет назовём осторожным пенсионером, хотя возраст здесь вторичен, и таким инвестором может быть человек любых лет. Он пришёл на рынок облигаций, чтобы получать регулярный дополнительный доход к пенсии или зарплате, и ценит прежде всего предсказуемость выплат. Обычно он начинает с ОФЗ и облигаций крупных компаний, а к

ВДО приходит, когда видит, что их купоны заметно выше. Осторожный инвестор покупает высокодоходные облигации небольшими суммами и часто держит их до погашения.

Слабое место осторожного пенсионера заключается в доверии к регулярности. Если компания несколько лет подряд платит купоны вовремя, он начинает воспринимать её почти как банк и постепенно увеличивает вложения в её бумаги. Он не следит за отчётностью, не замечает ухудшения показателей и узнаёт о проблемах только тогда, когда очередной купон не приходит на счёт. Именно такие инвесторы особенно болезненно переживают дефолты, поскольку не готовы к ним ни финансово, ни психологически.

Светлана Петровна по складу характера тяготела к портрету осторожного инвестора. Однако её профессия бухгалтера давала ей преимущество, которого нет у большинства людей этого типа. Она умела видеть за аккуратными цифрами реальную картину и знала, как выглядит компания, которая с трудом сводит концы с концами. Её задача на рынке ВДО состояла в том, чтобы соединить природную осторожность с профессиональными навыками и не поддаться обманчивому спокойствию регулярных выплат.

Третий портрет назовём частным управляющим. Это опытный инвестор, иногда бывший или действующий финансовый специалист, который подходит к ВДО как к профессии. Он изучает отчётность, общается с представителями эмитентов, держит в портфеле несколько десятков бумаг

и строго ограничивает долю каждой из них. Частный управляющий понимает, что дефолты неизбежны, и строит свою стратегию так, чтобы доход от множества здоровых бумаг перекрывал потери от немногих проблемных.

Частные управляющие составляют меньшинство на рынке ВДО, однако их влияние больше, чем можно предположить по их числу. Многие из них публикуют свои обзоры и аналитику, ведут сообщества и каналы, на которые ориентируются тысячи других инвесторов. Их мнение о конкретном эмитенте способно заметно повлиять на спрос при размещении и на цену облигации на вторичном рынке. Именно к этому типу инвестора и стоит стремиться, хотя путь к нему занимает не один год.

Помимо этих трёх основных портретов, на рынке встречается и четвёртый тип, который можно назвать случайным посетителем. Это человек, который купил облигацию по совету знакомого, после рекламной публикации или просто потому, что она оказалась в подборке брокера. Он плохо представляет, что именно купил, и не планирует следить за своей покупкой. Случайный посетитель чаще других становится жертвой дефолтов, поскольку именно на таких людей рассчитаны слабые эмитенты, которым трудно найти более требовательных покупателей.

Артём в начале своего пути находился где-то между случайным посетителем и охотником за купоном. Он подписался на несколько каналов в мессенджере Max, авторы которых

регулярно рассказывали о новых размещениях ВДО, и покупал то, что там хвалили. Ему казалось, что подписка на опытных людей заменяет собственный анализ. Довольно скоро он заметил, что разные авторы хвалят одни и те же выпуски, и задумался, откуда берётся такое единодушие.

Теперь посмотрим на институциональных инвесторов, которые тоже присутствуют на этом рынке, хотя и в меньшей степени. К ним относятся паевые и биржевые фонды, специализирующиеся на облигациях небольших компаний, управляющие компании, которые формируют портфели для состоятельных клиентов, а также небольшие инвестиционные и финансовые компании, вкладывающие собственные средства. Их доля в отдельных выпусках может быть заметной, особенно в более крупных выпусках с рейтингами уровня BBB.

Институциональные инвесторы отличаются от частных лиц прежде всего наличием аналитической команды и формализованных процедур. Перед покупкой облигации они обычно анализируют отчётность, проводят встречи с менеджментом эмитента, оценивают отрасль и сравнивают бумагу с альтернативами. У них есть внутренние лимиты на одного эмитента и на сегмент в целом. Присутствие таких инвесторов в выпуске служит определённым знаком качества, хотя и они нередко ошибаются.

Узнать, кто именно купил выпуск, частному инвестору бывает непросто, однако некоторые подсказки всё же суще-

ствуют. Организаторы нередко сообщают итоги размещения с разбивкой на физических и юридических лиц, а иногда указывают, сколько заявок было подано и какова была средняя заявка. Если выпуск на пятьсот миллионов рублей разошёлся среди трёх тысяч частных инвесторов со средней заявкой около ста шестидесяти пяти тысяч рублей, перед вами классический розничный выпуск. Если же значительная часть объёма пришлась на несколько крупных заявок юридических лиц, это может указывать на участие фондов и управляющих компаний.

Впрочем, крупные заявки юридических лиц не всегда означают участие независимых профессионалов. Иногда часть выпуска выкупают компании, связанные с самим эмитентом или с организатором, чтобы создать видимость спроса и затем постепенно перепродать облигации частным инвесторам на вторичном рынке. Отличить одно от другого по публичным данным почти невозможно, поэтому опираться на состав покупателей как на главный аргумент не стоит. Это лишь одна из многих косвенных подсказок, которые складываются в общую картину.

Особый вопрос касается банков, которые почти не участвуют в рынке высокодоходных облигаций. На первый взгляд это странно, ведь банки являются крупнейшими покупателями облигаций в целом. Объяснение кроется в банковском регулировании, которое требует от банков резервировать значительный капитал под рискованные вложения. Облигация

небольшой компании без высокого рейтинга обходится банку очень дорого с точки зрения нагрузки на капитал, и доходность её этого не окупает.

Кроме того, облигации ВДО обычно не принимаются Банком России в качестве обеспечения по операциям рефинансирования, то есть банк не может занять под них деньги у центрального банка. Для банковского казначейства это существенный недостаток, поскольку бумаги, которые нельзя использовать для привлечения ликвидности, менее ценны. Наконец, у банков есть собственные кредитные подразделения, и если банк хочет дать деньги небольшой компании, ему проще и выгоднее выдать ей кредит напрямую.

Отсутствие банков на рынке ВДО имеет важное следствие для частного инвестора. В выпусках крупных компаний банки выступают своеобразным стабилизатором, они покупают облигации при снижении цены и обеспечивают постоянный спрос. На рынке ВДО такого стабилизатора нет, и когда частные инвесторы одновременно решают продавать, покупателей может просто не оказаться. Это одна из причин, по которым цены высокодоходных облигаций иногда падают резко и глубоко при первых признаках проблем.

Отдельного внимания заслуживает роль аналитиков, блогеров и сообществ, которые сформировались вокруг рынка ВДО. Поскольку большинство покупателей являются частными лицами без собственных аналитических ресурсов, огромное значение приобретают люди, которые эти ресурсы

предоставляют. Это авторы обзоров на профильных сайтах, ведущие каналов в мессенджере Max, организаторы закрытых клубов инвесторов, специалисты инвестиционных компаний, публикующие разборы эмитентов. Их аудитория может насчитывать десятки тысяч подписчиков.

Среди этих авторов встречаются настоящие профессионалы, которые тщательно анализируют компании, открыто признают свои ошибки и предупреждают о рисках. Их работа приносит огромную пользу рынку, поскольку повышает его прозрачность и помогает частным инвесторам избегать откровенно слабых эмитентов. Многие частные инвесторы получили свои первые знания о ВДО именно из таких источников. Пренебрегать качественной аналитикой не стоит, однако и слепо доверять ей тоже неразумно.

Проблема в том, что не каждый автор независим. Некоторые ведущие каналов и сообществ получают вознаграждение от эмитентов или организаторов за публикацию обзоров новых выпусков, причём далеко не всегда сообщают об этом своим читателям. Другие сами являются сотрудниками или партнёрами организаторов, и их задача состоит в продаже выпуска, а не в объективной оценке. Третьи просто держат облигации обсуждаемого эмитента и заинтересованы в том, чтобы их цена росла.

Артём обнаружил именно эту проблему, когда задумался о единодушии авторов, которых читал. Изучив их публикации внимательнее, он заметил, что положительные обзо-

ры почти всегда появлялись за несколько дней до размещения нового выпуска. После размещения авторы теряли интерес к эмитенту и переключались на следующий выпуск. Когда у одного из расхваленных эмитентов начались проблемы, большинство этих авторов о нём просто промолчали.

Отсюда следует несколько простых правил обращения с внешней аналитикой. Полезно выяснить, как автор зарабатывает на своей деятельности, и насторожиться, если на этот вопрос нет ясного ответа. Стоит обращать внимание, пишет ли автор о рисках и слабых сторонах эмитентов, или все его обзоры звучат одинаково восторженно. Ценно, если автор возвращается к своим прошлым рекомендациям и честно разбирает те, которые оказались ошибочными, ведь такая привычка встречается только у добросовестных аналитиков.

Даже при работе с честными и квалифицированными авторами новички совершают одну и ту же ошибку, которую стоит разобрать отдельно. Они копируют чужие решения, не учитывая, что у автора совсем другой портфель и другие обстоятельства. Опытный управляющий может купить рискованную облигацию на один процент своего капитала, понимая, что потеря этой суммы ничего не изменит. Подписчик же, прочитав его обзор, покупает ту же бумагу на четверть своих сбережений, превращая разумную ставку профессионала в опасную ставку новичка.

Вторая ошибка при работе с внешней аналитикой связана с тем, что подписчики узнают о покупках автора, но не

всегда узнают о его продажах. Аналитик может приобрести облигацию при размещении, а через полгода, заметив ухудшение показателей эмитента, тихо продать её без публичного объявления. Его подписчики продолжают держать бумагу, полагая, что автор по-прежнему в неё верит. Внешняя аналитика полезна как источник идей и знаний, однако решение и ответственность за него всегда остаются за вами.

Теперь перейдём к психологии, которая на рынке ВДО играет едва ли не большую роль, чем финансовый анализ. Первая психологическая ловушка называется эффектом якоря. Человеческий мозг склонен придавать чрезмерное значение первой увиденной цифре и оценивать всю остальную информацию относительно неё. На рынке ВДО таким якорем становится размер купона, который бросается в глаза первым и затем определяет восприятие всего остального.

Увидев купон в двадцать восемь процентов, инвестор подсознательно начинает искать подтверждения тому, что эта бумага хороша, и пропускает признаки опасности. Если в отчётности обнаруживается высокий долг, мозг находит оправдание: ведь компания растёт и долг нужен для развития. Если выясняется, что организатор малоизвестен, мозг снова находит оправдание: ведь небольшие организаторы работают с небольшими компаниями. Якорь купона превращает анализ в поиск аргументов в пользу заранее принятого решения.

Бороться с эффектом якоря помогает простой приём, который полезно сделать привычкой. Начинайте изучение об-

лигации не с купона, а с компании: чем она занимается, сколько зарабатывает, сколько должна и кто ею владеет. Сформируйте собственное мнение о том, какую доходность должна предлагать такая компания, и только после этого посмотрите на фактический купон. Если ваша оценка совпадает с рыночной или выше неё, бумага заслуживает дальнейшего внимания, а если ниже, значит, рынок видит в ней больший риск, чем вы.

Вторая психологическая ловушка связана со страхом упустить выгоду, который на профессиональном жаргоне часто обозначают английской аббревиатурой FOMO. На рынке ВДО этот страх особенно силён при первичных размещениях, когда выпуск ограничен по объёму и все хотят успеть купить облигации до окончания сбора заявок. Новости о том, что желающих купить уже больше, чем бумаг в выпуске, только подогревают ажиотаж. Инвестор боится остаться без выгодной бумаги и принимает решение быстрее, чем успевает её изучить.

Страх упустить выгоду подталкивает к покупке именно тогда, когда для неё наименее подходящий момент. Выпуск, вокруг которого создан ажиотаж, обычно размещается по самой низкой доходности, которую организатор смог согласовать с эмитентом. Чем сильнее спрос, тем меньше премия, которую получает инвестор за свой риск. Подробно о механике первичных размещений и о том, как не стать жертвой ажиотажа, мы поговорим в шестнадцатой главе.

Третья психологическая ловушка называется эффектом толпы, и она проявляется прежде всего при негативных новостях. Когда по рынку проходит слух о проблемах у эмитента, частные инвесторы начинают продавать его облигации, не дожидаясь подтверждения или опровержения. Цена падает, и это падение само по себе становится новостью, которая заставляет продавать всё новых держателей. Через несколько часов бумага может потерять двадцать-тридцать процентов стоимости, даже если сам слух окажется ложным.

Эффект толпы особенно силён на рынке ВДО по нескольким причинам. Покупатели здесь в основном частные лица, которые реагируют эмоционально и быстро. Многие из них состоят в одних и тех же сообществах и получают информацию из одних и тех же источников одновременно. Наконец, как мы уже говорили, на этом рынке нет банков и крупных фондов, которые могли бы выступить покупателями при панике и остановить падение.

Для дисциплинированного инвестора эффект толпы создаёт как опасность, так и возможность. Опасность состоит в том, чтобы поддаться общей панике и продать хорошую бумагу по случайно низкой цене. Возможность состоит в том, чтобы купить облигацию надёжного эмитента в момент необоснованной паники, если вы уверены в своём анализе. Однако эта возможность доступна только тем, кто действительно понимает компанию, а не просто пытается угадать, правы ли паникующие.

Четвёртая ловушка называется ошибкой выжившего. Она возникает, когда мы делаем выводы, изучая только успешные примеры и не видя неудачных. На рынке ВДО ошибка выжившего проявляется в историях инвесторов, которые рассказывают о годах стабильной высокой доходности. Таких историй много, они вдохновляют и создают впечатление, что ВДО представляют собой надёжный путь к богатству.

Однако за кадром остаются истории тех, кто потерял значительную часть капитала на одном-двух дефолтах и ушёл с рынка, не рассказав об этом никому. Люди охотно делятся успехами и редко публично признают неудачи. Кроме того, многие успешные истории охватывают период низких ставок 2019–2021 годов, когда дефолтов было сравнительно немного, а цены облигаций росли. Перенос этого опыта на другие периоды может привести к серьёзным разочарованиям.

Ошибка выжившего действует и на уровне самих эмитентов. Когда инвестор изучает список облигаций, которые сейчас торгуются на бирже, он видит только компании, которые до сих пор существуют и платят. Эмитенты, которые объявили дефолт несколько лет назад, давно исчезли из подборок брокеров и из обзоров аналитиков. Из-за этого у новичка складывается впечатление, что рынок состоит почти исключительно из благополучных компаний, хотя история сегмента выглядит гораздо драматичнее.

Чтобы скорректировать это искажение, полезно время от времени специально изучать истории неудач. Когда вы види-

те обзор успешного инвестора, задайте себе вопрос, сколько людей пробовали ту же стратегию и о скольких из них вы никогда не услышите. Когда смотрите на список текущих эмитентов, вспомните, что несколько лет назад в этом списке были и другие компании, которые сейчас проходят процедуру банкротства. Такой взгляд не делает вас пессимистом, он делает вас реалистом.

Пятая ловушка связана с самоуверенностью, которая приходит после нескольких удачных лет. Инвестор, который два-три года подряд получал высокую доходность без единого дефолта в портфеле, начинает верить в собственную непогрешимость. Он увеличивает размеры отдельных позиций, сокращает число бумаг в портфеле, переходит к более рискованным эмитентам и меньше времени тратит на анализ. Ему кажется, что он научился безошибочно отличать хорошие бумаги от плохих.

На самом деле отсутствие дефолтов в небольшом портфеле за два-три года может объясняться простым везением или благоприятной рыночной обстановкой. Если в портфеле десять бумаг, а вероятность дефолта каждой из них составляет два-три процента в год, то вполне возможно прожить несколько лет без единого неплатежа даже при посредственном отборе. Самоуверенный инвестор принимает удачу за мастерство и наращивает риск именно тогда, когда его следовало бы снижать. Расплата обычно приходит в первый же тяжёлый для рынка год.

Дмитрий, к счастью, не успел заразиться самоуверенностью, поскольку его первый опыт оказался не слишком удачным. Однако он с интересом наблюдал за коллегой, который за два года вложил в ВДО почти все свои сбережения и регулярно рассказывал об успехах. Коллега держал всего пять облигаций, каждую на крупную сумму, и был уверен, что знает этих эмитентов досконально. Когда один из них объявил о реструктуризации долга, потеря составила почти весь годовой доход от остальных четырёх бумаг.

Существуют и другие психологические ловушки, о которых полезно знать. Одна из них называется неприятием потерь и проявляется в нежелании продавать облигацию с убытком даже тогда, когда все признаки указывают на ухудшение. Инвестор надеется, что цена вернётся, и продолжает держать бумагу до самого дефолта. Другая ловушка связана с привязанностью к эмитенту, когда инвестор, долго изучавший компанию, начинает воспринимать её почти как свою и закрывает глаза на тревожные сигналы.

Знание о психологических ловушках само по себе от них не защищает, ведь даже профессионалы с многолетним опытом периодически в них попадают. Защищают правила, которые вы формулируете заранее, в спокойной обстановке, и затем соблюдаете независимо от эмоций момента. Например, правило никогда не покупать облигацию в первый день знакомства с ней или правило никогда не вкладывать в одного эмитента больше заранее определённой доли. Такие пра-

вила работают как ремни безопасности, которые пристёгивают до поездки, а не во время аварии.

Ещё один действенный инструмент против психологических ловушек называется дневником инвестора. Перед каждой покупкой вы записываете несколько предложений о том, почему решили купить именно эту облигацию, какую доходность ожидаете, что может пойти не так и при каких обстоятельствах вы продадите бумагу. Запись занимает несколько минут, однако сам процесс формулирования заставляет мозг переключиться с эмоций на рассуждения. Нередко уже на этапе записи выясняется, что убедительных причин для покупки нет, а есть только привлекательный купон.

Дневник приносит пользу и спустя время, когда вы возвращаетесь к своим прошлым решениям. Перечитывая записи годичной давности, вы видите, какие ваши ожидания оправдались, а какие нет, и обнаруживаете повторяющиеся ошибки. Возможно, окажется, что вы систематически недооцениваете риски определённой отрасли или слишком доверяете определённому организатору. Без записей эти закономерности остаются незамеченными, потому что память услужливо переписывает прошлое в более выгодном для нас свете.

Артём завёл такой дневник после первого же неприятного сюрприза, когда одна из купленных им по рекомендации облигаций потеряла в цене пятнадцать процентов за неделю. Перечитав свои немногочисленные записи, он обнару-

жил, что в графе о причинах покупки у него везде значилось примерно одно и то же: понравился обзор, высокий купон. Ни одна запись не содержала ничего о самой компании. Это открытие стало для Артёма поворотным моментом и заставило его всерьёз заняться изучением того, что он покупает.

Теперь, когда вы познакомились с участниками рынка и их типичными ошибками, пора честно ответить на вопрос о собственной готовности. Первое условие готовности касается финансовой подушки безопасности. Прежде чем вкладывать деньги в высокодоходные облигации, у вас должен быть резерв на случай непредвиденных обстоятельств, размещённый в надёжных и легкодоступных инструментах. Обычно рекомендуют держать такой резерв в размере расходов на три-шесть месяцев жизни.

Подушка безопасности нужна не только для защиты от жизненных неурядиц, но и для защиты ваших инвестиций. Если у вас нет резерва, то при потере работы или неожиданных расходах вам придётся продавать облигации, причём в самый неподходящий момент и по невыгодной цене. С подушкой безопасности вы можете позволить себе держать бумаги до погашения и не обращать внимания на временные колебания их стоимости. Именно эта возможность и отличает инвестора от человека, который вынужден продавать.

Второе условие готовности касается знаний. Минимальный набор, необходимый для самостоятельной работы с ВДО, включает понимание устройства облигаций, умение

прочитать основные разделы бухгалтерской отчётности и посчитать базовые показатели долговой нагрузки. Всему этому посвящены следующие главы книги, и после их изучения вы будете обладать необходимым минимумом. До тех пор разумно ограничиться небольшими суммами или вовсе подождать с покупками.

Третье условие готовности касается времени. Работа с высокодоходными облигациями не заканчивается в момент покупки, её необходимо продолжать на протяжении всего срока владения. Нужно следить за выходом новой отчётности эмитентов, за новостями о них, за изменениями рейтингов и за поведением цен. Если в вашем портфеле пятнадцать-двадцать бумаг, на это может потребоваться несколько часов в месяц, и важно заранее понимать, готовы ли вы их выделять.

Чтобы оценить нагрузку реалистично, представьте обычный месяц инвестора с портфелем из пятнадцати облигаций. За этот месяц три-четыре эмитента опубликуют квартальную или годовую отчётность, и на беглый просмотр каждой уйдёт от двадцати минут до часа. Ещё некоторое время займёт проверка новостей и сообщений о существенных фактах, а также просмотр цен на предмет резких движений. В сезон годовой отчётности, весной, нагрузка заметно возрастает, тогда как летом и в начале зимы она обычно минимальна.

Если вы понимаете, что такого времени у вас нет и не появится, это не повод отказываться от ВДО совсем, однако

это повод задуматься о других формах участия. Существуют фонды, которые вкладывают деньги в высокодоходные облигации и берут на себя всю аналитическую работу за определённую плату. Их достоинства и недостатки мы подробно обсудим в девятнадцатой главе. Пока же важно понять, что самостоятельная работа с ВДО без времени на мониторинг похожа на вождение автомобиля с закрытыми глазами.

Четвёртое условие готовности касается эмоциональной устойчивости. Представьте, что вы проснулись утром и узнали, что компания, в облигации которой вы вложили пять процентов своего капитала, не заплатила купон и объявила о проблемах. Если эта мысль вызывает у вас ужас и желание немедленно забрать все деньги с рынка, возможно, вам стоит начать с более спокойных инструментов. Если же вы способны воспринять такое событие как неприятную, но предсказуемую часть работы, вы на правильном пути.

Полезно провести небольшой мысленный эксперимент, который помогает оценить собственную готовность честнее, чем любые тесты. Возьмите сумму, которую планируете вложить в ВДО, и представьте, что через год она уменьшилась на пятнадцать процентов из-за двух дефолтов в портфеле. Подумайте, как это отразится на ваших планах, на отношениях в семье и на вашем сне. Если ответ звучит как «неприятно, но переживу», сумма выбрана разумно, а если ответ звучит иначе, её стоит уменьшить.

Светлана Петровна провела этот эксперимент вместе с му-

жем, и результат оказался неожиданным. Сама она восприняла возможную потерю спокойно, поскольку привыкла к тому, что в бизнесе не все контрагенты платят вовремя. Муж же признался, что потеря даже десяти процентов вложенного вызовет у него сильное беспокойство и может стать поводом для семейных споров. В итоге они решили выделить на ВДО меньшую сумму, чем планировала Светлана, и это решение оказалось очень разумным.

Подведём итоги главы, посвящённой людям на рынке ВДО. Основными покупателями высокодоходных облигаций в России выступают частные лица, на долю которых приходится большая часть объёма типичного выпуска. Банки почти не участвуют в этом рынке из-за требований к капиталу и неприемлемости таких бумаг в качестве залога у Банка России, а институциональные инвесторы присутствуют в ограниченной степени. Аналитики и авторы сообществ играют важную роль, однако их независимость стоит проверять.

Среди частных инвесторов можно выделить охотников за купоном, осторожных держателей, частных управляющих и случайных посетителей, у каждого из которых свои сильные и слабые стороны. На всех них действуют психологические ловушки: якорь купона, страх упустить выгоду, эффект толпы, ошибка выжившего и самоуверенность. Защиту от них дают заранее сформулированные правила, а не знание об их существовании. Прежде чем входить на рынок, полезно честно оценить свою финансовую подушку, знания, время и

эмоциональную устойчивость.

В следующей главе мы перейдём от людей к документам. Каждая облигация представляет собой договор между эмитентом и инвестором, и условия этого договора записаны в документах выпуска. Вы узнаете, где найти эти документы, на что обращать внимание в первую очередь и какие условия способны защитить ваши деньги, а какие, напротив, делают вас более уязвимым. Умение читать документы выпуска станет первым практическим навыком на вашем пути к осознанной работе с ВДО.

Глава 4. Договор под микроскопом: что написано в документах выпуска

Когда вы покупаете облигацию, вы фактически подписываете договор займа с компанией, которую, скорее всего, никогда не видели. Вы не встречаетесь с директором, не обсуждаете условия, не ставите подпись на бумаге, однако все права и обязанности сторон от этого не исчезают. Они записаны в документах выпуска, которые эмитент обязан опубликовать до начала размещения. Большинство частных инвесторов никогда не открывают эти документы, полагаясь на краткую карточку бумаги в приложении брокера, и именно поэтому многие неприятные сюрпризы застают их врасплох.

Эта глава посвящена тому, как читать документы выпуска и на что обращать внимание в первую очередь. Не пугайтесь объёма этих документов, который может достигать нескольких десятков страниц юридического текста. Вам не нужно читать их целиком от начала до конца, достаточно знать, где находятся ключевые условия, и уметь их интерпретировать. После нескольких выпусков вы будете находить нужные разделы за десять-пятнадцать минут, а со временем научитесь сразу замечать необычные условия, которые требуют особого внимания.

Начнём с того, какие документы существуют и где их искать. Главным документом любого выпуска облигаций является решение о выпуске ценных бумаг. В нём закреплены основные права владельцев облигаций, размер номинала, порядок и сроки погашения, порядок определения купонного дохода, условия досрочного погашения и обеспечение, если оно есть. Если компания выпускает облигации в рамках программы, о которой мы упоминали во второй главе, то общие условия закреплены в самой программе, а конкретные параметры каждой серии указываются в отдельном документе.

Вторым важным документом выступает проспект ценных бумаг, если эмитент обязан его составлять. Проспект содержит гораздо больше информации, чем решение о выпуске: сведения о финансовом положении компании, о её бизнесе, о рисках, о собственниках и руководстве. Для части выпусков биржевых облигаций законодательство допускает размещение без проспекта, и в таком случае информацию о компании приходится собирать из других источников. Отсутствие проспекта само по себе не является тревожным признаком, однако оно увеличивает объём работы, которую предстоит проделать инвестору.

Все эти документы публикуются на сайтах уполномоченных агентств раскрытия информации, крупнейшим из которых является сервис «Интерфакса» по раскрытию корпоративной информации. На странице каждого эмитента есть разделы с документами выпусков, сообщениями о суще-

ственных фактах и отчётностью. Кроме того, ссылки на документы обычно размещаются на сайте Московской биржи в карточке конкретной облигации, а многие эмитенты дублируют их на собственных сайтах. Привыкните искать оригинальные документы, а не довольствоваться пересказами.

Светлана Петровна, впервые открыв решение о выпуске облигаций одной из интересовавших её компаний, поначалу растерялась от обилия юридических формулировок. Однако очень скоро она заметила, что структура документа напоминает обычный договор займа, который ей не раз приходилось изучать на работе. Есть сумма займа, есть срок, есть процент, есть порядок погашения и есть условия, при которых кредитор может потребовать деньги досрочно. Как только она увидела в документе эту знакомую структуру, чтение пошло гораздо быстрее.

Перейдём к первым параметрам, которые вы найдёте в любом решении о выпуске. Номинал облигации представляет собой сумму, которую эмитент обязуется вернуть владельцу при погашении. Для подавляющего большинства российских облигаций, включая ВДО, номинал составляет тысячу рублей, хотя встречаются выпуски и с другим номиналом. Именно от номинала рассчитывается купонный доход, и именно номинал является той точкой, относительно которой выражается рыночная цена облигации в процентах.

Срок обращения облигации определяет, когда эмитент должен полностью вернуть долг. Для ВДО типичны сроки от

двух до пяти лет, причём в периоды высоких ставок эмитенты предпочитают более короткие сроки, надеясь рефинансироваться дешевле в будущем. Срок облигации напрямую влияет на риск, ведь чем дольше компания должна вам деньги, тем больше вероятность, что за это время с ней что-то случится. Облигация небольшой компании со сроком пять лет несёт заметно больше неопределённости, чем облигация той же компании со сроком два года.

Купонный период определяет, как часто эмитент выплачивает проценты. Для крупных компаний типичны полугодовые или квартальные купоны, однако на рынке ВДО широко распространены ежемесячные выплаты. Частым купонам рады частные инвесторы, ведь деньги поступают на счёт регулярно и создают ощущение постоянного дохода. Для эмитента ежемесячные выплаты означают необходимость постоянно иметь на счетах деньги для обслуживания долга, что дисциплинирует, но одновременно делает компанию более уязвимой к временным кассовым разрывам.

С точки зрения инвестора у ежемесячного купона есть ещё одно полезное свойство. Он позволяет раньше узнавать о проблемах эмитента, ведь если компания столкнулась с нехваткой денег, первый пропущенный платёж произойдёт уже через несколько недель, а не через полгода. Кроме того, ежемесячные выплаты позволяют быстрее реинвестировать полученные деньги, что немного увеличивает итоговую доходность. Впрочем, это преимущество невелико и не должно

становиться решающим аргументом при выборе облигации.

Стоит знать и о том, каким путём купон попадает к вам на счёт. В день выплаты эмитент перечисляет деньги в центральный депозитарий, тот распределяет их между брокерами, а брокеры зачисляют средства клиентам, удержав налог. Обычно деньги появляются на брокерском счёте в день выплаты или в течение следующего рабочего дня. Если купон не пришёл через два-три рабочих дня после даты выплаты, полезно сначала проверить сообщения эмитента о существенных фактах, а уже затем обращаться к брокеру.

Теперь поговорим о типах купона, поскольку от этого во многом зависит поведение облигации. Фиксированный купон устанавливается в момент размещения на весь срок обращения облигации или до ближайшей оферты. Вы точно знаете, сколько получите в каждый купонный период, и это делает расчёты простыми и понятными. Подавляющее большинство выпусков ВДО размещается именно с фиксированным купоном, поскольку частные инвесторы любят определённость.

Плавающий купон, напротив, меняется в зависимости от некоторого рыночного показателя, чаще всего от ключевой ставки Банка России или от ставки межбанковского рынка. Например, купон может быть установлен как ключевая ставка плюс пять процентных пунктов, и при изменении ключевой ставки соответственно меняется размер выплат. Облигации с плавающим купоном, или флоатеры, защищают ин-

вестора от роста процентных ставок, но лишают его выгоды при их снижении. Подробнее о поведении флоатеров на вторичном рынке мы поговорим в пятнадцатой главе.

Существует и третий тип купона, который принято называть переменным. Это купон, размер которого эмитент сам устанавливает на следующие периоды, обычно перед датой оферты. Например, компания размещает облигации на пять лет, но фиксирует купон только на первые два года, а затем объявляет новую ставку на следующий период. Переменный купон почти всегда сочетается с офертой, о которой мы поговорим чуть позже, ведь без права продать облигацию эмитенту инвестор оказался бы полностью во власти компании.

Для инвестора в ВДО важно точно понимать, какой тип купона у облигации, поскольку приложение брокера часто показывает только текущую ставку. Если вы видите облигацию с купоном двадцать два процента, это может быть фиксированный купон на весь срок, а может быть ставка, действующая лишь до оферты через несколько месяцев. В последнем случае после оферты купон может оказаться совсем другим. Расчёт доходности, основанный на неверном представлении о типе купона, способен ввести в заблуждение очень серьёзно.

Следующий важный параметр называется амортизацией, и он встречается в выпусках ВДО очень часто. Амортизация означает, что эмитент возвращает номинал облигации не одной суммой в конце срока, а частями на протяжении

нескольких последних периодов. Например, облигация с номиналом тысяча рублей может погашаться по двадцать пять процентов номинала в каждом из последних четырёх кварталов. После каждой такой выплаты остаточный номинал уменьшается, и купон начисляется уже на меньшую сумму.

С точки зрения риска амортизация является существенным преимуществом для инвестора. Если компания столкнётся с трудностями ближе к концу срока, часть долга вы уже успеете получить обратно. Представим облигацию сроком три года, по которой начиная со второго года ежеквартально погашается по двенадцать с половиной процентов номинала. Если компания объявит дефолт за полгода до окончания срока, к этому моменту вы уже получите обратно семьдесят пять процентов номинала, и под риском останется лишь четверть первоначальной суммы.

Амортизация полезна и для самого эмитента, хотя на первый взгляд это кажется неочевидным. Вместо того чтобы искать огромную сумму для единовременного погашения в конце срока, компания распределяет выплаты по времени и может гасить долг из текущих денежных потоков. Это снижает риск того, что погашение придётся на неудачный момент, когда рынок закрыт для новых размещений. Для инвестора выпуск с амортизацией обычно говорит о том, что эмитент планирует гасить долг из собственного бизнеса, а не рефинансировать его бесконечно.

У амортизации есть и обратная сторона, о которой нуж-

но знать. Полученные досрочно части номинала приходится реинвестировать, и если к этому моменту ставки снизились, новые вложения принесут меньший доход. Кроме того, амортизация несколько усложняет расчёт доходности и учёт в портфеле, ведь номинал вашей облигации постоянно меняется. Многие начинающие инвесторы с удивлением обнаруживают, что облигация, купленная за тысячу рублей, через какое-то время отображается в приложении с номиналом семьсот пятьдесят рублей, и думают, что потеряли деньги.

Перейдём к офертам, которые играют в судьбе облигации исключительно важную роль. Офертой называется предусмотренная документами выпуска возможность досрочного выкупа облигаций до окончания срока их обращения. Существуют два основных вида оферт, которые работают совершенно по-разному и защищают разные стороны договора. Важно никогда их не путать, поскольку от этого зависит, кто именно может инициировать досрочное прекращение займа.

Первый вид называется офертой на выкуп по требованию владельцев, или пут-офертой. В определённую дату эмитент обязан выкупить облигации у тех инвесторов, которые предъявят их к выкупу, обычно по номиналу. Пут-оферта защищает инвестора, ведь она даёт ему право вернуть деньги досрочно, если условия займа перестали его устраивать. Как правило, перед датой пут-оферты эмитент объявляет новый размер купона на следующий период, и инвестор решает, оставаться в облигации или выходить.

Именно в этом механизме кроется одна из главных ловушек рынка ВДО. Эмитент, у которого нет денег для выкупа облигаций, может объявить на следующий период очень высокий купон, чтобы убедить инвесторов не предъявлять бумаги к оферте. Если инвесторы поддадутся на этот соблазн, компания получает отсрочку, но её финансовое положение не улучшается, а процентная нагрузка становится ещё тяжелее. Высокий купон после оферты нередко сигнализирует не о щедрости, а о том, что компании нечем расплатиться.

Существует и противоположная ситуация, когда эмитент объявляет после оферты заведомо низкий купон, чтобы большинство инвесторов предъявили облигации к выкупу. Компания может пойти на это, если нашла более дешёвое финансирование и хочет погасить старый долг. Для инвестора это обычно не проблема, ведь он получает деньги по номиналу и может вложить их в другую бумагу. Однако если эмитент объявил низкий купон, а затем не смог выкупить все предъявленные облигации, ситуация становится опасной.

Рассмотрим, как развивается ситуация с переменным купоном на условном примере. Компания разместила облигации с купоном восемнадцать процентов на два года с пут-офертой в конце этого срока. За два года ключевая ставка выросла, и облигации похожих компаний теперь приносят двадцать четыре-двадцать пять процентов годовых. Перед офертой компания объявляет новый купон в двадцать шесть процентов, рассчитывая удержать инвесторов, и боль-

шинство держателей, привлечённые высокой цифрой, остаются в бумаге.

Если бизнес компании здоров, такое решение может оказаться вполне выгодным для инвесторов. Однако теперь компания платит по этому выпуску на восемь процентных пунктов больше, чем прежде, и её процентные расходы по нему выросли почти в полтора раза. Если прибыль не выросла соразмерно, запас прочности уменьшился, и следующая оферта или погашение могут стать для компании непосильными. Поэтому решение остаться в облигации после оферты стоит принимать так же тщательно, как решение о первоначальной покупке, заново изучив отчётность эмитента.

Второй вид называется офертой на досрочное погашение по усмотрению эмитента, или колл-опционом. В определённые даты эмитент вправе, но не обязан, досрочно погасить облигации по заранее установленной цене. Колл-опцион защищает эмитента, позволяя ему погасить дорогой долг, если ставки на рынке снизятся и появится возможность занять дешевле. Для инвестора это означает, что высокий купон может закончиться раньше, чем он рассчитывал.

Представим, что вы купили облигацию с купоном двадцать четыре процента и сроком три года, рассчитывая получать этот доход на протяжении всего срока. Через год ставки на рынке снизились, и компания может разместить новые облигации под шестнадцать процентов. Если в документах предусмотрен колл-опцион, компания почти наверняка им

воспользуется, погасит ваши облигации и разместит новые, более дешёвые. Вам придётся вкладывать деньги в другие бумаги уже при более низких ставках, и обещанный высокий доход окажется лишь временным.

Отсюда вытекает практическое правило: рассчитывая доходность облигации с колл-опционом, исходите из того, что эмитент воспользуется своим правом в первую возможную дату, если это для него выгодно. Если цена облигации выше номинала, а дата колл-опциона близка, покупка может принести даже убыток, ведь вы заплатите больше номинала, а получите при погашении только номинал. Особенно внимательно стоит отнестись к этому условию, когда вы покупаете облигацию на вторичном рынке, а не при размещении.

Посчитаем на конкретных цифрах, как это работает. Допустим, облигация с купоном двадцать четыре процента годовых и ежеквартальными выплатами торгуется по цене сто семь процентов от номинала, а через три месяца у эмитента наступает дата колл-опциона по номиналу. Купив бумагу за тысячу семьдесят рублей, вы через квартал получите купон в шестьдесят рублей и номинал в тысячу рублей, то есть всего тысячу шестьдесят рублей. Вместо ожидаемого высокого дохода вы получите убыток в десять рублей на каждую облигацию, а с учётом комиссии брокера и налога на купон потеря окажется ещё больше.

Если бы та же облигация торговалась по цене сто два процента, покупка принесла бы за квартал небольшой доход в

сорок рублей на бумагу, что примерно соответствует шестнадцати процентам годовых. Получается, что одна и та же облигация с купоном двадцать четыре процента может принести вам и убыток, и доход заметно ниже купона, в зависимости от цены покупки и даты колл-опциона. Именно поэтому опытные инвесторы смотрят не на купон, а на доходность к ближайшей дате возможного досрочного погашения, о расчёте которой подробно рассказано в пятнадцатой главе.

Теперь перейдём к обеспечению, которое на рынке ВДО часто вызывает обманчивое чувство безопасности. Облигация с обеспечением означает, что помимо самого эмитента по ней отвечает кто-то ещё или что-то ещё. Существует несколько видов обеспечения, и их реальная ценность для инвестора может сильно различаться. Наличие слова «обеспечение» в описании выпуска само по себе не делает облигацию надёжной, важно понять, кто или что именно стоит за этим словом.

Наиболее распространённым видом обеспечения в выпусках ВДО является поручительство. Поручитель обязуется отвечать по облигациям наравне с эмитентом, и если эмитент не платит, владельцы облигаций вправе требовать денег от поручителя. Часто поручителем выступает другая компания из той же группы, например основная операционная компания, если облигации выпускает специально созданная финансовая структура. Иногда поручительство даёт сам владелец бизнеса как физическое лицо.

Ценность поручительства полностью определяется финансовым положением поручителя. Если поручитель является крупной и прибыльной компанией с собственными значительными активами, его поручительство действительно повышает надёжность облигации. Если же поручитель входит в ту же группу и зависит от тех же денежных потоков, что и эмитент, то при проблемах у эмитента почти наверняка возникнут проблемы и у поручителя. В таком случае поручительство защищает инвестора лишь формально, а на практике мало что меняет.

Поручительство владельца бизнеса как физического лица заслуживает отдельного разговора. С одной стороны, оно показывает, что собственник готов отвечать по долгам компании своим личным имуществом, и это дисциплинирует. С другой стороны, взыскание с физического лица может оказаться долгим и малоэффективным, особенно если основные активы владельца оформлены на родственников или на другие компании. Поручительство собственника стоит воспринимать скорее как моральный сигнал, чем как реальную финансовую защиту.

Вторым видом обеспечения является залог, когда эмитент передаёт в залог по облигациям какое-либо имущество, например недвижимость, оборудование или права требования. На рынке ВДО залог встречается сравнительно редко, поскольку одной из причин выхода компании на рынок облигаций как раз и является отсутствие свободного имущества

для залога. Если же залог есть, важно понимать, сколько стоит заложенное имущество, насколько легко его продать и кто ещё претендует на него.

Третьим видом обеспечения является независимая гарантия, которую выдаёт банк, государственная корпорация или иная организация. Если гарант является надёжной организацией, например крупным банком или Корпорацией МСП, такая гарантия способна существенно снизить риск инвестора. Однако гарантии часто покрывают не всю сумму долга, а только её часть, и условия их исполнения могут содержать оговорки. Читая документы выпуска, обязательно найдите, какую именно часть обязательств покрывает гарантия и при каких условиях она исполняется.

Дмитрий, изучая облигацию, которую купил на треть сбережений, обнаружил в документах выпуска поручительство некой компании с названием, похожим на название эмитента. Сначала он обрадовался, однако затем решил проверить поручителя и выяснил, что это небольшая фирма того же владельца с выручкой в несколько раз меньше суммы выпуска. Фактически поручительство не добавляло никакой защиты, ведь у поручителя не было ни денег, ни имущества для исполнения обязательств. Это открытие заставило его внимательнее присмотреться и к самому эмитенту.

Теперь поговорим о ковенантах, которые являются одним из самых недооценённых элементов документов выпуска. Ковенантами называют обязательства, которые эмитент

принимает на себя на весь срок обращения облигаций. Они могут запрещать компании определённые действия, например продажу ключевых активов, выплату дивидендов сверх определённого уровня или привлечение нового долга сверх установленного лимита. Они могут требовать соблюдения определённых финансовых показателей, например соотношения долга к прибыли.

Ценность ковенанта определяется тем, что происходит при его нарушении. Хорошо составленные документы выпуска предусматривают, что при нарушении ковенанта владельцы облигаций получают право потребовать досрочного погашения своих бумаг. Это даёт инвесторам возможность вернуть деньги до того, как ситуация станет критической. Если же нарушение ковенанта не влечёт никаких последствий, такой ковенант остаётся лишь декларацией о намерениях.

Рассмотрим пример ковенанта, который нередко встречается в документах выпусков ВДО. Эмитент обязуется поддерживать отношение чистого долга к прибыли до вычета процентов, налогов и амортизации на уровне не выше четырёх, рассчитывая этот показатель по итогам каждого года. Если по итогам какого-либо года показатель превысит четыре, владельцы облигаций вправе требовать досрочного погашения. Такой ковенант защищает инвестора от чрезмерного наращивания долга и заставляет эмитента следить за своей финансовой дисциплиной.

К сожалению, на рынке ВДО ковенанты встречаются значительно реже, чем на развитых рынках высокодоходных облигаций. Небольшие компании неохотно берут на себя дополнительные обязательства, а частные инвесторы не требуют их, поскольку редко читают документы выпуска. Отсутствие ковенантов не делает облигацию плохой, однако их наличие является хорошим знаком. Эмитент, который добровольно ограничил свою свободу в интересах инвесторов, демонстрирует серьёзное отношение к долгу.

Другим полезным элементом документов выпуска является описание целей займа. Эмитент указывает, на что планирует направить привлечённые деньги: на пополнение оборотного капитала, на покупку оборудования, на строительство, на рефинансирование существующего долга. Это описание не является строгим обязательством, однако оно позволяет инвестору понять логику займа. Различные цели займа несут различный уровень риска, и полезно понимать, в какую историю вы вкладываете деньги.

Если компания занимает деньги на покупку оборудования, которое увеличит производство и прибыль, это понятная и разумная история. Если она занимает на пополнение оборотного капитала для расширения продаж, это тоже вполне нормально, хотя и требует проверки, действительно ли продажи растут. Если же основной целью займа является рефинансирование предыдущих облигаций или кредитов, стоит насторожиться, ведь компания по сути просто пе-

рекладывает долг из одного кармана в другой. Многократное рефинансирование без роста бизнеса является одним из классических предвестников дефолта.

Особенно внимательно стоит отнестись к формулировкам вроде «на общекорпоративные цели» или «на финансирование текущей деятельности». Такие размытые описания не дают инвестору никакой информации и позволяют эмитенту использовать деньги как угодно. Это не обязательно означает злой умысел, однако лишает вас возможности проверить, соответствует ли использование денег заявленной логике. Полезно спросить у эмитента или организатора, на что конкретно пойдут деньги, и оценить, насколько содержателен ответ.

Наконец, документы выпуска описывают обстоятельства, при которых владельцы облигаций вправе требовать досрочного погашения. Часть таких оснований установлена законом и действует независимо от того, что написано в документах конкретного выпуска. К ним относятся, например, исключение облигаций из списка ценных бумаг, допущенных к торгам на бирже, если эмитент сам не обеспечил их перевод на другую площадку. Законным основанием является и утрата обеспечения, если облигации были выпущены с обеспечением.

Существенным законным основанием для досрочного погашения является также просрочка платежей по облигациям сверх установленного законом срока. Подробно о том, как этот срок отсчитывается и что происходит после его исте-

чения, рассказывается в четырнадцатой главе, посвящённой дефолтам. Здесь же важно понять, что право требовать досрочного погашения является одним из ключевых инструментов защиты инвестора. Оно позволяет не ждать окончания срока облигации, если эмитент уже показал, что не способен выполнять свои обязательства.

Помимо законных оснований, документы выпуска могут предусматривать и дополнительные основания для досрочного погашения. Это могут быть нарушения ковенантов, о которых мы уже говорили, смена контроля над компанией, снижение кредитного рейтинга ниже определённого уровня, просрочка по другим долговым обязательствам эмитента. Чем больше таких оснований предусмотрено документами, тем лучше защищены инвесторы. Найдите в решении о выпуске соответствующий раздел и внимательно изучите его перед покупкой.

Особое значение имеет условие о так называемом перекрёстном дефолте. Оно означает, что если эмитент не исполнил обязательства по любому другому своему долгу, например по банковскому кредиту, владельцы облигаций получают право требовать досрочного погашения. Это условие защищает инвестора от ситуации, когда компания уже не платит банкам, но продолжает выплачивать купоны по облигациям, чтобы не привлекать внимания. С условием о перекрёстном дефолте вы получаете возможность действовать на ранней стадии проблем.

Документы выпуска также описывают, вправе ли эмитент приобретать собственные облигации по соглашению с их владельцами. Такое приобретение отличается от оферты тем, что оно добровольно для обеих сторон: компания объявляет о готовности выкупить часть бумаг по определённой цене, а инвесторы сами решают, продавать или нет. Эмитенты иногда пользуются этой возможностью, когда цена их облигаций на бирже заметно ниже номинала, чтобы погасить часть долга со скидкой. Для инвестора, который хочет выйти из бумаги, такое предложение может стать удобной возможностью продать облигации без потерь на низкой ликвидности.

Наконец, стоит обратить внимание на порядок раскрытия информации, который эмитент обязуется соблюдать. Компании, чьи облигации обращаются на бирже, обязаны публиковать сообщения о существенных фактах, то есть о событиях, способных повлиять на стоимость их ценных бумаг. К таким событиям относятся выплата или невыплата купона, изменение размера купона, принятие решений об оферте, существенные сделки и многое другое. Если эмитент раскрывает информацию добросовестно, вы узнаёте о важных событиях почти одновременно с их наступлением, а при небрежном раскрытии важные новости приходят с опозданием или не приходят вовсе.

Подводя итоги, сформулируем порядок, в котором стоит изучать документы выпуска перед покупкой облигации. Сна-

чала найдите основные параметры: номинал, срок, купонный период, тип купона. Затем проверьте наличие амортизации и оферт, чтобы понять, когда и как вы получите деньги обратно. После этого изучите обеспечение и выясните, кто и чем отвечает по облигациям помимо эмитента.

Далее найдите ковенанты и основания для досрочного погашения, чтобы понять, насколько хорошо защищены ваши права. Наконец, прочитайте описание целей займа и оцените, соответствует ли оно логике бизнеса компании. Такой порядок позволяет за двадцать-тридцать минут составить достаточно полное представление о правовой конструкции облигации. Со временем вы научитесь делать это ещё быстрее и сразу замечать необычные условия.

Разберём несколько типичных ошибок, которые инвесторы совершают при работе с документами выпуска. Первая ошибка состоит в том, что инвестор вообще не открывает документы и узнаёт об оферте или колл-опционе только тогда, когда облигации досрочно погашаются или купон неожиданно меняется. Вторая ошибка состоит в переоценке обеспечения, когда поручительство связанной компании воспринимается как полноценная защита. Третья ошибка заключается в игнорировании переменного купона, когда инвестор рассчитывает доходность по текущей ставке, не понимая, что она действует лишь до ближайшей оферты.

Четвёртая ошибка касается дат оферт и связанных с ними сроков. Чтобы воспользоваться пут-офертой, инвестор дол-

жен заранее подать через брокера заявление о выкупе в течение определённого периода, обычно за несколько дней до даты оферты. Многие частные инвесторы пропускают этот период и обнаруживают, что уже не могут продать облигации эмитенту, хотя новый купон их не устраивает. Отслеживайте даты оферт по всем своим облигациям и заранее решайте, будете ли вы ими пользоваться.

Пятая ошибка связана с доверием к сокращённым описаниям облигаций в приложениях брокеров и на агрегаторах. Эти описания составляются автоматически и не всегда точны, а иногда содержат устаревшую информацию. Встречаются случаи, когда приложение показывает фиксированный купон, хотя на самом деле после оферты он может измениться, или не отражает наличие амортизации. Всегда сверяйте ключевые параметры с оригинальными документами выпуска.

Светлана Петровна, освоив чтение документов выпуска, начала составлять для каждой интересующей её облигации короткую справку на одну страницу. В ней она записывала тип купона, даты оферт и амортизации, обеспечение с указанием поручителя, наличие ковенантов и основания для досрочного погашения. Через несколько месяцев у неё образовалась небольшая картотека, позволявшая быстро сравнивать облигации между собой. Эта привычка, рождённая профессиональной аккуратностью бухгалтера, оказалась очень полезной.

Полезной привычкой является и сравнение документов

разных выпусков одного эмитента. Компании нередко меняют условия от выпуска к выпуску: в ранних выпусках могли быть ковенанты и поручительство, а в поздних они исчезают, или наоборот. Если эмитент постепенно убирает защитные условия, это может означать, что он стал увереннее в спросе на свои бумаги, а может означать, что его финансовое положение уже не позволяет брать на себя такие обязательства. В обоих случаях изменение условий заслуживает вашего внимания и сравнения с другими показателями компании.

Подведём итоги главы и соберём сказанное воедино. Документы выпуска представляют собой договор между вами и эмитентом, и знание его условий является обязательным условием осознанного инвестирования. Ключевые параметры включают номинал, срок, купонный период и тип купона, причём особое внимание требуют переменные купоны, привязанные к офертам. Амортизация снижает риск, распределяя возврат долга по времени, пут-оферта защищает инвестора, а колл-опцион позволяет эмитенту досрочно погасить дорогой долг.

Обеспечение повышает надёжность облигации только тогда, когда поручитель или гарант действительно финансово сильнее эмитента. Ковенанты и дополнительные основания для досрочного погашения, включая перекрёстный дефолт, защищают инвестора на ранних стадиях проблем. Описание целей займа позволяет понять логику привлечения денег, а размытые формулировки или многократное рефинансиро-

вание служат поводом для внимательности. Регулярное чтение оригинальных документов предохраняет от ошибок, которые подстерегают тех, кто доверяет кратким описаниям.

В следующей главе мы поговорим о тех, кто помогает компаниям подготовить все эти документы и выйти на рынок. Организаторы выпусков играют на рынке ВДО ключевую роль, и от их добросовестности во многом зависит качество облигаций, которые попадают к частным инвесторам. Вы узнаете, как готовится выпуск, сколько это стоит и почему интересы организатора не всегда совпадают с вашими. Умение оценивать организатора станет ещё одним фильтром на пути к надёжному портфелю.

Глава 5. Дирижёры размещения: роль организаторов выпусков

Небольшая компания, решившая занять деньги на бирже, почти никогда не делает это самостоятельно. У неё нет ни специалистов, знающих тонкости законодательства о ценных бумагах, ни связей с биржей и брокерами, ни базы инвесторов, готовых купить её облигации. Все эти недостающие звенья обеспечивает организатор выпуска, профессиональный участник рынка, который ведёт компанию от первоначальной идеи до первого дня торгов. Его можно сравнить с дирижёром оркестра, который сам не играет ни на одном инструменте, но от которого зависит, прозвучит ли произведение слаженно.

На рынке ВДО роль организатора особенно велика, причём в гораздо большей степени, чем на рынке облигаций крупных компаний. Крупный эмитент сам по себе известен инвесторам, и организатор выполняет в основном технические функции. Небольшая компания никому не известна, и именно организатор знакомит её с рынком, формирует её образ и, по сути, ручается за неё своей репутацией. Для частного инвестора, который не может самостоятельно проверить каждого эмитента, имя организатора нередко становится одним из главных ориентиров при выборе облигации.

Прежде всего разберёмся с терминами, которые часто смешивают. Организатором выпуска называют компанию, которая отвечает за подготовку всего процесса размещения: консультирует эмитента, помогает составить документы, взаимодействует с биржей и рейтинговым агентством, ищет инвесторов и организует сбор заявок. Андеррайтером называют брокера, который непосредственно на бирже выставляет заявки на продажу облигаций от имени эмитента в день размещения. Технически именно андеррайтер продаёт облигации инвесторам, получая деньги и передавая их компании.

На практике обе роли часто выполняет одна и та же компания, особенно в небольших выпусках. Крупный выпуск может иметь несколько организаторов, один или несколько из которых выступают ведущими, а остальные помогают привлекать инвесторов. В выпусках ВДО обычно работает один организатор, который одновременно является андеррайтером. Иногда к нему присоединяются соорганизаторы, чаще всего брокеры с большой базой частных клиентов, которые помогают распространить выпуск.

Важно понимать, что ни организатор, ни андеррайтер не несут ответственности по облигациям эмитента. Если компания объявит дефолт, организатор не обязан возмещать инвесторам потери, и юридически вы не можете предъявить к нему требования только потому, что он организовал выпуск. Ответственность организатора ограничивается его ре-

путацией, которая на этом рынке имеет огромное значение, но не превращается в финансовую гарантию. Об этом стоит помнить всегда, сколько бы уважения ни вызывало имя организатора.

Теперь посмотрим, как выглядит путь компании от идеи займа до первого дня торгов. Всё начинается с того, что владелец или финансовый директор компании приходит к выводу, что облигации могут стать удобным источником денег. Он обращается к одному или нескольким организаторам, которые проводят предварительную оценку компании и решают, готовы ли с ней работать. На этом этапе добросовестный организатор отсеивает компании, которые явно не справятся с долговой нагрузкой или не готовы к требованиям публичности.

Если организатор соглашается работать, начинается этап подготовки, который может занять от двух до шести месяцев. Компания приводит в порядок свою отчётность, нередко впервые проходит полноценный аудит, а иногда и составляет отчётность по международным стандартам. Организатор помогает выстроить структуру выпуска, определить сумму, срок, тип купона, наличие амортизации и оферт. При необходимости компания получает кредитный рейтинг, для чего проходит анализ в одном из аккредитованных агентств.

Параллельно готовятся документы выпуска, о которых мы подробно говорили в предыдущей главе. Если облигации выпускаются в рамках программы, сначала регистрируется са-

ма программа, а затем отдельные выпуски размещаются по ней с минимальными формальностями. Регистрацию биржевых облигаций осуществляет непосредственно биржа, что значительно быстрее, чем регистрация в Банке России. На этом же этапе выбирается представитель владельцев облигаций, если эмитент решил его назначить или обязан это сделать.

Следующий этап называется маркетингом выпуска, и для ВДО он имеет решающее значение. Организатор готовит презентацию для инвесторов, организует вебинары и онлайн-встречи с руководством компании, публикует материалы на своём сайте и в своих каналах, рассылает информацию брокерам. Задача этого этапа состоит в том, чтобы собрать достаточный спрос на облигации и определить, под какой купон инвесторы готовы их купить. Обычно маркетинг длится от одной до трёх недель.

Завершающим этапом становится сбор заявок и техническое размещение. В день сбора заявок инвесторы через своих брокеров подают предварительные заявки с указанием суммы и, иногда, минимального приемлемого купона. По итогам сбора организатор вместе с эмитентом устанавливает окончательный купон и распределяет облигации между заявившимися инвесторами. Через несколько дней происходит техническое размещение на бирже, после которого облигации начинают свободно торговаться. Подробно о механике сбора заявок и о том, как в нём участвовать, мы пого-

ворим в шестнадцатой главе.

Чтобы этот путь стал нагляднее, представим условную компанию, которая производит металлические конструкции для складов в Челябинской области. В январе её владелец, уставший от постоянных требований банка о дополнительных залогах, впервые встречается с организатором. Февраль и март уходят на аудит отчётности за прошлый год и на переговоры с рейтинговым агентством, в апреле компания получает рейтинг уровня BB. В мае биржа регистрирует программу облигаций, в июне проходят вебинары для инвесторов, а в конце июня облигации на двести миллионов рублей размещаются на бирже.

От первой встречи до первого дня торгов в этом примере прошло около шести месяцев, и это вполне типичный срок для дебютного выпуска. Повторные выпуски той же компании проходят значительно быстрее, ведь программа уже зарегистрирована, рейтинг получен, а инвесторы знакомы с эмитентом. Иногда между решением о новом выпуске и его размещением проходит всего несколько недель. Для инвестора это означает, что о дебютном выпуске можно узнать задолго до размещения, а повторный может появиться почти внезапно.

Узнать, кто организовал выпуск, обычно несложно. Имя организатора указывается в пресс-релизах о размещении, в презентациях для инвесторов, а имя андеррайтера содержится в документах выпуска и в сообщениях эмитента о су-

щественных фактах. Многие организаторы ведут на своих сайтах реестры всех выпусков, которые они размещали, с указанием текущего статуса каждого. Если такой реестр есть и в нём честно отмечены проблемные выпуски, это само по себе говорит в пользу организатора.

Если же на сайте перечислены только успешно погашенные выпуски, а о проблемных нет ни слова, полезно поискать сведения о них в других источниках и задуматься, почему организатор предпочёл о них умолчать. Открытость в отношении собственных неудач на этом рынке встречается реже, чем хотелось бы, и поэтому ценится особенно высоко.

Весь этот путь стоит эмитенту немалых денег, и понимание этих расходов помогает оценить экономику выпуска. Основную часть затрат составляет вознаграждение организатора, которое на рынке ВДО обычно составляет от одного до трёх процентов от объёма размещения, а иногда и больше. Для выпуска на триста миллионов рублей это означает от трёх до девяти миллионов рублей. Вознаграждение может быть фиксированным, а может зависеть от объёма успешно размещённых облигаций.

Помимо вознаграждения организатора, эмитент оплачивает услуги рейтингового агентства, которые могут обходиться в несколько миллионов рублей в год, поскольку рейтинг необходимо ежегодно подтверждать. Добавляются расходы на аудит отчётности, на листинг и поддержание облигаций в списке биржи, на услуги депозитария, на вознагражде-

ние представителя владельцев облигаций и на юридическое сопровождение. В сумме все эти расходы могут составлять от трёх до пяти процентов объёма выпуска в первый год и около одного-двух процентов в последующие годы.

Посчитаем, как это отражается на реальной стоимости займа для компании. Допустим, компания разместила облигации на триста миллионов рублей сроком на три года с купоном двадцать процентов. Ежегодно она выплачивает инвесторам шестьдесят миллионов рублей купонов, а сопутствующие расходы в первый год могут составить около двенадцати миллионов рублей и около четырёх миллионов рублей в каждый последующий год. В пересчёте на весь срок дополнительные расходы добавляют к стоимости займа примерно два процентных пункта в год, и реальная ставка для компании оказывается ближе к двадцати двум процентам.

Из этого расчёта следует важный вывод, который стоит держать в голове. Для небольших выпусков в пятьдесят или сто миллионов рублей сопутствующие расходы в процентах от объёма оказываются ещё выше, поскольку многие из них не зависят от размера выпуска. Компания, которая выпускает облигации на очень маленькую сумму, платит за деньги непропорционально дорого. Если такая компания всё равно выбирает облигации, стоит задуматься, почему у неё не нашлось более дешёвых альтернатив.

Дмитрий провёл такой расчёт для облигации, в которую вложил треть сбережений, и результат его озадачил. Выпуск

составлял всего сто двадцать миллионов рублей при купоне двадцать четыре процента, а организатором выступала малоизвестная инвестиционная компания. С учётом всех сопутствующих расходов реальная стоимость займа для эмитента приближалась к двадцати семи процентам годовых. Трудно было представить бизнес лизинговой компании, который приносит достаточно денег, чтобы стабильно платить такую цену за заёмные средства.

Теперь поговорим о том, кто именно организует выпуски на рынке ВДО. За годы развития сегмента сложился круг организаторов, которые специализируются на работе с небольшими компаниями. Среди наиболее заметных в разные годы были такие инвестиционные компании, как «Иволга Капитал», «Юнисервис Капитал», ИФК «Солид», «Диджитал Секьюритиз», «Риком-Траст» и ряд других. Отдельные выпуски небольших эмитентов организуют и крупные банки и брокеры, однако для них это скорее исключение, чем основная деятельность.

Состав ведущих организаторов со временем меняется, одни компании усиливают свои позиции, другие уходят с рынка или сокращают активность. Поэтому полезнее не запоминать конкретные названия, а понимать, по каким признакам оценивать организатора. Первым и главным признаком является история его выпусков, то есть то, как вели себя облигации, которые он размещал в прошлом. Вторым признаком является открытость, то есть готовность организатора пуб-

ликовать аналитику по эмитентам, отвечать на вопросы инвесторов и признавать проблемы.

История выпусков организатора является наиболее объективным показателем его качества. Некоторые аналитические сервисы и частные аналитики составляют статистику дефолтов в разрезе организаторов, подсчитывая, какая доля выпусков каждого организатора закончилась дефолтом или реструктуризацией. Эти данные позволяют увидеть, что у одних организаторов проблемные выпуски составляют единицы процентов, а у других заметно больше. Если вы видите выпуск организатора, у которого за плечами несколько громких дефолтов, это серьёзный повод для дополнительной осторожности.

Однако и к этой статистике нужно подходить с умом. Организатор, который работает с самыми маленькими и рискованными эмитентами, неизбежно будет иметь больше дефолтов, чем организатор, который берёт только компании с рейтингом уровня BBB. Поэтому сравнивать организаторов имеет смысл с учётом того, в каком сегменте они работают. Кроме того, важна не только доля дефолтов, но и то, как организатор вёл себя в проблемных ситуациях, о чём мы поговорим в конце главы.

Ещё один полезный признак касается количества эмитентов, с которыми работает организатор, и того, как часто он выводит на рынок новые компании. Организатор, который ежемесячно размещает по нескольку дебютных выпусков,

вряд ли способен глубоко изучить каждого эмитента. Организатор, который работает с ограниченным кругом проверенных компаний и редко берёт новых, вероятно, отбирает клиентов тщательнее. Впрочем, и этот признак не абсолютен, ведь быстрый рост числа клиентов может объясняться и сильной командой.

Стоит обратить внимание и на устойчивость самого организатора. Многие организаторы ВДО сами являются небольшими инвестиционными компаниями с ограниченным капиталом и узкой командой. Если такая компания уходит с рынка, теряет лицензию или распадается из-за ухода ключевых сотрудников, эмитенты, которых она вывела на биржу, остаются без привычной поддержки. Прекращается маркетмейкинг, перестают выходить аналитические обновления, а в случае проблем у эмитента некому организовать взаимодействие с инвесторами.

Проверить устойчивость организатора можно по нескольким признакам. Полезно посмотреть, сколько лет компания работает на рынке, есть ли у неё действующие лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг и публикует ли она собственную отчётность. Стоит обратить внимание и на то, насколько стабилен состав её ключевых сотрудников, ведь на рынке ВДО репутация часто связана с конкретными людьми, а не с вывеской. Когда известный аналитик переходит из одной компании в другую, вместе с ним нередко переходит и доверие инвесторов.

Дмитрий решил применить эти критерии к организатору своей облигации и потратил на это целый вечер. Выяснилось, что компания работает на рынке всего три года и за это время разместила шесть выпусков для разных эмитентов. Два из этих шести выпусков уже прошли через технический дефолт и реструктуризацию, причём в обоих случаях организатор ограничился короткими формальными сообщениями. Доля проблемных выпусков в треть от общего числа выглядела пугающе, и Дмитрий впервые всерьёз задумался о том, чтобы сократить свою позицию.

Теперь перейдём к теме, которую стоит понять до конца, прежде чем доверять мнению любого организатора. Речь о конфликте интересов, который заложен в самой природе этого бизнеса. Организатор получает вознаграждение от эмитента, а не от инвесторов. Его доход зависит от того, сколько выпусков он разместит и насколько успешно, то есть от того, сколько денег он поможет эмитентам привлечь.

При этом организатор не получает ничего дополнительно, если облигация будет успешно погашена через три года. Его заработок фиксируется в момент размещения, а последующая судьба облигации влияет на него только косвенно, через репутацию. Это означает, что у организатора всегда есть стимул разместить как можно больше выпусков, в том числе выпусков сомнительного качества. Сдерживает этот стимул только понимание, что слишком много дефолтов разрушит репутацию и отпугнёт инвесторов от будущих выпусков.

Конфликт интересов проявляется и в том, как организатор устанавливает купон. Эмитент хочет занять как можно дешевле, а инвестор хочет получить как можно больший доход. Организатор, работающий на эмитента, заинтересован в том, чтобы установить купон на минимальном уровне, при котором выпуск всё же удастся разместить. Если спрос высок, купон снижают, и инвесторы получают меньшую премию за тот же риск.

Чтобы снизить влияние этого конфликта, некоторые организаторы сами покупают часть размещаемых выпусков и держат их в собственных портфелях. Такая практика показывает, что организатор готов рисковать своими деньгами наравне с инвесторами. Кроме того, часть организаторов управляет фондами, вкладывающими деньги в ВДО, и вынуждена отвечать перед пайщиками за результаты. Если организатор публично заявляет о покупке части выпуска в собственный портфель, это хороший знак, хотя его стоит проверять по последующей отчётности.

Впрочем, у покупки части выпуска организатором есть и менее очевидная сторона. Иногда организатор выкупает облигации при размещении не для того, чтобы держать их до погашения, а для того, чтобы в течение следующих недель и месяцев постепенно продавать их частным инвесторам на вторичном рынке. Такая практика позволяет объявить о полностью размещённом выпуске, даже если реального спроса было недостаточно. Отличить эти ситуации можно по тому,

как ведут себя объёмы торгов после размещения: если на вторичном рынке долгое время появляются крупные продажи по одной и той же цене, вероятно, кто-то распродаёт нераспределённый остаток.

Ещё один источник конфликта интересов возникает, когда организатор одновременно является брокером, обслуживающим частных клиентов. В таком случае он может продвигать облигации своих эмитентов в рассылках, подборках и рекомендациях для клиентов, не всегда раскрывая, что сам заработал на размещении. Клиент воспринимает такую рекомендацию как независимое мнение брокера, хотя на деле это продолжение маркетинга выпуска. Если брокер рекомендует облигацию, полезно проверить, не был ли он её организатором или соорганизатором.

Следующая важная роль, которую организатор часто выполняет после размещения, называется маркетмейкингом. Маркетмейкер обязуется по договору с биржей постоянно поддерживать в торговой системе заявки на покупку и продажу облигации с ограниченным разрывом между ценами. Это обеспечивает облигации минимальную ликвидность, ведь инвестор всегда может продать или купить бумагу, не дожидаясь случайного контрагента. Для облигаций небольших компаний, по которым сделки происходят редко, присутствие маркетмейкера особенно ценно.

Однако и у маркетмейкинга есть своя оборотная сторона. Маркетмейкер обязан поддерживать заявки лишь на опреде-

лённый объём и с определённым спредом, а в стрессовых ситуациях его обязательства могут оказаться недостаточными, чтобы поглотить массовые продажи. Кроме того, если маркетмейкером выступает сам организатор выпуска, его заявки на покупку могут искусственно поддерживать цену облигации, создавая видимость стабильности. Когда поддержка прекращается, цена может резко упасть до уровня, отражающего реальное отношение рынка к эмитенту.

Светлана Петровна обратила внимание на эту особенность, когда изучала историю цен одной облигации. На протяжении года цена держалась удивительно стабильно, около ста одного процента от номинала, с минимальными колебаниями. Затем в течение недели она упала до девяноста двух процентов, хотя никаких новостей об эмитенте не появлялось. Позже выяснилось, что организатор прекратил выполнять функции маркетмейкера, и рынок впервые смог показать, сколько на самом деле готов платить за эту бумагу.

Перейдём к материалам, которые организатор готовит для инвесторов. Перед размещением почти всегда публикуется презентация эмитента, которая содержит описание бизнеса, ключевые финансовые показатели, планы развития и параметры выпуска. Организатор часто проводит вебинар или онлайн-встречу, на которой руководство компании рассказывает о бизнесе и отвечает на вопросы инвесторов. Иногда публикуется аналитический обзор от самого организатора с оценкой кредитного качества эмитента.

Все эти материалы полезны, однако читать их нужно критически, понимая, что они готовятся с целью продать выпуск. Презентация всегда показывает компанию в наилучшем свете: акцентирует внимание на росте выручки, а не на росте долга, демонстрирует впечатляющие планы, а не реальные результаты прошлых лет. Аналитический обзор организатора, по сути, является рекламой, оформленной в виде аналитики, даже если написан добросовестно. Никто не будет заниматься размещением выпуска и одновременно объяснять инвесторам, почему его не стоит покупать.

Существует несколько приёмов, которые помогают читать такие материалы трезво. Первый приём состоит в том, чтобы сравнивать цифры из презентации с цифрами из официальной отчётности, опубликованной в открытых источниках. Расхождения встречаются чаще, чем можно подумать, и обычно объясняются тем, что в презентации используются «скорректированные» или «управленческие» показатели. Второй приём состоит в том, чтобы обращать особое внимание на то, чего в презентации нет, ведь отсутствие информации о долге или о денежных потоках само по себе многое говорит.

Третий приём связан с прогнозами, которые занимают в презентациях ВДО значительное место. Компании любят показывать графики, где выручка удваивается за два года, а прибыль растёт ещё быстрее. Полезно сравнить эти прогнозы с тем, что компания обещала в предыдущих презентаци-

ях, если она уже выходила на рынок. Если прошлые прогнозы систематически не выполнялись, текущие тоже стоит делить на два, а то и на три.

Четвёртый приём касается вебинаров и встреч с руководством. Внимательно слушайте не только то, что говорят, но и то, как отвечают на неудобные вопросы. Руководитель, который уверенно знает цифры своего бизнеса, открыто говорит о рисках и признаёт слабые стороны, вызывает больше доверия, чем тот, кто уходит от ответа или отвечает общими фразами. Если вопрос о долговой нагрузке или о планах рефинансирования вызывает раздражение, это повод насторожиться.

Артём впервые посетил такой вебинар перед размещением облигаций одной торговой компании и был очарован харизматичным владельцем, который рассказывал о планах открыть пятьдесят новых магазинов. Только позже, перечитывая свои записи, Артём понял, что на вопрос о том, откуда возьмутся деньги на погашение облигаций через три года, владелец ответил рассказом о перспективах отрасли. Конкретного ответа так и не прозвучало. Этот урок научил его отличать вдохновляющую речь от содержательной.

Многие организаторы ведут собственные каналы в мессенджере Max, где публикуют анонсы размещений, итоги сборов заявок и новости эмитентов. Подписка на такие каналы удобна, поскольку позволяет узнавать о новых выпусках раньше других. Однако важно помнить, что канал организа-

тора является прежде всего инструментом продаж. Хороший организатор публикует в нём и неприятные новости о своих эмитентах, однако даже в этом случае подача информации неизбежно будет мягче, чем в независимых источниках.

Свою роль в распространении выпусков играют и соорганизаторы, о которых мы упоминали в начале главы. Обычно это крупные брокеры с большой базой частных клиентов, которые получают вознаграждение за то, что предлагают выпуск своим клиентам. Для эмитента участие такого брокера означает доступ к десяткам тысяч потенциальных покупателей. Для инвестора появление выпуска в подборке крупного брокера не означает, что брокер провёл глубокий анализ эмитента, скорее это означает, что брокер согласился участвовать в распространении.

Последний важный аспект, о котором стоит поговорить, касается поведения организатора в кризисных ситуациях. Когда у эмитента начинаются проблемы, роль организатора может развиваться по двум совершенно разным сценариям. В первом сценарии организатор активно включается в решение проблемы: информирует инвесторов, ведёт переговоры с эмитентом, помогает разработать план реструктуризации, иногда даже выкупает облигации у частных инвесторов. Во втором сценарии организатор фактически исчезает, ограничиваясь формальными сообщениями или вовсе ничего не комментируя.

Добросовестные организаторы понимают, что их репута-

ция на рынке ВДО во многом определяется тем, как они ведут себя при проблемах эмитентов. Инвесторы прощают дефолты, которые случаются и у лучших, однако не прощают молчания и попыток переложить ответственность. Организатор, который публично разбирает причины проблем, признаёт собственные ошибки в оценке эмитента и активно защищает интересы инвесторов, сохраняет доверие даже после неудачи. Организатор, который прячется, теряет его навсегда.

По этой причине полезно изучать, как организатор вёл себя в прошлых проблемных ситуациях. Найдите информацию о дефолтах или реструктуризациях выпусков, которые он размещал, и посмотрите, какие действия он предпринимал. Публиковал ли он регулярные обновления для инвесторов, участвовал ли в переговорах, помогал ли держателям облигаций организоваться для защиты своих прав. Эта информация обычно доступна в архивах новостей и в обсуждениях инвесторских сообществ.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, купив полную легальную версию на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.