Розничный инвестор как кредитор последней инстанции: долговой кризис и новые точки роста на рынке капитала

Дмитрий РУМЯНЦЕВ,
директор, LCPIS

Михаил МАЛИНОВСКИЙ,
партнер, LECAP

— Что интересного сейчас происходит на российском рынке?

Михаил Малиновский:

— Начнем, наверное, с рынка IPO. В 2025 году на рынке была пара десятков проектов, но завершились только два-три из них. И проблема не только в ставке — многие заявленные траектории роста просто не подтверждаются. Высокая ставка влияет и на экономический рост, и на продажи, и на возможность инвестировать в CAPEX. Многие компании просто не выполнили гайденсы, а многие из тех, кто вышел на рынок, пересмотрели их вниз в первый же год обращения на рынке. Для рынка акций нужна не только нейтральная процентная ставка, но и понимание новых точек роста российской экономики.

Первостепенная задача индустрии в условиях глобального роста неопределенности — описать новую макроэкономическую парадигму в понятных инвестору терминах.

В течение 2025 года формировался ряд стимулов для банков активнее выходить на рынок секьюритизаций. Это может снять проблему кредитования в условиях возможного введения надбавок на капитал, который даже при снижении ставки будет сдерживать рост цен, и экономического роста за счет кредита. Нововведением года стала возможность уступки на СФО риска без передачи самого кредита через синтетические модели: кредитный дефолтный своп и соглашения о финансировании участия в кредите.

Цикл снижения ставки традиционно может стать драйвером секьюритизации, которой предстоит еще адаптироваться к новой реальности — ретейлизации рынка. Акции и корпоративные облигации уже несколько лет живут в этих условиях, а секьюритизации только начинают ориентироваться на частного клиента вместо институционалов.

— Верите ли вы в развитие конвертируемых облигаций?

Дмитрий Румянцев:

— В мировой практике существует 2 типа инструментов: конвертируемые облигации для уже публичных компаний и конвертируемые инструменты для частных компаний, которые находятся в фазе бурного роста и в перспективе готовятся стать публичными.

В 2025 году на рынке было реализовано три сделки, предполагающие физическую поставку акций публичной компании: две сделки ПАО «Промомед» и одна — ПАО «Самолет». Несмотря на то что эти сделки с юридической — отличались по форме реализации, с финансовой точки зрения все они предполагали защиту капитала, equity upside и пониженную процентную ставку. В целом можно с уверенностью констатировать зарождающийся интерес розничных инвесторов к такому инструменту.

В 2025 году на рынке было реализовано три сделки, предполагающие физическую поставку акций публичной компании: две сделки ПАО «Промомед» и одна — ПАО «Самолет»

Михаил Малиновский:

— Из инструментов второго типа мы верим в pre-IPO бонды. Логика простая: мы видим очень качественные компании, которые поставили цель выйти на рынок в 2028–2029 годах и сейчас системно готовятся к этому. Для них возможности соприкоснуться с рынком две. Первая — выйти с классическими облигациями, которые, однако, предполагают не только высокую ставку, но и фокус на кредитном качестве, а не на инвестиционном кейсе компании. Вторая — предложить рынку встроить в долговой инструмент опцион колл на свои акции, который может быть реализован при квалификации их будущего IPO как успешного.

Проблема для двух видов конвертируемых инструменов одна: этот рынок только зарождается. Сейчас компаниям пока сложно оценить текущую глубину рынка, но несколько успешных IPO могут глобально перезагрузить аппетит инвесторов к такого рода продукту.

— Какие тренды на рынке капитала будут в 2026 году?

Михаил Малиновский:

— Для рынка IPO мы видим перспективы у размещения компаний с государственным участием: успешное IPO ДОМ.РФ продемонстрировало отчасти неожиданный аппетит именно к масштабным сделкам.

В секторе секьюритизации мы ожидаем появление как новых продуктов, так и абсолютно новых оригинаторов на рынке: крупных региональных игроков финансового сектора и крупных корпоративных заемщиков, использующих новый для себя инструмент.

Но главный тренд, пусть многим и неудобно о нем говорить, — это дефолты.

Дмитрий Румянцев:

— Мы видим существенно ухудшающееся кредитное качество эмитентов и заемщиков. Длительный период высоких процентных ставок привел нас к крайне хрупкой ситуации в части способности заемщиков обслуживать не только тело долга, но и проценты.

При этом важно понимать, что статистика по дефолтам и реструктуризациям сильно искажена. В публичном поле кажется, что их немного, но в сегменте непубличного долга реструктуризация происходит активно — просто она менее заметна. В сделках с ограниченным кругом кредиторов договориться зачастую проще и эффективнее.

— Как изменение структуры спроса на публичные инструменты влияет на долговой рынок?

Михаил Малиновский:

— Ретейлизация — мощный фактор, требующий изменения, в том числе

и стандартной документации. Масса проблем на рынке в 2025 году — следствие низкого качества проработки сделки. В документации продуктов, ориентированных на массовую дистрибуцию, могут быть как умышленные, так и неумышленные ошибки: до размещения продукта у эмитентов в таких сделках нет контрагента, который может дать замечания в интересах будущих инвесторов.

Дмитрий Румянцев:

— Мы — как представители владельцев облигаций (ПВО) — стараемся в своих сделках этот функционал выполнять по всему спектру документации — от оферт до ковенантных пакетов. Это, кстати, один из самых важных, но малозаметных для рынка аспектов деятельности ПВО: мы действительно готовы отказываться от участия в продуктах, в которых ощущаем риск для интересов инвесторов. Для многих это контринтуитивно, но мы давно выбрали такой подход — быть частью тех изменений, которые хотели бы видеть на рынке.

— Можно ли говорить, что в экономике уже сформировался долговой кризис?

Дмитрий Румянцев:

— Да. Мы находимся в эпицентре долгового кризиса. Критерий достаточно простой: свободного денежного потока не хватает даже на обслуживание процентов. Существенная часть заемщиков находится именно в этом состоянии. Низкомаржинальный бизнес со средней долговой нагрузкой может выдерживать ставки несколько месяцев, но на горизонте нескольких лет возникает накопленный эффект. Для обслуживания процентов требуется новое финансирование, и без постоянного источника рефинансирования обслуживание долга становится невозможным.

В первой половине 2024 года были ожидания смягчения ДКП, и компании осуществляли финансовое планирование в условиях нормализации. Но к концу года отсутствие смягчения ДКП, «эффект конца года» и нормативные ограничения (в ноябре–декабре 2024 года банки практически не кредитовали) привели к тому, что компании массово вышли на фондовый рынок за короткими и дорогими деньгами. В результате в 2025 году выросла доля публичного долга у ряда заемщиков: сектор ВДО фактически пришел к розничному инвестору как к кредитору последней инстанции. Это был вынужденный риск со ставкой на то, что удастся «выплыть», ведь альтернативы, по сути, уже не было. Сейчас этот риск начинает материализовываться: текущего смягчения ДКП недостаточно, основной бизнес испытывает давление в части операционных и финансовых метрик. Без постоянного рефинансирования, причем зачастую даже на выплату процентов, а не тела долга, компания не сможет продолжать функционировать. Поэтому новые выпуски облигаций — это вынужденная мера, покупка времени и создание видимости стабильности.

— Компании готовы заранее говорить о проблемах?

Дмитрий Румянцев:

— Как раз наоборот. Они до последнего пытаются найти финансирование и избежать неисполнения. Публичное намерение провести реструктуризацию — это потенциально закрытые банковские лимиты, напряжение контрагентов и непонятный трек. Это говорит о страхе перед публичным рынком и понимании, насколько сложно потом работать с массой инвесторов.

— Изменилось ли отношение инвесторов к условиям реструктуризации и документации по сделке?

Дмитрий Румянцев:

— Это цикличный процесс. При волнах неисполнений рынок всегда начинает внимательнее читать документы и анализировать условия. Но сейчас ситуация усугубляется структурой инвесторов. В проблемных выпусках появилось огромное количество розничных держателей — это качественно новая конфигурация.

— Розничные инвесторы усложняют процесс реструктуризации?

Михаил Малиновский:

— Сложность даже не в уровне понимания — у розничных инвесторов зачастую вполне трезвый взгляд на ситуацию. За последние годы рынок прошел серьезный образовательный этап, и в инвесторских чатах стало больше кредитного анализа и реалистичных оценок будущих сценариев, а не идеалистических или поверхностных суждений.

— Реструктуризация — это только перенос сроков или нечто большее?

Дмитрий Румянцев:

— В российской практике чаще всего это просто liability management — сдвиг сроков вправо. Без изменения бизнес-модели, без смены менеджмента, без размывания акционеров. Это не реструктуризация в полном смысле слова. Причины реструктуризации не только в высоких процентных ставках и геополитической напряженности, тут есть вопросы и к менеджменту, и к стратегии, и к акционерам.

Реструктуризация должна предполагать существенное переосмысление бизнеса, что позволит его стратегически оздоровить, а не просто «купить» время.

— То есть без трансформации бизнеса реструктуризация неэффективна?

Дмитрий Румянцев:

— Это сложный вопрос, на который нет универсального ответа. Иногда действительно достаточно просто перенести пик платежей на будущее, когда улучшение конъюнктуры исправит ситуацию. Но чтобы прийти к такому выводу, ситуация нуждается в предметном анализе. Конечно, инвесторы ожидают по меньшей мере фокуса на эффективность, снижение издержек, корректировку планов и стратегии.

В западной практике именно на профессиональный анализ ситуации тратятся существенные усилия сторон, в том числе и временные. В российской практике основной фокус на переговорный процесс и высокую скорость достижения реструктуризации.

— А в какие сроки можно провести реструктуризацию по публичному долгу?

Дмитрий Румянцев:

— В целом, общее собрание владельцев облигаций можно провести

и за две недели, инфраструктура рынка позволяет это сделать.

В реальности liability management, т. е. просто процесс управления задолженностью, получение вейвера на ковенанту, перенесение срока исполнения, можно провести за 1.5–2 месяца.

При масштабной реструктуризации программы выпусков облигаций стоит ориентироваться на срок 3–6 месяцев, при этом основной фокус будет на переговорном и процедурном процессе, а не на сущности изменений.

На рынке отсутствуют практика standstill по публичному долгу и процесс анализа и верификации условий реструктуризации и выживания заемщика. Поэтому эмитент находится в парадигме, что нужно быстрее договариваться по публичному долгу, а потом заниматься непубличным.

— Как вы относитесь к списанию задолженности при реструктуризации?

Дмитрий Румянцев:

— Реструктуризация — болезненный процесс, в котором все стороны находятся в ситуации, когда терпят убытки. Бывают случаи, когда с коммерческой точки зрения списание задолженности — единственный способ выживания компании.

Реструктуризация — болезненный процесс, в котором все стороны находятся в ситуации, когда терпят убытки

Списание задолженности может быть обличено в различные формы, в том числе в пониженную (нерыночную) процентную ставку или фактически списание части тела долга. Тут очень важно, чтобы владельцам облигаций была предложена разумная компенсация за такого рода убытки.

Я полагаю, что debt-to-equity swap, инструменты cash-sweep или инструменты с equity upside имеют право на жизнь. Во-первых, при восстановлении платежеспособности компании инвесторы должны быть полноценными бенефициарами, так как они пошли на существенные уступки. Во-вторых, акционер должен тоже понести потери в результате реструктуризации, и его размытие — это его ответственность за сложившуюся ситуацию.

Конечно, условия реструктуризации с такими сложными элементами подлежат профессиональной верификации, и тут рынку предстоит большой путь с вовлечением рейтинговых агентств и профильных индустриальных консультантов, которые смогут предоставить независимое суждение.

— Есть ли компании, реструктуризация для которых затруднена?

Дмитрий Румянцев:

— Да. Компании с госучастием, финансовый сектор — лизинг, МФО, факторинг, коллекторы — крайне ограничены в возможности открыто говорить о реструктуризации. Любое такое заявление моментально закрывает лимиты, а в случае с госкомпаниями — создает риск переоценки суверенного кредитного качества. Это системное ограничение.

— В чем вы видите инвестиционный потенциал рынка реструктуризации?

Дмитрий Румянцев:

— Если реструктуризация станет рабочим инструментом, появятся институциональные инвесторы, ориентированные на distressed debt. Когда бумаги ВДО стоят не 30, а 10 копеек от рубля, в них могут увидеть ценность не только спекулянты, но и инвесторы, заинтересованные в контроле над активом и turnaround. Кстати, несмотря на разговоры о дефолтах, в ВДО их фактически не так много. В прошлом году сектор ВДО показал результаты лучше, чем основные фондовые индексы. По сути, это equity-риск, венчурный долг в лучшем смысле этого слова. Мы со своей стороны приятно удивлены подходами многих эмитентов сектора — они демонстируют открытость и проинвесторский подход.

Михаил Малиновский:

— В контексте реструктуризации мы можем встретить интересную мысль у отцов церкви. В частности, у Григория Нисского прослеживается следующая мысль: проценты — это присвоение времени, а время не принадлежит человеку. Эта противоестественность долга формирует негативное отношение к ростовщичеству и любым фиксированным процентам, потому что «человек собирает там, где не сеял». Но отношение к долгу может быть иным, если продемонстрирован труд кредитора — в современной практике здесь может подразумеваться как его анализ предприятия, так и способность выработать полезные для общего дела советы, а также оказать помощь, когда компания сталкивается с испытаниями.

Наш рынок переживает большой кризис компетенций. Есть институты, есть компании, а компетентных людей в них нет, и занять их не у кого. Но процесс накопления знаний идет полным ходом. Впрочем, как и всегда, за это приходится так или иначе платить.