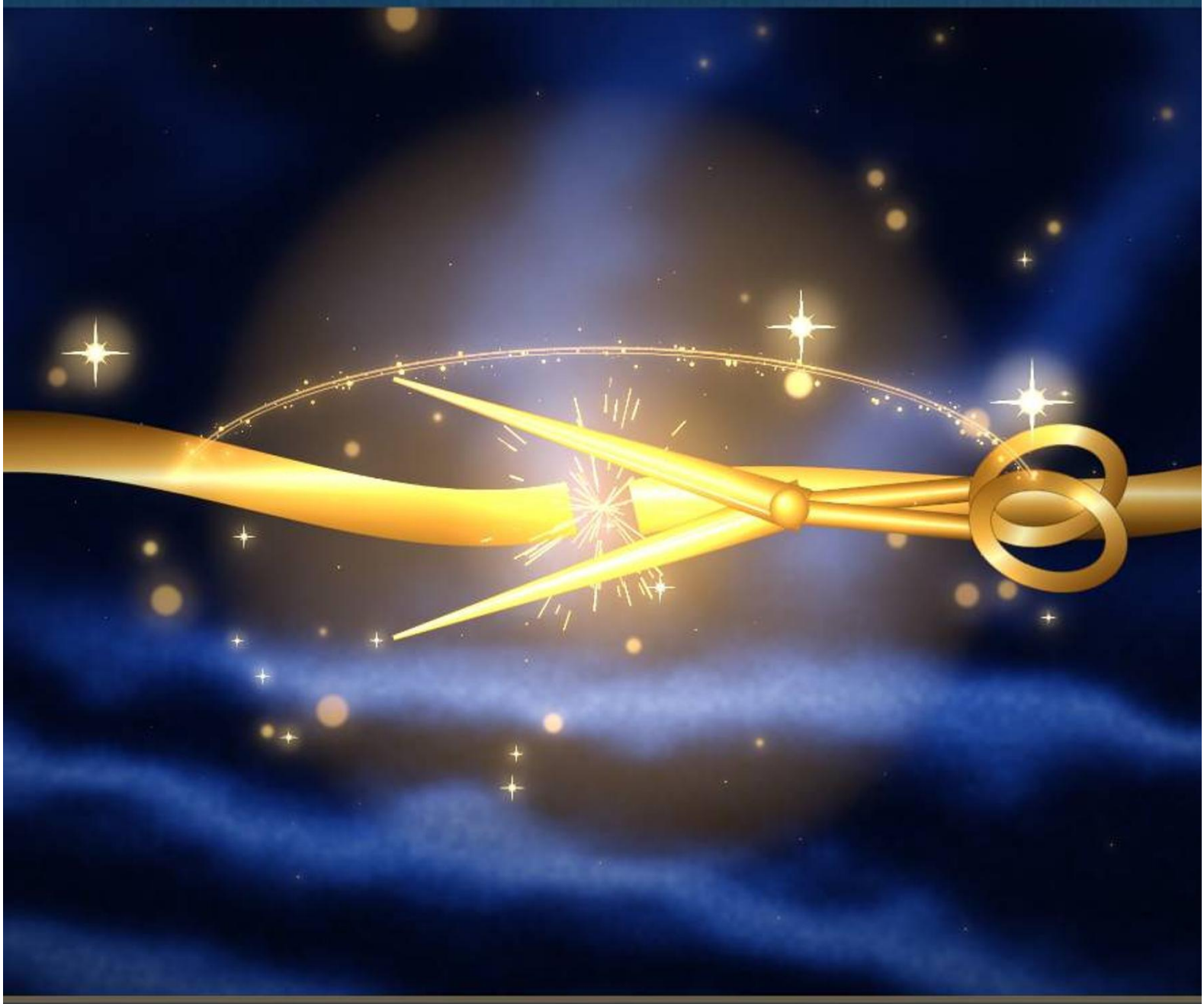
КНИГИ ПО ИНВЕСТИЦИЯМ



ПЕРВИЧНЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ ОБЛИГАЦИЙ

как покупать на старте

Виталий Гурьев

Виталий Гурьев

Первичные размещения облигаций: как покупать на старте

«Автор»
2026

Гурьев В.

Первичные размещения облигаций: как покупать на старте / В. Гурьев — «Автор», 2026

Каждую неделю на российском рынке размещаются новые выпуски облигаций, и именно на старте часто можно получить лучшие условия. Эта книга раскрывает механику первичного рынка. Вы узнаете, как формируется книга заявок, что такое ориентир купона и почему он так часто снижается к финалу сбора. Мы разберем, как организаторы распределяют бумаги, почему частные инвесторы получают аллокацию не всегда и как подать заявку через брокера. Вы научитесь оценивать новый выпуск в сравнении с уже обращающимися бумагами эмитента и аналогами. Отдельная глава посвящена тому, как ведут себя цены после размещения и когда выгоднее подождать вторичного рынка. Практичное руководство для тех, кто хочет покупать первым.AI was used in the preparation of the book.

© Гурьев В., 2026
© Автор, 2026

Содержание

Глава 1. Первичный рынок: почему старт выпуска стоит вашего внимания 6
Глава 2. Кто проводит размещение: участники сделки 15
Глава 3. Путь выпуска на рынок: от решения до допуска к торгам 24
Глава 4. Анонс размещения: где узнать о новом выпуске 33
Глава 5. Документы выпуска: что читать перед заявкой 42
Конец ознакомительного фрагмента. 48

Виталий Гурьев
Первичные размещения облигаций: как покупать на старте

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. Первичный рынок: почему старт выпуска стоит вашего внимания

Когда вы впервые открываете раздел облигаций в приложении брокера, перед вами оказывается длинный список бумаг с ценами, купонами и датами погашения. Все они уже торгуются, их кто-то купил раньше вас и теперь готов перепродать. Однако каждую неделю в этом списке появляются новые имена, и у каждого из них есть короткий момент рождения. В этот момент бумагу ещё нельзя купить у другого инвестора, её можно получить только от самого заёмщика. Этой короткой точке старта и посвящена книга, которую вы держите в руках.

Рынок, на котором компания или государство впервые продают свои облигации, называют первичным. Деньги здесь идут напрямую эмитенту, то есть тому, кто выпускает долг и обещает его вернуть. Вторичный рынок устроен иначе: там бумаги переходят от одного владельца к другому, а эмитент в этих сделках не участвует и ничего не получает. Если вы покупаете облигацию через биржевой стакан через месяц после выпуска, ваши деньги уходят продавцу, а не компании. Для частного инвестора эта разница выглядит технической, хотя на деле она меняет цену, условия и тактику покупки.

Чтобы почувствовать разницу, полезно представить обычную квартиру. Её можно купить у застройщика на этапе строительства, когда цена зафиксирована в договоре, а продавец заинтересован в быстром наборе покупателей. Можно купить готовую квартиру у соседа, который назначает цену сам, смотрит на спрос и охотно торгуется. Первичный рынок облигаций похож на покупку у застройщика, с той разницей, что «стройка» здесь занимает не годы, а несколько часов сбора заявок. Вторичный рынок напоминает сделку с соседом, где цена может понемногу меняться каждый день.

На протяжении всей книги рядом с вами будут три человека, которые проходят тот же путь. Марине 34 года, она работает бухгалтером в логистической компании в Казани и много лет хранила сбережения на банковских вкладах. Недавно она открыла брокерский счёт и индивидуальный инвестиционный счёт, но покупать что-либо не спешит. Марина читает документы до последней строчки и больше всего боится ошибиться с первого раза. Её вопросы, скорее всего, во многом совпадут с вашими собственными сомнениями.

Тимуру 26 лет, он тестирует программное обеспечение в Екатеринбурге и подходит к инвестициям совсем иначе. Он ловит новые размещения в приложении брокера, читает инвестиционные сообщества в Max и радуется, когда видит высокий купон и сообщение о том, что спрос многократно превысил предложение. Тимур быстро принимает решения, иногда слишком быстро, и любит перепродавать бумаги в первые дни торгов. Многие разборы ошибок в этой книге построены именно на его опыте, и он сам относится к ним с юмором.

Третий герой появляется реже, но его взгляд тоже важен. Олегу Викторовичу 58 лет, он инженер на пенсии из Нижнего Новгорода и много лет покупает облигации федерального займа и выпуски крупнейших надёжных компаний. Его не интересуют рекордные купоны, ему нужны предсказуемость и понятный график выплат. Долгое время он покупал всё только на вторичном рынке, считая первичку игрой для профессионалов. Как он изменил это мнение, мы увидим чуть позже в этой главе.

Для частного инвестора разница между двумя рынками сводится к нескольким практическим вещам. На вторичном рынке вы покупаете сразу, по текущей цене, в любой торговый день, но платите столько, сколько просят продавцы. На первичном рынке вы подаёте заявку заранее, ждёте итогов и не всегда получаете весь желаемый объём, зато цена известна заранее и одинакова для всех участников. Вторичка даёт скорость и гибкость, первичка даёт стартовые

условия и шанс получить надбавку к доходности. В следующих главах мы будем постоянно взвешивать эти два варианта.

Первичный рынок облигаций в России — вовсе не редкое событие, которое случается раз в квартал. В обычную неделю на Мосбирже проходят сборы заявок по нескольким, а нередко и по десятку и более выпускам корпоративных заёмщиков. К ним добавляются регулярные аукционы Минфина по облигациям федерального займа, а также выпуски регионов и городов. Если вы откроете календарь размещений на любой спокойный месяц, то увидите плотное расписание, где почти каждый рабочий день занят какой-то книгой. Для новичка это означает простую вещь: выбирать есть из чего, и торопиться с каждым отдельным выпуском не обязательно.

Суммы отдельных размещений при этом сильно различаются. Небольшая компания из сегмента повышенной доходности может занимать несколько сотен миллионов рублей, тогда как крупный банк или госкомпания собирают за один день десятки миллиардов. Минфин на одном аукционе способен привлечь ещё больше, хотя это отдельный мир со своими правилами, которые мы разберём в главе о форматах размещения. В сумме корпоративный долговой рынок России за год пополняется новыми выпусками на триллионы рублей. Это значит, что первичка давно стала главным способом, которым крупный бизнес занимает деньги у инвесторов.

Ритм первичного рынка при этом не бывает равномерным. Выпуски выходят волнами: когда ставки стабильны и инвесторы спокойны, компании спешат занять, а в периоды резких движений рынок может замереть на несколько недель. О том, почему так происходит и как эмитенты выбирают удачное «окно», подробно расскажет третья глава. Сейчас достаточно запомнить, что пауза в календаре размещений — нормальное явление, а не признак конца рынка. После таких пауз обычно приходит плотная волна новых выпусков, иногда с особенно щедрыми условиями.

Для частного инвестора масштаб важен ещё и психологически. Тимур в первый месяц знакомства с первичкой пытался участвовать почти в каждой книге, которую видел в приложении, и к концу месяца запутался в собственных заявках. Марина, наоборот, решила, что раз выпусков так много, разобраться в них невозможно, и отложила вопрос на полгода. Обе реакции понятны, и обе одинаково мешают зарабатывать. Поток размещений похож на ленту объявлений о продаже квартир: смотреть на всё сразу бессмысленно, гораздо полезнее заранее знать свои критерии и спокойно отбирать подходящее.

Прежде чем покупать облигацию на старте, полезно понять, зачем компания вообще выходит к вам за деньгами. У любого бизнеса, которому нужны средства на стройку, закупку оборудования или погашение старых долгов, есть три основных пути. Можно взять кредит в банке, можно продать новые акции, то есть провести дополнительную эмиссию, а можно выпустить облигации. Каждый путь имеет свою цену, и облигации выбирают тогда, когда они оказываются удобнее или дешевле остальных вариантов.

Возьмём условный пример, чтобы увидеть этот выбор в цифрах. Условному «Камскому агрохолдингу» нужно 5 млрд рублей на строительство элеватора и обновление техники. Банк готов дать кредит под 22% годовых, но требует залог земли и техники, ежеквартальные отчёты и право пересмотреть ставку. Организаторы оценивают, что трёхлетние облигации можно разместить с купоном около 20% без всякого залога. Разница в два процентных пункта на сумме 5 млрд рублей даёт экономию 100 млн рублей в год, что для агрохолдинга очень заметные деньги.

Впрочем, выгода эмитента далеко не всегда сводится к одной ставке. Облигации позволяют занять сразу у тысяч инвесторов, а не зависеть от одного банка, который в трудный момент может отказать в продлении кредита. Обычно облигация гасится одной суммой в конце срока, тогда как кредит часто требует постепенного возврата, что съедает оборотные деньги. Наконец, публичный долг создаёт компании кредитную историю на рынке, и следую-

щие выпуски даются ей легче. Для многих заёмщиков именно это становится главным аргументом в пользу облигаций.

Дополнительная эмиссия акций выглядит ещё дешевле, ведь акционерам не нужно платить проценты. Однако за этой видимой бесплатностью стоит размытие: новые акционеры получают долю в будущих прибылях и голоса на собрании. Если собственник «Камского агрохолдинга» владеет компанией целиком и уверен в её росте, отдавать часть бизнеса ради 5 млрд рублей ему невыгодно. Долг обходится дороже в моменте, но после погашения компания снова целиком принадлежит прежним владельцам. Поэтому облигации часто выбирают растущие компании с уверенными в будущем собственниками.

Для вас как покупателя этот расчёт эмитента важен по простой причине. Компания выходит на первичный рынок не из благотворительности, а потому что ей нужен большой объём денег быстро и к определённой дате. Ради этого она готова немного доплатить тем, кто принесёт деньги сразу, а не будет раздумывать неделями. Именно здесь возникает та самая надбавка, ради которой имеет смысл следить за стартом выпусков. Мы вернёмся к ней через несколько страниц, когда поговорим о премии за старт.

Бывает и обратная ситуация, о которой стоит знать с самого начала. Иногда компания выходит с облигациями потому, что банки уже не готовы её кредитовать на приемлемых условиях. Такой эмитент тоже предлагает высокий купон, но эта доплата отражает не стремление к скорости, а повышенный риск невозврата. Отличать одно от другого и есть главная работа инвестора на первичном рынке, и большая часть книги учит именно этому. Цели займа, отчётность и мелкий шрифт мы подробно разберём в главе о документах выпуска.

Первое, что бросается в глаза при участии в размещении, — цена. На старте почти все выпуски продаются по 100% от номинала, то есть ровно за 1000 рублей за облигацию при стандартном номинале. Эта цена одинакова для всех: для крупного пенсионного фонда, для банка и для частного инвестора с суммой в несколько тысяч рублей. На вторичном рынке такого равенства нет, и цена каждую минуту складывается из предложений сотен продавцов. Уже одно это делает первичку удобной точкой входа для новичка.

Вторая особенность связана с накопленным купонным доходом, или НКД. Купон по облигации начисляется каждый день, хотя выплачивается раз в месяц, квартал или полгода. Если вы покупаете бумагу на вторичном рынке в середине купонного периода, продавец хочет получить свою часть купона за те дни, что владел облигацией. Эту часть вы оплачиваете ему сверх цены, а затем получаете полный купон от эмитента в дату выплаты. НКД не является потерей в строгом смысле, но он замораживает ваши деньги и усложняет подсчёт доходности.

Посмотрим на цифры условного выпуска с купоном 18% годовых и выплатой раз в квартал. За год облигация номиналом 1000 рублей приносит 180 рублей, за квартал — 45 рублей. Если вы покупаете её через 61 день после начала купонного периода, НКД составит примерно 1000 × 18% × 61 / 365 ≈ 30,08 рубля. При рыночной цене 100,5% вы заплатите за одну облигацию 1005 рублей плюс 30,08 рубля НКД, всего около 1035,08 рубля. На первичке та же бумага обошлась бы ровно в 1000 рублей без всяких доплат.

Третья экономия менее заметна, но вполне реальна. Речь о спреде стакана, то есть о разнице между лучшей ценой покупки и лучшей ценой продажи в биржевых заявках. Допустим, покупатели готовы платить 99,8%, а продавцы просят 100,3%: если вы покупаете сразу, по рынку, вы платите верхнюю цену. Захоти вы через минуту продать, вы получили бы только нижнюю, потеряв полпроцента, то есть 5 рублей на каждой облигации. У малоликвидных выпусков такой разрыв бывает ещё шире, а на первичке его просто нет.

Тимур однажды проспал книгу заявок по выпуску, который давно ждал, и купил его в первый день торгов. Бумага к тому моменту стоила 101,2%, и за 50 облигаций он заплатил 50 600 рублей вместо 50 000 рублей, которые отдал бы на старте. Сверху добавились брокерская комиссия за сделку в стакане и небольшой НКД, набежавший с даты размещения. Переплата

в 600 рублей почти равна месячному купону, ведь при ставке 15% годовых его 50 000 рублей приносят 625 рублей в месяц. С тех пор Тимур ставит себе напоминания о времени открытия книги.

Важно при этом не переоценивать эти преимущества. Цена 100% выгодна только тогда, когда купон справедлив для риска эмитента, иначе вы просто переплачиваете ровно по номиналу. Кроме того, некоторые брокеры берут комиссию и за участие в размещении, а технические детали расчётов мы подробно разберём в главах о подаче заявки и о дне размещения. Отсутствие НКД и спреда — приятный бонус, но не причина покупать любой новый выпуск. Главная выгода первички лежит глубже, и о ней пойдёт следующий разговор.

Почему на старте вообще можно получить лучшие условия, чем у уже обращающихся бумаг? Ответ кроется в положении эмитента в день сбора заявок. Компании нужно за несколько часов собрать крупную сумму, например 10 млрд рублей, и убедить инвесторов отдать деньги именно ей, а не соседнему выпуску. Чтобы спрос точно оказался достаточным, организаторы ставят купон чуть выше, чем дают по рынку старые облигации того же заёмщика. Эту надбавку в профессиональной среде называют премией за новый выпуск, а в нашей книге — премией за старт.

Представим условную «Волжскую лизинговую компанию», у которой уже торгуются два выпуска с доходностью около 19,4% годовых. Компания объявляет новый трёхлетний выпуск и предлагает ориентир купона не выше 20%. Разница в 0,6 процентного пункта, или 60 базисных пунктов, и есть предварительная премия за старт. На 100 000 рублей вложений это около 600 рублей дополнительного дохода ежегодно, а за весь трёхлетний срок набегает примерно 1800 рублей. Деньги небольшие, но риск за них вы берёте на себя практически прежний, потому что платить будет та же самая компания.

Премия платится не только за новизну, но и за объём. Старые выпуски торгуются небольшими порциями, и крупный фонд не может купить в стакане сразу миллиард рублей, не подняв цену. На первичке он получает весь нужный объём в один день по одной цене, и эмитенту выгодно оплатить это удобство. Частный инвестор, оказавшийся в той же книге, получает ту же премию, хотя его заявка в тысячи раз меньше. В этом смысле первичка — редкое место, где розница стоит на одной линии с институционалами.

Однако премия за старт не высечена в камне. В ходе сбора заявок, если спрос большой, эмитент снижает купон, и от первоначальных 60 базисных пунктов может остаться 20 или вовсе ничего. Почему так происходит и как прикинуть вероятный финальный купон, подробно разберут седьмая и восьмая главы. Здесь важно запомнить главное правило: премию нужно проверять, а не принимать на веру. Стартовая цифра в анонсе — это предложение продавца, а не подарок покупателю.

Проверка премии сводится к простому вопросу: сколько вы получили бы, купив сопоставимую бумагу прямо сейчас на вторичном рынке. Если новый выпуск даёт заметно больше, чем старые облигации того же эмитента или компании-аналоги с похожим рейтингом, премия есть. Если итоговый купон оказался ниже, премии нет, и покупка на старте теряет смысл, кроме разве что экономии на НКД. Методы такого сравнения займут у нас две отдельные главы, где мы научимся считать премию к кривой эмитента и к рынку в целом.

Премию за старт удобно сравнить со скидкой для первых покупателей нового жилого комплекса. Застройщику важно быстро набрать продажи, поэтому первые квартиры он отдаёт дешевле, чем последние. Однако бывают проекты, где «скидка» нарисована только на рекламном плакате, а реальная цена выше, чем у соседних готовых домов. Опытный покупатель сравнивает цену квадратного метра с соседними домами, а не верит баннеру. С облигациями работает тот же принцип, только сравнивают не метры, а доходности.

Олег Викторович пересмотрел свой взгляд на первичку именно после такого сравнения. Он держал выпуск условной «Приволжской энергосетевой компании» с доходностью на вто-

ричке около 17,2% и увидел анонс её нового выпуска с ориентиром около 17,8%. Даже после снижения купона в ходе книги до 17,5% разница оставалась в его пользу, а покупка обошлась ровно в номинал без НКД. Для человека, который ценит предсказуемость, такая сделка оказалась понятной и спокойной. С тех пор он просматривает календарь размещений раз в неделю.

Марина начала с привычного сравнения с вкладом, и это вполне разумная точка отсчёта. Допустим, банк предлагает ей вклад на год под 16% годовых, а на первичке размещается условный выпуск надёжной компании на три года с купоном 18%. На сумме 300 000 рублей вклад за год принесёт 48 000 рублей процентов, а облигации — 54 000 рублей купонов. Обе цифры указаны до налога, о котором мы подробно поговорим в последней главе. Разница в 6000 рублей в пользу облигаций выглядит вполне заметной.

У первички перед вкладом есть и другие преимущества. Ставка по облигации с фиксированным купоном действует весь срок выпуска, а вклад через год придётся переоформлять по новой ставке, которая может оказаться ниже. Облигацию можно продать на бирже в любой торговый день, не теряя накопленных процентов, ведь НКД вы получите от покупателя. По вкладу досрочное закрытие часто означает потерю почти всех начисленных процентов. Кроме того, через облигации можно распределить деньги между многими заёмщиками, а не держать всё в одном банке.

Однако у вклада есть свойство, которого нет ни у одной корпоративной облигации. Вклады в пределах установленного лимита застрахованы государственной системой страхования, и при отзыве лицензии у банка вы получите деньги обратно. Облигацию никто не страхует: если компания не сможет платить, вы рискуете потерять часть или даже всю вложенную сумму. Цена облигации на бирже к тому же колеблется, и при росте ставок вы можете увидеть в портфеле не 100%, а 96% или 97%. Вклад таких неприятных сюрпризов не преподносит.

Есть у первички и практические неудобства, о которых редко пишут. Вклад открывается за пять минут в любой день, а на размещение нужно успеть подать заявку в отведённые часы. Вы не всегда знаете заранее, сколько облигаций получите и по какому купону, ведь итоги становятся известны только после закрытия книги. Деньги под заявку на время блокируются, и если заявку удовлетворят частично, остаток придётся куда-то пристраивать. Всё это не делает первичку плохим инструментом, но требует чуть больше внимания, чем банковский вклад.

Сравнение с уже обращающимися облигациями получается тоньше. Плюсы первички мы уже назвали: цена ровно в номинал, отсутствие НКД и спреда, возможная премия за старт. Минусы связаны с неопределённостью: на вторичке вы видите точную доходность прямо сейчас и покупаете ровно столько, сколько хотите, а на первичке купон и объём выясняются позже. К тому же старый выпуск уже показал, как рынок его оценивает, а новый ещё только проходит эту проверку. Иногда после размещения цена нового выпуска опускается ниже номинала, и тогда терпеливый покупатель со вторички выигрывает.

Удобно держать в голове простое правило из двух частей. Первичка выгоднее вклада тогда, когда вы готовы принять кредитный риск и колебания цены ради более высокой доходности. Первичка выгоднее вторички тогда, когда премия за старт действительно есть и перекрывает неопределённость ожидания. Если хотя бы одно из этих условий не выполнено, спокойнее выбрать вклад или купить бумагу на бирже. В главах о сравнении с аналогами и о выборе момента покупки мы превратим это правило в рабочий инструмент.

Ещё десять лет назад первичный рынок облигаций был почти закрытым клубом. Заявки подавали банки, страховые компании, пенсионные и инвестиционные фонды, а частный инвестор мог узнать о размещении разве что из профильных новостей. Подать заявку через брокера было технически возможно, но нередко требовало звонка менеджеру и заметной суммы на счёте. Розница покупала облигации в основном на вторичном рынке, уже после того, как профессионалы разобрали выпуск. С начала 2020-х годов картина заметно изменилась.

Первой причиной стал массовый приход людей на биржу. Снижение ставок по вкладам в 2020 году подтолкнуло миллионы вкладчиков искать альтернативу, и число брокерских счетов частных лиц выросло до десятков миллионов. Брокеры ответили на этот спрос удобными приложениями, где облигации можно купить в пару касаний. Вслед за этим многие из них добавили отдельные разделы с предстоящими размещениями, о которых подробнее рассказывает четвёртая глава. Подача заявки на первичке превратилась из звонка менеджеру в обычную операцию в телефоне.

Второй причиной стало поведение самих эмитентов. Компании заметили, что частные инвесторы приносят стабильный спрос, менее чувствительный к мелким колебаниям рынка, и начали подстраивать выпуски под розницу. Появились облигации с ежемесячным купоном, понятными презентациями и вебинарами для частных инвесторов. Организаторы стали выделять под розницу отдельные квоты, а некоторые небольшие эмитенты фактически рассчитывают только на частный спрос. Подробнее о розничных траншах и выпусках для частных инвесторов мы поговорим в главах об аллокации и о дебютантах.

Третьей причиной стал период высоких ставок. Когда ключевая ставка Банка России находилась на уровне 21% с конца октября 2024 по начало июня 2025 года, купоны по новым выпускам стали рекордными, а облигации с фиксированным купоном позволяли закрепить высокую доходность на годы вперёд. Многие вкладчики впервые увидели, что надёжная компания может платить больше банка, и пришли на первичку именно за этим. Доля частных инвесторов в книгах заявок по многим выпускам заметно выросла. Для некоторых компаний розница стала важнейшей группой покупателей.

У этой популярности есть и обратная сторона. Чем больше частных инвесторов приходит в книги, тем легче эмитенту снизить купон к финалу сбора, ведь спрос остаётся высоким даже на менее щедрых условиях. Вокруг размещений возник шум: сообщества в Мах обсуждают каждый выпуск, а громкие слова о переподписке подталкивают новичков к спешке. Тимур не раз признавался, что подавал заявку только потому, что все вокруг писали о «горячей книге». Умение отделять ажиотаж от реальной премии стало для частного инвестора не менее важным, чем знание механики.

Марина пришла на первичку на этой волне, но по-своему. Она не стала участвовать в первом же выпуске, о котором прочитала, а несколько недель просто наблюдала: записывала ориентир, итоговый купон и цену бумаги через неделю после начала торгов. Такое наблюдение без денег оказалось отличной школой, и мы ещё вернёмся к нему в главе о дневнике размещений. К моменту первой заявки она уже понимала, чего ждать от процедуры. Этот путь медленнее, чем у Тимура, но он бережёт и нервы, и деньги.

Вокруг первичного рынка сложилось несколько устойчивых заблуждений, и два из них встречаются особенно часто. Первое звучит так: на первичке всегда дешевле, чем на вторичке, значит, покупать нужно только на старте. Второе противоположно по духу: там всё раскупают фонды, частному инвестору достаются крохи, и пытаться бессмысленно. Оба утверждения содержат долю правды, поэтому и живут так долго. Однако оба приводят к ошибкам, если принимать их без оговорок.

Начнём с мифа о вечной дешевизне первички. Премия за старт действительно часто встречается на рынке, но общая закономерность ничего не гарантирует в конкретной книге. При сильном спросе купон может снизиться настолько, что итоговая доходность окажется ниже, чем у старых выпусков того же заёмщика. В таком случае вы покупаете по номиналу облигацию, которая через несколько дней может стоить на бирже 99% или меньше. Экономия на НКД и спреде в такой ситуации не спасает, потому что потери от переоценки её перекрывают.

Тимур убедился в этом на условном выпуске девелопера «СтройГрад-Инвест». Ориентир купона стартовал с 21%, спрос превысил предложение в несколько раз, и финальный купон

опустился до 19%. Старые выпуски компании в тот же день давали около 19,8%, так что новая бумага оказалась дороже рынка. Через неделю после начала торгов она стоила 98,6%, и на 100 облигациях Тимур увидел бумажный убыток в 1400 рублей. Подробный разбор таких ситуаций ждёт вас в главах о снижении ориентира и о поведении цены после размещения.

Второй миф, о всесильных фондах, сбивает с толку не меньше. Крупные институциональные инвесторы действительно формируют основную часть спроса в больших выпусках надёжных эмитентов. Однако организаторам выгодно иметь в книге широкий круг покупателей, и розничные заявки часто удовлетворяют полностью или в значительной части. В выпусках, рассчитанных на частных инвесторов, розница и вовсе бывает главным покупателем. Почему ваша заявка иногда урезается и как повысить шансы на полный объём, разберут главы об аллокации и о частном инвесторе в книге.

Настоящая трудность для частного инвестора заключается не в том, что фонды всё разбирают. Лучшие по соотношению риска и доходности выпуски привлекают всех сразу, и там урезание заявок действительно возможно. В менее популярных книгах вы получите весь объём, но именно там важно трижды проверить, почему спрос невысок. Иными словами, лёгкая аллокация иногда сама по себе служит сигналом, над которым стоит подумать. Эта мысль пригодится вам в каждой книге, где вы будете участвовать.

Встречаются и другие заблуждения, пусть менее громкие. Одни думают, что участие в размещении доступно только квалифицированным инвесторам, хотя большинство выпусков открыто для всех, а пометку об ограничениях можно увидеть в анонсе заранее. Другие считают, что заявка на первичке обязывает купить весь указанный объём при любом итоговом купоне, хотя заявку можно ограничить минимальной ставкой. Третьи уверены, что первичка гарантирует рост цены в первый день торгов. Ни одно из этих утверждений не выдерживает проверки, и каждое мы разберём на своём месте.

Покупка на старте подходит далеко не каждому, и это нормально. Лучше всего она работает у инвестора, который готов уделять рынку немного времени каждую неделю: смотреть календарь, читать анонсы и сравнивать условия. Такой человек не боится процедуры с отложенным результатом и спокойно относится к тому, что заявку могут удовлетворить частично. Ему важна доходность, но ещё важнее понимание, за что именно он её получает. Марина по складу характера идеально вписывается в этот портрет.

Первичка подходит и консервативному инвестору вроде Олега Викторовича, хотя он пользуется ею иначе. Он участвует только в выпусках крупных надёжных заёмщиков, которые всё равно собирался купить, и рассматривает старт как способ войти по номиналу без лишних расходов. Ему не нужно следить за каждым выпуском: двух-трёх заявок в месяц достаточно, чтобы постепенно наполнять портфель. Такой подход скромен по доходности, но почти не отнимает времени. Для многих людей старшего возраста он оказывается самым удобным.

Активному инвестору вроде Тимура первичка тоже даёт возможности, но вместе с ними и соблазны. Желание успеть в каждую книгу, перепродать бумагу в первый день и сразу перейти к следующей превращает инвестиции в гонку. При удачном раскладе такая тактика приносит небольшой быстрый доход, при неудачном — серию мелких убытков, которые не видны по отдельности. Организаторы к тому же не любят тех, кто сразу перепродаёт бумаги, и это может отразиться на будущих заявках. Тимуру ещё предстоит найти баланс между азартом и расчётом.

Кому же лучше не использовать покупку на старте? Прежде всего тем, кому деньги могут понадобиться в ближайшие недели: облигация не вклад до востребования, и продажа в неудачный момент может обойтись потерей части суммы. Первичку стоит отложить и тем, кто не готов читать хотя бы краткие документы выпуска и сравнивать купон с аналогами. Без этой работы покупка на старте превращается в лотерею, где вы полагаетесь на чужой маркетинг. Наконец, первичка плохо подходит людям, которых сильно тревожат колебания цены.

Отдельно стоит сказать о размере суммы. Номинал большинства выпусков составляет 1000 рублей, поэтому формально участвовать можно и с небольшими деньгами. Однако брокеры иногда устанавливают минимальный размер заявки, а при скромном капитале трудно разложить деньги между несколькими эмитентами. Если весь ваш портфель составляет 20 000 рублей, разумнее начать с облигаций федерального займа или крупных надёжных компаний, чем вкладывать всё в один яркий выпуск. Распределение по эмитентам и лимиты на одну бумагу мы обсудим в последней главе.

Простой способ понять, подходит ли вам первичка, — честно ответить себе на несколько вопросов. Готовы ли вы держать бумагу до погашения, если цена после размещения пойдёт вниз? Можете ли вы объяснить, почему купон нового выпуска справедлив для этого заёмщика? Устроит ли вас, если заявку удовлетворят на треть и часть денег останется свободной? Если на все три вопроса вы отвечаете «да», первичка станет полезным инструментом, а если нет, начните с наблюдения, как это сделала Марина.

Теперь, когда общая картина ясна, посмотрим на маршрут, по которому мы пройдём вместе. Книга устроена так же, как жизнь отдельного выпуска: от первого анонса до момента, когда бумага начинает свободно торговаться на бирже. Ближайшие главы знакомят вас с участниками сделки и с путём выпуска на рынок: кто организует размещение, какие документы готовит эмитент и почему выпуски выходят волнами. Затем мы научимся находить анонсы, читать документы и понимать, откуда берётся стартовый ориентир купона. Эта часть книги даёт вам словарь и карту местности.

Центральная часть книги посвящена самой процедуре размещения. Вы узнаете, как работает книга заявок, почему ориентир так часто снижается к финалу сбора и какие ещё форматы размещения существуют помимо букбилдинга. Отдельно мы разберём аллокацию, то есть распределение бумаг между инвесторами, и причины, по которым частный инвестор получает не всё, что просил. Завершит этот блок пошаговое руководство по подаче заявки через брокера и рассказ о том, что происходит в день технического размещения. После этих глав вы сможете уверенно участвовать в любой книге.

Третья часть учит оценивать новый выпуск по существу. Мы будем сравнивать его с уже обращающимися облигациями того же эмитента и с бумагами похожих компаний, чтобы измерить премию за старт в цифрах. Отдельные главы посвящены конструкциям выпусков, таким как флоатеры, амортизация и оферты, а также дебютантам и сегменту высокодоходных облигаций. Именно здесь проверка премии превращается из общей идеи в конкретную методику. Эти главы потребуют внимания, но окупятся при каждой следующей заявке.

Финальная часть книги смотрит на то, что происходит после размещения. Мы разберём, как ведёт себя цена в первые дни и недели торгов, когда выгоднее подождать вторичного рынка и сколько стоит такое ожидание. Последняя глава соберёт всё в вашу собственную систему: критерии отбора, лимиты, налоги, дневник размещений и еженедельную рутину. К концу книги у вас будет не набор отдельных советов, а связный порядок действий. Марина, Тимур и Олег Викторович будут появляться по ходу всего маршрута, каждый со своими находками и ошибками.

Читать книгу удобнее по порядку, потому что каждая глава опирается на предыдущие. Если же вы уже участвовали в размещениях, можно начать с интересующей темы и возвращаться к базовым главам по мере необходимости. Советую с первых страниц завести простой блокнот или файл, куда вы будете записывать выпуски, за которыми наблюдаете. Даже несколько недель таких записей дадут вам больше понимания, чем десяток прочитанных обзоров. Цифры в книге условные, но логика расчётов годится для любого реального выпуска.

Первичный рынок облигаций — это место, где деньги инвестора встречаются с заёмщиком напрямую и где у частного инвестора есть шанс получить условия не хуже, чем у профессионалов. Премия за старт существует, но её размер и само наличие нужно проверять каждый

раз заново. Чтобы делать это осознанно, полезно понимать, кто стоит по ту сторону сделки и какую роль играет каждый участник. Эмитент, организатор, рейтинговое агентство, биржа и ваш брокер связаны в одну цепочку, и от её устройства зависят ваши шансы. С этой цепочки мы и начнём следующую главу.

Глава 2. Кто проводит размещение: участники сделки

Когда вы видите в приложении брокера новый выпуск с ориентиром купона и датой сбора заявок, кажется, что сделка происходит между двумя сторонами: компанией, которой нужны деньги, и вами. На самом деле за этой простой картинкой стоит целая команда. В подготовке даже небольшого выпуска участвуют банки, юристы, рейтинговое агентство, биржа, депозитарий и брокеры, каждый со своими интересами и своей зоной ответственности. Понимать, кто за что отвечает, полезно по очень практичной причине. От устройства этой цепочки зависит, какие условия вам предложат, получите ли вы бумаги и кто будет защищать ваши права, если что-то пойдёт не так.

Начнём с главного действующего лица, без которого никакого выпуска не было бы. Эмитент — это компания, банк, регион или государство, которые занимают деньги и берут на себя обязательство платить купоны и вернуть номинал в срок. Именно эмитент несёт кредитный риск, о котором мы говорили в первой главе: если у него закончатся деньги, никакие посредники вам долг не вернут. Все остальные участники лишь помогают организовать заём, сделать его удобным и законным. Поэтому любое изучение нового выпуска начинается с вопроса о том, кто занимает, а не о том, кто продаёт.

Возьмём условную компанию «Балтийский терминальный холдинг», которая управляет портовыми складами и планирует занять 8 млрд рублей на пять лет. У неё есть финансовый директор, бухгалтерия и юристы, но нет ни опыта продажи долга тысячам инвесторов, ни списка контактов в пенсионных фондах и страховых компаниях. Компания не умеет оценивать, какой купон рынок примет сегодня, а какой через месяц. У неё нет и технического доступа к торговой системе биржи, через которую заключаются сделки. Самостоятельно провести размещение такой эмитент мог бы разве что ценой многих ошибок и потерянного времени.

Здесь хорошо работает сравнение с продажей загородного дома. Владелец может разместить объявление сам, показывать дом покупателям и оформлять документы, но чаще он нанимает риелтора, нотариуса и иногда оценщика. Риелтор знает, какие цены реальны, где искать покупателей и как провести сделку без юридических ловушек. Эмитент облигаций поступает похожим образом, только вместо одного риелтора нанимает целую команду профессионалов. За это он платит комиссии, но выигрывает в скорости, объёме собранных денег и цене займа.

Для инвестора важно понимать, что посредники работают по заказу эмитента и получают вознаграждение от него. Они не являются вашими советниками и не обязаны искать для вас лучшую сделку. Это не делает их нечестными, просто у каждого участника свой интерес, и его полезно держать в голове. Банк, ведущий выпуск, заинтересован в том, чтобы размещение прошло успешно для клиента-эмитента, а успех для эмитента часто означает купон пониже. Вы же хотите купон повыше, и эту разницу интересов мы будем замечать на протяжении всей главы.

Ключевой посредник при размещении называется организатором. Обычно это крупный банк или инвестиционная компания с собственным подразделением долгового рынка, которое занимается выпусками облигаций каждую неделю. В профессиональном жаргоне про такой банк говорят, что он «ведёт» выпуск, а в англоязычных материалах его называют букраннером. Организатор помогает эмитенту выбрать срок, объём и конструкцию займа, готовит вместе с юристами документы и предлагает стартовый ориентир купона. Именно его имя вы чаще всего видите в анонсе рядом с названием компании.

Работа организатора начинается задолго до дня сбора заявок. Он анализирует, сколько платят похожие компании, какие выпуски недавно размещались и как на них отреагировал рынок. Затем его специалисты обзванивают крупных инвесторов, выясняют их интерес к эмитенту и примерный объём, который те готовы взять. Подробно эти подготовительные этапы,

включая встречи с инвесторами и предварительное прощупывание спроса, разберёт третья глава. Для нас сейчас важно, что организатор держит в руках все нити сделки и знает о спросе больше любого другого участника.

В день сбора заявок организатор ведёт саму книгу, то есть собирает заявки инвесторов, видит их объёмы и ставки и вместе с эмитентом решает, на каком купоне остановиться. Он же в итоге предлагает, кому и сколько бумаг выделить. Механика книги и правила распределения подробно описаны в седьмой и десятой главах, поэтому здесь задержимся только на одном выводе. Решающие для вас параметры — финальный купон и объём, который вы получите, — определяет не биржевой алгоритм, а люди в отделе организатора. Их опыт и репутация напрямую влияют на качество выпуска.

Организатор получает за работу комиссию, которая обычно рассчитывается в процентах от объёма размещения. Конкретные ставки в открытых документах раскрываются не всегда и зависят от размера и сложности сделки. Допустим, «Балтийский терминальный холдинг» согласился заплатить условные 0,3% от объёма. При выпуске в 8 млрд рублей это составит 24 млн рублей, и для компании такая сумма оправдана, если организатор поможет снизить купон хотя бы на несколько десятых процентного пункта.

Проверим эту логику на цифрах того же условного выпуска. Снижение купона на 0,2 процентного пункта на сумме 8 млрд рублей экономит эмитенту 16 млн рублей в год, а за пять лет обращения — 80 млн рублей. Комиссия организатора в 24 млн рублей на этом фоне выглядит разумной платой за результат. Теперь посмотрите на тот же расчёт со своей стороны: те самые 0,2 процентного пункта эмитент сэкономил за счёт инвесторов, включая вас. Хороший организатор полезен эмитенту ровно настолько, насколько умеет продать долг подешевле, и об этом стоит помнить, читая его бодрые сообщения о ходе сбора.

У организаторов, как и у риелторов, есть репутация, и опытные инвесторы на неё смотрят. Крупные банки годами ведут выпуски надёжных заёмщиков, и их имя в анонсе подсказывает, что сделка подготовлена по рыночным стандартам. В сегменте небольших и рискованных эмитентов работают свои специализированные организаторы, о которых подробно расскажет глава о дебютантах. Марина завела привычку записывать в свой файл имя организатора каждого выпуска, за которым наблюдает. Через пару месяцев она заметила, что у одних организаторов цена бумаг после размещения обычно держится ровнее, чем у других.

Большой выпуск редко ведёт один банк, и в анонсах вы часто увидите сразу несколько названий. Такая группа называется синдикатом организаторов. Представьте, что условная «Сибирская генерирующая компания» собирается занять 30 млрд рублей одним выпуском. Ни один банк, даже крупный, не может гарантировать, что в одиночку найдёт инвесторов на такую сумму за несколько часов. Объединив усилия, несколько банков приводят в книгу своих клиентов, и спрос собирается быстрее и надёжнее.

Внутри синдиката роли распределяются неравномерно. Обычно есть один или два главных организатора, которые общаются с эмитентом, готовят документы и ведут книгу. Остальные участники называются соорганизаторами, и их задача скромнее: они продвигают выпуск среди своих клиентов и передают их заявки ведущему банку. Иногда в анонсе встречаются и агенты по продажам, чья роль ещё более узкая. Вознаграждение внутри синдиката делится примерно пропорционально вкладу каждого банка, хотя точные пропорции наружу обычно не раскрываются.

Посмотрим на условное распределение работы в выпуске «Сибирской генерирующей компании». Пусть главный организатор, крупный государственный банк, приводит в книгу пенсионные фонды и страховщиков с общим спросом на 18 млрд рублей. Второй организатор, частный банк с сильной сетью отделений, собирает заявки своих состоятельных клиентов на 7 млрд рублей. Ещё два соорганизатора, инвестиционные компании с большой клиентской

базой, приносят розничный спрос на 5 млрд рублей. В сумме набирается ровно 30 млрд рублей, и каждый банк добавил свою часть, которую остальные могли бы и не найти.

Для эмитента синдикат — это способ расширить круг покупателей и снизить риск неудачного размещения. Для инвестора большой синдикат несёт два сигнала, которые стоит различать. С одной стороны, он показывает, что к сделке привлечено много профессионалов, и спрос вряд ли окажется случайным. С другой стороны, чем больше банков продвигают выпуск, тем громче звучит маркетинг и тем легче снизить купон к финалу сбора. Широкий синдикат говорит о масштабе сделки, но ничего не говорит о том, справедлив ли предложенный купон.

Иногда соорганизатором становится брокер, у которого много частных клиентов. Для вас это практически важная деталь: если ваш брокер входит в синдикат, он, скорее всего, будет активно предлагать выпуск в приложении и примет заявки до самого позднего срока. Тимур однажды заметил, что о выпуске одного условного лизингового эмитента его брокер прислал сразу три уведомления, хотя о других книгах молчал. Позже он увидел в анонсе, что брокер входит в число соорганизаторов. С тех пор он относится к таким настойчивым напоминаниям спокойнее и проверяет условия так же, как в любом другом случае.

Следующая роль часто путает новичков, потому что о ней почти не пишут в рекламе выпусков. Это андеррайтер или агент по размещению, то есть участник, который технически выставляет заявки на бирже в день размещения. Когда книга закрыта и ясно, кто сколько получит, сами бумаги ещё нужно продать через торговую систему. Эмитент не является участником торгов, поэтому не может сам заключить биржевые сделки. За него это делает профессиональный участник рынка, которого эмитент назначает своим агентом.

Термины в этой области используются не очень строго, и важно понимать суть, а не слово. Агент по размещению действует от имени эмитента и за его счёт: он выставляет на продажу бумаги, а покупатели, точнее их брокеры, выставляют встречные заявки. Андеррайтером в узком смысле называют того, кто берёт на себя риск и обязуется выкупить нераспроданную часть выпуска. На российском рынке организатор и агент по размещению часто совпадают в лице одного банка. В документах вы иногда встретите формулировку о том, что андеррайтер действует по поручению эмитента, и для инвестора это одно и то же техническое звено.

Обязательство выкупить нераспроданную часть встречается не так часто, но о нём полезно знать. Предположим, условный «Уральский завод композитных материалов» хочет разместить 3 млрд рублей, а банк гарантирует покупку всего, что не возьмут инвесторы. Если спрос составит только 2,2 млрд рублей, оставшиеся 800 млн рублей окажутся на балансе банка. Такая гарантия дорога, и банк берёт за неё повышенную плату. Для эмитента это страховка от провала, а для рынка — дополнительный объём бумаг, который банк позже может постепенно продавать на вторичном рынке.

Для частного инвестора последний пункт имеет практическое значение. Если у организатора на балансе остался заметный кусок выпуска, он заинтересован постепенно его распродать, и это давит на цену в первые недели торгов. По открытой информации вы редко узнаете точную долю бумаг, оставшихся у банка. Однако косвенные признаки, например скромный спрос, о котором организатор сообщил после сбора, и полное размещение заявленного объёма, говорят о многом. Как это отражается на цене после размещения, разберёт восемнадцатая глава.

Работа агента в день технического размещения выглядит для вас незаметно. Ваш брокер выставляет от вашего имени заявку на покупку, агент эмитента выставляет встречную заявку на продажу, и биржа сводит их по заранее согласованным параметрам. Деньги уходят со счёта, бумаги приходят на счёт, а в отчёте брокера появляется сделка по цене 100% от номинала. Подробно последовательность этих операций и сроки зачисления описывает тринадцатая глава. Здесь достаточно понимать, что за одной строкой в вашем отчёте стоит сделка с конкретным агентом эмитента.

Пока мы говорили о тех, кто помогает эмитенту продать долг. Теперь пора назвать участника, который по своей роли стоит на стороне покупателей. Это представитель владельцев облигаций, или ПВО. Его задача — следить, чтобы эмитент выполнял обещания, данные в документах выпуска, и действовать от имени всех держателей, если начинаются проблемы. В роли ПВО обычно выступают специализированные компании, которые получили соответствующий статус и включены в список, который ведёт Банк России.

Зачем нужен такой представитель, хорошо видно на примере многоквартирного дома. Если в подъезде протекает крыша, жильцы по отдельности мало что могут сделать: звонить в управляющую компанию, писать жалобы, спорить. Когда у дома есть совет и председатель, у жильцов появляется один голос, который можно услышать. ПВО для держателей облигаций выполняет примерно ту же функцию. Он собирает общую позицию тысяч разрозненных инвесторов и говорит от их имени с эмитентом, а при необходимости и в суде.

Что конкретно делает ПВО в обычной жизни выпуска? Он отслеживает, своевременно ли эмитент выплачивает купоны, соблюдает ли обещания, записанные в документах, и раскрывает ли информацию. Если обнаруживаются нарушения, ПВО может созвать общее собрание владельцев облигаций, на котором держатели голосуют за дальнейшие действия. При дефолте он может от имени всех владельцев предъявлять требования к эмитенту, участвовать в переговорах о реструктуризации и в судебных процессах. Для частного инвестора с несколькими десятками облигаций это часто единственный реальный способ быть услышанным.

Марина, читая документы условного выпуска «Северо-Западной медицинской сети», впервые увидела в них название ПВО и не поняла, кто это. Она представила его чем-то вроде гаранта, который вернёт деньги при проблемах эмитента. Это распространённая ошибка, и её важно исправить сразу. ПВО не платит из своего кармана и ничего не гарантирует, он только представляет интересы держателей. Если у эмитента нет денег, представитель поможет организованно добиваться их возврата, но не превратит плохой долг в хороший.

Назначение ПВО обязательно не для всех выпусков, правила на этот счёт со временем менялись. Для части облигаций закон требует назначить представителя, для других это остаётся добровольным решением эмитента, и на практике многие выпуски обращаются без ПВО. Есть и выпуски, где ПВО назначен не с самого начала, а может быть избран владельцами позже на общем собрании. Узнать, есть ли ПВО у конкретного выпуска, можно в его документах и в анонсе. Наличие представителя не делает выпуск надёжнее, но заметно облегчает жизнь держателям, если наступят трудности.

Полезно понимать и границы возможностей ПВО. Представитель работает за вознаграждение, которое платит эмитент, хотя действует в интересах владельцев, и эта конструкция не всегда идеальна. Собрания владельцев требуют кворума, а частные инвесторы часто не голосуют вовсе, и решения в итоге принимают крупные держатели. Наконец, даже самый активный ПВО не ускорит возврат денег, если у компании нет активов. Поэтому главная защита попрежнему заключается в выборе эмитента, а ПВО — лишь второй рубеж обороны.

Следующий участник не продаёт облигации и не представляет инвесторов, но его мнение влияет на всех остальных. Речь о рейтинговых агентствах, которые оценивают способность эмитента обслуживать долг. В России кредитные рейтинги для целей регулирования присваивают агентства, аккредитованные Банком России: АКРА, «Эксперт РА», НКР и НРА. Агентство изучает отчётность, бизнес, долговую нагрузку и собственников компании и выражает своё мнение в виде буквенной оценки. Рейтинг может быть присвоен как самому эмитенту, так и конкретному выпуску.

Почему без рейтинга многие покупатели вообще не придут в книгу? Дело в том, что значительная часть институциональных инвесторов работает по правилам, которые прямо связывают допустимые вложения с наличием рейтинга. Пенсионные фонды, страховые компании, управляющие паевых фондов и сами банки при расчёте нормативов опираются на рейтинги

аккредитованных агентств. Если у выпуска нет рейтинга или он ниже установленного порога, многие из этих инвесторов просто не могут купить бумагу, как бы ни был привлекателен купон. Для эмитента это означает потерю самой крупной и устойчивой части спроса.

Вернёмся к условному «Балтийскому терминальному холдингу», чтобы увидеть этот эффект. Предположим, без рейтинга компания могла бы рассчитывать в основном на частных инвесторов и небольшие компании, а спрос оценивался бы примерно в 3 млрд рублей. Получив рейтинг от двух агентств, она открывает дорогу пенсионным фондам и страховщикам, и потенциальный спрос вырастает до 10–12 млрд рублей. Именно поэтому крупные эмитенты охотно платят агентствам за рейтинг, а нередко и за два сразу. Плата за оценку невелика по сравнению с выигрышем в объёме и цене займа.

Рейтинг важен и для вас лично, даже если вы не пенсионный фонд. Для облигаций без рейтинга или с невысоким рейтингом брокер может потребовать от неквалифицированного инвестора пройти тестирование, о котором подробно расскажет одиннадцатая глава. Кроме того, рейтинг служит удобной отправной точкой при сравнении доходностей разных эмитентов. Устройство рейтинговой шкалы и цену каждой её ступени в базисных пунктах мы подробно разберём в пятнадцатой главе. Сейчас важно понять саму роль агентства в сделке.

С рейтингами связано одно частое заблуждение, которое стоит развеять сразу. Рейтинг — это мнение агентства о вероятности того, что эмитент расплатится, а не гарантия и не совет покупать. Агентство получает плату от того же эмитента, которого оценивает, и рынок знает об этой особенности давно. Регулятор следит за методологиями агентств и их независимостью, но ошибки и запоздалые понижения всё равно случаются. Олег Викторович обычно смотрит, совпадают ли оценки двух разных агентств, и настораживается, если компания вдруг меняет агентство без видимой причины.

Есть и практическая деталь, связанная со временем. Рейтинг присваивается до размещения и затем пересматривается, как правило, не реже раза в год, а при существенных событиях и раньше. Если в анонсе указано, что рейтинг выпуска ожидается, это означает, что агентство ещё не завершило работу или формально присвоит оценку конкретному выпуску после размещения. Для крупных надёжных эмитентов это обычная процедура. Однако для малоизвестных компаний полезно проверить, есть ли у самого эмитента действующий рейтинг, и не принимать будущую оценку как уже данную.

Теперь перейдём к инфраструктуре, без которой никакая сделка не состоялась бы технически. Большинство корпоративных облигаций в России размещается и торгуется на Московской бирже. Биржа решает, допустить ли выпуск к торгам и в какой котировальный список его включить, предоставляет режим для размещения и обеспечивает сведение заявок покупателей и продавцов. Процедуры допуска и уровни листинга подробно описаны в третьей главе. Здесь же важно понять, что биржа служит площадкой, где встречаются агент эмитента и брокеры инвесторов.

Роль биржи можно сравнить с ролью крупного рынка в городе. Рынок не выращивает овощи и не покупает их сам, он предоставляет торговые ряды, следит за весами и порядком. Продавцы получают место и поток покупателей, покупатели получают гарантию, что торговля идёт по общим правилам. Мосбиржа для облигаций выполняет похожую функцию, только с электронными заявками вместо прилавков. Для частного инвестора это означает прозрачность: итоги размещения, цены и объёмы публикуются, и их может увидеть любой желающий.

Вторым ключевым звеном инфраструктуры служит депозитарий. В России центральным депозитарием является Национальный расчётный депозитарий, или НРД, входящий в группу Московской биржи. В нём хранится глобальный сертификат выпуска или ведётся централизованный учёт прав на облигации, а информация о всех бумагах выпуска сходится в одной точке. Сами вы с НРД напрямую не работаете: ваши облигации учитываются в депозитарии вашего

брокера, а тот, в свою очередь, держит счёт в НРД. Получается цепочка, похожая на матрёшку, где каждый уровень отвечает за свой участок учёта.

Функции НРД при выпуске не ограничиваются хранением записей. Через депозитарную цепочку проходят купонные выплаты и погашение: эмитент перечисляет деньги, НРД распределяет их между депозитариями брокеров, а те зачисляют средства на счета клиентов. Именно поэтому купон приходит к вам не в момент перевода эмитентом, а обычно в течение одного-двух рабочих дней. НРД также присваивает выпуску идентификационный номер и раскрывает информацию о корпоративных действиях. Если вы когда-нибудь будете выяснять, почему купон задержался, полезно знать, через какие звенья прошли деньги.

Важно понимать, что ни биржа, ни депозитарий не отвечают за платёжеспособность эмитента. Биржа может исключить выпуск из котировального списка или приостановить торги, если компания нарушает правила раскрытия, но не вернёт вам деньги при дефолте. НРД аккуратно ведёт учёт, но не страхует облигации. Новички иногда путают надёжность инфраструктуры с надёжностью эмитента, рассуждая, что раз бумага торгуется на Мосбирже, значит, её кто-то проверил. Допуск к торгам означает соблюдение формальных требований, а не одобрение бизнеса компании.

Последнее звено цепочки, с которым вы взаимодействуете напрямую, — ваш брокер. Именно через него частный инвестор попадает в книгу заявок: вы подаёте поручение в приложении, а брокер собирает поручения клиентов и передаёт их организатору одной или несколькими сводными заявками. Вы не общаетесь с банком, ведущим выпуск, и не видите книгу целиком. Как работает сводная заявка брокера и почему ваш голос в ней звучит по-своему, разбирает одиннадцатая глава. Здесь же нас интересует более простой вопрос: почему у одних брокеров есть доступ к размещению, а у других нет.

Доступ к книге не возникает автоматически из-за того, что брокер является участником торгов на бирже. Чтобы подать заявку в книгу, брокер должен договориться с организатором, получить параметры выпуска и время приёма заявок, настроить приём поручений клиентов и успеть всё это до закрытия книги. Крупные брокеры с миллионами клиентов делают такую работу регулярно и выводят в приложение почти все заметные выпуски. Небольшие брокеры иногда ограничиваются только крупными размещениями или принимают заявки по телефону. Бывает и так, что организатор сам решает, с какими брокерами работать по конкретному выпуску.

На практике набор доступных размещений у разных брокеров заметно отличается. Причины бывают разные: брокер может входить в синдикат одних выпусков и не участвовать в других, может не успеть настроить приём заявок по небольшим книгам, может сознательно не предлагать клиентам рискованные бумаги. Некоторые брокеры принимают заявки только от квалифицированных инвесторов по определённым выпускам, даже если сам выпуск доступен всем. Если вы не нашли нужный выпуск в приложении, это ещё не значит, что он закрыт для частных инвесторов. Скорее всего, ваш брокер просто не стал в нём участвовать.

Тимур столкнулся с этим, когда пропустил интересное размещение условной «Волго-Донской судоходной компании». Сообщество в Мах активно обсуждало выпуск, а в его приложении бумаги не было вовсе. Позвонив в поддержку, он узнал, что брокер не участвует в этой книге. Тимур открыл счёт у второго, более крупного брокера и теперь сверяет списки размещений в двух приложениях. Решение рабочее, хотя требует держать деньги на двух счетах и следить за комиссиями обоих.

Разница между брокерами проявляется не только в наличии выпуска. Одни принимают заявки почти до самого закрытия книги, другие заканчивают приём за несколько часов или даже накануне. У одних есть минимальный размер заявки, у других его нет, а комиссии за участие в размещении тоже различаются. Распределение полученного объёма между клиентами у брокеров также устроено неодинаково, и об этом подробно расскажут десятая и одиннадцатая

главы. Выбирая брокера для покупок на старте, полезно смотреть не только на тарифы, но и на ширину и удобство раздела размещений.

Есть ещё одна тонкость, связанная с ролью брокера. Для организатора он является одним крупным клиентом, за которым стоят тысячи частных инвесторов, и вес брокера в книге определяется суммой всех поручений его клиентов. Брокер, регулярно приносящий в книги стабильный спрос, получает у организаторов лучшее отношение, чем тот, чьи клиенты сразу продают бумаги на вторичке. Этот механизм объясняет, почему брокеры иногда предупреждают клиентов о нежелательности быстрой перепродажи. Подробнее о перепродающих в первый день мы поговорим в одиннадцатой главе.

Среди всех инвесторов, приходящих в книгу, есть особая группа, которой организаторы уделяют больше всего внимания, — якорные инвесторы. Так называют крупных покупателей, которые заранее, ещё до открытия книги или в самом её начале, заявляют о готовности купить значительную часть выпуска. Обычно в этой роли выступают пенсионные фонды, страховые компании, крупные банки или управляющие компании. Якорем их называют потому, что они удерживают сделку на месте и не дают ей «уплыть» при неуверенном рынке.

Значение якорного спроса легко понять на примере открытия нового торгового центра. Если ещё до запуска известно, что в нём откроются крупный продуктовый супермаркет и кинотеатр, мелким арендаторам гораздо проще решиться на аренду. Они понимают, что поток покупателей будет, а значит, риск пустых коридоров невелик. Якорные инвесторы в книге заявок играют ту же роль. Их ранние крупные заявки показывают остальным участникам, что выпуск пользуется спросом у профессионалов, и подтягивают новый спрос.

Посмотрим на условный пример с цифрами. Условная «Северо-Западная медицинская сеть» выходит на рынок с выпуском объёмом 6 млрд рублей, а ориентир купона в анонсе указан как «не выше 19,5%». До открытия книги организатор получает подтверждение от двух якорных инвесторов на 2,5 млрд рублей, то есть почти на 42% выпуска. С таким фундаментом спроса эмитент может спокойно начинать сбор: даже если остальные участники будут осторожны, значительная часть объёма уже обеспечена. В сообщениях организатора это часто звучит как фраза о том, что якорный спрос сформирован.

Для эмитента якоря снижают риск провала, а для организатора упрощают работу. Взамен якорные инвесторы обычно рассчитывают на особое отношение при распределении бумаг: им важно получить почти весь заявленный объём, ведь они рано связали себя обязательством. Подробно о приоритетах при распределении расскажет десятая глава. Отметим лишь, что якорная заявка нередко подаётся по ставке не ниже определённого уровня, и это влияет на итоговый купон. Если крупный якорь готов покупать от 19%, эмитенту сложно опустить купон заметно ниже этой отметки, не рискуя потерять его заявку.

Что даёт информация о якорях частному инвестору? С одной стороны, присутствие крупных профессиональных покупателей служит определённым подтверждением качества: пенсионный фонд или страховщик обычно проводит собственный кредитный анализ. С другой стороны, якорь — это прежде всего удачно найденный организатором покупатель, а не независимая экспертиза для вас. У крупного инвестора могут быть свои причины участвовать, например давние отношения с эмитентом или потребность разместить большой объём денег в определённую дату. Олег Викторович воспринимает новость о якорях как приятный, но не решающий аргумент.

Бывает, что роль якоря играет структура, связанная с самим эмитентом или организатором. Например, дружественный фонд группы компаний или управляющая компания, принадлежащая банку-организатору, выкупает крупную долю выпуска. Формально спрос сформирован, но его рыночность вызывает вопросы, ведь решение принималось не только на основе оценки риска и купона. Узнать о таких связях частному инвестору непросто, имена якорей

обычно не раскрываются. Поэтому фразу «якорный спрос сформирован» стоит воспринимать как информацию о технической стороне сделки, а не как гарантию её справедливости.

Последний и, пожалуй, самый тонкий вопрос этой главы касается конфликта интересов. Банк, который ведёт выпуск, часто связан с эмитентом не только этой сделкой. Он может быть его крупнейшим кредитором, держателем акций или частью той же финансово-промышленной группы. В таких случаях интересы организатора и интересы покупателей облигаций расходятся заметнее, чем в обычной ситуации. Важно понимать, где именно возникает это расхождение и как оно может проявиться.

Самый распространённый случай — когда организатор одновременно кредитует эмитента. Представим условную «Уральскую металлосервисную компанию», которая должна банку-организатору 5 млрд рублей по кредиту под 23% годовых. Компания размещает облигации на 5 млрд рублей с купоном около 20%, а в документах в качестве цели займа указано рефинансирование банковского долга. Деньги инвесторов фактически уходят на погашение кредита того самого банка, который продаёт вам облигации. Риск дефолта компании при этом переходит с баланса банка на ваш брокерский счёт.

Сама по себе такая операция не является ни нарушением, ни признаком беды. Рефинансирование банковских кредитов облигациями — обычная практика, и эмитент на ней законно экономит: на 5 млрд рублей разница в 3 процентных пункта даёт 150 млн рублей в год. Однако у банка в этой сделке есть дополнительный мотив. Если он видит у заёмщика признаки ухудшения, ему выгодно переложить риск на рынок, пока это возможно. Частный инвестор, который не видит внутренней кредитной информации банка, оказывается в менее информированной позиции.

Второй вариант конфликта возникает, когда организатор или связанная с ним структура владеет акциями эмитента. Акционеру важно, чтобы компания получила деньги как можно дешевле, ведь каждый сэкономленный рубль купона увеличивает прибыль, приходящуюся на его долю. В такой ситуации у организатора меньше стимулов предлагать щедрую премию, а больше — снижать ориентир до предела. Похожий эффект возникает, когда банк и эмитент входят в одну группу и подчиняются общему собственнику. Сделка остаётся законной, но баланс интересов смещается в сторону заёмщика.

Есть и более мягкая форма конфликта, о которой редко говорят вслух. Организатор зарабатывает на потоке сделок, и ему важно, чтобы эмитент вернулся к нему со следующим выпуском. Если книга закрывается с низким купоном, клиент доволен и приходит снова, даже если покупатели потом видят цену ниже номинала. Поэтому сообщения организатора о «сильном спросе» и «рекордной переподписке» всегда отчасти являются маркетингом. Они правдивы по фактам, но рассказаны той стороной, которая получает комиссию от эмитента.

Как частному инвестору учитывать возможный конфликт интересов на практике? Начните с документов: цели займа и связь эмитента с организатором часто видны в проспекте или в презентации, а крупные кредиторы упоминаются в отчётности. Если выпуск направлен на погашение кредита банка-организатора, сравните предложенный купон с тем, что дают старые выпуски компании и её аналоги, особенно внимательно. Полезно посмотреть, не меняется ли ориентир слишком резко в ходе сбора. Методы сравнения подробно описаны в четырнадцатой и пятнадцатой главах, и в ситуации конфликта они пригодятся вдвойне.

Марина, узнав о таких связях, сначала решила вообще избегать выпусков, где организатор кредитует эмитента. Однако вскоре выяснилось, что под это правило попадает едва ли не половина размещений крупных компаний, ведь большие банки кредитуют почти всех заметных заёмщиков. Тогда она сменила подход: стала отмечать в своём файле такие случаи и требовать от них чуть большей премии к старым выпускам. Если премии нет, она пропускает книгу без сожалений. Такой подход не исключает ошибок, но помогает не переплачивать за чужой интерес.

Подведём итог разговору об участниках сделки. Эмитент занимает деньги и несёт кредитный риск, организатор и синдикат продают долг и получают за это комиссию, агент по размещению технически проводит сделки на бирже. Представитель владельцев облигаций стоит на стороне держателей, рейтинговые агентства открывают дорогу институциональному спросу, Мосбиржа и НРД обеспечивают торговлю, учёт и выплаты. Брокер связывает вас с этой системой, а якорные инвесторы задают тон сбору заявок. Почти у каждого из этих участников есть свой интерес, и он не всегда совпадает с вашим.

Знание ролей не нужно для того, чтобы видеть в каждом участнике противника. Большинство посредников честно выполняют свою работу, и без них первичный рынок просто не существовал бы. Однако понимание, кто платит комиссию и кому выгоден низкий купон, помогает читать анонсы и сообщения организаторов трезво. Премия за старт возникает из потребности эмитента быстро собрать деньги, а участники сделки влияют на то, какая её часть дойдёт до вас. Чем лучше вы понимаете эту механику, тем реже будете платить за чужой маркетинг.

Теперь, когда вы знаете действующих лиц, можно проследить, как они вместе проводят выпуск от идеи до первого дня торгов. Компании нужно принять корпоративные решения, оформить программу облигаций, зарегистрировать выпуск и пройти процедуры допуска к торгам. Организаторы тем временем встречаются с инвесторами и прощупывают спрос, выбирая подходящее окно для выхода на рынок. Всё это занимает недели, а иногда и месяцы, и далеко не каждая подготовка заканчивается книгой заявок. Об этом пути выпуска на рынок мы и поговорим в следующей главе.

Глава 3. Путь выпуска на рынок: от решения до допуска к торгам

Когда в приложении брокера появляется строчка о новом выпуске с датой книги и ориентиром купона, кажется, что эта облигация возникла буквально вчера. На самом деле вы видите только последний этап долгой подготовки, которая заняла недели, а иногда и месяцы. До вашей заявки компания успела принять внутренние решения, получить регистрацию, договориться с биржей, поговорить с крупными инвесторами и выбрать подходящий момент. Каждый из этих шагов оставляет следы, по которым внимательный инвестор может многое понять об эмитенте. В этой главе мы пройдём весь путь выпуска от первой мысли в кабинете финансового директора до допуска к торгам.

Всё начинается внутри самой компании, и начало это вполне бюрократическое. Финансовая служба считает, сколько денег понадобится в ближайший год, на какой срок и под какие проекты. Затем вопрос выносится на уровень, который по закону и уставу вправе принимать решение о размещении облигаций. В акционерном обществе это, как правило, совет директоров, если устав не оставляет такое решение за общим собранием акционеров. В обществе с ограниченной ответственностью порядок определяется уставом, и чаще всего решение принимает общее собрание участников.

Для вас эта процедура важна не сама по себе, а тем, что она показывает. Решение о новом долге принимают люди, которые отвечают за компанию перед собственниками, и они обязаны оценить, сможет ли бизнес обслуживать этот долг. Протокол заседания совета директоров обычно не попадает в новости, однако сам факт решения эмитент раскрывает как существенное событие. Если совет директоров одобрил размещение несколько месяцев назад, а выпуск так и не вышел, это уже повод задуматься о причинах. Подобные паузы мы разберём ближе к концу главы.

Помимо устава, у компании есть и внешние ограничения, о которых частный инвестор обычно не догадывается. Кредитные договоры с банками часто содержат условия, ограничивающие новый долг или требующие согласовать его с кредитором. Если у компании уже обращаются облигации, их документы тоже могут ставить рамки, например по предельному уровню долговой нагрузки. Финансовый директор перед выходом на рынок проверяет все эти обязательства, чтобы новый выпуск не нарушил старые договорённости. Нарушение такого условия может обернуться требованием досрочно вернуть уже полученные кредиты, поэтому этот этап никто не пропускает.

Представим условную «Ладожскую судоремонтную компанию», которая решила впервые занять на рынке 3 млрд рублей на строительство нового дока. У неё есть банковский кредит на 2 млрд рублей, а в договоре с банком записано, что любой новый долг свыше 1 млрд рублей требует письменного согласия кредитора. Финансовый директор сначала получает это согласие, потом готовит материалы для совета директоров, и только после этого совет голосует за размещение. На все внутренние согласования у компании уходит около месяца. Для дебютанта это вполне обычный срок, и торопить его бессмысленно.

На этом же этапе компания решает главные параметры будущего займа хотя бы в первом приближении. Обсуждается общий объём, примерный срок, валюта, тип купона и возможность выпустить несколько траншей по очереди. Часть решений совет директоров оставляет менеджменту, чтобы тот мог подстроиться под рынок в последний момент. Окончательные цифры появятся гораздо позже, после разговоров с инвесторами и выбора удачного дня. Сейчас важно лишь получить мандат, то есть внутреннее разрешение идти на рынок в определённых пределах.

Если компании нужно занимать на рынке не один раз, а регулярно, проходить весь путь заново для каждого выпуска было бы слишком долго и дорого. Для этого существует программа облигаций, то есть общая рамка, в которой заранее описаны основные правила будущих выпусков. В программе указывается максимальная общая сумма номиналов всех выпусков, предельный срок обращения и типовые условия. Программу утверждают и регистрируют один раз, после чего каждый новый выпуск оформляется коротким документом с конкретными параметрами. Это похоже на рамочный договор с поставщиком, по которому отдельные заказы оформляются простыми заявками.

Выгода для эмитента очевидна: он экономит недели на каждом следующем размещении. Получив регистрацию программы, компания может выйти на рынок за считаные дни после того, как увидит удачный момент. Крупные заёмщики, которые размещаются несколько раз в год, почти всегда работают именно через программы. Для них программа облигаций становится такой же привычной частью финансовой жизни, как кредитная линия в банке. Сама программа при этом ни к чему не обязывает: компания может годами ею не пользоваться.

Посмотрим на условную «Северо-Западную телеком-группу», у которой зарегистрирована программа на 60 млрд рублей. За несколько лет компания разместила в её рамках три выпуска на 10, 15 и 12 млрд рублей, то есть всего 37 млрд рублей. Свободный остаток программы составляет 23 млрд рублей, и новый выпуск на 10 млрд рублей спокойно в него помещается. После этого размещения в рамке останется 13 млрд рублей, которых хватит ещё на один-два займа. Когда лимит подойдёт к концу, компания зарегистрирует новую программу.

Для частного инвестора программа даёт полезную подсказку. Если эмитент давно и регулярно занимает через одну программу, вы видите заёмщика, который привык к публичному рынку, раскрывает информацию и умеет работать с инвесторами. Новый выпуск такой компании редко несёт сюрпризы в процедуре, хотя кредитный риск, конечно, нужно оценивать каждый раз отдельно. Порядковый номер выпуска в программе тоже говорит о многом. Четвёртый выпуск в рамке на 60 млрд рублей и первый выпуск дебютанта — это совсем разные истории.

Марина обратила на это внимание, когда изучала анонс условной «Северо-Западной телеком-группы». На сайте раскрытия она нашла документ программы, зарегистрированной несколько лет назад, и посчитала, сколько уже размещено. Её успокоило, что все три прежних выпуска обслуживались без задержек, а компания выходит на рынок по плану, а не в спешке. Отдельно она отметила, что новый выпуск не требует никаких дополнительных решений совета директоров, ведь рамка уже одобрена. Как читать сами документы выпуска, подробно расскажет пятая глава.

Важно понимать и ограничения программы. Она задаёт только общие правила, а конкретный купон, срок, наличие оферты и график выплат каждый раз определяются заново. Две облигации из одной программы могут сильно отличаться друг от друга: одна будет трёхлетней с фиксированным купоном, другая пятилетней с переменным. Поэтому фраза «выпуск в рамках зарегистрированной программы» говорит о скорости и привычке эмитента, но ничего не говорит о качестве именно этой бумаги. Оценивать её всё равно придётся по существу.

Следующий шаг на пути выпуска — регистрация, без которой облигации не могут появиться в обращении. В России существуют два основных режима. Обычные облигации и их программы регистрирует Банк России, который проверяет документы на соответствие закону. Биржевые облигации регистрирует сама биржа, на практике чаще всего Московская биржа, и для корпоративных заёмщиков этот вариант стал основным. Подавляющая часть выпусков, которые вы видите в календаре размещений, относится именно к биржевым облигациям.

Почему биржевой режим так популярен? Прежде всего потому, что он быстрее и лучше встроен в саму процедуру размещения. Биржа одновременно регистрирует выпуск, допускает его к торгам и проводит книгу заявок, так что эмитент имеет дело с одной площадкой. Банк России при этом остаётся регулятором всего рынка, устанавливает правила раскрытия и следит

за их соблюдением. Регистрация на бирже не означает облегчённых требований к прозрачности, она лишь меняет того, кто ставит отметку о проверке.

Здесь важно не путать регистрацию с одобрением. Ни Банк России, ни биржа не проверяют, хорош ли эмитент, справедлив ли купон и вернут ли вам деньги. Они проверяют, правильно ли составлены документы, раскрыта ли обязательная информация и соблюдён ли порядок принятия решений. Регистрационный номер выпуска, кто бы его ни присвоил, — это знак законности займа, а не знак качества. Новичкам иногда кажется, что раз бумагу зарегистрировал регулятор, значит, она безопасна, но такой вывод неверен.

Для наглядности сравните регистрацию выпуска с регистрацией автомобиля в ГИБДД. Инспектор проверяет документы, номера агрегатов и законность происхождения машины, но не обещает, что она будет надёжно ездить следующие десять лет. Аналогично регистратор выпуска удостоверяет, что заём оформлен по правилам и его условия описаны в доступных документах. Насколько эти условия выгодны и насколько крепок сам заёмщик, решаете уже вы. Для такой оценки в книге отведены отдельные главы о документах, ориентире и сравнении с аналогами.

После регистрации выпуск получает уникальный номер, а немного позже и международный код ISIN, по которому бумагу можно найти в любой системе. Именно по этим кодам брокер определяет выпуск в вашем приложении, а депозитарий учитывает, кому принадлежат облигации. Если у эмитента несколько выпусков с похожими названиями, код помогает не перепутать их при подаче заявки. Тимур однажды едва не подал заявку не на тот выпуск условного холдинга, потому что в списке рядом висели два названия с разницей в одну цифру. С тех пор он сверяет код выпуска с анонсом.

Регистрация программы у дебютанта обычно занимает больше времени, чем регистрация отдельного выпуска у опытного заёмщика. Биржа или регулятор могут вернуть документы с замечаниями, и тогда компания исправляет их и подаёт снова. Каждая такая итерация сдвигает сроки на одну-две недели. Именно поэтому опытные эмитенты регистрируют программы заранее, задолго до того, как им понадобятся деньги. Готовая рамка позволяет им не зависеть от бумажной работы в тот момент, когда рынок открывает удачное окно.

Получить регистрацию недостаточно, чтобы облигацию можно было купить на бирже. Её нужно ещё включить в список ценных бумаг, допущенных к торгам, и определить уровень листинга. На Московской бирже таких уровней три. Первый и второй образуют котировальный список, третий относится к некотировальной части. Уровень листинга определяет не только престиж выпуска, но и круг инвесторов, которые смогут его купить.

Первый уровень предъявляет самые строгие требования. Эмитенту нужны достаточно длительная история работы, отчётность по международным стандартам за несколько лет и, как правило, кредитный рейтинг аккредитованного агентства не ниже установленного биржей уровня. Для выпуска облигаций важны также объём и соблюдение правил раскрытия. Второй уровень мягче по большинству пунктов, хотя тоже требует заметной прозрачности. На третий уровень бумаги включают при минимальном наборе условий, связанных в основном с регистрацией и раскрытием информации.

Почему эти уровни так важны для размещения? Правила инвестирования пенсионных фондов, страховых компаний и многих управляющих ограничивают покупку бумаг вне котировального списка или без рейтинга нужного уровня. Если выпуск сразу попадает в котировальный список, в его книгу могут прийти крупные консервативные покупатели, и спрос становится шире. Для облигаций надёжных эмитентов значение имеет и ломбардный список Банка России, то есть перечень бумаг, под залог которых банки могут получать у регулятора деньги. Попадание в него делает выпуск интереснее для банков и косвенно поддерживает его ликвидность.

Возьмём условный пример с двумя выпусками одного объёма по 5 млрд рублей. Условная «Балтийская фармацевтическая компания» имеет высокий рейтинг и отчётность по международным стандартам, её выпуск включают во второй уровень. Условный «Енисейский горнорудный комбинат» рейтинга не имеет, поэтому его выпуск начинает с третьего уровня. В первую книгу могут прийти страховщики и пенсионные фонды, во вторую — в основном частные инвесторы и небольшие управляющие. Уже одно это различие подсказывает, почему второму эмитенту придётся предлагать более высокий купон.

Уровень листинга не застывает навсегда. Выпуск может стартовать в третьем уровне, а после получения рейтинга или выполнения других условий перейти в котировальный список. Бывает и обратное движение: если рейтинг понижен или эмитент нарушил требования, бумагу переводят ниже. Для держателя это не катастрофа, но сигнал, что круг покупателей может сузиться, а цена на вторичном рынке стать менее устойчивой. Информацию о смене уровня биржа публикует в открытом доступе, и её полезно отслеживать по своим бумагам.

Для частного инвестора уровень листинга имеет и практическое значение, связанное с доступом. Некоторые выпуски без рейтинга или со сложной конструкцией неквалифицированный инвестор может купить только после прохождения тестирования у брокера. Подробно эту тему разберёт глава о частном инвесторе в книге, а здесь достаточно запомнить связь: уровень листинга и рейтинг влияют на то, кто вообще сможет подать заявку. Олег Викторович для себя решил просто: он смотрит только выпуски из котировального списка. Такой фильтр сразу отсекает большую часть рискованных бумаг.

Теперь соберём все этапы во временную шкалу и посмотрим, сколько недель проходит от идеи до книги заявок. Ответ сильно зависит от того, кто размещается. Опытный заёмщик с зарегистрированной программой, действующим рейтингом и привычным организатором может выйти на рынок за две-три недели. Дебютанту, у которого ничего этого нет, обычно нужно от трёх до шести месяцев. Разница объясняется не сложностью самой книги, а количеством подготовительной работы.

Проследим путь дебютанта на примере условной «Ладожской судоремонтной компании». Месяц ушёл на внутренние решения и согласование с банком-кредитором, ещё около двух месяцев — на получение кредитного рейтинга и подготовку отчётности по международным стандартам. Регистрация программы и выпуска на бирже с одним раундом замечаний заняла около месяца. Затем ещё две недели компания провела встречи с инвесторами и предварительные консультации. В сумме от первой мысли до книги прошло примерно четыре с половиной месяца.

У опытного эмитента всё выглядит гораздо компактнее. Условная «Северо-Западная телеком-группа» в понедельник решила, что рынок благоприятен, а уже во вторник организаторы начали обзванивать крупных инвесторов. Через неделю компания опубликовала анонс с предварительными параметрами, ещё через неделю провела книгу. Технически она могла бы двигаться и быстрее, но разумная пауза между анонсом и книгой нужна, чтобы инвесторы успели изучить условия. От решения до сбора заявок прошло меньше трёх недель.

Этот разрыв в сроках полезно учитывать, когда вы видите анонс. Если опытный заёмщик объявил размещение через несколько дней после резкого движения рынка, скорее всего, он давно был готов и ждал момента. Если дебютант долго готовился и вышел на рынок в неудачное время, возможно, у него просто кончались деньги и ждать дольше было нельзя. Сама по себе скорость ничего не доказывает, но в связке с другими фактами она помогает понять мотивы эмитента. Иногда спешка компании — главный факт, который стоит заметить.

Для вас как участника первички важнее всего последние две-три недели перед книгой. Именно в этот период появляются первые сообщения о планах эмитента, идут встречи с инвесторами и публикуются предварительные параметры. Если вы следите за календарём размещений, у вас есть время спокойно прочитать документы, сравнить выпуск с аналогами и решить,

участвовать ли. Где именно искать такие анонсы, подробно расскажет следующая глава. Здесь лишь отметим, что торопиться в последний час перед книгой обычно не приходится, если вы узнали о выпуске вовремя.

Марина использует эти сроки как естественный фильтр. Когда она узнаёт о новом выпуске, она сразу записывает дату книги и даёт себе правило: если до книги меньше двух рабочих дней, а документы ещё не прочитаны, она пропускает размещение. Сначала ей было жаль упущенных возможностей, но потом она заметила, что такие выпуски почти всегда можно найти позже на вторичном рынке. Её правило избавляет от спешки, а спешка на первичке обходится дороже любой упущенной премии. Тимуру такое правило пока кажется слишком строгим.

Пока регистрация и листинг идут своим чередом, эмитент занимается тем, что на профессиональном языке называют роуд-шоу. Термин пришёл из практики, когда менеджмент компании буквально ездил по городам и странам, встречаясь с фондами и банками. Сегодня большая часть таких встреч проходит в формате видеозвонков и онлайн-конференций, хотя личные встречи с крупнейшими инвесторами по-прежнему ценятся. Цель роуд-шоу простая: объяснить, почему компании можно доверить деньги и на каких условиях. По сути, эмитент продаёт свой долг так же, как производитель продаёт новый продукт.

Типичное роуд-шоу включает несколько форматов. Финансовый директор проводит индивидуальные встречи с крупнейшими управляющими компаниями и страховщиками, где отвечает на подробные вопросы о бизнесе и долговой нагрузке. Параллельно идут групповые звонки для более широкого круга профессиональных инвесторов. Для частных инвесторов в последние годы всё чаще устраивают вебинары и прямые эфиры, иногда прямо на площадках брокеров. На таких эфирах представители компании рассказывают о бизнесе и отвечают на вопросы из чата.

Вопросы на роуд-шоу бывают неудобными, и именно в этом их польза. Крупный фонд может спросить, почему выручка снизилась во втором полугодии, как компания будет рефинансировать кредит через год или что будет при росте ставок. Ответы менеджмента складываются в общее впечатление, которое влияет на готовность фонда участвовать в книге. Если ответы уклончивы, профессионалы делают выводы и снижают объём своих заявок или требуют более высокий купон. Частному инвестору такие встречи недоступны, но вебинары дают похожую возможность.

Тимур впервые посмотрел такой вебинар условной «Сибирской агросети» перед её дебютным выпуском. Ему понравилась бодрая подача, красивые графики роста и уверенный тон генерального директора. Только позже, перечитав запись, он заметил, что на вопрос о погашении крупного кредита через восемь месяцев спикер ответил общими словами о «надёжных партнёрах». Этот вопрос задал другой участник эфира, а Тимур в тот момент просто пропустил его мимо ушей. Теперь он слушает вебинары эмитентов внимательнее к вопросам, чем к презентации.

Из этого эпизода следует простое правило отношения к роуд-шоу. Это маркетинговое мероприятие, и компания в нём, естественно, показывает себя с лучшей стороны. Ценность для вас представляют не слайды с ростом выручки, а конкретные ответы на конкретные вопросы о долге, ликвидности и рисках. Если вы смотрите такой эфир, полезно заранее записать два-три собственных вопроса и проверить, получили ли вы на них ясный ответ. Сами материалы, которые эмитенты готовят к роуд-шоу, мы разберём в главе о документах выпуска.

Масштаб роуд-шоу тоже о многом говорит. Крупный и хорошо известный рынку заёмщик может обойтись одним-двумя звонками с ключевыми инвесторами, потому что его бизнес и так всем понятен. Дебютант, наоборот, вынужден знакомиться с рынком с нуля, и его роуд-шоу растягивается на одну-две недели с десятками встреч. Если небольшая компания проводит массированную рекламную кампанию для частных инвесторов, но почти не встречается с

профессионалами, это повод задуматься. Возможно, профессиональный спрос на её долг ограничен, и ставка делается на менее искушённую аудиторию.

Параллельно с роуд-шоу, а иногда и раньше него, организаторы проводят предмаркетинг. Так называют неформальное прощупывание спроса, когда банк, ведущий выпуск, обзванивает крупных инвесторов и выясняет их интерес. Организатор спрашивает, готов ли фонд в принципе рассматривать такого эмитента, на какой срок и при какой примерно доходности. Эти разговоры происходят до публичного объявления выпуска, и их результаты наружу обычно не выходят. Для эмитента предмаркетинг служит разведкой, которая помогает не выйти на рынок вслепую.

Зачем эмитенту нужна такая разведка? Публичное объявление выпуска — это обязательство перед рынком, и неудачная книга бьёт по репутации компании. Если эмитент объявит размещение на 10 млрд рублей, а соберёт заявок только на 4 млрд, это станет известно всем участникам рынка. Предмаркетинг позволяет заранее понять, на какой объём и на какую ставку можно рассчитывать. Если спрос оказывается слабым, компания может тихо перенести выпуск, уменьшить объём или изменить конструкцию, не потеряв лица.

Посмотрим, как это выглядит на условном примере. Организатор «Балтийской фармацевтической компании» обзванивает пятнадцать крупных инвесторов и получает предварительные сигналы интереса на 7 млрд рублей при доходности около 18,5–19%. Эмитент изначально планировал занять 5 млрд рублей, так что разведанный спрос превышает план почти в полтора раза. Это позволяет компании выйти на рынок уверенно и объявить ориентир с разумной премией к уже обращающимся бумагам. Если бы сигналы набрали только 3 млрд рублей, решение о выходе, скорее всего, отложили бы.

Именно на этапе предмаркетинга часто определяются якорные инвесторы, о роли которых говорилось во второй главе. Их предварительный интерес становится основой будущей книги. Для частного инвестора важно понимать последствие этого порядка: когда вы видите анонс, профессионалы уже в общих чертах знают, сколько денег готовы дать крупные участники. Ориентир купона, который вы читаете в анонсе, уже учитывает результаты этих разговоров. Как именно организатор превращает их в стартовую цифру, подробно расскажет шестая глава.

Из этого не следует, что предмаркетинг — тайный сговор против розницы. Это обычная практика продаж, такая же, как предварительный опрос оптовых покупателей перед запуском нового товара. Разговоры с крупными инвесторами защищают и вас: выпуск, который прошёл предмаркетинг и всё равно вышел на рынок, по крайней мере прошёл первичную проверку профессиональным спросом. Если же выпуск выходит без всякой подготовки и сразу ориентируется на частных инвесторов, у вас меньше уверенности, что профессионалы вообще его рассматривали. Это ещё одна деталь, которую можно учесть при оценке.

Иногда следы предмаркетинга всё же становятся видны. На рынке появляются слухи о скором выпуске, аналитики пишут о возможном размещении, а старые облигации эмитента немного дешевеют, потому что часть инвесторов продаёт их в ожидании новых бумаг с премией. Олег Викторович однажды заметил, что его выпуск условной «Северо-Западной телеком-группы» за неделю без видимых причин потерял около 0,3% цены. Через несколько дней компания объявила новое размещение, и всё встало на свои места. Подробнее о реакции старых выпусков мы поговорим в главе о сравнении с кривой эмитента.

Теперь выйдем за пределы отдельной компании и посмотрим на рынок целиком. Если наблюдать за календарём размещений хотя бы полгода, бросается в глаза его неравномерность. Бывают недели, когда книги идут почти каждый день, иногда по две-три в один день, и бывают периоды, когда новых выпусков почти нет. Такие благоприятные периоды называют окнами размещения. Эмитенты стремятся выйти именно в открытое окно, когда спрос высок, а рыночные ставки стабильны.

Почему же выпуски выходят на рынок пачками? Причина в том, что многие компании готовятся заранее и ждут одного и того же сигнала. Когда рынок успокаивается после резких движений, сразу несколько эмитентов с готовыми программами решают, что момент настал. Организаторы тоже стараются не пропустить окно и выводят на рынок все подготовленные выпуски, пока условия хорошие. Получается эффект открытой плотины: долго копившийся поток устремляется на рынок за несколько недель.

Есть и сезонный ритм, который полезно знать. В конце декабря и в первые недели января рынок обычно затихает: многие инвесторы закрывают год, а эмитенты не хотят размещаться в праздничный период с низкой активностью. Похожее затишье бывает в майские праздники и иногда во второй половине лета. Компании также неохотно выходят на рынок перед публикацией собственной отчётности, предпочитая сначала показать свежие цифры. После каждого затишья, как правило, приходит плотная волна выпусков.

Совсем другая картина складывается в периоды кризисов. Когда рынок резко падает, ставки скачут, а инвесторы не понимают, какой доходности требовать, первичный рынок может почти полностью замереть. Хорошо известный пример — конец февраля и март 2022 года, когда торги на Московской бирже приостанавливались, а ключевая ставка была поднята до 20%. Корпоративные размещения в эти недели фактически остановились, и рынок восстанавливался постепенно. Эмитенты, которым деньги были нужны срочно, обращались к банкам или откладывали проекты.

Для вас окна размещения важны по двум причинам. В плотные периоды выбор шире, но и конкуренция эмитентов за деньги инвесторов выше, поэтому премии бывают заметнее. С другой стороны, при изобилии выпусков легко потерять концентрацию и подать заявки на то, что вы плохо изучили. Тимур в одну такую неделю участвовал в шести книгах и потом обнаружил, что два выпуска из шести вообще не соответствовали его же собственным критериям. Спокойный инвестор использует плотные окна для отбора, а не для участия во всём подряд.

Первое окно после затяжной паузы заслуживает особого внимания. Эмитенты, которые выходят первыми, ещё не знают, насколько вернулся спрос, и потому часто предлагают щедрые условия. Если книга проходит успешно, следующие компании уже уверенно снижают купоны. Иногда именно первые выпуски после паузы оказываются самыми выгодными для покупателей, хотя и сопряжены с большей неопределённостью. Марина записала это наблюдение в свой блокнот и решила внимательно смотреть на выпуски, открывающие новое окно.

Главный фактор, от которого зависит открытие и закрытие окон, — ключевая ставка Банка России. Она определяет стоимость денег во всей экономике, а значит, и уровень доходности, которую инвесторы требуют от облигаций. Совет директоров Банка России рассматривает ключевую ставку на заранее объявленных заседаниях, как правило восемь раз в год. Перед каждым таким заседанием рынок замирает в ожидании, и многие эмитенты предпочитают дождаться решения, прежде чем выходить с книгой. Если решение совпало с ожиданиями, после заседания часто следует оживление размещений.

Олег Викторович давно заметил эту закономерность и подстроил под неё свой распорядок. Он отмечает в календаре даты заседаний Банка России и знает, что в неделю перед ними интересных выпусков надёжных эмитентов будет мало. Зато в следующие две недели после спокойного решения он обычно находит два-три выпуска, которые его интересуют. Такой ритм избавляет его от постоянного мониторинга рынка. Он просто держит свободные деньги к нужному моменту и не суетится между заседаниями.

Уровень ставки и ожидания её изменения влияют и на то, какой выпуск компания вообще решит размещать. Когда ставка высока и рынок ждёт её снижения, эмитенту невыгодно закреплять высокий фиксированный купон на долгие годы. В такие периоды компании чаще выбирают короткие сроки или выпуски с плавающим купоном, привязанным к ключевой ставке. Именно так вели себя многие эмитенты в период ставки 21%, о котором мы вспоминали в пер-

вой главе. Подробно о том, что такие конструкции означают для покупателя, расскажет глава о конструкциях новых выпусков.

Разберём выбор эмитента в условных цифрах. Условной «Сибирской агросети» нужно 8 млрд рублей на три года, условная ключевая ставка сейчас составляет 18%, а рынок ожидает её снижения в среднем до 15% за срок займа. Фиксированный купон по оценке организаторов составит 19%, то есть 1,52 млрд рублей в год. Купон в виде ключевой ставки плюс 2,5 процентного пункта при средней ставке 15% даст 17,5%, или 1,4 млрд рублей в год. Разница в 120 млн рублей ежегодно и 360 млн рублей за три года подталкивает компанию к плавающему купону.

Однако у такого выбора есть цена, которую финансовый директор тоже видит. Если ставка не снизится и останется на уровне 18%, плавающий купон обойдётся компании в 20,5%, то есть в 1,64 млрд рублей в год. Это на 120 млн рублей дороже, чем фиксированный купон, и за три года переплата составит те же 360 млн рублей. Эмитент фактически делает ставку на прогноз, и от его уверенности в снижении ставок зависит форма займа. Для вас это означает, что сама конструкция выпуска многое говорит о взглядах эмитента на будущее.

Кроме уровня ставки, на решение о выходе влияет и волатильность, то есть размах колебаний рынка. Даже если ставка не меняется, доходности облигаций федерального займа могут за неделю сдвинуться на половину процентного пункта из-за новостей об инфляции или бюджете. Для эмитента такая неустойчивость означает, что купон, рассчитанный в понедельник, может оказаться неуместным в четверг. Если компания выйдет в неудачный день и будет вынуждена предложить купон на 0,5 процентного пункта выше, на займе в 5 млрд рублей это обойдётся ей в 25 млн рублей в год. За три года переплата составит 75 млн рублей, поэтому многие предпочитают подождать неделю-другую.

Инвесторы в нестабильные периоды тоже ведут себя осторожнее. Крупные фонды не спешат фиксировать доходность, если завтра она может оказаться выше, и требуют дополнительную премию за неопределённость. Это делает размещения дороже для эмитентов и ещё сильнее закрывает окно. Получается замкнутый круг, который разрывается только тогда, когда рынок находит новое равновесие. Как правило, это происходит после очередного заседания Банка России или после выхода важных данных об инфляции.

Для частного инвестора отсюда следует полезный практический вывод. Выпуски, вышедшие в спокойное время после понятного решения по ставке, обычно размещаются по справедливым ценам, а их судьба на вторичном рынке предсказуемее. Выпуски, вышедшие в разгар неопределённости, могут дать щедрую премию, но и после размещения их цена сильнее зависит от следующих новостей. Какой вариант предпочесть, зависит от вашего характера и готовности к колебаниям. Как ключевая ставка влияет на цену облигаций уже после размещения, мы разберём в отдельной главе.

Не каждый выпуск, о котором вы слышали, в итоге доходит до книги. Иногда компания объявляет о планах, называет предварительную дату, а потом размещение переносится или отменяется. На рынке это случается регулярно, и само по себе это не катастрофа. Важно понимать, чем вызван перенос, потому что причины бывают очень разными. Одни переносы говорят о состоянии рынка в целом, другие — о проблемах конкретного эмитента.

Первая группа причин связана с рынком. Если за несколько дней до книги резко выросли доходности облигаций федерального займа, вышли неожиданные новости или Банк России повысил ставку сильнее ожиданий, эмитенту разумно переждать. В такие периоды переносы происходят массово, и сразу несколько компаний сдвигают свои книги на неопределённый срок. Это скорее признак здорового поведения: компания не хочет платить лишнее за неудачный момент. Когда рынок успокаивается, большинство таких выпусков возвращается в календарь.

Вторая группа причин связана с самим эмитентом и тревожит сильнее. Компания могла получить слабые сигналы на предмаркетинге, столкнуться с понижением рейтинга или обна-

ружить проблемы в отчётности. Бывает, что эмитент находит более дешёвый источник денег, например банковский кредит или помощь материнской компании, и просто отказывается от публичного займа. Отличить одно от другого по одному сообщению трудно, но контекст помогает. Если рынок в целом спокоен и соседние выпуски проходят успешно, а конкретная компания откладывает книгу, это повод насторожиться.

Тимур столкнулся с такой ситуацией на условном выпуске «Енисейского горнорудного комбината». Он отложил под этот выпуск 150 000 рублей и ждал книги, но за день до неё компания сообщила о переносе на неопределённый срок. Три недели деньги простояли без дела, и только потом Тимур догадался перевести их в фонд ликвидности. При доходности такого фонда около 16% годовых за 21 день он получил бы примерно 1381 рубль, которые в итоге потерял. Сам выпуск так и не вышел, а через два месяца агентство понизило рейтинг компании.

Из этого эпизода следует практическое правило. Если ожидаемое размещение перенесено, не держите деньги в ожидании без доходности и не цепляйтесь за конкретный выпуск. Посмотрите, переносят ли книги другие эмитенты, и проверьте свежие новости о самой компании. Если перенос похож на рыночную паузу, выпуск можно спокойно дождаться, а если причины туманны, разумнее переключиться на другие возможности. Подробно о том, как распоряжаться деньгами, которые не ушли в размещение, расскажет одиннадцатая глава.

Бывает и так, что размещение формально состоялось, но в урезанном виде. Компания планировала занять 10 млрд рублей, а разместила только 4 млрд, или книгу закрыли по ставке заметно выше первоначального ориентира. Такой результат тоже отражает реальный спрос, и наблюдать за ним полезно не меньше, чем за отменами. Если эмитент, недавно разместивший урезанный выпуск, вскоре снова выходит на рынок, стоит спросить себя, почему он так торопится. Иногда за этим стоит острая потребность в деньгах.

Марина нашла для себя простой способ использовать переносы как источник информации. В её блокноте есть отдельная колонка, куда она записывает отложенные выпуски с датой и объяснением, если оно было. Через несколько месяцев она заметила, что одни эмитенты возвращаются на рынок уже через пару недель и спокойно размещаются, а другие исчезают надолго. Почти все исчезнувшие позднее сталкивались с понижением рейтинга или задержками отчётности. Это наблюдение не заменяет анализа, но помогает расставлять приоритеты.

Путь выпуска на рынок оказывается длиннее и сложнее, чем видно из одной строчки в приложении брокера. Корпоративное решение, программа облигаций, регистрация, листинг, роуд-шоу, предмаркетинг и выбор окна — каждый этап оставляет свой след и может кое-что рассказать об эмитенте. Чем внимательнее вы относитесь к этой предыстории, тем меньше сюрпризов вас ждёт в самой книге. При этом большая часть подготовки скрыта от частного инвестора, и первое, что он видит, — публичный анонс выпуска. Как найти такие анонсы и не пропустить интересные размещения, расскажет следующая глава.

Глава 4. Анонс размещения: где узнать о новом выпуске

Всё, о чём шла речь в предыдущей главе, происходит большей частью за закрытыми дверями. Эмитент принимает решения, организаторы готовят документы и прощупывают спрос, а частный инвестор об этом обычно ничего не знает. В какой-то момент выпуск выходит на свет, и о нём начинают говорить публично. Этот момент напоминает появление афиши концерта: до неё вы не можете купить билет, а после неё у вас есть ограниченное время, чтобы решить, идёте вы или нет. Эта глава учит замечать такие афиши вовремя и читать их правильно.

Пропущенный анонс почти всегда означает покупку на вторичном рынке, то есть по той цене, которую назначат другие. Вы уже знаете, во что это может обойтись, поэтому повторять расчёты первой главы не будем. Гораздо полезнее понять, откуда приходит информация о новых выпусках, каким источникам можно доверять и как не утонуть в потоке объявлений. Мы пройдём путь от первого пресс-релиза до вашего собственного календаря размещений. По дороге научимся быстро вытаскивать из анонса главное и не путать предварительные цифры с окончательными.

Первым публичным сигналом о новом выпуске чаще всего становится пресс-релиз. Его выпускает сам эмитент или банк-организатор, и рассылается он одновременно инвесторам, журналистам и брокерам. В таком тексте обычно сказано, что компания планирует открыть книгу заявок в определённый день, указаны предварительный объём, срок обращения и ориентир купона. Там же перечислены организаторы и, если он есть, кредитный рейтинг эмитента или выпуска. Пресс-релиз пишется так, чтобы его легко было перепечатать в новостной ленте за пару минут.

Возьмём условный пример, чтобы увидеть, как это выглядит на практике. Условная «Балтийская логистическая группа» сообщает, что в четверг планирует провести сбор заявок на двухлетние облигации объёмом не менее 4 млрд рублей. Ориентир купона указан как «не выше 19,5% годовых», выплаты ежемесячные, номинал стандартный — 1000 рублей. Техническое размещение запланировано на следующий вторник, выпуск доступен неквалифицированным инвесторам. В пяти строчках пресс-релиза уже содержится почти всё, что нужно для первого решения, смотреть ли на выпуск внимательнее.

Важно понимать природу этого документа. Пресс-релиз — это маркетинговый текст, и его задача состоит в том, чтобы привлечь внимание и собрать спрос. Формально он ни к чему не обязывает эмитента, и в нём нередко встречаются слова «планирует», «ориентировочно», «предварительно». Совсем другой вес имеет сообщение о существенном факте, которое компания с зарегистрированными ценными бумагами обязана публиковать по правилам Банка России. Такое сообщение пишется сухим юридическим языком, зато за его содержание эмитент несёт ответственность перед регулятором.

Для инвестора, который следит за размещениями, особенно полезны несколько видов существенных фактов. Первым обычно появляется сообщение о принятии решения о выпуске или об утверждении его условий органом управления компании. Затем публикуется сообщение о дате начала размещения, которое фиксирует день, когда бумаги появятся у покупателей. После закрытия книги выходит сообщение о ставке купона, а по завершении размещения — о его итогах. Вместе эти публикации складываются в хронику выпуска, где каждый шаг подтверждён официально.

Марина поначалу пугалась таких сообщений, потому что они выглядят как выдержка из договора. Там встречаются длинные названия органов управления, номера пунктов, коды бумаг и полные наименования организаторов. Со временем она поняла, что читать текст цели-

ком не нужно: достаточно найти в нём дату, объём, ставку или порядок её определения. Остальное служит юридической рамкой, которая важна для суда, но не для первого знакомства с выпуском. Теперь на такую проверку у неё уходит не больше пяти минут.

Между пресс-релизом и существенным фактом нередко проходит несколько дней. Пресс-релиз выходит заранее, чтобы инвесторы успели подготовиться, а дата начала размещения официально закрепляется позже. Новостные ленты подхватывают обе публикации, но заголовки там обычно сокращены до одной цифры вроде «купон до 19,5%». Такой заголовок полезен как сигнал, однако решение по нему принимать рано. Привычка проходить от новостной строки к первоисточнику избавит вас от многих недоразумений.

Где же искать эти первоисточники? Эмитенты, чьи бумаги обращаются на рынке, обязаны раскрывать информацию на странице в интернете, которую предоставляет аккредитованное Банком России информационное агентство. Самый известный такой ресурс — сайт центра раскрытия корпоративной информации агентства «Интерфакс», который многие инвесторы называют просто e-disclosure. Существуют и другие аккредитованные агентства, и конкретный эмитент сам выбирает, где размещать свои сообщения. Кроме того, ту же информацию компания обычно дублирует в разделе для инвесторов на собственном сайте.

Пользоваться такими сайтами проще, чем кажется по первому впечатлению. Компанию можно найти по названию или по ИНН, после чего открывается её страница с лентой всех сообщений в обратном хронологическом порядке. Часто ленту удаётся отфильтровать по типу публикаций, оставив только существенные факты. Название сообщения обычно прямо говорит о его содержании, например «о дате начала размещения ценных бумаг». Если вы ищете новый выпуск, достаточно просмотреть публикации последних двух-трёх недель.

На тех же страницах лежат и документы, которые понадобятся вам позже. Там публикуются решения о выпуске, отчётность, а иногда и презентации для инвесторов, о чтении которых подробно расскажет следующая глава. Для текущей задачи важнее другое: официальный сайт раскрытия служит арбитром, когда разные источники называют разные цифры. Если брокерское приложение показывает одну дату книги, а новостная лента — другую, правильный ответ почти всегда найдётся в существенном факте. Именно поэтому опытные инвесторы держат такие сайты в закладках.

Стоит знать и об одной особенности последних лет. С 2022 года часть российских компаний получила право раскрывать информацию в сокращённом виде или не публиковать отдельные сведения. На практике это означает, что у некоторых эмитентов вы не найдёте полной отчётности или подробностей о собственниках. Сведения о самом выпуске, его датах и купоне при этом обычно доступны, ведь без них невозможно провести размещение. Если же раскрытие у компании совсем скудное, этот факт полезно отметить для себя как повод задать больше вопросов.

Олег Викторович пользуется сайтами раскрытия по-своему. Он держит список из пятишести эмитентов, чьи облигации уже есть в его портфеле, и раз в неделю просматривает их ленты сообщений. На многих таких ресурсах можно подписаться на уведомления о новых публикациях конкретной компании, и он настроил такую рассылку на свою почту. Однажды так он узнал о новом выпуске знакомого заёмщика раньше, чем тот появился в приложении его брокера. Для человека, который ценит официальные источники, такой порядок оказался самым спокойным.

У сайтов раскрытия есть и очевидный недостаток. Они удобны для проверки, но плохо подходят для поиска, потому что вы заранее должны знать название компании. Новички, которые ещё не знают сотни эмитентов, не смогут таким образом увидеть общую картину недели. К тому же интерфейс этих ресурсов создавался для юристов и аналитиков, а не для частных инвесторов с телефоном в руках. Для обзора всего рынка удобнее другие инструменты, и о них пойдёт речь дальше.

Таким инструментом служат календари размещений. Это сводные таблицы на биржевых и аналитических ресурсах, где собраны все предстоящие книги заявок с основными параметрами. Обычно в календаре видны название эмитента, рейтинг, объём, срок, ориентир купона и даты. Одним взглядом вы охватываете всю неделю, а иногда и месяц вперёд. Если сайт раскрытия похож на личное дело компании, то календарь напоминает расписание поездов на вокзальном табло.

Московская биржа публикует на своём сайте сведения о бумагах, которые готовятся к размещению, и новости о начале торгов новыми выпусками. Эта информация официальна и точна, хотя подаётся довольно сухо и не всегда собрана в удобную подборку. Многие частные инвесторы используют биржевые данные как вторую точку проверки, а не как основной источник. Особенно полезна биржа в последние дни перед размещением, когда там появляются код бумаги и параметры технического размещения. По этим данным вы позже найдёте выпуск в торговом терминале.

Более удобные календари ведут специализированные аналитические сервисы по облигациям. Часть из них бесплатна, часть предоставляет расширенные данные по подписке. Главное преимущество таких календарей — фильтры: можно оставить только выпуски с рейтингом не ниже выбранного уровня, с определённым сроком или с фиксированным купоном. Некоторые сервисы сразу показывают доходность обращающихся бумаг того же эмитента, что облегчает будущее сравнение. Для начинающего инвестора одного хорошего агрегатора обычно достаточно.

Посмотрим, как работает фильтр на условной неделе. Допустим, в календаре значится двенадцать книг заявок: три выпуска небольших компаний без рейтинга, два валютных, два выпуска для квалифицированных инвесторов и пять обычных рублёвых бумаг. Если вас интересуют только рублёвые выпуски надёжных компаний сроком до трёх лет, после фильтрации остаются три бумаги. Изучить три анонса за вечер вполне реально, а двенадцать — уже утомительно. Фильтр не принимает решение за вас, но экономит время на очевидно неподходящих вариантах.

Календари при этом не всегда точны, и полагаться на них целиком не стоит. Данные туда вносят люди или программы, которые собирают сведения из пресс-релизов, поэтому возможны опечатки и запаздывание. Когда эмитент переносит книгу или меняет ориентир, календарь обновляется не сразу, иногда с задержкой в день. Разные агрегаторы порой показывают разные цифры по одному выпуску, и это нормальная ситуация. Правило остаётся прежним: календарь служит для поиска, а для окончательной проверки нужен первоисточник.

Ещё ближе к частному инвестору находится раздел размещений в приложении брокера. С начала 2020-х годов многие брокеры добавили в свои приложения отдельные экраны, которые называются по-разному: «Размещения», «Первичные размещения», «Новые выпуски». Там собраны книги заявок, в которых клиенты этого брокера могут участвовать. Карточка выпуска обычно содержит краткое описание компании, ориентир купона, даты и кнопку подачи заявки. Для многих новичков именно этот экран становится первым знакомством с первичным рынком.

Удобство такого раздела трудно переоценить. Вы видите только те выпуски, на которые реально можете подать заявку, и не тратите время на чужие книги. Приложение часто присылает уведомления о новых размещениях, а иногда и напоминания о скором закрытии приёма заявок. Описание выпуска написано простым языком, без юридических формулировок. Наконец, от анонса до заявки здесь буквально несколько касаний, что особенно ценят занятые люди.

У этого удобства есть обратная сторона, о которой полезно помнить. Брокер показывает лишь те выпуски, к книгам которых у него есть доступ, а причины такого отбора разбирала вторая глава. Значит, раздел размещений любого отдельного брокера — это не весь рынок, а его часть. Кроме того, порядок карточек и их оформление определяет сам брокер, и выпуск в

верхней строке не обязательно лучший. Иногда на первом месте оказывается бумага, в размещении которой брокер особенно заинтересован как организатор.

Тимур заметил это, когда открыл счёт у второго брокера. В одну и ту же неделю первое приложение показывало девять размещений, а второе — только пять, причём два выпуска были у второго брокера и отсутствовали у первого. Ни одно из приложений не врало, просто каждое показывало свой кусок рынка. С тех пор Тимур сначала смотрит общий календарь, а уже потом проверяет, через какого брокера можно подать заявку. Такой порядок помогает ему не пропускать выпуски только потому, что их нет в привычном приложении.

Стоит учитывать и ещё две детали. Описание выпуска в приложении — это пересказ, и при упрощении в нём иногда теряются важные оговорки вроде оферты или амортизации. Время окончания приёма заявок у брокера обычно наступает раньше закрытия самой книги, и подробно об этих сроках расскажет глава о подаче заявки. Поэтому карточку в приложении разумно воспринимать как удобную витрину, а не как полный паспорт выпуска. Ключевые цифры из неё стоит хотя бы раз сверить с пресс-релизом или существенным фактом.

Самым быстрым и самым шумным источником новостей о размещениях стали каналы и сообщества в мессенджере Max. Там пишут частные инвесторы, аналитики, сотрудники брокеров, а иногда и сами эмитенты. Новость о предстоящей книге появляется в таких каналах порой раньше, чем в календарях, а обзор выпуска с разбором компании выходит в тот же день. В чатах можно задать вопрос и получить ответ за несколько минут. Для многих инвесторов лента в Max стала главным окном в мир первичного рынка.

Польза от сообществ вполне реальна. Хороший автор канала собирает анонсы недели в один пост, отмечает интересные детали и сравнивает новый выпуск с аналогами. В обсуждениях нередко всплывают вещи, которые легко пропустить самому: необычная оферта, смена собственника, задержка отчётности. Коллективный разум иногда замечает тревожный сигнал раньше рейтинговых агентств. Для новичка чтение пары толковых каналов служит неплохой школой терминов и логики оценки.

Однако у этой медали есть и другая сторона. Часть обзоров в каналах оплачивается эмитентами или организаторами, ведь розничный спрос для них важен, а авторы с большой аудиторией влияют на него напрямую. С 2022 года интернет-реклама в России подлежит обязательной маркировке, и такие публикации должны помечаться как реклама. Тем не менее граница между искренним мнением и заказным текстом не всегда очевидна, особенно в чатах и комментариях. Восторженный обзор без единого минуса — повод насторожиться, даже если пометки о рекламе нет.

Второй риск связан со слухами. До официального анонса организаторы проводят предмаркетинг, и обрывки его цифр просачиваются в чаты в искажённом виде. Тимур однажды прочитал в сообществе, что условный «Уральский трубный холдинг» выйдет с купоном около 23%, и уже мысленно распределил деньги. Официальный пресс-релиз на следующий день назвал ориентир «не выше 21,5%», и весь расчёт пришлось переделывать. Разница в полтора процентных пункта на 100 000 рублей означала бы 1500 рублей дохода в год, которых в реальности никто не обещал.

Третий риск самый опасный, хотя встречается реже. Мошенники создают каналы и аккаунты, похожие на брокерские или на страницы известных эмитентов, и предлагают поучаствовать в «закрытом размещении» с особенно высоким купоном. Для участия просят перевести деньги на карту или на счёт физического лица, а потом исчезают. Настоящая заявка на первичном рынке подаётся только через вашего брокера, на ваш брокерский счёт и никогда не требует переводов незнакомцам. Если вам предлагают иной путь, это не размещение, а ловушка.

Есть и менее заметная опасность — эффект толпы. Когда весь чат обсуждает одну книгу и пишет о ней в превосходных степенях, хочется подать заявку просто чтобы не остаться в стороне. Этот порыв понятен, но сообщество не несёт никакой ответственности за ваше решение

и не вернёт деньги при неудаче. Разумный подход состоит в том, чтобы использовать Max как источник идей и быстрых новостей, а проверку делать самостоятельно. Каналы подсказывают, куда посмотреть, но не должны решать, что купить.

Допустим, вы нашли интересный анонс в календаре, приложении или канале. Что в нём искать в первую очередь? Опыт подсказывает, что для первого решения достаточно пяти параметров, которые почти всегда присутствуют в любом объявлении. Если хотя бы один из них вам не подходит, выпуск можно отложить без дальнейшего анализа. Если подходят все пять, стоит переходить к документам и сравнению, о которых пойдёт речь в следующих главах.

Первый параметр — кто именно занимает деньги и насколько он надёжен в глазах рейтинговых агентств. Название в анонсе иногда отличается от известного бренда, потому что заёмщиком выступает специальная финансовая компания группы или её дочерняя структура. Разницу между компаниями внутри одной группы мы подробно обсудим в главе о сравнении с кривой эмитента. Рядом с названием обычно указан кредитный рейтинг, а если его нет, это тоже важная информация. Отсутствие рейтинга сразу переводит выпуск в зону повышенного внимания.

Второй параметр — срок обращения и то, что может его сократить. В анонсе пишут срок до погашения, например три года, но рядом нередко стоит пометка об оферте через полтора года или об амортизации. Эти слова означают, что фактический горизонт вложения окажется короче заявленного, а как это влияет на оценку, разберёт глава о конструкциях выпусков. На этапе анонса достаточно заметить такую пометку и не принять трёхлетнюю бумагу за трёхлетнюю безоговорочно. Срок также нужно соотнести с вашими планами на эти деньги.

Третий параметр — ориентир купона вместе с периодичностью выплат. Откуда берётся стартовая цифра и почему она бывает диапазоном или верхней границей, подробно расскажет шестая глава. Здесь важно хотя бы прикинуть порядок денег, которые принесёт бумага. При ориентире 19,5% и ежемесячных выплатах одна облигация номиналом 1000 рублей приносит 1000 × 19,5% / 12 = 16,25 рубля в месяц. На 60 облигаций это 975 рублей ежемесячно, если итоговый купон совпадёт с ориентиром.

Четвёртый параметр — объём выпуска, который эмитент собирается занять. Крупный выпуск на 10–20 млрд рублей обычно рассчитан на институциональных инвесторов, и у частных заявок там больше шансов быть удовлетворёнными без урезания при умеренном спросе. Небольшой выпуск на 300–500 млн рублей чаще ориентирован на розницу и порой продаётся несколько дней. Формулировка «не менее» означает, что эмитент готов занять больше при хорошем спросе. Объём также подсказывает, насколько ликвидной окажется бумага на бирже после размещения.

Пятый параметр — даты, без которых все остальные цифры бесполезны. Вам нужны день и часы сбора заявок, а также дата технического размещения, когда с вашего счёта спишутся деньги. О том, как правильно читать расписание, мы поговорим чуть ниже в этой главе. На этапе первого взгляда достаточно убедиться, что книга не прошла вчера и что деньги к нужному дню будут на счёте. Удивительно, сколько упущенных выпусков объясняется именно этой простой проверкой.

Вернёмся к условной «Балтийской логистической группе» и пройдём по всем пяти параметрам. Заёмщик — сама головная компания группы с рейтингом уровня A от одного из российских агентств. Срок — два года без оферты и амортизации, ориентир — не выше 19,5% с ежемесячным купоном. Объём не менее 4 млрд рублей, книга в четверг, техническое размещение во вторник. Марина записала эти данные одной строкой в заметки телефона и потратила на весь разбор около трёх минут.

Цифры из анонса редко бывают окончательными, и к этому нужно привыкнуть с самого начала. В объявлениях постоянно встречаются слова «предварительно», «ориентировочно», «не менее», «планируется». Каждое из них означает, что параметр может измениться до книги

или прямо во время неё. Эмитент и организаторы оставляют себе гибкость, потому что спрос заранее неизвестен, а ситуация на рынке может поменяться за несколько дней. Анонс похож на прогноз погоды на неделю: общее представление он даёт, но перед выходом из дома прогноз стоит обновить.

Меняться между анонсом и книгой может почти всё. Дата книги сдвигается на день или на неделю, если организаторы не успели собрать достаточный интерес или если рынок внезапно стал нервным. Объём выпуска увеличивается, когда предварительные заявки превышают ожидания. Ориентир купона уточняется, сужается или в редких случаях повышается ещё до открытия книги. Иногда меняется даже конструкция: появляется ежемесячный купон вместо квартального или добавляется оферта.

Посмотрим на условный пример с «Ладожским лизингом». Первый пресс-релиз сообщал о книге в среду, объёме 3 млрд рублей и ориентире не выше 20,5% с квартальным купоном. Через три дня агентство присвоило выпуску рейтинг, объём изменили на «не менее 5 млрд рублей», купон сделали ежемесячным, а книгу перенесли на вторник следующей недели. Инвестор, который прочитал только первый анонс, пришёл бы в среду к пустому экрану. Тот, кто перепроверил данные накануне, спокойно подал заявку в нужный день.

Отсюда вытекает простое правило: параметры выпуска стоит проверять дважды. Первый раз — когда вы впервые видите анонс и решаете, интересен ли он вам. Второй раз — накануне книги, лучше вечером, по самому свежему источнику: пресс-релизу организатора, существенному факту или обновлённой карточке у брокера. Разные источники обновляются с разной скоростью, поэтому при расхождении ориентируйтесь на официальную публикацию с более поздней датой. На такую повторную проверку уходит пять минут, а сэкономить она может немало нервов.

Отдельно о том, как воспринимать сами изменения. Уточнение параметров до книги — обычная рабочая практика, и само по себе оно не говорит ничего плохого об эмитенте. Рост объёма чаще отражает хороший предварительный интерес, а перенос на несколько дней нередко связан с праздниками или с плотным календарём соседних выпусков. Почему выпуски иногда откладываются надолго и что это может значить, разбирала третья глава, а изменения ориентира в ходе книги — тема восьмой главы. Ваша задача на этом этапе скромнее: просто знать актуальные цифры.

Тимур однажды попался именно на устаревших данных. Он сохранил себе скриншот анонса с ориентиром «не выше 20%» и через неделю подал заявку с минимальной ставкой 19,8%, рассчитывая, что купон точно окажется выше. За это время организаторы успели уточнить ориентир до диапазона 19–19,25%, о чём сообщили в новом пресс-релизе. Заявка Тимура оказалась вне рынка и не была удовлетворена, а он потерял день на разбирательства с брокером. Теперь скриншоты он хранит только как историю, а не как руководство к действию.

Среди деталей анонса есть одна, которая может сразу закрыть для вас выпуск, — пометка о том, что бумаги предназначены только для квалифицированных инвесторов. Такой статус даёт доступ к более сложным и рискованным инструментам, а как его получить и что из него следует, подробно расскажет одиннадцатая глава. Если у вас статуса нет, подать заявку на такой выпуск вы не сможете ни через приложение, ни по телефону. Значит, тратить время на его изучение имеет смысл лишь из любопытства. Гораздо полезнее научиться замечать эту пометку сразу.

Чаще всего ограничение указывается прямо в пресс-релизе фразой «выпуск предназначен для квалифицированных инвесторов» или короткой пометкой «для квалов». В существенных фактах и решении о выпуске формулировка более юридическая: бумаги могут предлагаться только лицам, являющимся квалифицированными инвесторами. В календарях размещений рядом с такими выпусками обычно стоит отдельная отметка или фильтр. В при-

ложениях брокеров они часто помечены замком, особым значком или просто не показываются тем, у кого нет статуса.

Иногда выпуск открыт для всех формально, но требует от неквалифицированного инвестора пройти тестирование перед покупкой. Это касается, например, бумаг со сложной конструкцией или без кредитного рейтинга нужного уровня, а подробные правила тестирования тоже относятся к одиннадцатой главе. В анонсе такая особенность обычно описывается словами вроде «требуется тестирование» или «для неквалифицированных инвесторов после прохождения теста». Если вы заметили такую фразу, лучше пройти тест заранее, а не в последний час перед закрытием приёма заявок. Спешка в тесте только добавит нервов.

Марина столкнулась с этим на условном выпуске «Невского девелоперского фонда». В приложении её брокера карточка выглядела как обычно, с ярким купоном и кнопкой «Подробнее». В пресс-релизе же уже второй строкой стояло, что выпуск предназначен только для квалифицированных инвесторов. Марина потратила на проверку одну минуту и сразу перешла к следующему анонсу, сохранив себе весь вечер. С тех пор она начинает чтение любого объявления с поиска этой фразы.

Полезно не путать ограничение доступа с оценкой качества. Пометка «для квалифицированных инвесторов» не означает, что выпуск хуже или лучше остальных, она говорит лишь о том, что регулятор или эмитент считает его неподходящим для широкой публики. Часто причина в конструкции, в отсутствии рейтинга или в особом статусе заёмщика. Желание попасть в «закрытый клуб» не должно превращаться в стремление поскорее получить статус ради одного выпуска. Большинство хороших размещений открыто для всех.

Теперь разберёмся с расписанием, потому что именно в нём новички ошибаются чаще всего. В анонсе обычно фигурируют как минимум две даты: дата сбора книги заявок и дата технического размещения. Первая — это день, когда инвесторы подают заявки и определяется купон. Вторая — день, когда бумаги фактически переходят к покупателям, а деньги списываются со счетов. Между этими датами проходит несколько рабочих дней, и перепутать их значит прийти либо слишком рано, либо безнадёжно поздно.

Сама книга заявок обычно открыта несколько часов внутри одного рабочего дня, часто примерно с 11:00 до 15:00 по московскому времени. В анонсе время иногда не указано, и тогда его стоит уточнить у брокера или в обновлённом пресс-релизе. Для инвесторов из других часовых поясов здесь кроется отдельная ловушка. Тимур живёт в Екатеринбурге, где время отличается от московского на два часа, поэтому для него та же книга работает с 13:00 до 17:00 по местному времени. Однажды он перепутал часы и пришёл к уже закрытому окну приёма заявок.

Ещё важнее помнить, что брокер принимает заявки не до самого закрытия книги, а несколько раньше. Ему нужно время, чтобы собрать заявки клиентов и передать организатору, а конкретные сроки и их причины разберёт двенадцатая глава. Для расписания это означает простую поправку: ваш личный дедлайн наступает раньше официального. Если книга закрывается в 15:00 по Москве, а брокер прекращает приём в 13:00, ориентироваться нужно именно на 13:00. Эту цифру полезно найти заранее и внести в своё расписание.

Техническое размещение обычно проходит через 2–5 рабочих дней после закрытия книги. В примере с «Балтийской логистической группой» книга собиралась в четверг, а размещение назначено на вторник: между ними пятница, понедельник и сам вторник, то есть три рабочих дня. Деньги на счёте должны находиться к моменту подачи заявки, а списываются они в день технического размещения. Что происходит в эти промежуточные дни, подробно рассказывает тринадцатая глава. Для планирования важно другое: в праздничные недели этот промежуток может растянуться.

Марина однажды ошиблась именно с датами. В календаре размещений она увидела выпуск с датой «14-е» и решила, что в этот день и пройдёт сбор заявок. На деле в колонке сто-

яла дата технического размещения, а книга закрылась ещё за три рабочих дня до неё. Купить бумагу удалось только на вторичном рынке, пусть и с небольшой переплатой. После этого Марина стала всегда проверять, как подписана колонка с датой, и сверять её с пресс-релизом.

Бывают и выпуски, у которых расписание устроено иначе. Небольшие эмитенты иногда продают облигации не в одну книгу, а в течение нескольких дней или даже недель, и об этих особенностях подробно рассказывает глава о дебютантах и ВДО. Минфин размещает ОФЗ по собственному графику аукционов, которые проходят, как правило, по средам. Существуют и другие форматы со своими датами, которым посвящена девятая глава. Если расписание в анонсе выглядит непривычно, это повод внимательнее прочитать формат размещения, а не отказываться от выпуска.

Все эти источники и детали складываются в одну практическую задачу: не упускать интересные выпуски и при этом не тратить на первичку всё свободное время. Лучший способ её решить — завести собственный календарь размещений. Это не обязательно сложная программа, вполне достаточно таблицы на компьютере, заметок в телефоне или обычного бумажного ежедневника. Главное, чтобы в одном месте были собраны выпуски, которые прошли ваш первый фильтр. Чужие календари показывают весь рынок, а ваш — только то, что действительно важно для вас.

Удобно, когда в каждой строке личного календаря указаны те самые пять параметров анонса, дополненные несколькими полями. К ним стоит добавить брокера, через которого вы будете подавать заявку, и время окончания приёма заявок у этого брокера. Полезна колонка с источником данных и датой последней проверки, чтобы не опираться на устаревшие цифры. Отдельное поле можно отвести под отметку о квалификационных ограничениях или тестировании. Позже, после книги, в ту же строку легко дописать итоговый купон и вашу аллокацию.

Чтобы календарь не разрастался, нужен простой фильтр на входе. Например, вы решаете, что рассматриваете только рублёвые выпуски с рейтингом не ниже определённого уровня, сроком до трёх лет и без пометки для квалифицированных инвесторов. Всё, что не проходит этот фильтр, в календарь просто не попадает, даже если в канале о нём пишут восторженно. Со временем критерии станут точнее, и в последней главе мы превратим их в полноценную систему отбора. На старте же хватит двух-трёх правил, записанных одной фразой на первой странице.

Календарь работает только вместе с напоминаниями. Для каждого выбранного выпуска полезно поставить два напоминания в телефоне: первое — накануне книги вечером, для повторной проверки параметров, второе — за час до окончания приёма заявок у брокера. Тимур после нескольких промахов добавил и третье напоминание — за день до технического размещения, чтобы убедиться, что деньги на счёте не ушли на другую покупку. Если вы участвуете сразу в двух книгах в один день, напоминания спасают от путаницы между ними. Вся настройка занимает пару минут на один выпуск.

Хорошо работает и еженедельная рутина. Многие инвесторы выделяют для неё вечер воскресенья: около двадцати минут на просмотр календаря на неделю вперёд, отбор подходящих выпусков и внесение их в личный список. Олег Викторович делает то же самое, но на бумаге, в тетради в клетку, куда он выписывает две-три интересные бумаги и даты их книг. Ему так спокойнее, а пропускать выпуски из-за этого он не стал. Форма не важна, если вы возвращаетесь к своему календарю регулярно.

Наконец, не стоит удалять строки после того, как книга закрылась. Прошедшие размещения превращаются в ценный архив: в нём видно, как стартовые ориентиры соотносились с итоговыми купонами и как вели себя бумаги после выхода на биржу. Марина продолжила вести такие записи даже по выпускам, в которых не участвовала, и через пару месяцев начала замечать закономерности раньше, чем о них писали в каналах. В последней главе этот архив станет основой дневника размещений. Сейчас достаточно не выбрасывать то, что вы уже собрали.

Подведём короткий итог пройденному в этой главе маршруту. Первую весть о новом выпуске обычно приносит пресс-релиз, а официальную точность ему придают существенные факты на сайтах раскрытия. Календари размещений позволяют охватить взглядом всю неделю, приложения брокеров показывают доступные именно вам выпуски, а сообщества в Max дают скорость и идеи вместе с риском слухов и рекламы. Из любого анонса вы теперь умеете за несколько минут вытащить пять ключевых параметров, заметить пометку об ограничениях и правильно прочитать расписание. Личный календарь собирает всё это в спокойную еженедельную привычку.

Анонс, однако, отвечает лишь на вопрос, что и когда размещается. Чтобы понять, стоит ли участвовать, нужно заглянуть глубже: какие обязательства берёт на себя эмитент, когда он обещает вернуть деньги, есть ли у владельцев право досрочно предъявить бумаги к погашению. Ответы на эти вопросы скрыты в документах выпуска, которые публикуются на тех же сайтах раскрытия, что мы обсуждали в этой главе. Многие инвесторы их пропускают, полагаясь на краткое описание в приложении. В следующей главе мы разберём, какие документы стоит открыть перед заявкой и на какие строки в них смотреть в первую очередь.

Глава 5. Документы выпуска: что читать перед заявкой

Анонс нового выпуска занимает несколько строк, и Тимуру этого обычно хватает, чтобы принять решение. Купон, срок, рейтинг, дата книги — и заявка отправлена ещё до обеда. Однако за этими строками стоят документы на десятки и сотни страниц, где эмитент юридически закрепляет все свои обещания. Именно они, а не пресс-релиз и не пост в сообществе, определяют, что вы получите как владелец облигации. Эта глава научит вас читать такие документы быстро и по делу, не утопая в формулировках юристов.

Начать стоит с главного вопроса: какой документ здесь главный. Юридическую основу выпуска составляет решение о выпуске облигаций, а если выпуск размещается в рамках программы, то сама программа плюс короткий документ с условиями конкретного выпуска. В решении записаны права владельцев: размер и порядок выплаты купонов, срок погашения, случаи досрочного погашения, порядок действий при неисполнении обязательств. Всё, что написано в других материалах, имеет силу лишь постольку, поскольку совпадает с этим текстом. Если презентация обещает одно, а решение о выпуске говорит другое, прав будет второй документ.

Проспект облигаций устроен гораздо объёмнее. В нём эмитент рассказывает о себе: чем занимается, кто им владеет и управляет, каково финансовое положение, какие риски он видит в своём бизнесе. Объём проспекта легко достигает двухсот или трёхсот страниц, и читать его подряд от первой до последней строки новичку не нужно. Закон допускает размещение без проспекта в ряде случаев, например для выпусков, предназначенных только квалифицированным инвесторам. Для выпусков, открытых широкому кругу покупателей, проспект встречается чаще, но исключения бывают и здесь, поэтому просто проверьте, есть ли он среди раскрытых файлов.

Структура проспекта у разных эмитентов похожа, потому что её задают требования Банка России. Обычно в начале идёт краткое изложение основных сведений, затем описание финансово-хозяйственной деятельности, разделы о рисках, об органах управления, о крупных сделках и о связанных сторонах. Ближе к концу помещают бухгалтерскую отчётность или ссылки на неё, а также условия размещения. Если вы откроете два проспекта разных компаний, то быстро заметите одинаковую логику разделов. Это хорошая новость: научившись ориентироваться в одном документе, вы будете легко находить нужное в любом другом.

Марина поначалу честно пыталась прочитать проспект условного «Северного агрегатного завода» целиком и сдалась на шестидесятой странице. После этого она выработала свой порядок, который можно смело позаимствовать. Сначала она открывает решение о выпуске и условия размещения, чтобы проверить купон, срок, оферты и досрочное погашение. Затем переходит к разделу о рисках и к финансовым показателям за последние два-три года. На всё это у неё уходит около сорока минут, и этого почти всегда достаточно для спокойного решения.

Раздел о рисках многие пропускают, считая его юридической формальностью. Отчасти это так: эмитенты перечисляют там почти всё подряд, от изменения законодательства до стихийных бедствий. Однако среди общих формулировок нередко попадаются очень конкретные признания: зависимость от одного крупного покупателя, судебный спор на заметную сумму, истекающая лицензия. Такие строки стоит выписывать отдельно, потому что они рассказывают о компании больше, чем рекламная брошюра. Хороший приём состоит в том, чтобы искать в разделе о рисках названия, цифры и даты, а не общие слова.

Объём документов пугает многих новичков, хотя никто не требует от вас становиться юристом. Покупатель квартиры тоже не читает строительные нормы, но проверяет в договоре площадь, сроки сдачи и штрафы застройщика. С облигациями работает та же логика: вам нужно знать, что именно вам обещают, при каких условиях обещание может измениться и кто

за него отвечает. На эти три вопроса отвечают несколько страниц из сотен, а где лежат сами файлы, мы разобрали в предыдущей главе. Первым помощником в чтении станет документ, созданный специально для частных инвесторов.

Ключевой информационный документ, или КИД, представляет собой короткую выжимку, которую брокер показывает частному инвестору перед покупкой многих инструментов, в том числе облигаций. Требование о таких документах появилось в российском регулировании в середине 2020-х годов и вводилось для брокеров постепенно. Документ составляется по единой форме и обычно занимает две или три страницы. В нём собраны основные параметры бумаги, сведения об эмитенте, ключевые риски и возможные сценарии доходности. Если вы подаёте заявку через приложение, КИД чаще всего открывается прямо на экране выпуска или приходит ссылкой.

Главная ценность КИД заключается в его единообразии. Все документы этого типа устроены одинаково, поэтому два выпуска разных эмитентов удобно положить рядом и сравнить по одним и тем же строкам. Вы сразу видите, есть ли у бумаги оферта или амортизация, фиксированный ли купон, предназначен ли выпуск всем инвесторам. Для новичка, который пока теряется в проспектах, это хороший первый фильтр. Если уже в КИД что-то выглядит непонятным, это повод разобраться до заявки, а не после неё.

При этом у КИД есть ограничения, о которых стоит помнить. Это выжимка, и в неё попадает далеко не всё: подробности ковенантов, условия поручительства, тонкости расчёта купона обычно остаются за кадром. Сценарии доходности показывают общую логику, но не являются прогнозом и тем более обещанием. Кроме того, на старте размещения отдельные поля могут быть заполнены по предварительным параметрам, а финальный купон появится в документе позже. Поэтому КИД, открытый утром в день книги, и КИД через неделю после размещения могут заметно различаться.

Удобно воспринимать КИД как этикетку на упаковке продукта в магазине. Она честно сообщает состав и срок годности, но не рассказывает, как продукт хранился на складе и кто его производил. Прочитав этикетку, вы понимаете, тот ли это товар, который вы искали. Чтобы понять, хорош ли он на самом деле, нужно заглянуть глубже. Поэтому КИД отлично подходит для первого отсева и плохо подходит для окончательного решения о покупке.

Тимур поначалу пролистывал КИД не глядя и нажимал кнопку подтверждения, как при установке нового приложения. Однажды он всё же прочитал документ по условному выпуску «ТрансЛогистик-Восток» и обнаружил строку, которую не заметил в анонсе. Купон был зафиксирован только на первые два года, а дальше ставку назначал сам эмитент перед офертой. Ничего страшного в такой конструкции нет, однако Тимур рассчитывал получать высокий купон все пять лет. С тех пор он открывает КИД хотя бы на минуту, и эта минута уже несколько раз меняла его решение.

Помимо обязательных документов, эмитент и организаторы часто готовят материалы, задача которых состоит в том, чтобы продать выпуск. Главные из них — инвестиционный меморандум и презентация для инвесторов. Меморандум даёт подробный рассказ о компании: история, рынок, конкуренты, стратегия, финансовые показатели, планы по долгу. Презентация служит сжатой версией на двадцать или тридцать слайдов, которую показывают на встречах с инвесторами и вебинарах. Эти материалы публикуют не все эмитенты, но в выпусках для розницы их всё чаще выкладывают в открытый доступ.

Читать меморандум и презентацию полезно, но с правильной установкой. Это маркетинговые документы, и их пишут для того, чтобы вы захотели купить, а не для того, чтобы вы увидели все слабые места. Цифры в них подбирают выигрышно: рост выручки за удачный период, долю рынка в узкой нише, скорректированную прибыль без «разовых» расходов. Юридически презентация обычно содержит оговорку о том, что не является офертой и не может служить

основанием для претензий. Её ценность в другом: она показывает, как компания сама видит и рассказывает свою историю.

Хороший способ работать с презентацией состоит в том, чтобы читать её вместе с отчётностью. Если на слайде написано, что выручка выросла на 40%, проверьте, за какой период и по какой отчётности это посчитано. Если упомянута скорректированная прибыль, найдите в отчётности обычную и посмотрите, сколько составили исключённые расходы. Если долговая нагрузка названа «комфортной», сравните её с прошлогодней и с тем, какой она станет после нового выпуска. Расхождения сами по себе не означают обмана, но показывают, где компания старается не задерживать ваш взгляд.

Условная «Балтийская девелоперская группа» перед выпуском провела вебинар для частных инвесторов. На слайдах красовался рост продаж квартир в полтора раза и портфель проектов на сотни тысяч квадратных метров. Марина открыла отчётность и увидела, что чистый убыток за последний год вырос, а денежные средства на счетах сократились почти вдвое. У девелоперов такое случается на этапе активной стройки, и само по себе это ещё не катастрофа. Однако на слайдах об этом не было ни слова, и Марина решила, что заявка на такую компанию будет меньше обычной.

У презентации есть и полезные стороны, которых нет в сухих юридических документах. В ней часто видно структуру группы, график погашения долгов по годам, список основных кредиторов и планы по капитальным вложениям. Особенно ценен график погашений: он показывает, не приходится ли на ближайший год крупная выплата, ради которой и затевается новый выпуск. Нередко там же приводят рейтинги и даже прогнозные показатели. Прогнозы стоит воспринимать как пожелания, а вот факты о структуре долга служат ценной справкой.

Если презентации нет вовсе, это ещё не повод для тревоги. Крупные известные эмитенты часто обходятся без неё, потому что инвесторы знают их годами. Для небольшой компании, которая впервые приходит к частным инвесторам, отсутствие понятных материалов выглядит хуже. Это не обязательно сигнал опасности, однако объём работы, которую вам придётся сделать самостоятельно, заметно растёт. О дебютантах и их особенностях мы подробно поговорим в семнадцатой главе.

Теперь вернёмся к решению о выпуске и посмотрим на параметры, с которых начинается любая проверка. Первый из них — срок обращения, то есть время от размещения до погашения. Обычно в документах он указан в днях, например 1092 или 1820 дней, а не в годах. Эту привычку юристов легко объяснить: купонные периоды отсчитываются в днях, и так проще избежать разночтений. Для вас важна не только общая цифра, но и то, совпадает ли она с вашими планами на эти деньги.

Срок, указанный в документах, означает срок до погашения, но не всегда срок вашего владения бумагой. Если у выпуска есть оферта или право эмитента погасить облигации досрочно, реальная продолжительность может оказаться короче. Поэтому, увидев в анонсе «пять лет», откройте раздел о досрочном погашении и проверьте, не прячется ли внутри более короткая дата. Как такие даты влияют на оценку выпуска, разбирает шестнадцатая глава о конструкциях. Здесь нам важно просто научиться их находить.

Номинал большинства выпусков составляет 1000 рублей, и документы это подтверждают. Однако встречаются исключения: выпуски с номиналом 10 000 или 100 000 рублей, а также облигации, номинированные в юанях или долларах. Крупный номинал иногда сопровождает выпуски для узкого круга покупателей, хотя жёсткой связи здесь нет. Важнее другое: при амортизации номинал постепенно уменьшается, и купон начисляется уже на остаток. В решении о выпуске это видно по графику частичных погашений, где указаны даты и доли номинала.

Следующий параметр, который стоит проверить, — график купонных выплат. В документах он задан через даты начала и окончания каждого купонного периода, а сумма купона рассчитывается по формуле от номинала, ставки и числа дней. Именно поэтому квартальный

купон редко равен ровно четверти годового. При ставке 18% годовых и периоде 91 день купон составит 1000 × 18% × 91 / 365 ≈ 44,88 рубля, а не 45 рублей. Разница в копейках не меняет сути, но объясняет, почему суммы в приложении брокера не совпадают с вашим подсчётом в уме.

Ежемесячный купон устроен так же, только периоды короче, обычно по 30 дней. Возьмём условный выпуск «Пермской кабельной компании» на три года с купоном 19,2% годовых и периодами по 30 дней. Каждый купон составит 1000 × 19,2% × 30 / 365 ≈ 15,78 рубля на облигацию, а не 16 рублей, как получилось бы при делении годовой суммы на двенадцать. Срок такого выпуска обычно указан как 1080 дней, то есть 36 периодов по 30 дней. Тем, кто планирует семейный бюджет по купонам, такие детали полезно знать заранее.

Обратите внимание и на первый купонный период, который иногда короче или длиннее остальных. О том, как это отражается на первой выплате, мы подробно поговорим в главе о дне размещения. При чтении документов достаточно заметить, что первый период отличается, и не удивляться необычной сумме. Ещё одна деталь графика связана с тем, что ставка может быть задана не на весь срок, как в истории Тимура. В решении о выпуске это выглядит как фраза о том, что ставки последующих купонов определяет эмитент до определённой даты.

Олег Викторович, привыкший к ОФЗ с понятным полугодовым купоном, однажды едва не пропустил другую деталь графика. В анонсе условного выпуска энергетической компании значилось «купон 16,5% на четыре года», а в решении о выпуске он нашёл амортизацию: начиная с девятого купона номинал гасился равными долями по 12,5% каждый квартал. На 200 облигаций квартальный купон за 91 день составлял 200 000 × 16,5% × 91 / 365 ≈ 8227,40 рубля. После четырёх частичных погашений остаток номинала уменьшался вдвое, и купон падал примерно до 4113,70 рубля. Олег Викторович не отказался от выпуска, но заранее спланировал, куда вложит возвращающиеся деньги.

Следующий блок документов отвечает на вопрос, что эмитент обещает, помимо выплаты купонов и погашения. Такие обещания называют ковенантами, то есть обязательствами компании соблюдать определённые условия на протяжении всего срока займа. Ковенант может запрещать что-то делать, например продавать ключевые активы или выдавать крупные займы собственнику. Может он и обязывать: своевременно раскрывать отчётность, держать долговую нагрузку ниже заданного уровня, сохранять листинг на бирже. Смысл ковенантов в том, чтобы у инвестора был сигнал тревоги и инструмент защиты до того, как дело дойдёт до дефолта.

В российских облигациях ковенанты встречаются реже и устроены проще, чем в банковских кредитах. Крупные надёжные эмитенты часто обходятся минимальным набором, а развёрнутые обязательства чаще видны у небольших компаний и в сегменте повышенной доходности. Типичный набор включает ограничение долговой нагрузки, запрет на выплату дивидендов сверх определённой доли прибыли, обязательство раскрывать отчётность в срок и перекрёстный дефолт. Последний означает, что неисполнение обязательств по другому долгу компании считается нарушением и по этому выпуску. Каждый пункт сам по себе прост, но вместе они создают ограду вокруг ваших денег.

Самое важное в ковенанте — не формулировка обязательства, а последствия его нарушения. Хороший ковенант связан с правом владельцев требовать досрочного погашения облигаций по номиналу с выплатой накопленного купона. Слабый ковенант просто констатирует обязательство и ничего не говорит о том, что будет, если эмитент его не выполнит. Читая этот раздел, ищите слова «вправе требовать досрочного погашения» рядом с описанием условий. Если таких слов нет, ковенант больше похож на пожелание, чем на защиту.

Разберём условный пример, чтобы увидеть ковенант в действии. «Сибирский молочный комбинат» размещает выпуск на 3 млрд рублей и в решении о выпуске обязуется удерживать соотношение долга к операционной прибыли не выше 3,5 по годовой отчётности. Если показатель превысит этот уровень, владельцы облигаций вправе потребовать досрочного погашения

в течение определённого срока после публикации отчётности. Для инвестора это значит, что при резком ухудшении дел у него будет законный выход по номиналу, а не по рыночной цене, которая к тому моменту может упасть. Как считается подобный показатель и какие значения нормальны для разных отраслей, обсудим в пятнадцатой главе.

Тимур вспомнил о ковенантах, только когда они ему понадобились. Условная компания «Вега-Лизинг», чьи облигации он купил на старте, задержала публикацию годовой отчётности, а в решении о выпуске такая задержка давала владельцам право требовать досрочного погашения. Окно для подачи требований длилось ограниченное число дней, и сообщение об этом вышло в ленте раскрытия, которую Тимур не читал. Часть владельцев успела получить 100% номинала с накопленным купоном, а Тимур спустя месяц продал свои бумаги на бирже по 92%. На 40 облигациях разница составила 3200 рублей, не считая купона.

Из этой истории следует простое и полезное правило. Ковенант защищает только того, кто знает о нём и следит за сообщениями эмитента. Поэтому при покупке выпуска с ковенантами полезно выписать их в свой учёт вместе с датами, к которым компания обязана публиковать отчётность. Хватит одной строки на каждый ковенант: что обещано, когда проверяется и что даёт нарушение. Такая запись занимает пять минут, а в нужный момент экономит тысячи рублей.

Отсутствие ковенантов не делает выпуск плохим, а их наличие не делает его надёжным. У крупного эмитента с высоким рейтингом защита держится на устойчивости бизнеса и репутации на рынке, и инвесторы не требуют от него лишних обязательств. У небольшой компании ковенанты отчасти компенсируют недостаток информации и короткую историю. Если же в выпуске компании повышенного риска нет ни одного ковенанта, это стоит отметить как минус при сравнении. Иногда это признак того, что эмитент ожидает высокого спроса и позволил себе не связывать руки.

Ковенанты описывают лишь один из случаев, когда владелец облигации может вернуть деньги раньше срока. Документы выпуска обычно содержат отдельный раздел о досрочном погашении по требованию владельцев, и его стоит прочитать целиком. Часть оснований задаёт закон: например, существенная просрочка выплат или исключение облигаций из списков всех бирж, где они торговались. Другие основания эмитент добавляет сам, и их перечень у разных выпусков сильно различается. Отдельная разновидность такого права связана с плановой офертой, о которой стоит поговорить подробнее.

Оферта на досрочное погашение, или put-оферта, представляет собой заранее назначенную дату, в которую владелец вправе продать облигации эмитенту по номиналу. Пользоваться этим правом не обязательно: если условия выпуска вас устраивают, вы просто продолжаете держать бумагу. Обычно дата оферты совпадает с концом периода, на который зафиксирован купон, и перед ней эмитент объявляет новую ставку. Механизм похож на договор аренды с правом выхода: раз в несколько лет вы решаете, остаться ли на новых условиях. Как оферта меняет оценку доходности выпуска, обсудим в шестнадцатой главе, а здесь сосредоточимся на процедуре.

Процедура описана в решении о выпуске, и её детали важны. Как правило, владелец должен подать требование в течение периода предъявления, который заканчивается за несколько рабочих дней до даты выкупа. Частный инвестор делает это через своего брокера, а брокер передаёт поручение дальше по цепочке. Брокеры принимают такие поручения раньше официального срока, иногда за два или три дня до его окончания, и опоздание на сутки лишает вас права до следующей оферты. Поэтому дату оферты стоит записать в календарь не на день выкупа, а за неделю до начала периода предъявления.

Марина купила на старте тот самый выпуск «ТрансЛогистик-Восток», где Тимур обнаружил ограниченный срок фиксированного купона. Срок выпуска составлял пять лет, купон 19% годовых был зафиксирован на два года, после чего предусматривалась оферта. Ещё при

чтении решения о выпуске Марина выписала дату окончания периода предъявления и пометила, что брокер принимает поручения на три рабочих дня раньше. За две недели до оферты эмитент объявил новый купон на уровне 15%, тогда как сопоставимые бумаги на рынке давали около 17%. Марина спокойно подала поручение и получила номинал обратно, а 200 облигаций превратились в 200 000 рублей для новых вложений.

Обратите внимание, что в документах встречаются формулировки, похожие на оферту, но работающие иначе. Право эмитента погасить выпуск досрочно по своему решению принадлежит не вам, а компании, и защищает её интересы, а не ваши. В тексте эти права часто стоят рядом, в одном разделе о досрочном погашении, и новички их путают. Простой ориентир состоит в том, чтобы искать, по чьей инициативе происходит погашение: «по требованию владельцев» или «по усмотрению эмитента». Подробнее о праве эмитента и его рисках поговорим в главе о конструкциях выпусков.

Следующий вопрос, который решают документы, касается того, кто отвечает по долгу. Очевидный ответ «эмитент» бывает не всегда полным. Во многих группах облигации выпускает не основная компания, а специально созданная финансовая дочка, у которой нет собственного бизнеса. Её задача сводится к тому, чтобы собрать деньги и передать их группе, а платить по облигациям она сможет только за счёт этой группы. Без дополнительных гарантий инвестор рискует оказаться кредитором пустой оболочки.

Чтобы закрыть этот пробел, используют обеспечение. Самая распространённая форма называется поручительством: основная компания группы или другая крупная компания обязуется отвечать по облигациям вместе с эмитентом. Близкий по смыслу вариант — публичная безотзывная оферта третьего лица о приобретении облигаций, если эмитент не исполнит обязательства. Юридически это разные конструкции, но для вас итог похож: если эмитент не платит, вы можете обратиться к тому, кто за него поручился. Встречается и обеспечение в виде залога, хотя в розничных выпусках оно попадается заметно реже.

Важно прочитать не только сам факт поручительства, но и его границы. В документах указывают, кто поручитель, за какие именно обязательства он отвечает и на какую предельную сумму. Иногда поручительство покрывает номинал, но не купоны, или ограничено частью объёма выпуска. Бывает, что поручитель отвечает лишь до определённой даты или только при наступлении конкретных событий. Фраза «выпуск с поручительством материнской компании» в анонсе звучит солидно, однако её реальный вес определяет текст документа, а не пресс-релиз.

Олег Викторович выбирал между двумя условными выпусками промышленного холдинга. Первый размещала сама головная компания «Волгопромхолдинг», второй — её финансовая дочка «Волгопром-Финанс» с поручительством головной компании на полную сумму номинала и купонов. Доходности различались на 0,3 процентного пункта в пользу второго выпуска. Прочитав условия поручительства, Олег Викторович убедился, что риск по обоим выпускам по сути одинаков, и выбрал более доходный. На 300 000 рублей разница давала около 900 рублей в год, что для его спокойной стратегии вполне весомо.

Поручитель ценен ровно настолько, насколько надёжен он сам. Если за небольшую компанию поручилась другая небольшая компания того же собственника, защита оказывается скорее символической, ведь проблемы у одной часто означают проблемы у другой. Поэтому при чтении документов полезно посмотреть, раскрывает ли поручитель свою отчётность и какой у него рейтинг. Иногда именно кредитное качество поручителя, а не эмитента служит основой для оценки выпуска. Если же информации о поручителе почти нет, его подпись под документом мало что добавляет к вашей уверенности.

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.