Роберт СМАКАЕВ,
руководитель департамента рынков капитала, Совкомбанк

Роберт Смакаев: почему рынок капитала поставил рекорд в год экстремальной ставки

Год был экстремальным для рынков капитала: ключевая ставка достигла исторического максимума, но долговой рынок показал рекордные объемы, в то время как рынок акций пережил глубокое затишье. Предлагаем обсудить итоги года и взгляд в будущее.

Замещение банковских кредитов облигациями, валютные выпуски, плавающие ставки, дисконтные и амортизационные структуры — все эти тенденции сформировали новые реалии DCM-рынка

ДОЛГОВОЙ РЫНОК — ПАРАДОКСЫ И НОВЫЕ РЕАЛИИ. ГЛАВНЫЙ ПАРАДОКС ГОДА

— Рынок корпоративных облигаций показал рекордные объемы размещений на фоне сверхвысокой ключевой ставки. С чем вы это связываете? Был ли это устойчивый тренд или «игра на опережение» перед ожидаемым смягчением ДКП?

— Несмотря на экстремальную ставку, рынок корпоративного долга продемонстрировал рекордную активность: к середине года размещено около 3.9 трлн рублей, что превысило прошлогодний уровень, предположу, что к концу года он превысит результаты прошлого года. Причины — привлекательность облигаций по сравнению с банковскими кредитами и рост потребности в рефинансировании. Кредитные ставки выросли до КС + 5–6 п. п., и рынок бондов стал естественной альтернативой. Инвесторы также активно покупали облигации, стремясь зафиксировать высокую доходность перед ожидаемым снижением ставки. Популярность флоатеров, купонно-дисконтных выпусков и других решений показала зрелость рынка. По сути, «парадокс» объясняется тем, что эмитенты, инвесторы и организаторы быстро адаптировались к дорогим деньгам, обеспечив устойчивый спрос и предложение.

СМЕНА ПАРАДИГМЫ ФОНДИРОВАНИЯ

— Мы наблюдали активную конвертацию банковских кредитов в облигации. Насколько этот тренд был массовым, и что он дает обеим сторонам сделки? Ожидаете ли вы его продолжения в 2026 году по мере снижения ставок?

— В 2025 году мы фактически наблюдали смену механизмов фондирования: многие компании рефинансировали банковские кредиты через облигационный рынок. Этот тренд носил действительно массовый характер. Объем рынка корпоративных облигаций вырос более чем на 20% г/г, в то время как рынок корпоративного кредита за тот же период вырос менее чем на 10%. Корни этого тренда — в диспропорциях стоимости и доступности инструментов. Когда занимать на бирже стало дешевле, чем в банке, бизнес быстро сориентировался.

Для эмитентов выгоды очевидны. Во-первых, удается снизить стоимость капитала. Во-вторых, улучшаются условия заимствования: облигационный заем, как правило, не требует залога, не навязывает жестких ковенантов и дает возможность самому определить параметры долга.

Будет ли этот тренд продолжаться в 2026 году? Мой прогноз — да, замещение кредитов долговыми ценными бумагами сохранит актуальность. Есть структурные факторы, поддерживающие рынок облигаций.

Во-первых, банки, вероятно, сохранят осторожность в корпоративном кредитовании — во всяком случае, до полного снятия макропруденциальных надбавок. Во-вторых, на рынок в следующем году выйдет волна рефинансирования ранее выпущенных облигаций, и компании зачастую будут увеличивать новые выпуски, чтобы за счет них гасить кредиты.

ВАЛЮТНЫЙ РЕНЕССАНС

— Рублевые ставки были высоки, но компании выходили с валютными облигациями (юани, доллары). В чем была главная выгода для них? Исчерпан ли потенциал этого рынка, или ликвидности хватит на новых игроков?

— Высокие рублевые ставки сделали валютные облигации естественной альтернативой. Разница доходностей колоссальна: по валютным бумагам — 6.5–7.5% против 17–18% в рублях. Компании с валютной выручкой охотно занимали в долларах или юанях. Эти выпуски стали заменой евробондов, расширили базу инвесторов и позволили хеджировать девальвационные риски. Потенциал рынка еще не исчерпан — ликвидность сохраняется, хотя спрос сосредоточен на надежных эмитентах. Если у компании есть натуральная потребность в валюте (импорт, внешние расчеты, валютная выручка) и при этом крепкие финансовые показатели, инвесторы с интересом рассмотрят такой инструмент.

ЭКЗОТИКА В МЕЙНСТРИМЕ

— В этом году мы увидели всплеск интереса к дисконтным облигациям и бумагам с амортизацией. Чем объясняется эта волна? Это тактический ход в условиях неопределенности или долгосрочный тренд на диверсификацию инструментов для инвесторов и эмитентов?

— Одной из особенностей 2025 года стал всплеск интереса к нестандартным форматам займов — таким, как купонно-дисконтные облигации или валютные с расчетами в рублях. Причины этого явления связаны с общей неопределенностью и стремлением участников рынка подстроиться под новые условия.

Дисконтные бумаги с низким купоном и доходом к погашению привлекли инвесторов выгодой и налоговыми преимуществами: купон облагается НДФЛ, а прирост капитала — нет. Появление таких структур — шаг к диверсификации: инвесторы ищут баланс доходности и защиты, эмитенты — оптимальную стоимость заимствований. Текущий год показал, что российский рынок облигаций гибко и оперативно реагирует на вызовы. Рекордные объемы размещений при высокой ставке — не аномалия, а свидетельство зрелости рынка и доверия инвесторов. Замещение банковских кредитов облигациями, валютные выпуски, плавающие ставки, дисконтные и амортизационные структуры — все эти тенденции сформировали новые реалии DCM-рынка. И хотя какие-то из них могли носить тактический характер, в совокупности они задают вектор развития на будущее: более разнообразный, глубокий и устойчивый рынок долгового капитала.

АКЦИОНЕРНЫЙ КАПИТАЛ — КРИЗИС ДОВЕРИЯ И ПОИСК ПУТЕЙ ВЫХОДА. ДИАГНОЗ ДЛЯ IPO

— Год можно назвать «потерянным» для первичных размещений. На ваш взгляд, что было главным стоп-фактором: высокая ставка, разочарование инвесторов в прошлых сделках или системные проблемы подготовки эмитентов?

— Год нельзя назвать полностью потерянным: состоялось IPO Глоракс и ряд SPO, включая крупную сделку ВТБ. Мы также ожидаем еще несколько сделок до конца года, при этом основное внимание сейчас направлено на ДОМ.РФ. Это знаковая сделка для рынка: ожидается, что это будет крупнейшее и первое приватизационное IPO в «новой реальности», которое покажет путь другим госкомпаниям.

Возвращаясь к вопросу, почему этот год был не таким удачным на первичном рынке, как всем бы хотелось, ответ простой — по тем сделкам, которые готовились в этом году, покупатели и продавцы не смогли договориться о взаимовыгодных условиях с учетом текущей рыночной ситуации. С точки зрения отношения инвесторов к сделкам, тут, наверное, не столько «разочарование», сколько переоценка рыночной конъюнктуры и перекладывание ее в ожидаемую цену сделки — грубо говоря, покупать готовы, но не все и гораздо дешевле, чем полтора года назад.

РЕГУЛЯТОР КАК ДОКТОР

— Банк России представил масштабный доклад с предложениями по регулированию IPO. Какие из его инициатив (раскрытие прогнозов, независимые аналитические отчеты, реестр организаторов) вы считаете наиболее действенными для возвращения доверия, а какие могут столкнуться с сопротивлением рынка?

— Ни для кого не секрет, что доверие — фундамент финансового рынка. И в 2025 году тема возврата и укрепления доверия инвесторов стала краеугольной в риторике регулятора. ЦБ продвигает прозрачность IPO, защиту миноритариев и ответственность профучастников, введены требования к раскрытию политики распределения акций, стандартам поведения и качеству советов инвесторам. Можно сказать, роль регулятора трансформировалась: от сугубо надзорной к более проактивно-защитной. Мы бы в целом не рассуждали в терминах «сопротивление рынка» — рынок (эмитенты, инвесторы, консультанты) заинтересован в том, чтобы было доверие и были сделки, поэтому рынок будет существовать и развиваться в той среде, которая в итоге будет сформирована.

PRE-IPO КАК ИНДИКАТОР

— Рынок pre-IPO оставался активным. О чем это говорит? Что сейчас интересует инвесторов на этой стадии, и можно ли рассматривать оживление в pre-IPO как предвестник будущих IPO в 2026 году?

— Во-первых, из большого количества проектов, которые пытаются собрать розничный спрос, кажется, что бóльшая часть это не pre-IPO, а более ранние стадии (венчур), и в итоге эти проекты до IPO вообще не дойдут. Во-вторых, существует достаточно большое количество институциональных pre-IPO-инвесторов, и появляются новые, и развитие этого класса инвесторов — действительно положительный знак для рынка IPO. Инвесторов на этом рынке, как и на других, интересует максимальная доходность при минимальных рисках, но понятно, что профессиональные инвесторы намного более глубоко изучают потенциальные объекты инвестиций, поэтому в итоге в их портфелях оказываются реальные IPO-кандидаты.

ПРОГРАММА ЦБ ПО АКЦИОНЕРНОЙ СТОИМОСТИ

— Насколько, по вашему мнению, инициативы ЦБ и Московской биржи по созданию стратегий акционерной стоимости и нового индекса для «драйверов роста» способны реально повлиять на капитализацию рынка?

— На данном этапе инициатива носит, скорее, программный характер, и важно дождаться ее практической реализации и оценки участниками

рынка. Если предложенные механизмы действительно заработают, их влияние на капитализацию может быть существенным, и мы как банк безусловно приветствовали бы такой результат.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ И СТРУКТУРИРОВАННЫЕ ПРОДУКТЫ — НИШЕВЫЕ РЫНКИ С ПОТЕНЦИАЛОМ. СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ В ПОИСКАХ ИНВЕСТОРА

— Рынок секьюритизации показал рост, но остался нишевым из-за отсутствия спроса со стороны институционалов. Что, на ваш взгляд, мешает УК, НПФ и страховщикам активно инвестировать в такие бумаги? Требуются ли точечные изменения в регулировании для запуска рынка?

— Основные препятствия — это, прежде всего, ограничения в регулировании, а также недостаточная прозрачность и ликвидность инструментов.

Действующее регулирование сделок накладывает существенные ограничения на институциональных инвесторов при приобретении облигаций секьюритизации, например, повышенные требования к уровню рейтинга облигаций, отсутствие отдельных лимитов у НПФ при приобретении облигаций неипотечной секьюритизации, занижение балансовой стоимости облигаций при приобретении их страховыми компаниями (так, как будто они приобретают структурные облигации).

Для стимулирования инвесторского спроса необходимо устранить регуляторный дисбаланс в отношении рейтингов .sf для различных типов секьюритизированных активов, признав применимость шкалы структурированного финансирования наравне с фундаментальной рейтинговой шкалой национальных агентств; стимулировать развитие вторичного рынка, например, через создание института маркет-мейкеров; а также способствовать повышению прозрачности и раскрытия информации о структуре сделок и базовых активах.

СТРУКТУРИРОВАННЫЕ ПРОДУКТЫ: ХЕДЖИРОВАНИЕ ПРОТИВ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ

— Рынок структурных облигаций (СО) и ЦФА продолжил активный рост. На что был спрос: на инвестиционные продукты с защитой или на инструменты структурирования активов? Какие преимущества вы видите в формате ЦФА по сравнению с классическими облигациями?

— В 2025 году рынок структурных облигаций и цифровых финансовых активов (ЦФА) продолжает демонстрировать устойчивый рост на фоне запросов инвесторов к инструментам с защитой капитала и возможностью гибкого структурирования активов. Доля ЦФА стабильно растет благодаря их технологичности, низкому порогу входа с точки зрения инфраструктуры по сравнению с классическими облигациями и доступности даже для малого и среднего бизнеса. Несмотря на ряд вызовов — снижение срочности, появление первых дефолтов и низкая ликвидность — рынок демонстрирует потенциал долгосрочного роста и становится полноценным классом инвестиционных инструментов для хеджирования рисков в современных условиях.

ВЗГЛЯД В 2026 ГОД. ПРОГНОЗ НА 2026 ГОД: ДОЛГ VS КАПИТАЛ

— Каких соотношений объемов на долговом рынке и рынке акционерного капитала вы ожидаете в наступающем году? Останется ли долговой рынок доминирующим источником фондирования?

— Да. Объем размещений облигаций в разы превышает рынок IPO. Высокая стоимость капитала и стремление к рефинансированию долгов сохранят лидерство DCM. Мы ожидаем рост рынка на 18–23 % при постепенном оживлении рынка первичного размещения акций.

КЛЮЧЕВОЙ ДРАЙВЕР И ГЛАВНЫЙ РИСК

— Назовите один основной фактор, который будет определять активность на рынках капитала в 2026 году, и один главный риск.

— Главным драйвером российского рынка капитала в 2026 году, на мой взгляд, станет масштабная потребность в рефинансировании долговых обязательств. Объем погашений корпоративных облигаций в 2026 году существенно возрастет. Это означает, что эмитенты будут вынуждены активно выходить на рынок с новыми выпусками облигаций, что само по себе простимулирует рыночную активность.

В то же время главный риск 2026 года — это ухудшение кредитного качества эмитентов и рост дефолтов. Период высоких ставок в 2023–2025 годах уже подточил финансовую устойчивость ряда заемщиков: в 2025 году число дефолтных событий на облигационном рынке увеличилось. Даже при ожидаемом смягчении денежно-кредитной политики долговая нагрузка многих компаний остается высокой, и вызовы для платежеспособности сохраняются.

ТРЕНД-2026

— Какой новый или существующий тренд, по вашему мнению, станет определяющим в наступающем году (например, дальнейшая экспансия валютных бондов, выход на азиатские площадки, бум «зеленых» или адаптационных облигаций)?

— Главные направления — валютные облигации, секьюритизация и ESG-инструменты. Ослабление курса рубля поддержит валютные займы, банки активнее будут секьюритизировать кредиты, а регуляторные послабления оживят рынок «зеленых/социальных» выпусков.

Высокая волатильность сделала нас сильнее — мы остаемся надежным проводником между эмитентами и инвесторами

ВЗГЛЯД ИЗНУТРИ

— Как изменилась бизнес-модель и стратегия департамента рынков капитала крупного банка в условиях высокой волатильности и смены парадигмы на рынках? На каких направлениях вы фокусируетесь сейчас?

— Мы сделали бизнес-модель гибче и ближе к клиенту. В период волатильности рекомендовали флоатеры или выход одновременно с двумя сделками с плавающей и фиксированной ставками, развивали базу инвесторов и инфраструктуру рынка. Совкомбанк стал активным ESG-консультантом и организатором ключевых сделок. Высокая волатильность сделала нас сильнее — мы остаемся надежным проводником между эмитентами и инвесторами.

— Если бы вам нужно было охарактеризовать уходящий год для российского рынка капитала одним словом или короткой фразой, что бы это было?

— Это был «экзамен на прочность». Год стал стресс-тестом для всех участников рынка — эмитентов, инвесторов, банков. Но именно этот опыт укрепил систему и заложил основу для осторожного оптимизма в 2026 году.