Алексей КУЗНЕЦОВ,
вице-президент, БК РЕГИОН

Мария РОМАНЦОВА,
управляющий директор
по долговым рынкам
капитала, ИК Финам

Рекордный год и поиск баланса

Этот год стал для российского рынка долгового капитала годом, когда активность эмитентов вновь превысила ожидания. Несмотря на сохранявшуюся большую часть года высокую ключевую ставку, компании активно выходили с новыми выпусками, демонстрируя высокую адаптивность и способность находить баланс между стоимостью заимствований и интересом инвесторов.

Темпы первичных размещений оказались рекордными — при этом драйверами роста стали не только традиционные эмитенты из нефтегазового и металлургического секторов, но и представители промышленности, ИТ и девелопмента, включая целую волну дебютантов.

Сохраняя устойчивость к макроэкономическим колебаниям, рынок DCM стал площадкой, где эмитенты и инвесторы учатся работать в новых условиях: при длительно высоких ставках, растущей конкуренции за ликвидность и изменении структуры спроса. В центре обсуждения — гибкость стратегий, поиск новых инструментов и переосмысление роли долгового рынка в финансировании экономики.

О том, как прошел 2025 год, какие тенденции определят 2026-й и в каком направлении движется рынок долгового капитала, в традиционном круглом столе Cbonds Review рассказали **Алексей Кузнецов (БК Регион), Эдуард Джабаров (Сбербанк), Мария Романцова (ИК Финам) и Екатерина Малеева (Совкомбанк).**

2025 ГОД ВНОВЬ СТАЛ ДЛЯ DCM-РЫНКА АКТИВНЫМ: ПРИ ВЫСОКОЙ СТАВКЕ ЭМИТЕНТЫ ПРОДОЛЖАЛИ ВЫХОДИТЬ С НОВЫМИ ВЫПУСКАМИ. ЗА СЧЕТ ЧЕГО УДАЛОСЬ СОХРАНИТЬ ТЕМП РАЗМЕЩЕНИЙ: СТРУКТУРНЫХ НОВАЦИЙ, МАРКЕТИНГОВОЙ ГИБКОСТИ, ПОВЫШЕННОГО СПРОСА СО СТОРОНЫ ИНВЕСТОРОВ, ИЛИ ВСЁ-ТАКИ ГЛАВНЫМ ДРАЙВЕРОМ БЫЛА ИНИЦИАТИВА ЭМИТЕНТОВ?

Алексей Кузнецов:

— Главной причиной высокой активности на первичном рынке облигаций стали эмитенты, которым было необходимо рефинансировать погашаемые облигации и банковские кредиты. Успех размещений предопределила возможность быстрой подстройки эмитентов и организаторов к изменению интересов инвесторов. В период высокого спроса на короткие

Круглый стол DCM

Эдуард ДЖАБАРОВ,
начальник управления рынков капитала, Сбербанк

Екатерина МАЛЕЕВА,
директор, управление по работе с эмитентами на долговых рынках, Совкомбанк

инструменты инвесторам были предложены именно такие. Весной появились так долго ожидаемые инвесторами предложения длинных бондов с фиксированной доходностью от ряда высококачественных эмитентов. Инструменты с плавающим купоном чередовались с облигациями с фиксированным купоном. Повышение спроса на валютные облигации моментально было реализовано выходом широкого круга эмитентов с квазивалютными инструментами. Нельзя не отметить, что объем таких облигаций за 9 месяцев 2025 г. увеличился более чем вдвое по сравнению с аналогичным периодом 2024 г.

Эдуард Джабаров:

— В 2025 г. публичный долговой рынок продолжил рост: объем первичных корпоративных размещений за 9 месяцев превзошел результат прошлого года, тогда как темпы роста объема корпоративных облигаций в обращении превысили темпы роста банковских корпоративных кредитов (12 vs 6 %) за тот же период.

Такая динамика является результатом совпадения потребностей заемщиков, заинтересованных в оптимизации стоимости и диверсификации источников финансирования, с возможностями публичного рынка, обеспечивающего гибкость в выборе инструментов и доступ ко всем категориям инвесторов с различными инвестиционными предпочтениями.

В этом году мы видели преобладание рублевых выпусков с фиксированной ставкой на фоне повышенного спроса институциональных инвесторов, более активное и рост объема размещений долларовых облигаций как ответы на отдельные запросы инвесторов и эмитентов.

Мария Романцова:

— В 2025 году драйвером рынка стала синергия инициативы эмитентов, опыта организаторов и рекордного притока частных инвесторов за счет снижения ставок по депозитам (приток на рынок составил 1.6 трлн рублей, что почти в 2 раза выше прошлогоднего). Год завершается с ростом объемов корпоративных облигаций на 22 % (до 34.6 трлн руб.). Важным фактором стала и диверсификация инструментов: особую активность показали валютные и квазивалютные размещения (более 15 выпусков в юанях и евро, а также облигации с привязкой к иностранным курсам), что дало инвесторам защиту от рублевой волатильности. ЦБ РФ, не спешивший снижать ставку, фактически подстегнул спрос на корпоративные облигации как альтернативу депозитам.

Екатерина Малеева:

— Безусловно, рынок в этом году был богат на инновации — появлялись новые подходы, инструменты, конструкции сделок. Но если смотреть на общую картину, большинство выпусков по-прежнему проходило в формате plain vanilla с фиксированным или плавающим купоном. Главный драйвер активности — это инициатива самих эмитентов и стабильный интерес со стороны инвесторов.

Рынок дает компаниям то, чего не могут предложить банки: большую гибкость по срокам, структурам и объемам. Эмитенты этим активно пользуются.

Успех размещений предопределила возможность быстрой подстройки эмитентов и организаторов к изменению интересов инвесторов

КАК ИЗМЕНИЛАСЬ ОТРАСЛЕВАЯ СТРУКТУРА РЫНКА? КАКИЕ СЕКТОРЫ СТАЛИ ЛИДЕРАМИ ПО РАЗМЕЩЕНИЯМ ОБЛИГАЦИЙ В 2025 ГОДУ? ВЫХОДИЛИ ЛИ НА РЫНОК ЭМИТЕНТЫ-ДЕБЮТАНТЫ ИЗ «НОВЫХ» СЕКТОРОВ?

Екатерина Малеева:

— В этом году фокус заметно сместился в сторону промышленности и технологий. Эти секторы выходили на рынок чаще и размещали большие объемы. Финансовые институты оставались активны, но их доля в общем объеме снизилась.

Лидерами стали нефтехимия, металлургия, ИТ и связь, а также финансовый сектор — включая институты развития, банки и лизинговые компании. Строительные компании тоже показали заметную активность.

При этом список дебютантов стал куда более разнообразным. На рынок пришли эмитенты из новых сегментов — бумажная промышленность, продукты питания, медицина, ИТ и профессиональные услуги. Это хороший знак — рынок становится шире и глубже.

Алексей Кузнецов:

— За первые девять месяцев 2025 г. максимальный объем облигаций (более 1.35 трлн руб. или 19.9% от общего объема) разместили компании металлургического сектора. Второе место с объемом 829.3 млрд руб. (12.2%) заняли институты развития. Третье место занял нефтегазовый сектор с долей 9.3%. По нашим оценкам, порядка 70.4% заняли облигации реального сектора с общим объемом порядка 4.7 трлн руб. Около 7.4, 6.9 и 3.1% от общего объема размещения рублевых облигаций пришлось на банковский сектор, прочие финансовые компании и лизинговые компании.

Среди дебютантов-эмитентов первого эшелона можно отметить компанию Яндекс, которая выходила в этом году с двумя выпусками (с плавающим купоном (КС ЦБР+125 б. п.) и фиксированным купоном (13.5% годовых) на общую сумму 65 млрд руб.

Мария Романцова:

— Традиционно лидирует нефтегаз (24.9%), дальше — институты развития (12.4%) и банки (10.1%). Однако можно выделить несколько трендов года. Во-первых, это появление эмитентов со статусом малых технологических компаний (МТК) за счет их активной поддержки со стороны государства, в том числе и предоставления субсидий как для покрытия расходов на сделки IPO, так для и выпуска облигаций. В качестве примера можно привести дебютную сделку компании из кибербезопасности «Айдеко» на 500 млн руб. Во-вторых, среди дебютантов 2025 года в корпоративном сегменте лидирующие позиции занимают компании из сферы ИТ. В-третьих, появление на рынке существенного числа эмитентов известных широкой рознице брендов: Росинтер Ресторантс, Абрау-Дюрсо, Село Зеленое. Их размещения усилили интерес розничных инвесторов и сделали рынок ближе массовому сегменту. Активно выходили и компании девелопмента (включая конвертируемые облигации сделки «Самолета», лизинг). Реальный сектор набирает обороты, в том числе через дебютантов — зафиксировано рекордное число новых эмитентов (53 компании разместили 62 выпуска на 222 млрд руб.)

КАКИЕ ВЫПУСКИ ТЕКУЩЕГО ГОДА ВЫ МОЖЕТЕ ОТМЕТИТЬ КАК НАИБОЛЕЕ, НА ВАШ ВЗГЛЯД, ИНТЕРЕСНЫЕ?

Эдуард Джабаров:

— Главным событием для рынка стало формирование рынка долларовых облигаций, объем размещения которых превысил 12 млрд долл. с начала года и сопоставим с объемами привлечения российскими компаниями на рынке еврооблигаций до 2022 г. Основным драйвером роста данного сегмента стали частные инвесторы, которые, по нашим оценкам, обеспечили около 60–70% спроса в первичных сделках и владеют примерно третью всех локальных квазивалютных инструментов в обращении, включая замещающие.

Алексей Кузнецов:

— Наиболее интересным выпуском, на мой взгляд, стал пятилетний выпуск дисконтных облигаций Газпром нефть серии 003P-15R с объемом 120 млрд руб. и с купоном 2.0% годовых. Выпуск размещался по цене 50.0% от номинала с доходностью 18.47% годовых и спредом к ОФЗ на уровне 259 б. п. на дату сбора заявок (28 апреля 2025 г.). Существенное укрупнение выпусков и увеличение их доли в общем объеме размещения стали характерной особенностью первичного рынка в последние два года. В первые девять месяцев 2025 г. около половины от общего объема пришлось на 72 крупные сделки общим объемом около 4 трлн руб.

На фоне существенного роста размещений квазивалютных облигаций хотел отметить сделку по размещению выпуска номинированных в юанях облигаций Газпром капитал серии БО-003P-19 с объемом 5.0 млрд юаней и с купоном 6.4% годовых на два года.

Мария Романцова:

— Среди устойчивых к коррекции — крупные флоатеры Газпром нефть, Система, Новотранс. Сильный интерес вызвали размещения в валюте (Сибур, Новатэк), а также выпуски новых народных брендов и инновационных инструментов (Абрау-Дюрсо, Самолет). Сделка компании Оил Ресурс на 3 млрд руб., закрытая на широкий круг розничных инвесторов и ставшая одной из самых ликвидных. Но что примечательно, компания показывает устойчивую тенденцию к росту на привлеченный капитал, в том числе мы увидели повышение кредитного рейтинга с уровня «BB+|ru|» до BBB– от НРА. Это создает прецедент для массового инвестора и повышает доверие к рынку.

Екатерина Малеева:

— Год оказался насыщенным на события. Среди наиболее заметных — дебют ВЭБ.РФ с выпуском, привязанным к индексу RUONIA, и купонно-дисконтные облигации Газпром нефть. Активно проходили квазивалютные размещения — в долларах, евро и юанях.

Отдельно стоит отметить рыночные сделки секьюритизации и первый рыночный выпуск конвертируемых облигаций — важные шаги для диверсификации инструментов на рынке.

Также в этом году получили распространение двойные размещения — эмитенты предлагали инвесторам сразу два выпуска с фиксированной и плавающей ставкой в один день. Это позволило гибко учитывать разные ожидания участников рынка.

В целом эмитенты продемонстрировали высокую изобретательность, стремясь найти баланс между интересами инвесторов и собственными потребностями в финансировании.

КАК ИЗМЕНИЛАСЬ СТРУКТУРА СПРОСА НА ПЕРВИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЯХ — СОХРАНИЛИ ЛИ РОЗНИЧНЫЕ ИНВЕСТОРЫ СВОЮ ДОЛЮ?

Алексей Кузнецов:

— Структура спроса и активность розничных инвесторов во многом зависит от параметров предлагаемых к размещению выпусков. У розничных инвесторов практически отсутствует интерес к облигациям с плавающим купоном. Они предпочитают инвестировать в бумаги с фиксированным купоном, выбирая более длинные и/или относительно доходные выпуски. Высокий спрос наблюдается и на валютные облигации, прежде всего номинированные в долларах США.

Мария Романцова:

— Снижение ставок по депозитам привело к рекордному притоку частных инвесторов: за январь — сентябрь Мосбиржа зафиксировала 1.6 трлн рублей новых вложений (+1.86 раза к 2024 г.), при этом существенный приток средств розничных инвесторов мы увидели в сегменте ВДО (за 9 мес. 2025 года 39 млрд руб. против оттока почти 10 млрд руб. за 9 мес. 2024 г.), приток в облигационные фонды — 416 млрд руб. за 8 месяцев (против 6 млрд за весь 2024 г.). Розничный сегмент сейчас занимает уже до 50% спроса на новых размещениях.

Екатерина Малеева:

— Институциональные инвесторы стали активнее на первичном рынке, особенно в первом эшелоне. Что касается частных инвесторов, свою долю они не просто сохранили, а увеличили. Активность сегмента в 2025 году выросла в разы. Этому способствовало снижение ставок по депозитам и рост числа выпусков, доступных неквалифицированным инвесторам.

Доля «физиков» увеличилась во всех рейтинговых сегментах. А в некоторых нишах — например, в долларовых облигациях и рублевых выпусках 3–4-го эшелонов — розничные инвесторы стали фактически основной аудиторией размещений.

Эдуард Джабаров:

— В условиях устойчивых ожиданий по снижению КС, которые преобладали большую часть года, мы наблюдали повышенный спрос на инструменты с фиксированной ставкой, преимущественно от институциональных и частных инвесторов.

При этом эмитенты устанавливали строгие ограничения по максимальному объему выпусков с фиксированной ставкой в рамках каждой отдельной сделки. Это приводило к конкуренции инвесторов за аллокацию, а не по условиям их участия в первичном размещении. Как следствие, впервые за долгое время мы увидели прозрачные и диверсифицированные книги заявок с большим количеством имен.

Очевидно, это возвращение к лучшим практикам реализации сделок, которые за счет прозрачности и конкуренции обеспечивают наилучшие условия финансирования для эмитента и равные недискриминационные условия для инвесторов. Надеемся, что тренд сохранится в следующем году, а практики рынка продолжат улучшаться.

Лидерами стали нефтехимия, металлургия, ИТ и связь, а также финансовый сектор — включая институты развития, банки и лизинговые компании

ПРИ ТЕКУЩЕЙ ТРАЕКТОРИИ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ — ОСТАВШЕЙСЯ ВЫСОКОЙ ДОЛЬШЕ, ЧЕМ ОЖИДАЛОСЬ — КАК ИЗМЕНИЛИСЬ СПРЕДЫ МЕЖДУ СЕКТОРАМИ И КЛАССАМИ ЭМИТЕНТОВ?

Алексей Кузнецов:

— В начале года облигации первого эшелона со сроком обращения 1–2.5 года размещались с купоном на уровне 21.5–22.3% годовых, в середине года мы увидели снижение до 17.25–18.75%

годовых, а в августе — сентябре отдельные размещения прошли по ставкам 13.3–14.0 % годовых. Бонды со сроками 3–3.5 года стартовали с купонами на уровне 19.5–20.1 % годовых, но в середине года ставки снизились до минимальных уровней — порядка 13.85–14.25 % годовых, а в октябре было зафиксировано повышение до 15.45–15.85 % годовых. Более длинные выпуски со сроком обращения 4–5 лет начали размещаться с купонами порядка 17.65–17.90 % годовых, в дальнейшем они снизились до 16.0–16.50 % годовых. Исключением был Атомэнергопром, который размещал свои облигации с купоном 14.35 и 14.70 % годовых, а также Газпром нефть с купоном 2.0 % годовых и при цене 50.0 % от номинала.

Облигации с плавающим купоном (флоатеры) первого эшелона в начале года размещались с премией к базовому активу (обычно к ключевой ставке Банка России) в размере 250 б. п., минимальные премии в середине года достигали 115–125 б. п., а последние размещения проходили на уровне 145–160 б. п.

Екатерина Малеева:

— Расширение спредов — естественный процесс в условиях пересмотра траектории ключевой ставки. Но это расширение неравномерное.

Бумаги первого эшелона пользуются высоким спросом, тогда как эмитенты второго и третьего уровней сталкиваются с повышенным давлением. Конкуренция за ликвидность усиливается, и внимание инвесторов всё больше концентрируется на заемщиках с высоким кредитным качеством.

При этом спреды в ИТ и FMCG остаются менее волатильными, более капиталоемкие и активные отрасли готовы давать больший спред в ответ на новые условия рынка.

Мария Романцова:

— Из-за высокой ключевой ставки спреды между компаниями инвестиционного грейда (ruAAA — ruAA) и высокодоходным сегментом (ruBBB и ниже) расширились: если в первом квартале 2025 года при ключевой ставке на уровне 21 % спреды инвестиционного грейда составляли 225–275 б. п., то на конец сентября — 175–200 б. п., а ставка купонов в высокодоходном сегменте преимущественно варьируются в диапазоне 25–27 % против 28–30 % в начале года. Для компаний сегмента малого и среднего бизнеса спреды по-прежнему существенно шире, а стоимость заемных средств не снижается в ожидании смягчения политики ЦБ.

В текущем году количество дефолтов растет по сравнению с прошлым годом, но их количество пока менее, чем по 30 выпускам, и все они касаются эмитентов сектора ВДО

КАК ВЫ ОЦЕНИВАЕТЕ СИТУАЦИЮ С ДЕФОЛТАМИ, СЛОЖИВШУЮСЯ В ЭТОМ ГОДУ? ОЖИДАЕТЕ ЛИ РОСТА ИХ ЧИСЛА В 2026-М?

Алексей Кузнецов:

— В текущем году количество дефолтов растет по сравнению с прошлым годом, но их количество пока менее, чем по 30 выпускам (при общем количестве на рынке порядка 4.9 тыс. выпусков), и все они касаются эмитентов сектора ВДО. Это сектор за периметром нашего внимания на облигационном рынке.

Мария Романцова:

— В 2025 году ситуация с дефолтами на долговом рынке оставалась относительно стабильной: уровень дефолтов снизился до 0.19 % объема выпусков против 0.21 % годом ранее (при этом и объем рынка вырос), мы увидели крупные реструктуризации, такие как кейс с Гарант-Инвестом, которые проходили достаточно мягко. Однако фундаментальные риски нарастают: ослабление драйверов экономического роста, снижение темпов инвестиций и бюджетных вливаний уже проявились в росте проблемной задолженности и увеличении числа техдефолтов — с 11 в 2024 году до 26 за 9.5 месяцев 2025-го. Особенно уязвимы эмитенты с рейтингами ниже ruBBB+, для которых стоимость заемных средств остается высокой и слабо реагирует на снижение ключевой ставки. На фоне сокращения маржинальности бизнеса и планового замедления темпов роста экономики в 2026 году ожидаем, что риски дефолтов — особенно среди МСП и низкорейтинговых заемщиков — будут оставаться повышенными.

Екатерина Малеева:

— Период длительно высокой ключевой ставки закономерно сопровождается отдельными дефолтами — это естественная часть работы рынка.

Мы ожидаем, что постепенное снижение ставки в 2026 году повысит доступность финансирования, оживит инвестиционную активность и поможет снизить давление на эмитентов, ограничив рост числа дефолтов.

КАК ИЗМЕНИЛАСЬ РАБОТА С ИНВЕСТОРАМИ ПО УПРАВЛЕНИЮ РИСКАМИ — СТАЛИ ЛИ ЭМИТЕНТЫ БОЛЕЕ ОТКРЫТЫМИ И АКТИВНЫМИ В КОММУНИКАЦИИ? СОХРАНЯЕТСЯ ЛИ НЕОБХОДИМОСТЬ НЕПОЛНОГО РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ В СВЯЗИ С САНКЦИОННЫМИ РИСКАМИ?

Мария Романцова:

— Большинство эмитентов стали более прозрачными, растет спрос на IR-сервисы и качество IR. Большинство компаний стали заметно более открытыми и активными в коммуникации с инвесторами, хотя неполное раскрытие в силу санкционных рисков остается вынужденной нормой. Для заемщиков с рейтингами ниже BBB– и дебютантов дополнительные шаги по раскрытию остаются критически важными для успешного размещения, и эмитенты весьма охотно принимают это во внимание.

Екатерина Малеева:

— Санкционные риски по-прежнему диктуют осторожность в раскрытии данных. Но мы видим, что эмитенты стали заметно более открытыми и внимательными к запросам инвесторов.

Компании стремятся рассказывать о своей деятельности и результатах в максимально возможных пределах. Это помогает поддерживать доверие и снижает неопределенность, даже при частичном раскрытии информации.

КАКОВЫ ВАШИ ОЖИДАНИЯ ПО ОБЪЕМАМ РАЗМЕЩЕНИЙ В 2026 ГОДУ — ВОЗМОЖНО ЛИ СОХРАНЕНИЕ РЕКОРДНЫХ УРОВНЕЙ ПРИ ТЕКУЩЕЙ ДИНАМИКЕ СТАВКИ? КАКИЕ ИНСТРУМЕНТЫ И СЕГМЕНТЫ МОГУТ СТАТЬ ТОЧКАМИ РОСТА?

Алексей Кузнецов:

— Говоря об объеме первичного рынка в 2025 г., прежде всего стоит отметить, что за первые девять месяцев т. г. объем размещения составил порядка 6.5 трлн руб. (что на 53 % выше объема за аналогичный период 2024 года) и стал рекордным объемом за всю историю рынка. С учетом предстоящих погашений до конца текущего года и необходимости их рефинансирования мы оцениваем объем размещения корпоративных облигаций по итогам 2025 г. на уровне порядка 9.0–9.5 трлн руб. На фоне большого объема погашения корпоративных облигаций в 2026 году (порядка 4.5 трлн руб.) и ожидаемого снижения ключевой ставки Банка России мы ожидаем нового рекорда на корпоративном облигационном рынке на уровне не менее 11.0–12.0 трлн руб.

Наши фавориты на 2026 год — ОФЗ и длинные облигации с фиксированной доходностью. В случае девальвации рубля востребованными окажутся и валютные бонды.

Мария Романцова:

— При долгосрочном сценарии плавного снижения КС мы ждем сохранения рекордных объемов рынка, в том числе и за счет выхода на рынок интересных дебютантов, роста числа ИТ-эмитентов, появления компаний из сферы ИИ. Основной спрос — на диверсификацию, качественных эмитентов с флоатерами и новыми форматами структуры купонов и выпусков в целом.

Екатерина Малеева:

— Мы рассчитываем на сохранение высокой активности. Существенную часть рынка займет рефинансирование облигаций и замещение кредитов облигациями на фоне ужесточения макропруденциальных мер. Также вероятен выход дебютантов, которые ждали более стабильной конъюнктуры.

Продолжится развитие секьюритизации. Отдельное направление роста — ESG-облигации: новый регуляторный контур повысит интерес к этому сегменту.

Эдуард Джабаров:

— Первичный рынок продолжит расти в следующем году — мы не видим сигналов, что потребности корпоративного сектора в новых заимствованиях будут снижаться, тогда как объем для рефинансирования погашающихся выпусков в следующем году остается на высоком уровне — около 4 трлн руб., включая оферты.

И НАПОСЛЕДОК — ЕСЛИ БЫ НУЖНО БЫЛО ОПИСАТЬ РЫНОК DCM ОДНИМ СЛОВОМ — КАКОЕ ОНО БЫЛО БЫ ДЛЯ 2024, 2025 И 2026 ГОДОВ?

Мария Романцова:

— 2024-й — «Стресс», 2025-й — «Ренессанс», 2026-й — «Поиск баланса».

Алексей Кузнецов:

— 2024 год — год флоатеров, завершившийся разочарованием в этом инструменте. 2025 год — год возвращения фиксированного купона, расцвета квазивалютных облигаций и реабилитации флоатеров. 2026 год — так долго ожидаемый год сбывшихся надежд.

Екатерина Малеева:

— Для 2024 года — стойкость: рынок выдержал сложную макросреду.

Для 2025-го — гибкость: эмитенты и инвесторы научились работать в новых условиях и находить баланс.

А 2026 год, на мой взгляд, станет временем переосмысления — как стратегий, так и структур сделок.