Капитал в 2025 году: основные тренды и новые инвестиционные продукты

Дмитрий РУМЯНЦЕВ,
партнер и сооснователь
экосистемы LECAP

Михаил МАЛИНОВСКИЙ,
партнер и сооснователь
экосистемы LECAP

В интервью журналу Cbonds Review Михаил Малиновский и Дмитрий Румянцев, партнеры и сооснователи экосистемы LECAP, поделились мнением о том, как прошел 2024 год для российского рынка капитала, какие на нем наметились долгосрочные тренды, подробно рассказали о рынке акций, а также оценили перспективы предстоящего 2025 года.

— Какие факторы на рынке капитала в 2024 году вы считаете наиболее определяющими траекторию развития рынка? Как они повлияли на сам рынок капитала?

Дмитрий Румянцев:

— Наверное, 2024 год надо признать очень неоднородным. С января по апрель на рынке превалировал консенсус по возможности снижения ключевой ставки в этом году, что позволило провести на рынке IPO целый ряд ажиотажных сделок, в которых доминировал спрос со стороны розничных инвесторов, и основным опасением была низкая аллокация на растущие российские активы. С мая этого года российский рынок акций вступил в коррекционную фазу, и ужесточение риторики ЦБ, а впоследствии и денежно-кредитной политики привели к перетоку внимания инвесторов из рынка акций в депозиты и долговые инструменты с плавающей ставкой, что существенно сократило интерес розничных инвесторов к рынку акций.

Михаил Малиновский:

— Если дать краткую характеристику текущему году, она будет выглядеть следующим образом:

Во-первых, это продолжение тренда на раскрытие потенциала инвестиций физических лиц. Количество брокерских счетов достигает уже 35 миллионов. Частные инвесторы продолжают быть «драйвером» рынка. Соответственно, и с точки зрения маркетинга инструментов, и с точки зрения структуры размещения, в начале года тренды формировались через ориентир на частных инвесторов.

Во-вторых, динамичное развитие рынка флоатеров — компании стали больше предлагать их, как только стало понятно, что движение ставки будет расти и осуществляться агрессивно — это характеристика середины лета.

Третий тренд формируется сейчас: возникает ощущение, что ставка «нащупывает» свои исторические максимумы, и инвесторам предлагаются такие инструменты, ориентированные на ОФЗ с фиксированной ставкой и встроенным плечом, как опцион на снижение ключа в среднесрочной перспективе и игра в длинную дюрацию.

Дмитрий Румянцев:

— То, что мы видим в моменте, — это расхождение спредов или «справедливая» компенсация за кредитное качество. В определенной степени рынок переоценивает кредитное качество заемщиков в текущих реалиях и их способность обслуживать долг и осуществлять эффективное рефинансирование. Если в начале осени спреды по долгу низкого качества, скажем, ниже BBB, и ОФЗ были в диапазоне 4–6 %, то сейчас спред достигает 10 %, что, в целом, тоже, наверное, закладывает новую реальность.

В декабре рынок ожидает также замещение суверенных еврооблигаций Минфина на российском рынке, что, теоретически, за счет сверхпредложения арбитражеров, купивших бумаги во внешнем контуре, может сформировать интересные валютные доходности на суверенный долг, и, вероятно, переключить внимание инвесторов на валютные инструменты.

— Какие долгосрочные тренды наметились в этом году и как долго они могут сохраниться?

Михаил Малиновский:

— Думаю, что сейчас никто не решается делать долгосрочные прогнозы, но уже можно сказать о том, что есть новое качество на рынке. Соответственно, высокая ставка в среднесрочной перспективе, скорее всего, создаст определенную волну дефолтов.

Дмитрий Румянцев:

— Последние 20 лет мы исторически занимались реструктуризациями. Я думаю, что они будут проходить по новым канонам. Был рынок дефолтов 2009 и 2014 годов, в 2014 году появилось общее собрание владельцев облигаций и ПВО, и рынок реструктуризации сильно изменился в категории с 2014-го по 2022 год. И вот сейчас, с 2022-го, закладывается новая практика, учитывающая существенную роль розничных инвесторов в структуре дистрибуции.

Напомню, что для целей проведения реструктуризации потребуется решение общего собрания владельцев облигаций, которое принимается в данном случае большинством в три четверти голосов и которыми обладают лица, имеющие право голоса на общем собрании. Соответственно, вопрос сбора необходимого кворума в розничных выпусках станет ключевой «головной болью» после нахождения приемлемых коммерческих параметров реструктуризации. К сожалению, в отличие от еврооблигационной практики последних лет, концепция понижающего кворума при повторном голосовании неприменима, что может завести процесс реструктуризации в тупик. В любом случае, реструктуризации будут более информативными для рынка. Это абсолютно новый интересный рынок. Зачастую, если инвесторы правильно входят в реструктурированные бумаги на таком рынке, они получают возможность заработать по 100 %.

Михаил Малиновский:

— Во-вторых, физическим лицам как движущей силе на рынке интересно участие в «квази-эквити» инструментах. Наша команда сейчас готовит около четырех pre-IPO финансированных сделок, которые будут финансированы в том числе за счет выпуска облигаций. Это обеспечит инвесторам возможность участвовать в росте стоимости акционерного капитала, получить процентный доход и стопроцентную аллокацию в тех IPO, которые будут происходить через два-три года. Сейчас зарождается новая ниша продуктов, находящихся между DCM и ECM-рынком.

В остальном долгосрочные тренды будут определяться факторами геополитического характера, в том числе продолжающимся трендом на импортозамещение, которые зададут тенденцию макроэкономике и изменению динамики процентной ставки. Если мы надолго заходим в «эпоху высоких ставок», то, возможно, будем наблюдать возрождение в ряде случаев практики выпуска финансовых инструментов, используемых для расчетов с поставщиками и подрядчиками. Это может быть интересно AAA-компаниям, которые не могут отказаться от реализации гигантских инвестиционных программ.

— Ожидаете ли вы роста количества дефолтов в 2025 году? Если эта волна будет, то в следующем году или позднее? Какие меры могут быть предложены рынку в связи с таким риском?

Михаил Малиновский:

— Я бы смотрел шире. Есть такой термин в корпоративных финансах, который называется liability management — своего рода работа с существующим публичным долгом,

в том числе в условиях с высокой ставкой. Что можно здесь предложить? Предположим, есть категория заемщиков, которые, скорее всего, не сумеют пережить эпоху высоких ставок. Они уйдут в дефолты. Дефолты обычно заканчиваются двумя сценариями: либо реструктуризацией, либо потенциальным банкротством. А банкротство означает продажу актива тому, у кого финансовая стабильность крепче, то есть тому, кто накопил «денежную подушку». Поэтому на самом деле первый период дефолтов — это потенциал для рынка M&A, когда активы компаний, которые не могут пройти реструктуризацию, переходят в руки тех, кто лучше подготовился к этому сезону.

С другой стороны, можно работать и с высокой ставкой. Liability management предполагает выход к ключевым инвесторам с предложением по изменению условий выпуска. Мы видели такие сделки у того же «Роснано». Причем в условиях существенной распределенности розничных инвесторов неравномерность подхода к институционалам и розничным инвесторам может стать вынужденной мерой. Что могут сделать компании в этом случае? Если мы говорим про частные компании, то они могут предложить встраивать свои долговые инструменты (линейные с фиксированной ставкой) или возможность переноса платежей, взамен применяя плавающую процентную ставку. Могут предлагать «вшивать» в облигацию какие-то опционы. Могут предлагать возможность участия в будущей прибыли. Для всего этого есть инструментарий.

Дмитрий Румянцев:

— Про рынок еврооблигаций. С 2022 года мы принимали участие в реструктуризациях и изменении документации более 50 выпусков еврооблигаций, предоставляли не только функционал юридического консультанта, но и трасти, информационного и табуляционного агента. Это было связано с неработающей западной инфраструктурой и необходимостью реализации прав владельцев облигаций. Там есть очень интересные фигуры информационного агента, которые мы также выполняли. Это тот функционал, когда независимый агент доносит условия по будущей реструктуризации или изменениям выпуска. Это то, что обычно делает агент по реструктуризации в России, но в евробондовой практике выступает отдельная фигура и отдельный, соответственно, опыт проведения собраний, где действует табуляционный агент, который в качестве инфраструктуры валидирует волю тех или иных участников сторон.

— На рынке долгового капитала особой популярностью в последнее время пользуются отдельные элементы структурного финансирования, в том числе использование структуры специализированного финансового общества. С чем вы связываете такой тренд и как оцениваете перспективы его развития?

Михаил Малиновский:

— Мы давно мечтали заняться этим бизнесом. С 2022 года в нашей экосистеме появилась управляющая компания, что позволило предлагать клиентам комплексные и сложные продукты на рынке структурного финансирования «под ключ».

Сейчас под управлением УК находится более 45 СФО с разнообразными базовыми активами.

Ключевым преимуществом таких СФО является максимальная гибкость и защищенность прав владельцев облигаций. Условно можно разбить рынок СФО на две категории.

1) Клубные сделки, заточенные под заранее понятный пул якорных инвесторов. В такого рода сделках инвесторам предоставляется максимально широкий объем прав, в том числе корпоративных прав в отношении такого актива. В данном случае СФО становятся серьезным конкурентом ПИФов. Такие СФО, в частности, могут использоваться для финансирования M&A и осуществления сложноструктурированных сделок.

2) Второй тип сделок с СФО — это сделки, предлагаемые более широкой группе лиц, например, квалифицированным инвесторам, которые привязаны к рыночным активам или акциям компаний, готовящихся стать публичными. Такие СФО выпускают структурные облигации, доходность по которым привязана к торгуемым активам, индексам, акциям, активам товарного рынка, а также внебалансовые конвертируемые облигации, которые СФО сможет погасить путем поставки пакета акций при выходе компании на IPO. Такие СФО будут использоваться потенциально при IPO-финансировании. Наша компания уже сопровождает такие сделки.

— Как вы оцениваете возрастающую роль конкретных фидуциарных услуг (здесь имею ввиду информационного и табуляционного агентов, агента по взаимодействию с публичным рынком и ПВО) на рынке капитала? Каким может быть развитие этого сегмента услуг?

В основном за прошедшие два года на рынок вышло большое количество интересных новых историй средней капитализации из таких отраслей, как IT, фарма, ритейл и e-commerce

Дмитрий Румянцев:

— Для нас это суперинтересный рынок. На рынке оказания услуг представителя владельцев облигаций мы работаем с момента его зарождения. Наша компания в этом качестве обслуживает, наверное, половину выпусков на рынке, именно поэтому у нас сложились такие системные связи с инвесторами — физическими лицами. Наши специалисты умеют с ними общаться, небезразличны к их запросам и становятся таким эффективным «мостиком».

Именно благодаря накопленному опыту на этом рынке мы смогли предложить российским заемщикам функционал информационного и табуляционного агента по евробондам, что оказалось крайне востребованным на текущем рынке.

Михаил Малиновский:

— Сейчас видно, что роль розничных инвесторов существенно растет как в сегменте долгового рынка, так и рынка акционерного капитала.

В большом количестве сделок можно увидеть десятки тысяч розничных инвесторов в одном выпуске, которым нужно будет донести суть некого корпоративного действия (реструктуризация выпуска облигаций, получение вейвера по ковенантам, выкуп в отношении акций/облигаций), нужно иметь немного другой фокус по сравнению с первичным размещением. В таких случаях функционал представителя владельцев облигаций оказался очень полезным. Если через большой банк — агент по реструктуризации физическому лицу достигнуть эмитента может быть довольно-таки сложно, потому что большие банки не заточены под работу именно с таким дисперсным рынком, то наш представитель владельцев облигаций как раз это любит и умеет делать. Поэтому есть целый набор сделок, где мы разделяли функционал, забирая на себя именно функцию по коммуникации с широким рынком ритейла. Мы накопили уже десятки тысяч контактов инвесторов, которые следят за нашим раскрытием и с которыми мы с удовольствием коммуницируем в интересах сделки, чтобы она состоялась.

— Как, на ваш взгляд, изменилось первичное предложение акций за последние два года? И насколько сильно текущая денежно-кредитная политика влияет на выход новых компаний на рынок?

Михаил Малиновский:

— Мы можем констатировать, что это абсолютно новая эпоха. Сложность сделок удваивается с каждым годом. С февраля 2022-го мы увидели массовый уход и международных консультантов, и международных банков с этого рынка. Компании больше не ориентируются на иностранные площадки в плане соблюдения корпоративного управления либо в плане привлечения ликвидности. Российский инвестор, как правило, был довольно-таки серьезно субординирован по отношению к большим фондам, с которыми ключевые компании с удовольствием общались. Если roadshow раньше — это, скажем, оффлайн встречи с 30–50 крупнейшими фондами в Швейцарии, Скандинавии, Англии и Америке, то сегодня roadshow — это коммуникация через современные каналы (телеграм-каналы, стрим-трансляции), что, на самом деле, довольно-таки неплохо. Это делает сделки гораздо более живыми и заставляет эмитента быть масштабно публичным и интересным широкой публике. По сравнению с предыдущей практикой эмитенты вынуждены публично давать более предметный гайденс будущих финансовых показателей, раскрывать существенные аспекты финансовой модели и делиться индустриальным отчетом в публичном пространстве. Такая глубина раскрытия накладывает дополнительный уровень ответственности и обязательств на эмитента.

В основном за прошедшие два года на рынок вышло большое количество интересных новых историй средней капитализации из таких отраслей, как IT, фарма, ритейл и e-commerce.

К сожалению, на российском рынке можно констатировать ограниченное количество институциональных инвесторов, которые участвуют в первичном рынке, кроме того, размер средств, которые они аллокируют в рынок акций, крайне низок по сравнению с капитализацией российского рынка. Также стоит отметить, что волнообразный спрос со стороны розничных инвесторов обусловлен, с одной стороны, жесткой денежно-кредитной политикой, с другой стороны, неравномерным доступом к информации, например, в части исследований, так и существенно низкой аллокацией по сравнению с институциональными инвесторами.

Фундаментальная стоимость компаний, рассчитываемая на основании NPV, крайне чувствительна к жесткой ДКП и, соответственно, высокому WACC, что позволяет получить компромиссные цифры оценки только в условиях кратного будущего роста компании.

Сегодняшняя коммуникация эмитента акций pre-IPO и рынка — это, конечно же, все еще общение с институционалами, которых не так много на рынке. Это также и реклама по телевизору, и общение через каналы блогеров, и выстраивание собственных инвестиционных платформ, например, проведение Investor Day, где компания погружает широкую аудиторию в суть своего бизнеса.

С точки зрения повышения уровня сложности сделок, можем сказать, что в 2023 году у нас появилась собственная документация, обеспечивающая соблюдение правил по ограничению продажи акций ключевыми акционерами на период стабилизации, который обычно следует после сделки, в форме lock-up соглашений. Начиная примерно с весны прошлого года, наша компания сопроводила пять таких сделок. И в этих сделках мы выполняли, помимо функции юридического консультанта, такой интересный функционал, как gate keeper по информации. Мы сами проводили due diligence компании, писали и регистрировали проспект, поэтому нам было естественно выполнять функцию по верификации маркетинговых материалов и раскрытой информации компании. Такой вот новый агентский функционал, который теперь свойственен юридическим фирмам. И, конечно, это очень интересно, потому что позволяет лучше погрузиться в суть бизнеса, и, в целом, сформировать новое качество для российского рынка сопровождения IPO.

— Чего ожидаете от следующего года для рынка pre-IPO, IPO? И какие новые продукты могут быть востребованы?

Дмитрий Румянцев:

— Все так же будет зависеть от ставки.

При этом рынок акций будет оставаться рынком растущих компаний, инвесторы заинтересованы в компаниях, способных демонстрировать устойчивый и/или кратный рост,

способных реализовать полномасштабную стратегию импортозамещения, предоставить новые и инновационные продукты на рынок.

Но, сравнивая текущую ситуацию с опытом последних лет, мы ожидаем также и выход на рынок ряда «тяжеловесов».

Например, есть сведения, что Минфин планирует выводить некоторые компании из портфеля государства (речь идет об институте развития ДОМ.РФ). Это, в первую очередь, те компании, которые рынок давно ждет, можно сказать, что это новый виток приватизации.

Кроме того, мы ожидаем, что Росимущество тоже может начать выводить компании на рынок. Соответственно, будет новая поставка предложений акций со стороны государства. Росимущество, возможно, будет выводить акции компаний, которые были выкуплены у иностранцев, и которыми все-таки лучше, чтобы управлял частный капитал, чем держать их в портфеле государственного имущества.

Михаил Малиновский:

— С точки зрения спроса мы видим минимум 20 компаний, которые отложили свои сделки с осени и перенесли их потенциально на следующий год, так называемые «отложенные предложения». Если ставка пойдет вниз или если, по крайней мере, рынок адаптируется к текущей ставке, я думаю, что эти сделки будут реализованы. Если ДКП изменится и ставка пойдет еще ниже, а из депозитов деньги вернутся на рынок акций и облигаций, то, скорее всего, мы сможем увидеть предложения акций до 50 компаний.

«Узким горлышком» здесь является именно инфраструктурный вопрос, потому что команд, которые умеют организовывать сделки, качественно сопровождать их и реализовывать, на рынке не так много. Я бы сказал, шесть-восемь. Это означает, что для них скорее вот эта часть вопроса является ограничителем рынка в случае снижения ставки.

С точки зрения рынка pre-IPO с момента запуска потенциально на Мосбирже проекта MOEX Start мы видим запрос примерно от двух-трех компаний в неделю, желающих разместиться на этой площадке. Какой здесь минус? Компании, как правило, довольно-таки «сыроватые»: и подготовка финансовой модели, и валидация потенциальной стоимости для допуска занимает около двух месяцев с неопределенным результатом. Пока мы видим не так много таких компаний: порядка 20 потенциально могут выйти на рынок pre-IPO финансирования Московской биржи.

— Какие долговые инструменты в условиях жесткой ДКП можно предлагать рынку?

Михаил Малиновский:

— Во-первых, на мой взгляд, в условиях жесткой ставки есть определенный механизм ее снижения в виде встраивания внутрь инструмента зашитых опционов в отношении в том числе тех товаров, которые компания реализует. Здесь можно вернуться к практике выпуска облигаций, которые могут быть погашены, например, золотодобытчиками за счет расчетной поставки золота. Первый вопрос — это облигации со встроенным опционом, в частности с опционом на объявление какого-нибудь индекса для финансовых организаций.

Для финансовых организаций это может стать потенциальной возможностью секьюртизации своего финансового актива. Много вопросов по теме секьюртизации портфелей возникает у микрофинансовых организаций. Это могут быть облигации, которые погашаются за счет товаров, производимых самой компанией. Конечно, эти товары должны иметь рыночную котировку, например, золото. Это могут быть облигации, которые размещаются крупными госмонополиями для цели финансирования инвестиционных программ своим подрядчикам. То есть это такая отложенная выплата за поставленный товар или за выполненную работу. В рамках больших инвестиционных программ, я думаю, такие вещи могут предлагаться компаниями масштаба естественных монополий.

— Какие новые возможности или ограничения на рынке капитала вы прогнозируете на 2025 год?

Михаил Малиновский:

— С учетом роста количества компаний на публичном рынке, а также жесткой денежно-кредитной политики мы прогнозируем существенный рост конкуренции за внимание инвесторов. В этой связи мы полагаем, что компании начнут использовать новые IR-стратегии для удержания и привлечения инвесторской базы. Также в условиях растущей конкуренции новым условиям должны отвечать и требования к корпоративному управлению. Можем с уверенностью сказать, что 2025 год обещает быть интересным для рынка. В условиях быстроменяющегося рынка мы ждем появления новых инструментов и ярких сделок в следующем году.

С учетом роста количества компаний на публичном рынке, а также жесткой денежно-кредитной политики мы прогнозируем существенный рост конкуренции за внимание инвесторов