

[Кофе с банкиром] "Злые мальчики со связями дают деньги под конские проценты" или "теневой Goldman Sachs"

Этот текст я буду вынужден начать с важного уточнения: ни один из тех примеров, которые я сейчас буду приводить, не стоит считать "шпилькой" в адрес конкретных финансовых структур / банков или фондов, к чьим специалистам и работе я (в основном) отношусь с большим профессиональным уважением. Я прекрасно знаю, что меня читает значимая часть российской институционально-финансовой тусовки (или лично или на дистанции одного рукопожатия) и потому, во-первых, делаю эти уточнения, а во-вторых специально (и я думаю все понимают, что это исключительно моя личная вежливость) не вывешиваю конкретные имена / бренды, ибо дело не в них, а дело в том что я хочу кое-что объяснить читателям. Тут надо было сказать что-то вроде "ничего личного, только бизнес", но на самом деле это как раз "никакого бизнеса (я не конкурирую со структурами, которые вписались в эти истории - я НЕ управляющий и не хочу им быть), а только личное" - **у меня есть личное желание кое-что донести до СВОИХ читателей.**

Поехали.

У вашего покорного слуги довольно широкий пул читателей, которые взаимодействуют (в той или иной форме) с самыми разными финансовыми структурами (российскими и не только), причем некоторые из этих читателей до сих пор (по целой серии самых разных причин) имеют увесистые аллокации (вложенные деньги) в фонды (или банковские портфели), работающие с облигационными или квазиоблигационными продуктами - ибо "так надежнее". При этом их не устраивает доходность уровня ОФЗ/LQD/IEF и это естественным образом приводит их в фонды / банковские "портфели", которые работают с мусорными облигациями. Притягательные доходности в 6-7% в долларах и "высокая надежность и низкая волатильность" - дают потребителям таких услуг (на мой взгляд ошибочную) готовность платить за предоставление таких услуг, причем иногда ценники доходят до 1% от активов.

Иногда мне показывают (или до меня доходят другим образом) те забавные кейсы, которые происходят с такими портфелями, которые в желании добыть ту самую "повышенную доходность" копаются в таком мусоре (в прямом смысле в "мусорных облигациях"), что просто волосы дыбом встают.

Пройдемся по нескольким примерам, а потом перейду к практической (и на мой взгляд - более интересной) альтернативе для тех, кому хочется чего-то подобного.

1. Небольшой кредитный кризис индонезийского производителя текстильной продукции. Тут все просто: хорошая индонезийская компания, крупный производитель текстильной продукции для самых разных заказчиков, выпустила высокодоходные долларовые облигации, все было "мимими", а потом случился

ковид. Компания вроде бы ковид пережила, но в процессе сумела перессориться со своими банковскими кредиторами, а ей для того чтобы выплачивать долги после ковида нужно перекредитовать другие долги. Котировки облигаций обваливаются, а держатели бумаг занимаются размышлениями на тему того "сколько месяцев (не лет! месяцев!) компания сможет продержаться без перекредитования"...

Скорее всего индонезийская компания выплывет. Плюс, обычно "мусорные" фонды/банковские портфели сильно диверсифицируются, и благодаря этому катастрофы не будет даже при полном дефолте одной компании. Но это показатель того, из чего такие портфели состоят для достижения той самой "приятной доходности" и "низкой волатильности", да так чтобы еще на щедрую оплату услуг управляющих хватило.

2. Уже не кредитный кризис, а кредитная мини-катастрофа - популярный в узких кругах "облигационного мусора" мексиканский эмитент Alpha Holding, S.A. de C.V. - объявил о том, что ему нужно перевыпустить бухгалтерскую отчетность из-за "обнаруженных ошибок", требующих переоценки (негативной):

- позиций по дериватам
- резервов по просроченным кредитам
- дебиторской задолженности

<https://finance.yahoo.com/news/alpha-holding-c-v-moodys-235506767.html>

Эмитент был очень любим среди инвесторов (как частных так и институциональных) за сравнительно высокую доходность. Попытки других людей несмело поинтересоваться не является ли такая доходность (условные примерно 6-9% в долларах в зависимости от момента входа в позицию) - все-таки недостаточной для того чтобы брать на себя кредитный риск МЕКСИКАНСКОЙ компании, которая специализируется на выдаче кредитов на покупку тачек и на потребление мексиканцам, с которыми не хотят работать даже мексиканские банки - не находили понимания у инвесторов.

Чем там закончится - непонятно, но не могу быть уверенным, что закончится хорошо.

3. Определенной популярностью также пользуются евробонды Украины, которые дают ту самую волшебную цифру в 7% доходности, а особо жадные берут евробонды Нафтогаза. Это считается эдакой "фишкой" - типа "вот как надо! не нужно предубеждений!"

Проблема заключается не в предубеждениях, а в том, что при малейшем росте напряжения на Донбассе/Крыму - западные институциональные инвесторы сливают (желающие могут ознакомиться с украинскими СМИ на эту тему) евробонды и "бегут к выходу" - и это логичное поведение, потому что в случае реальной реализации какого-то военного/силового конфликтного сценария эмитент этих евробондов - тупо перестанет существовать, не говоря уже о том чтобы

обслуживать долг. Собственно в эти 7% или около того, заложен именно (на мой взгляд - недооцененный) риск того что (а) Украина/Нафтогаз просто перестанут существовать, нарвавшись на силовой конфликт с Россией и/или полноценную гражданскую войну и (б) что очередное правительство Украины провалит экономику и договоренности с МВФ так, что МВФ не захочет платить из своего кармана за долги, набранные правительством. Инвестор, которому предлагают купить такую бумагу по сути заключает пари: если у хохлов все идет хорошо, то он получает 7% годовых на протяжении 10 лет, а если что-то идет сильно не так то он получает фигу. Я не уверен, что это — хорошая идея, но каждый безусловно может сам распоряжаться своими деньгами. Я все равно не могу понять в чем тут та самая "облигационная надежность", ну да ладно.

4. Не иссякают в России люди, которым их управляющие успешно продают евробонды Турции (они же "эрдоганбонды"). Тут без комментариев, тут даже вопросов нет, я просто хочу чтобы вы повертели в голове сам факт того что после стольких "проходов по краю", валютных кризисов и прочих турецких выкрутасов, желающие "надежно" (это важно! люди прочитали в интернете и умных книжках, что облигации - "это надежно") вложиться в турецкие евробонды - не кончаются.

5. Отдельным пунктом заслуживают упоминания героические инвесторы и фонды, преодолевающие все препоны на пути доступа к китайским квазигосударственным и/или мусорным облигациям. Попытки объяснить, что принадлежность эмитента к государственной структуре/корпорации еще НИЧЕГО не гарантирует (при том что доходность там низкая - "квазигосударственная") в плане "вписки" государства для спасения его кредиторов, - тоже обычно проваливаются напрочь, как проваливаются и попытки объяснить, что для правильного анализа таких бумаг нужен не экономист/финансист, а китаист-политолог, причем ХОРОШИЙ, ибо кредитная надежность зависит прежде всего от связей менеджмента и его "политической крыши".

Когда дефолтнул эмитент входящий в группу Пекинского университета - Peking University Founder Group - шок был колоссальный.

Банкротство компании идет уже примерно год, и вроде бы ее как-то будут спасать через смену собственника (<https://asia.nikkei.com/Business/Markets/China-debt-crunch/Ping-An-to-lead-11.3bn-restructuring-of-Peking-U-s-corporate-empire>), но как справедливо замечают японские журналисты "непонятно хватит ли денег для удовлетворения кредиторов", и судя по приведенным цифрам - скорее нет, чем да. Вот вам "надежность и доходность и правильный отбор активов от компетентных менеджеров, которые даже в Пекин, Джакарту и Мехико летают и встречаются с эмитентами, да!"

Хочу обратить внимание на один важный момент - диверсификация в такого рода активах "лечит" далеко не весь риск, и я сейчас не про "черный лебедь", который может накрыть одновременно один или несколько секторов или стран, из которых берут эмитентов такие фонды.

Нет, я про то, что достаточно чтобы уровень дефолтов, который есть сейчас и который сравнительно низок по историческим показателям, внезапно вырос до более "нормальных" значений, чтобы та самая "повышенная доходность при пониженной волатильности" превратилась в тыкву - и это в лучшем случае. И это я даже не трогаю очевиднейшую проблему в виде того, что если долларовая стоимость недвижимости, которую вы хотели бы купить для себя и/или ваших детей, а также долларовая стоимость элитного образования или стоимость долей в бизнесе, который вы хотите приобрести для себя или оставить в наследство - растет БЫСТРЕЕ тех самых (оптимистичных) 7% в год - то вы по сути платите деньги за то чтобы вам "сожгли" покупательную способность довольно затейливым способом.

Я специально не сравниваю со "статистической инфляцией" - в ней много бургеров и мало квадратных метров, акций и топовой медицины - то есть всего того, что дает возможность двигаться по социальной лестнице вверх, а не прожирать свою жизнь и деньги, тратясь на гамбургеры или сумочки Hermes. Хотя нет, насчет сумочек Hermes - я погорячился, их ценник растет тоже очень быстро.

Теперь практика в плане альтернатив.

Стоило написать об этом раньше, но руки как-то не доходили, прежде всего потому что для меня все нижеперечисленное - это "инструменты из прошлой жизни", но они реально могут пригодиться тем, кому вот обязательно хочется получить финансовый инструмент, работающий по схеме "Умные финансисты из крутой организации выбирают кому дать деньги под конский процент, потом получают эти деньги и дают мне доходность".

Итак, краткий праймер по доступным широкой публике BDC - Business Development Companies.

В США есть небольшая группа (примерно штук 35-45) очень специфических компаний - BDCs, существование которых является наследством реформ эпохи Рейгана, когда администрация президента пыталась каким угодно способом стимулировать частные инвестиции в развитие малого и среднего бизнеса.

BDC - это в некотором смысле аналог REIT, только инвестирует не в недвижимость, а в другие компании, то есть эта структура чем-то напоминает закрытый инвестиционный фонд, хотя по формальному признаку является корпорацией с акциями, которые торгуются на бирже.

ВАЖНО: BDC - бывают РАЗНЫЕ, и нужно смотреть что у них конкретно в портфеле (они их публикуют обычно прямо на сайте или дают описание в отчетности), и ниже я буду говорить про конкретный подтип - BDC, которые в основном кредитуют американские развивающиеся компании, то есть именно кредитуют, а не становятся контролирующими или миноритарными акционерами (такое тоже можно найти, но это немного другой жанр - более близкий к Private Equity, и кстати на мой взгляд лучше чем 99% тех "эксклюзивно

элитных" фондов прайвэт эквити доступ к которым российским богатым клиентам продают с конской наценкой некоторые российские финансовые структуры - но об этом в другой раз, если будет интересно).

Как работает BDC: у компании есть собственный капитал (она его собрала в основном на IPO), а еще она набирает сама кредитные средства, и полученные деньги она вкладывает в кредитование (прямые кредиты или покупку облигаций) малого и среднего бизнеса. У BDC есть важные налоговые льготы (как у REIT) но они требуют чтобы 90% доходов распределялось в качестве дивидендов компании, и при этом сама компания обязана (под угрозой потери льготы по налогам) инвестировать 70% своих активов в кредиты или облигации относящиеся к заемщикам, у которых рыночная капитализация или ее эквивалент меньше 250 миллионов долларов.

Так как BDC работают (как и REITs) "с плечом", то у них очень высокая дивидендная доходность. В случае если BDC - маленький и любит копаться совсем-совсем в мусоре, то бывают и случаи с доходностью по 11-14% - но соответствующими рисками.

Нетрудно заметить, что те BDC, которые работают с кредитами/"мусорными облигациями" - это по большому счету аналог облигационных инвестфондов или "банковских портфелей с облигациями под управлением банка", но с несколькими важными, на мой взгляд, преимуществами:

1. Банк/фонд работает исключительно на ВАШИ деньги и его управляющие (особенно снимая с вас комиссию за объем средств под управлением) находится в ПРЯМОМ конфликте интересов с вами. В случае BDC, если компания правильно структурирована, то вы с управляющими находитесь в одной и той же лодке - вы владеете долей в структуре, которая привлекает чужие (не ваши) деньги - и это совершенно другая история в плане вашего взаимоотношения с менеджментом, который управляет деньгами.

В некоторой степени BDC - более рискованная история, ибо в случае разорения самого BDC от стоимости ваших акций скорее всего останется \$0.00 после оплаты кредиторов, но при я сильно сомневаюсь что какой-то residual value, который останется в случае системного "черного лебедя" от портфеля мусорных облигаций какого-то банка, будет сильно греть душу.

Кстати, если вам показалось, что в некоторой степени деятельность BDC напоминает классический бэнкинг, то есть привлечение средств и кредитование "с наценкой" - то так оно и есть, и по многим определениям (не хочу вдаваться в академическую дискуссию о точности этих определений) "долговые" BDC - это в полный рост элементы "теневой банковской системы", о которой там любит писать МВФ. "Теневая" банковская система (как и любой профессиональный участник любого "черного рынка" или "серого рынка") обычно зарабатывает больше, чем нормальные банки (если речь идет именно о кредитовании) просто в силу отсутствия ограничивающего регулирования. Для акционеров BDC - это и плюс, и риск.

2. Иногда встречаются ситуации, когда команды которые рулят конкретным BDC или даже сам BDC как корпорация являются частью какого-то большого американского финансового холдинга (я ниже приведу пример) и это создает для BDC такие сладкие условия в плане доступа к самым вкусным заемщикам и сделкам, которые НИ ОДИН "чужой" фонд/банк, не получит никогда и в принципе, по той простой причине что материнский холдинг "скармливает" своему "дочернему" BDC самое сладкое "как для себя", а ЛЮБОГО клиента, даже институционального, и даже очень хорошего, холдинг будет пытаться обобрать по максимуму. Более того, иногда холдинг вкладывает средства своих собственных клиентов внутрь "дочернего" BDC, и это создает уникальную ситуацию, когда у самого холдинга есть "риск собственной шкуры", причем двойной: он кровно заинтересован в том чтобы у "дочернего" BDC все было просто отлично, и чтобы он платил хорошие деньги, ибо в противном случае сам холдинг получит удар по репутации бренда и опосредованно по доходности клиентов самого холдинга, которые могут и сбежать от обиды, а это было бы совсем неприятно.

3. Многие институциональные инвесторы тупо не могут инвестировать в BDC - ибо это по формальному признаку акции, а не облигации и не "облигационный фонд" - и это прекрасно, так как ограничивает пул потенциально заинтересованных инвесторов, и дает более приятные цены.

4. Очень часто BDC, особенно если он работает при крупном холдинге, может привлекать деньги (чужие деньги!) по очень приятным ставкам - то есть например, **Goldman Sachs BDC, Inc. [NYSE: GSBD]** - "карманный" BDC Goldman Sachs - недавно привлек деньги по ~2,875%, при том что сам BDC кредитует своих должников по совсем другим ценникам - в среднем 8,7% (данные по 4 кв 2020). Зарабатывать на чужих деньгах - это приятно, хотя опять же должен напомнить, что BDC по формальным признакам - БОЛЕЕ рискованный инструмент, чем набор "мусорных облигаций", и подчеркнуть что это не инвестиционная рекомендация.

Важная заметка: я прекрасно знаю, что любители инвестиций в BDC (в том числе даже среди тех институционалов, которые могут себе это позволить) предпочитают ориентироваться на самые крупные, зачастую - независимые, BDC или на самые доходные (ну или на комбинацию этих факторов). У меня радикально другое представление о прекрасном и мне представляется, что гораздо важнее другие факторы - принадлежность к крупному финансовому холдингу - Goldman Sachs, Carlyle Group... что-то из этой серии. Причины изложены выше. Также я предпочитаю компании у которых максимально высокое соотношение прибыль/дивиденды (то есть доходы покрывают дивиденды с запасом) и которые держат большую подушку кэша для защиты от "черных лебедей" и для того чтобы можно было быстро воспользоваться какой-то приятной ситуацией на рынке, выкупив какой-то перспективный долг с большим дисконтом.

В завершение текста и в качестве отправной точки для ваших собственных исследований привожу сводную таблицу от Truist по базовым параметрам наиболее крупных/известных BDC (тут далеко не все) чтобы вы примерно могли посмотреть на параметры:

BDC Universe Valuation Comp Table

Institution Name	Ticker	Investment Rating	Market Cap (\$M)	Price (4/26/21)	Dividend Yield (%)	Price to Book	ROE	FY1 Div Coverage
Ares Capital Corporation	ARCC	Buy	\$8,524	\$19.49	8.2	1.15	10.1%	1.08
Owl Rock Capital Corporation	ORCC	Buy	\$4,470	\$14.48	8.6	0.98	8.3%	0.99
FS KKR Capital Corp. II	FSKR	Buy	\$3,463	\$20.38	10.8	0.81	9.0%	1.03
Prospect Capital Corporation	PSEC	NR	\$3,139	\$8.11	8.9	0.90	7.9%	0.99
Main Street Capital Corporation	MAIN	Hold	\$2,928	\$43.08	5.7	1.92	10.4%	0.95
Golub Capital BDC, Inc.	GBDC	NR	\$2,593	\$15.50	7.5	1.06	8.0%	1.00
FS KKR Capital Corp.	FSK	Hold	\$2,542	\$20.54	11.7	0.82	9.8%	1.02
Goldman Sachs BDC, Inc.	GSBD	Hold	\$1,984	\$19.53	9.2	1.23	12.7%	1.12
Hercules Capital, Inc.	HTGC	NR	\$1,949	\$17.10	7.5	1.52	11.8%	1.04
Sixth Street Specialty Lending, Inc.	TSIX	Buy	\$1,595	\$22.07	7.4	1.29	11.5%	1.21
New Mountain Finance Corporation	NMFC	NR	\$1,270	\$13.12	9.1	1.04	9.6%	1.01
Oaktree Specialty Lending Corp.	OCSL	NR	\$1,207	\$6.69	7.2	0.98	7.9%	1.13
Bain Capital Specialty Finance Inc.	BCSF	NR	\$1,013	\$15.69	8.7	0.95	8.2%	1.00
Apollo Investment Corporation	AINV	Buy	\$936	\$14.34	10.0	0.92	10.9%	1.18
TCP Capital Corp.	TCPC	NR	\$849	\$14.69	8.2	1.11	10.0%	1.11
Solar Capital Ltd.	SLRC	NR	\$777	\$18.39	8.9	0.91	7.6%	0.93
TCG BDC, Inc.	CGBD	NR	\$756	\$13.74	10.8	0.89	9.7%	1.01
Barings BDC, Inc.	BBDC	NR	\$671	\$10.28	7.4	0.94	7.7%	1.12
PennantPark Floating Rate Capital Ltd.	PFLT	Buy	\$495	\$12.77	8.9	1.01	8.6%	0.95
Capital Southwest Corporation	CSWC	NR	\$481	\$24.20	6.9	1.54	11.1%	1.04
PennantPark Investment Corporation	PNNT	Buy	\$438	\$6.53	7.4	0.74	5.9%	1.08
Blackrock Capital Investment Corporation	BKCC	NR	\$276	\$3.71	10.8	0.88	7.2%	0.76
Oaktree Strategic Income Corporation	OCSI	NR	\$250	\$8.50	7.3	0.91	6.0%	0.91
Osford Square Capital Corporation	OXSQ	NR	\$244	\$4.92	8.5	1.08	8.8%	0.95
Average					8.6	1.07	9.1%	1.02
Average (w/o MAIN, HTGC, CSWC)					8.8	1.01	8.9%	1.02

Source: S&P Global Market Intelligence, FactSet, Truist Securities Analysis
 Bold = Covered Companies

Один момент насчет налогов: в теории, BDC должны облагаться как REIT - 30%, но есть нюанс - в отличие от REIT, BDC имеют специфические лазейки для минимизации налогов по крайней мере по части дивидендов, а наиболее жесткие варианты оптимизации, которые я видел в 2017, делали 90% выплат вообще не облагаемыми американскими налогами для иностранных инвесторов, что делало эти BDC очень привлекательными для американцев, которые свалили на Гран Кайман или другой офшор со своими деньгами и искали возможность получать приятный пассивный доход. Я, к сожалению, понятия не имею как будут удерживаться налоги конкретным российским банком или Euroclear/Clearstream для российского налогового резидента в 2021, но возможно экспериментальным путем можно будет что-то оптимизировать, тем более что при "брутто" доходности того же GSBD в 9% с хвостиком - есть ради чего эту оптимизацию искать.

Итого: хотите чтобы команда зубастых специалистов по инвестированию в "мусорные долги" топового американского банка или финансового холдинга работала (в том числе) на вас и чтобы вы с ними были (примерно) на одной стороне баррикад? Хотите, зарабатывать на разнице между низким процентом под который условный "голдман" или "карлайл" может привлечь деньги, и теми конскими процентами под которые он кредитует? Готовы ради этого взять на себя риск того что в случае, если что-то пойдет сильно не так у управляющих, то вы потеряете большую часть или всю свою инвестицию? Если вы трижды ответили "да", то возможно стоит рассмотреть инвестиции в BDC - у них внутри тот же "облигационный мусор" (или его "кредитные аналоги") что и многих облигационных фондов (банковских облигационных портфелей), но есть отличия которые можно считать (а можно не считать, я не навязываю свое мнение) определенными преимуществами.

Примечание для зануд: да, я знаю, что у банковских портфелей и фондов в основном облигации эмитентов, которые все-таки крупнее, чем 250 миллионов долларов (по капитализации) и у них даже есть рейтинги от условного Мудис ("мусорные" конечно, но рейтинги) и это их якобы позитивно отличает от маленьких компаний, которые кредитуются у BDC в Америке. Но у меня вопрос: а вы вот точно-точно уверены, что условный Нафтогаз или мексиканская микрофинансовая организация для самых бедных заемщиков - это более надежный должник, чем небольшая американская стоматологическая или ортопедическая клиника для среднего класса, с хорошим бизнесом (который вдоль и поперек проверили инспекторы Carlyle или Goldman или Sixth Street), но при этом БЕЗ рейтинга условного Мудис (на который у нее тупо нет лишних денег)? Точно уверены? Я вот считаю, что условная стоматологическая клиника - надежнее и без рейтинга, но никому свое мнение не навязываю, и вообще по меркам мейнстримного финансового мира, я - страшный еретик (который не верит в рейтинги Мудис, S&P, и т.д.), о чем я честно предупреждаю читателей.

Я не очень люблю компании из финансового сектора в эпоху низких ставок, но если вам очень надо что-то именно такое и готовы иметь риск на "облигационный мусор" в портфеле - то почему бы не присмотреться к такому типу инвестиций?

Кстати, некоторые BDC (как и REITs) помимо всего прочего, еще и постепенно растут в размерах, то есть их портфель (и доходы) - увеличивается во времени, но это история для совсем-совсем терпеливых.

И последнее: меня периодически спрашивают не могу ли я порекомендовать хороший фонд Private Equity. Не могу, потому что хорошие фонды Private Equity - недоступны для простого смертного, даже если у этого смертного есть пару миллионов долларов, да и вообще таких фондов - раз-два и обчелся. Зато, если хочется что-то похожее на Private Equity или даже на венчурное инвестирование, но без гламура, понтов (на коктейльной вечеринке похвастаться не получится от слова "никак", ибо засмеют), но с неплохим потенциалом - можно поискать что-то интересное среди BDC, которые инвестируют не в долги компаний, а в акции малого и среднего бизнеса, становясь его деятельными миноритариями или даже контролирующими акционерами. Риски - как и должно быть в инвестициях такого рода - космические, но если хочется именно "попробовать" и не остаться ободранным как липка через fees управляющих, и не испытывать унижения от презрительного "фейс контроля" снобских фондов Силиконовой долины или NY, то BDC, как минимум, достойны внимания.

Желаю всем приятной недели и удачных инвестиций!

ПС: За сегодня надеюсь наконец-то ответить на все оставшиеся накопившиеся письма.

Данный документ не является инвестиционной рекомендацией

Данный документ не является личной инвестиционной рекомендацией

Данный документ не является предложением по покупке или продаже финансовых инструментов или услуг