

УДК 336.773.3

ДЕФОЛТЫ И РИСКИ ПОТЕРЬ ПРИ ИНВЕСТИРОВАНИИ В ВЫСОКОДОХОДНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Балдина Е.И.,

ФГБОУ ВО «Камышинский технологический институт» (филиал) «Волгоградский государственный технический университет», Камышин,
email: polycha83@mail.ru, mashenceva.galina@gmail.com

Машенцева Г.А.,

ФГБОУ ВО «Камышинский технологический институт» (филиал) «Волгоградский государственный технический университет», Камышин,
email: polycha83@mail.ru, mashenceva.galina@gmail.com

Герман Е.А.,

Санкт-Петербургский политехнический университет Петра Великого, Санкт-Петербург,
email: elena250573@rambler.ru

Аннотация. Высокодоходные облигации (ВДО) — бумаги с повешенными купонами и рисками. Такие облигации реально увеличивают доходность портфеля и могут его диверсифицировать. Однако санкционное давление крайне негативно отразилось на сегменте ВДО. Главный риск — риск ликвидности, что приводит к недостатку средств для выплаты купонов, а позднее и основной суммы долга. Но так ли все плохо? Реально риск настолько высок, что ВДО стали совсем непривлекательными для российского инвестора? Попробуем ответить на эти вопросы в данной статье.

Ключевые слова: рынок ценных бумаг, облигации, инвестирование, инвестиции.

DEFAULTS AND LOSS RISKS WHEN INVESTING IN HIGH-YIELD BONDS

Baldina E.I.,

Kamyshin Institute of technology (branch) Volgograd state technical University, Kamyshin,
email: polycha83@mail.ru, mashenceva.galina@gmail.com

Mashentseva G.A.,

Kamyshin Institute of technology (branch) Volgograd state technical University, Kamyshin,
email: polycha83@mail.ru, mashenceva.galina@gmail.com

German E.A.,

Peter the Great St. Petersburg Polytechnic University, St. Petersburg,
email: elena250573@rambler.ru

Abstract. High—yield bonds (VDO) are securities with hanging coupons and risks. Such bonds really increase the profitability of the portfolio and can diversify it. However, the sanctions pressure had an extremely negative impact on the VDO segment. The main risk is the liquidity risk, which leads to a lack of funds for the payment of coupons, and later the principal amount of the debt. But is it that bad? Is the risk really so high that VDO have become completely unattractive for a Russian investor? Let's try to answer these questions in this article.

Keywords: securities market, bonds, investing, investments.

На последнем заседании ЦБ было принято решение о повышении ключевой ставки до 13%. Как правило, это сигнал для инвесторов более внимательно смотреть на рынок облигаций. Ставка вверх — цена на облигации вниз, таким образом доходность к погашению вверх, т.е. на ужесточении ДКП считается выгодным покупать облигации. Конечно, ВДО полетели в космос с доходностью. Но чем выше ставка, тем им сложнее удерживать бизнес, так что риски растут. Доходность держится около 14-20%. Конечно, можно всегда найти и больше, и меньше. Меньше — нет смысла — так как лучше тогда брать надежные корпоративные облигации. Выше — слишком большие риски, что случится дефолт.

То есть глобально ВДО в текущей стадии цикла ДКП рассматривать как основной инструмент инвестирования не стоит, но снимать со счетов тоже. При условии наличия рейтинга, информационной прозрачности, консолидированной отчетности по МСФО ВДО вполне остаются привлекательными для инвесторов.

Цель исследования

Целью данной статьи является оценка перспектив ВДО на российском фондовом рынке.

Материал и методы исследования

В ходе исследования для достижения поставленной цели были использованы следующие методы: теоретический анализ научной экономической литературы, изучение, систематизация, анализ статистических данных, полученных из открытых источников, агрегация, описание, построение экспериментальной модели. Практическую часть информационной базы исследования составили федеральные законы и нормативно-законодательные акты Российской Федерации по вопросам рынка ценных бумаг, клиринговой деятельности, официальные статистические материалы Банка России, Министерства финансов Российской Федерации, Московской биржи, Национальной ассоциации участников фондового рынка; аналитические материалы научно-практических конференций; экспертные сведения периодических изданий; справочные материалы и электронные системы информации.

Результаты исследования и их обсуждение

Исторически высокодоходные облигации чаще всего использовались на этапе эксплуатации актива, т. е. в период времени после того, как строительный риск закончился и актив начинает генерировать положительный денежный поток, а первоначальные банковские кредиты рефинансируются. При стабильных базовых денежных потоках на этапе эксплуатации энергетические проекты сродни ценным бумагам с фиксированным доходом, поэтому облигационное финансирование является естественным и экономически целесообразным инструментом финансирования таких проектов.

Вместо того, чтобы нести риски отдельного проекта, высокодоходные корпоративные облигации несут риск юридического лица-эмитента. Таким образом, кредитоспособность определяется общей способностью эмитента обслуживать долг, что делает высокодоходные облигации менее рискованными по сравнению с проектными облигациями. Рыночные цены на такие выпуски являются доступными для инвесторов, а кредитное качество выпусков независимо отслеживается многими участниками рынка. Высокодоходные облигации могут быть выпущены либо проектной

компанией, либо отдельной (обычно дочерней) компанией, зарегистрированной для выпуска облигаций и последующего предоставления доходов проектной компании.

Одной из особенностей финансирования высокодоходными облигациями, которая обычно упоминается как его недостаток, являются трудоемкие и дорогостоящие нормативные требования к листингу, публичному раскрытию информации, рейтингам, планированию и внедрению маркетингового процесса, подготовке окончательной документации по сделке и размещению. В рамках публичного раскрытия информации участники рынка обычно ожидают предоставления аудированной финансовой отчетности за два-три года. Однако эти особенности сильно смягчаются в контексте частного размещения, где стороны могут на двусторонней основе договориться об объеме предоставляемого раскрытия. Более того, даже в контексте публичных облигаций часто эмитенты не возражают против бремени составления дополнительной документации, раскрытия информации и регулярной публичной отчетности, особенно если компания рассматривает последующее увеличение акционерного капитала, IPO или другую сделку на рынках долгового или акционерного капитала в качестве следующего шага своего роста и капитализации.

Состав портфеля облигаций зависит от многих факторов, среди которых готовность к риску, цели и инвестиционная стратегия, а также размер портфеля. Посмотрим их по порядку:

1. Готовность к риску. ВДО — это очень рискованные активы, которые в моменте дают где-то +7% доходности к «надежным» облигациям, но в любой момент ситуация может измениться. При более техничном подходе потери можно свести практически к нулю, но к подобным рискам при инвестициях в ВДО инвестору необходимо в любом случае быть готовыми. Если такой готовности нет, то разумнее перемещаться в сегмент более надежных бумаг.

2. Цели инвестиций. Их можно классифицировать следующим образом:

— Так называемая «подушка безопасности». Если она на фондовом рынке, то следует рассмотреть только ОФЗ и самые надежные корпоративные облигации с рейтингом АА и выше. Но даже в этом случае стоит избегать компаний с крайне высокой долговой нагрузкой типа РОСНАНО или АФК.

— Целевые инвестиции — накопить взнос на квартиру, машину, отпуск. Эти цели предполагают также высоконадежные инструменты, так как дефолт одного эмитента в портфеле в неудачный момент может свести в ноль весь эффект от инвестиций.

— Значимый источник текущего дохода — большой оборотный капитал и регулярный вывод доходов на текущие потребности. Эта цель так же, как и две предыдущие предполагает ориентироваться на надежные бумаги, так как большой оборотный капитал плохо коррелирует с низколиквидными ВДО.

— Долгосрочные накопления — долгосрочное инвестирование, реинвестирование купонов, регулярное пополнение с целью увеличения капитала через 10-20-30 лет. Вот это та цель, для которой оправдано применение ВДО. За счет реинвестирования купонов разница в 5-7% годовой доходности на дистанции 10 лет даст дополнительные 37-56% к накопленному капиталу, а на дистанции 20 лет — дополнительные 98-165% дополнительных накоплений. То есть за 20 лет удастся накопить в 2-2,5 раза больше.

3. Размер портфеля. Еще одна важная особенность ВДО кроме повышенного риска дефолтов — это низкая ликвидность небольших выпусков. В неликвидный актив сложнее войти большим объемом по приличной цене, а еще труднее быстро

выйти «в случае чего». Именно поэтому на входе и выходе более крупных игроков можно очень быстро заработать, как было, например, в Хендерсоне в мае 2022 года.

Аналитики не рекомендуют держать один выпуск ВДО тиражом более 50-100 штук стандартных лотов в 1к. Таким образом, при портфеле из 20 эмитентов портфель ВДО не должен превышать примерно 1-2 млн. руб. Именно поэтому, инвесторы с более крупным капиталом уходят в сегмент более надежных и более ликвидных выпусков. Это же ограничение показывает, какую долю ВДО можно держать в крупном портфеле облигаций.

Последний аспект — это инвестиционная стратегия, которая тесно связана с размером капитала. Можно выделить две стратегии:

1. Собственно инвестиции — подбор сравнительно надежных эмитентов и вложение в них надолго. Возможно, до погашения. Основной заработок — купоны и их реинвестирование.

2. Среднесрочные спекуляции — подбор интересных ценовых предложений, выход из позиции, как только она принесла ожидаемый доход, заработок в значительной степени на апсайде цены.

Спекулятивная стратегия, безусловно, требует больше компетенций и времени на ее реализацию. Также для успешных спекуляций нужен более существенный оборотный капитал, чтобы деньги можно было просто держать в кэше до нужного момента, а потом стремительно войти в интересную позицию заметным объемом — 100-300-500 лотов и более.

Таким образом, среднесрочные спекуляции — это единственный разумный и доходный способ «обогнать» инфляцию на «надежных» облигациях. При удачной реализации такой стратегии на более крупном капитале вполне можно получить доходность, сопоставимую с ВДО, а, возможно, и больше. При инвестиционном подходе «надежные» облигации дают максимум 1-2% к банковскому депозиту, что с учетом налогов и комиссий является не рациональным.

А вот для инвестиционного подхода больше подходят ВДО, но только до определенного размера портфеля. По статистике, за последние 5 лет совокупная доходность ВДО обогнала даже индекс акций Мосбиржи. Это очень привлекательно при меньшей волатильности и стабильном денежном потоке.

Подведем короткий итог: сфера применения ВДО довольно ограничена. Этот инструмент подходит скорее для небольших портфелей до 1-2 миллионов рублей при реализации долгосрочной инвестиционной стратегии с целью собрать капитал. Оптимальная стратегия для использования корпоративных облигаций с высоким рейтингом — короткие целевые инвестиции или среднесрочные спекуляции.

В долгосрочном инвестиционном портфеле можно держать блок ВДО, но его размер должен быть ограничен размером ликвидных позиций и количеством эмитентов. При этом смешивать «надежные» облигации и ВДО в рамках одного портфеля с единой целью и инвестиционной стратегией не эффективно. Это два разных класса активов, требующих разного подхода.

Почему термин «надежные» облигации, несмотря на их рейтинг все-таки в кавычках? Потому, что его повсеместное применение к эмитентам с рейтингом А+ и выше ошибочным. Опыт РОСНАНО, ОВК и других показывает, что надежность — понятие относительное. Рейтинги часто запаздывают за реальным состоянием эмитентов. Термин «надежные» является общеупотребимым, но он часто вводит инвесторов в заблуждение.

Как долго держать облигацию и стоит ли держать до погашения

По данным НРА частота дефолтов на горизонте 3-х лет для эмитентов с рейтингом В— составляет ~52%. Стоит ли при такой статистике вообще инвестировать в бумаги с купоном 18-20%?

Поскольку сейчас рейтинговые агентства часто публикуют статистику дефолтов, попробуем разобрать так ли опасны дефолты, и сколько на них на самом деле можно потерять.

Во-первых, сразу оговорюсь, что для активного управления портфелем будем изучать частоты дефолтов на дистанции в 1 год. Так как, в ВДО подход «купить и забыть» действительно очень опасен. Необходимо постоянно отслеживать рейтинги и фундаментал эмитентов. Для ОФЗ отслеживание может проходить раз в полгода, для ВДО — практически каждый день необходимо мониторить новостные ленты. И поэтому частота дефолтов на горизонте 3 лет вообще не представляет никакого интереса для рейтинга ниже А — за 3 года рейтинг может поменяться кардинально.

В таблице представлены частоты дефолтов в зависимости от рейтинга на дистанции в год от двух рейтинговых агентств: Эксперт РА и НКР. Первое, на что стоит обратить внимание, это принципиальное несоответствие оценок двух авторитетных агентств. Примерное совпадение видно только на уровне ВВ. В остальных рейтинговых группах расхождения в 1,5-2 раза. Причем в верхних рейтинговых группах статистика «жестче» у Эксперта, а в нижних — у НКР. Также стоит отметить грубую шкалу статистики у Эксперта по обобщенным рейтинговым группам. По данным НКР видно, что, например, В сильно отличается от В— или В+.

Также важно понимать, что при аналитическом расчете потенциальных потерь от дефолтов в портфеле неправильно просто брать частоту дефолтов по рейтинговой группе и предполагать, что потери будут равны этой частоте. Дефолт эмитента не есть Sudden death (внезапная смерть) актива в портфеле. Дефолты наступают постепенно — сначала технические, из которых половина эмитентов на первый раз выходит, а только потом полноценные. На бирже существует планка, которая не позволяет цене облигации моментально упасть до нуля, на рынке есть спекулянты, которые выкупают дефолтные бумаги, чтобы заработать на отскоке и т.д.

Согласно доступной статистике, потери инвесторов в первые дни после дефолта облигации составляют примерно 40% от ее цены за несколько дней до дефолта. Это в целом хорошо согласуется с дефолтом, например ЭБИСа. Планка сработала как раз на падении около 40%.

Приводимая в статистике рейтинговых агентств частота дефолтов касается всех облигаций, но это относится к стратегии индексного инвестирования в ВДО. Инвестор отбирает эмитентов, а даже при поверхностном анализе новостных лент большинства дефолтов можно просто избежать.

Еще один интересный момент: НКР приводит статистику дефолтов по отраслям. По всей их базе средняя дефолтность составляет 7%. При этом общую статистику делают банки (10%) и страховые компании (18%). В нефинансовом секторе, который и составляет основу ВДО, дефолтность — всего 5%, т.е. основную статистику дефолтов делают компании, в традиционный сектор ВДО вообще не входящие.

В любом случае если оценивать потери от дефолтов в среднем рейтинге ВВ+ ... ВВВ— в 0,5-1%, то для доходностей ВДО — это можно рассмотреть, как плату за риск.

Частота дефолтов облигаций

Рейтинг	НКР	Эксперт РА
AA	0,13%	0,23%
AA-	0,18%	
AA+	0,25%	
A	0,34%	
A-	0,46%	0,75%
BVB+	0,63%	
BVB	0,86%	
BVB-	1,36%	1,87%
BV+	2,10%	
BV	3,25%	
BV-	5,07%	3,07%
B+	8,00%	
B	12,88%	
B-	21,65%	7,86%

Вывод: текущие доходности ВДО вполне покрывают те потери, которые мы можем ожидать от дефолтов по доступной статистике.

Чтобы сократить потери от дефолтов, необходимо следовать простейшим правилам риск-менеджмента:

1. Диверсификация — не больше 5% портфеля в одного эмитента / один выпуск
2. Чем выше риски по эмитенту, тем ниже должна быть его доля в портфеле.

Доходность не важна, если по облигации дефолт.

3. Отслеживать новости по эмитентам, изменения рейтингов.
4. Читать обзоры эмитентов и заключения рейтинговых агентств.

Эти правила должны помочь значительно сократить фактические потери от дефолтов в сравнении с расчетными цифрами от статистики рейтинговых агентств. Однако, даже следуя всем правилам, нужно всегда быть готовым к дефолту эмитента. При инвестировании в ВДО — это неотъемлемая часть процесса. Важно просто попасть на меньшее количество дефолтов, чем в среднем по рынку.

Почему вообще не стоит смотреть на процент дефолтов ВДО на дистанции в 3 года?

По данным НКР на дистанции 3 года вероятность дефолта эмитента с рейтингом В — составляет ~52%. По данным Эксперта оценка чуть более оптимистичная — всего ~28%. Однако: на вероятность дефолтов ВДО на дистанции в 3 года вообще смотреть смысла нет.

Рейтинги до уровня А в принципе не стабильны и меняются на сроке всего в 1 год с вероятностью около 50%. Если попробовать посчитать вероятность эмитента остаться в той же рейтинговой группе в течение 3 лет, то получается примерно следующая картина:

- AAA — 77%
- AA — 44%

- А – 32%
- BBB – 19,5%
- BB – 13%
- В – 13,5%

Из-за отсутствия денежных потоков для обслуживания долга и высокого риска незавершения на этапе планирования реализации проекта выпуск высокодоходных облигаций не является популярным средством финансирования проектов. Зачастую рынки капитала недоступны для поддержки проектов развития, не имеющих широкую огласку. Облигации часто направлены на рефинансирование существующей задолженности после ввода проекта в эксплуатацию, а не на этапе финансирования проекта в ходе его реализации.

Облигационное финансирование приобретает еще большее значение на этапе строительства, где складывается некое понимание сроков завершения проекта и прогнозируются будущие денежные потоки. Все большее число проектов рефинансируется высокодоходными облигациями на этапе строительства, и именно здесь открываются новые возможности для облигаций, связанных с энергетикой.

Выводы

Кредитные рейтинги повышаются и понижаются с примерно равной частотой, но еще чаще они отзываются. В результате: у 4 из 8 дефолтников 2022 года кредитного рейтинга в момент дефолта не было, хотя раньше они могли его иметь. Т.е. дефолт на дистанции в 3 года происходит в основном не у тех компаний, которые имели рейтинг В или ВВ в течение всех 3 лет наблюдения, а у тех, у кого когда-то был рейтинг, а впоследствии он был отозван.

Именно поэтому за эмитентами надо периодически следить, а ориентироваться необходимо на частоту дефолтов в течение года по текущему рейтингу, а не потому, что был 2 года назад.

А как же подход купить и держать? Что делать с горизонтом инвестиций в 3 года и выше? В ВДО такой подход не работает. В рискованных облигациях необходимо делать ребалансировку портфеля раз в год, а лучше каждый квартал хотя бы, в идеале – каждый месяц. Вообще теория говорит о том, что на дистанции в 3 года и выше лучше акции, чем облигации. Однако, 2022 год все ранее существовавшие правила и стратегии изменил. Сможет ли российский рынок акций восстановиться и дать ощутимый рост в оставшиеся 2 года, и будет ли у инвесторов через 2 года доступ к иностранным рынкам. А в облигациях можно смотреть на риск дефолта на дистанции в год в разных рейтинговых группах.

Литература

1. Зайцев В.А. Облигации с переменным купоном как альтернативный источник государственного финансирования нефтегазовой отрасли // Вестник Российского экономического университета имени Г.В. Плеханова. 2023. № 20 (2). С. 80-92. DOI: 10.21686/2413-2829-2023-2-80-92.
2. Гарнов А.П., Афанасьев Е.В. Проблемы привлечения физических лиц на российский фондовый рынок // Вестник Российского экономического университета имени Г.В. Плеханова. 2023. № 20(1). С. 101-108. DOI: 10.21686/2413-2829-2023-1-101-108.
3. Теплова Т.В., Родина В.А. Высокодоходные облигации: от истории становления рынка в США до российских реалий. М.: ИНФРА-М, 2019. 261 с.

4. Роберт Левин Как заработать на «мусорных» облигациях». [Электронный ресурс]. URL: www.litres.ru/book/smart-reading/kluchevye-idei-knigi-kak-zarabotat-na-musornyh-obligatsiyah-r-56878236/ (дата обращения 17.09.2023).

5. Россохин В.В., Чапрак Н.В. Анализ инвестиционных характеристик и конструирование портфеля высокодоходных облигаций. М.: ООО «Издательский дом «Среда», 2022. 148 с.

References

1. Zaytsev V.A. Obligatsii s peremennym kuponom kak al'ternativnyy istochnik gosudarstvennogo finansirovaniya neftegazovoy otrasli // Vestnik Rossiyskogo ekonomicheskogo universiteta imeni G. V. Plekhanova. 2023. № 20 (2). S. 80-92. DOI: 10.21686/2413-2829-2023-2-80-92.

2. Garnov A.P., Afanas'yev Ye.V. Problemy privilecheniya fizicheskikh lits na rossiyskiy fondovyy rynek // Vestnik Rossiyskogo ekonomicheskogo universiteta imeni G. V. Plekhanova. 2023. № 20 (1). S. 101-108. DOI: 10.21686/2413-2829-2023-1-101-108.

3. Teplova T.V., Rodina V.A. Vysokodokhodnyye obligatsii: ot istorii stanovleniya rynka v SSHA do rossiyskikh realiy. M.: INFRA-M, 2019. 261 s.

4. Robert Levin Kak zarabotat' na «musornykh» obligatsiyakh». [Elektronnyy resurs]. URL: www.litres.ru/book/smart-reading/kluchevye-idei-knigi-kak-zarabotat-na-musornyh-obligatsiyah-r-56878236/ (data obrashcheniya 17.09.2023).

5. Rossokhin V.V., Chaprak N.V. Analiz investitsionnykh kharakteristik i konstruirovaniye portfelya vysokodokhodnykh obligatsiy. M.: ООО «Izdatel'skiy dom «Sreda», 2022. 148 s.