

эксперт РА эксперт бизнес

Аналитический обзор

Рост держится на сильных эмитентах, а риск копится в цепочках неплатежей: обзор долгового рынка 2026–2027 годов

Обзор подготовили:

Гульназ Галиева,
управляющий директор,
корпоративные рейтинги,
«Эксперт РА»

Михаил Никонов,
директор,
корпоративные рейтинги,
«Эксперт РА»

Болдырева Мария,
младший директор,
корпоративные рейтинги,
«Эксперт РА»

Стратегический партнер

 **синара банк**

Титульный партнер

 **СОВКОМБАНК**
КИБ

Генеральный партнер

 **ВТБ Капитал**
ТРЕЙДИНГ

Финтех партнер

 **ТОКЕОН**

Аналитический партнер

 **Андромеда**

Партнер секции

 **ГАЗПРОМБАНК**
Банк ГПБ (АО)

Партнеры

 **РЕДСОФТ**

 **ЦИФРА** брокер

 **МОЕХ** МОСКОВСКАЯ
БИРЖА

 **Т БАНК**

 **ФБК**
Agent | International | Russia

 **aigenis**

При участии

 **ПКБ**
Insight Ridge

 **РУСАУДИТ**
РИКОМ-ТРАСТ

 **IEK**
ЦИФРОВЫЕ ПРИВЫЧКИ

 **DC**
ДЕРЖАВА КАПИТАЛ
LECAP

 **GELTEK**

 **РСХБ** УПРАВЛЕНИЕ
АКТИВАМИ
МОТОРИКО

Медиа-партнер

 **SUNLIGHT
OUTDOOR**

Благотворительный фонд

ОНКОЛОГИКА

Оглавление

Резюме 1

Рынок облигаций бьет рекорд, но за счет сильных эмитентов 2

Концентрация рынка усилилась на крупных эмитентах 3

Двойной удар: ухудшение макроиндикаторов и высокие ставки трансформировались в падение прибылей для реального сектора 7

Кредиторская задолженность становится скрытым плечом и источником взаимного заражения компаний 9

Взаимные неплатежи и высокая стоимость фондирования сказываются на росте просрочек в оплате счетов поставщикам и подрядчикам, по кредитам и облигациям. 10

Конверсия EBITDA в денежные потоки – лидеры берут оборотный капитал под контроль 12

Рынок облигаций 2027 года: ожидания и дефолты 13

Приложение 17

Интервью с партнерами. 18

Резюме

Долговой рынок фиксирует новый рекорд – к середине 2026 года доля облигаций в структуре корпоративного долга впервые достигла 31%. Рост рынка и увеличение доли обеспечивают преимущественно эмитенты сильных рейтинговых категорий – «AAA» – «AA». По расчетам агентства их объемы размещений увеличились на 22% г/г за девять месяцев 2026 года. Однако рост рынка сопровождается увеличением кредитных рисков из-за слабого процентного покрытия, падения прибылей. К ним прибавляются новые драйверы риска – опережающий рост в экономике кредиторской задолженности, популярность рассрочек и увеличение неплатежей. Это создает большую вероятность реализации эффекта домино, когда компании транслируют друг другу задержку в исполнении платежей. Рынок облигаций будет расти в 2027 году за счет сильных эмитентов, однако стресс реального сектора накапливается у более слабых компаний. Среди наиболее уязвимых отраслей выделяем предприятия из оптовой торговли, АПК и сельского хозяйства, строительства и девелопмента, лизинга и аренды. Мы ожидаем, что не менее 3% эмитентов облигаций могут допустить первичный дефолт в следующем году, риск сосредоточен в сегменте низких рейтинговых категорий и среди эмитентов без рейтинга. Доля дефолтов в стоимостном выражении от объема рынка не превысит 1%, что не создаст системного кризиса для экономики в целом. Мы ожидаем, что в количественном выражении первичный дефолт допустят до 25 эмитентов.

Новый рекорд рынка облигаций – 31% всего корпоративного долга. В период цикла жесткой монетарной политики 2024–2026 годов рынок облигаций усилил свои позиции в качестве источника ликвидности для корпоративного сектора. Несмотря на снижение ключевой ставки ЦБ РФ за девять месяцев 2026 года с 16 до 14%, условия банковского кредитования (УБК) были жесткими из-за регуляторных изменений и повышения требований к неценовым условиям заимствований кредиторами. Бизнес активно замещал кредиты публичным долгом: к середине 2026 года доля облигаций в общем объеме корпоративного долга впервые превысила 31%. Однако рост рынка обеспечивают наиболее сильные эмитенты с рейтингом категорий «AA» – «AAA». По расчетам агентства их объемы размещений увеличились на 22% г/г за девять месяцев 2026 года, в то время как другие рейтинговые категории сократили объемы сделок.

Вслед за ростом рынка увеличивались доходности и средние ставки купонов заемщиков, что в условиях сжимающейся прибыли создает слабый запас прочности компаний по процентной нагрузке. Проблема обостряется ухудшением фундаментальных макроиндикаторов. В 1-м полугодии 2026 года темп роста ВВП замедлился вдвое, сводный индикатор бизнес-климата (ИБК) Банка России находился в отрицательной зоне три месяца подряд, показав один из худших результатов за последние 10 лет, индекс промпроизводства продемонстрировал нулевую динамику за восемь месяцев 2026-го г/г. В таких условиях наблюдалось снижение корпоративных прибылей: сальдированный финансовый результат предприятий за 1-е полугодие 2026 года сократился на 13,3% г/г. Доля убыточных организаций увеличилась с 28 (в 1-м полугодии 2024-го) до 34% в 1-м полугодии 2026-го. Дорогой долг обслуживается из сжимающейся прибыли.

Кредиторская задолженность становится скрытым плечом и источником взаимного заражения компаний. Столкнувшись с дефицитом оборотных средств, убытками, дороговизной классического финансирования и сложностями с его привлечением, компании начали массово использовать бесплатный коммерческий кредит, затягивать расчеты с контрагентами. К июню 2026-го годовой прирост кредиторской задолженности побил рекорды с 2004-го, увеличившись на 32 трлн рублей (+26% г/г), до 155 трлн рублей. Это вдвое опережало темпы роста задолженности по кредитам (12%) и облигациям (13%). Такая ситуация создает риск эффекта домино среди предприятий, когда компании транслируют друг другу задержку в исполнении платежей. По данным «СПАРК», доля своевременных оплат за 1-е полугодие 2026 года упала во всех сегментах бизнеса. Просроченная задолженность по банковским кредитам юридическим лицам подскочила до 28% к августу 2026 года. Рынок облигаций также ощутил на себе ухудшение платежной дисциплины российских предприятий и, как следствие, рост дефолтных событий: за девять месяцев 2026 года количество компаний, впервые допустивших первичный технический дефолт по облигациям, увеличилось на 9 предприятий относительно всего 2025-го.

Ориентиры на 2027 год – кредитные риски будут оставаться высокими, рынок продолжит рост за счет сильных эмитентов. В 2027 году первичный дефолт могут допустить не менее 3% эмитентов. Исходя из статистики дефолтов за девять месяцев 2026 года более 80% дефолтов произошли в компаниях с рейтингом ниже категории «ВВ» или среди компаний без рейтинга. Мы полагаем, что дефолты продолжат оставаться в низких рейтинговых категориях. Доля дефолтов в стоимостном выражении от объема рынка не превысит 1%, что не создаст системного кризиса для экономики в целом. Мы ожидаем, что в количественном выражении первичный дефолт допустят до 25 эмитентов. Повышенный уровень риска выделяем среди отраслей с наибольшими ставками купона по облигационному портфелю и значительной концентрацией в компаниях без рейтингов или низких категорий рейтингов: оптовая торговля, АПК и сельское хозяйство, строительство и девелопмент, лизинг и аренда, целлюлозно-бумажная отрасль. Рост плановых погашений долга в 2027 году на 21% г/г поддержит активность первичного рынка долгового капитала, но обострит конкуренцию за ликвидность.

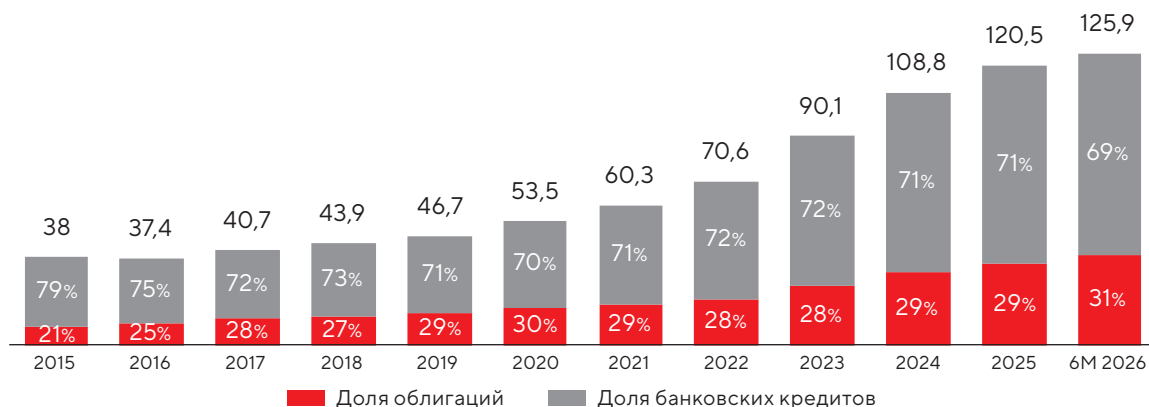
Рынок облигаций бьет рекорд, но за счет сильных эмитентов

Темпы роста рынка облигаций превысили темпы роста задолженности по банковским кредитам, замещая долю кредитов, в результате чего к середине 2026 года доля облигаций от общего объема корпоративного долга впервые превысила 31%. С начала года объем рынка облигаций увеличился с 28,7 до 31,4 трлн рублей на 30.09.2026. Даже несмотря на снижение КС ЦБ РФ за девять месяцев 2026-го с 16 до 14%, по данным Банка России, условия банковского кредитования (УБК) на протяжении всего года ужесточались. Общий баланс оценок предприятиями условий кредитования остается выше средних значений за последние 10 лет. Если ранее доминировали ценовые барьеры для выборки кредитов, то в 2026 году кредиторы ужесточили неценовые барьеры для выдачи кредитов и займов. С января текущего года вступили в силу новые, более строгие правила расчета показателя долговой нагрузки для кредитных организаций, с 1 марта 2026-го были повышены надбавки к коэффициентам риска по кредитам крупным компаниям с 40 до 100%. Такие условия также способствовали росту интереса к облигациям со стороны участников рынка.



Роман Соколов,
директор департамента корпоративных финансов,
«Цифра брокер»:

«Рост макропруденциальной надбавки к коэффициентам риска по кредитам крупным компаниям с высокой долговой нагрузкой действительно подталкивал бизнес к облигационному рынку. Тем не менее, не только ужесточение условий стимулировало компании выходить на облигационный рынок, но и отсутствие залога, создание публичной кредитной истории, которая в последующем позволит снизить стоимость заимствований, потребность в диверсификации источников фондирования. Эти факторы способствовали опережающему росту облигационного рынка в сравнении с корпоративным кредитованием».

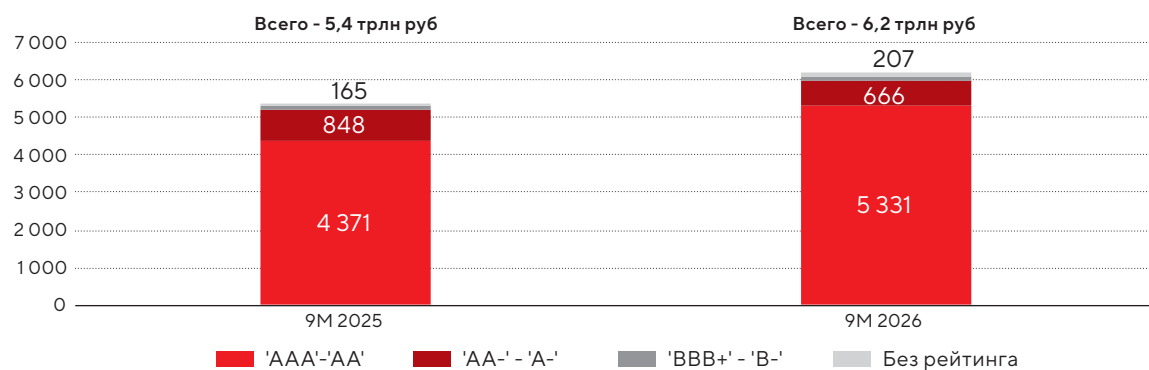
График 1. Облигации вытесняют кредиты в структуре корпоративного фондирования

Источник: Московская биржа по данным Cbonds, Росстата, Банка России

Объемы первичных сделок оказались выше за девять месяцев 2026 года по сравнению с аналогичным периодом 2025-го. Общий объем первичных размещений облигаций, отобранных по классификации* агентства «Эксперт РА», повысился на 15%, что все же ниже темпов увеличения аналогичного периода прошлого года, когда темпы прироста составили около 74%. Снижение темпов роста объемов первичных размещений обусловлено, с одной стороны, высокой базой предыдущего года, с другой – повышенной рыночной волатильностью в III квартале 2026-го, которая обострилась после жесткого сигнала регулятора на заседании по ключевой ставке в июне, на котором хоть и было принято решение опустить ее до 14,25%, но также были даны сигналы о более сдержанных темпах смягчения денежно-кредитной политики. Также негативное влияние оказал топливный кризис, который увеличил проинфляционные риски, из-за чего инвесторы переоценили предсказуемость перспектив смягчения денежно-кредитной политики.

Концентрация рынка усилилась на крупных эмитентах

В условиях повышенной волатильности поддерживать объемы размещений могут, как правило, только сильные категории эмитентов. Таким образом, в структуре размещений свою долю нарастили эмитенты категорий «AAA» – «AA» с 81% за девять месяцев 2025 года до 86% за девять месяцев 2026-го, остальные рейтинговые категории эмитентов сократили объемы проводимых сделок за девять месяцев 2026-го на 22–25% г/г, их доля снизилась с 19 до 14%.

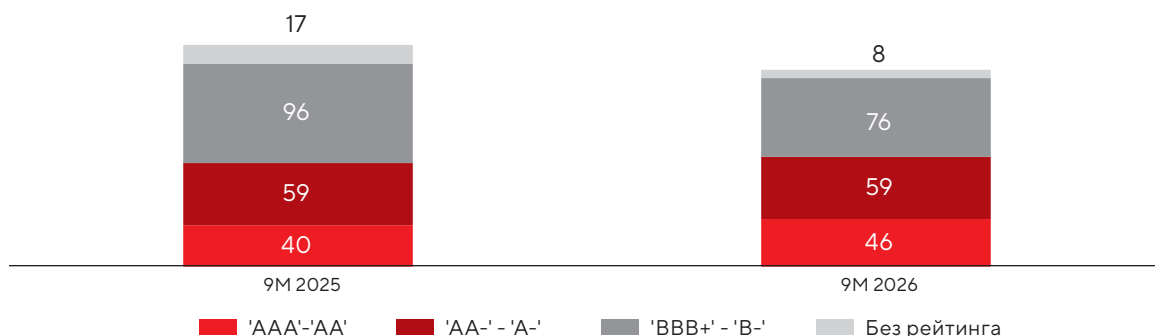
График 2. Объемы размещений на первичном рынке увеличиваются за счет сильных эмитентов

* Выгрузка российских корпоративных бумаг Cbonds без учета сделок секьюритизаций, ипотечных ценных бумаг, CDO, структурных продуктов, облигаций с дефолтом, краткосрочных выпусков, ЦФА, замещающих и коммерческих облигаций. Рейтинги представлены по национальной рейтинговой шкале.

Источник: Cbonds, расчеты агентства «Эксперт РА»

Структура размещений за девять месяцев 2026 года по количеству эмитентов также указывает на большую концентрацию проводимых сделок среди категорий «AAA» – «AA». Их число увеличилось на 15%, в то время как количество эмитентов, которые завершили сделки в этом году, категорий «AA-» – «A-» оставалось примерно на том же уровне, количество эмитентов категорий «BBB+» – «B-» сократилось на 21%, с 96 компаний до 76. Существенное сокращение числа эмитентов категорий «BBB+» – «B-» преимущественно обусловлено увеличением количества эмитентов, допустивших первичный дефолт/технический дефолт в 2026 году, но размещения которых учитывались в сделках за 2025-й. Без их учета в статистике за 2025 год число эмитентов в обозначенной категории было бы сопоставимым. Общее количество эмитентов, которые выходили на рынок, сократилось на 11%.

График 3. Число эмитентов по рейтинговым категориям сокращается



* Выгрузка российских корпоративных бумаг Cbonds без учета сделок секьюритизаций, ипотечных ценных бумаг, CDO, структурных продуктов, облигаций с дефолтом, краткосрочных выпусков, ЦФА, замещающих и коммерческих облигаций. Рейтинги представлены по национальной рейтинговой шкале.

Источник: Cbonds, расчеты агентства «Эксперт РА»

Несмотря на рост объемов размещений, эмитентам приходится платить повышенную доходность своим инвесторам в силу высокой волатильности на российском долговом рынке в 2026 году. Уровни доходностей за вычетом инфляции оказались выше в 2026 году, чем в 2025-м, несмотря на поступательное снижение ключевой ставки Банка России. Доходности ОФЗ за восемь месяцев 2026-го, скорректированные на инфляцию, были в среднем на 3 п. п. выше, чем за восемь месяцев 2025 года. Согласно индексу доходностей Cbonds CBI IG (эмитенты с рейтингом «BBB+» и выше) доходности к погашению, скорректированные на инфляцию, также оказались выше на 1 п. п. По сегменту высокодоходных облигаций (ВДО) доходности снизились в среднем на 0,6 п. п., но в течение года волатильность очень высокая – котировки на конец августа 2026-го с корректировкой на инфляцию оказались выше на 7 п. п., чем на конец августа 2025-го, хотя внутри периода ставки могли демонстрировать склонность к понижению. Такая ситуация также была обусловлена повышенным числом дефолтных событий, которые способствовали снижению риск-аппетитов инвесторов. На графике видно, что к концу августа спреды между реальными доходностями ОФЗ и облигациями эмитентов с рейтингом выше «BBB+» сильно сузились, в то время как доходности ВДО стали увеличиваться вместе со спредами. Это сигнализирует о склонности инвесторов к уходу от рискованных активов.



Игорь Егоркин,
генеральный директор,
платформа «Токеон»

«Сильная сторона ЦФА – гибкость. Можно точнее настроить срок, порядок выплат, обеспечение, привязку к индексу или базовому активу, автоматизировать часть исполнения обязательств. Гибридные цифровые права позволяют сочетать денежное требование с другими имущественными правами.

Например, у нас на платформе состоялись выпуски, где инвестор мог выбирать между денежной выплатой и получением товара.»

График 4. Реальные доходности растут вопреки снижению КС ЦБ РФ

Источник: Cbonds (Cbonds GBI YTM index, Cbonds CBI IG YTM Index, Cbonds CBI HY (от «В-» до «BBB») YTM Index), Банк России



Сергей Коньгин,
главный экономист,
инвестиционный банк «Синара»:

«Стоимость фондирования для компаний будет снижаться медленнее ключевой ставки, но не везде одинаково. Флоатеры и кредиты, привязанные к ключевой, дешевеют сразу. А фиксированный купон на три-пять лет считается не от ключевой, а от среднесрочного отрезка кривой ОФЗ плюс кредитный спред. Для инвестора вывод простой: при равной дюрации ОФЗ сейчас выигрывают по соотношению риск – доходность у второго и третьего эшелонов».

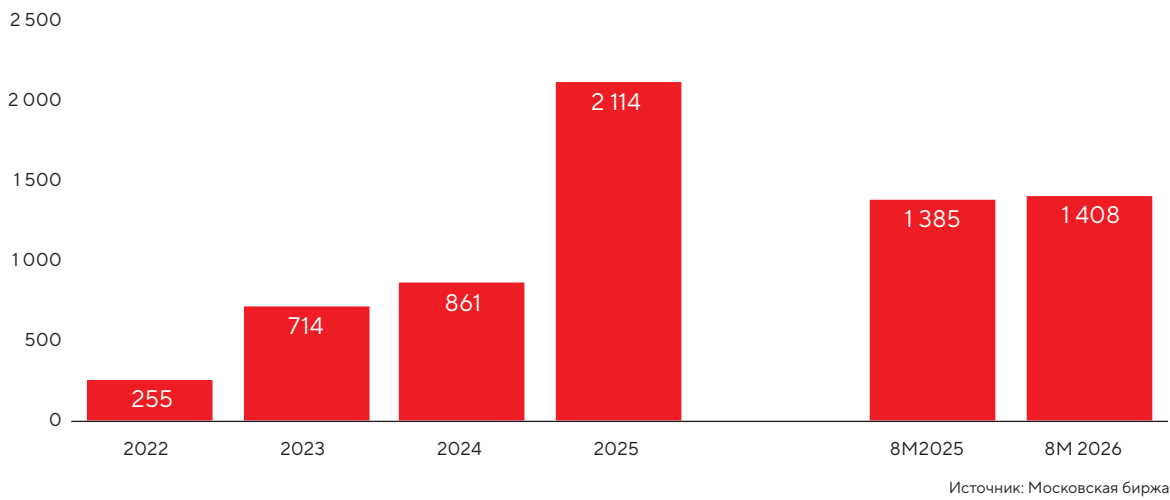
Высокие процентные ставки на рынке служили основой инвестиционной привлекательности облигаций среди инвесторов. Это выражалось в тенденции частных инвесторов увеличивать вложения в пользу облигаций вместо депозитов, чтобы зафиксировать более высокие процентные ставки на более длительную перспективу. В 2025 году физические лица вложили на рынке облигаций 2,1 трлн рублей, что выше результата 2024-го в 2,5 раза. В этом году положительная динамика продолжилась, но темпы роста снизились – за восемь месяцев 2026-го прирост инвестиций частных инвесторов составил около 2%. Это обусловлено как высокой базой 2025 года, так и значительной волатильностью в III квартале 2026-го. Ведь по итогам I-II кварталов 2026 года темпы прироста вложений частных инвесторов на рынок облигаций были выше – около 18% г/г.



Рустем Кафиатуллин,
директор департамента долгового капитала,
Банк Синара

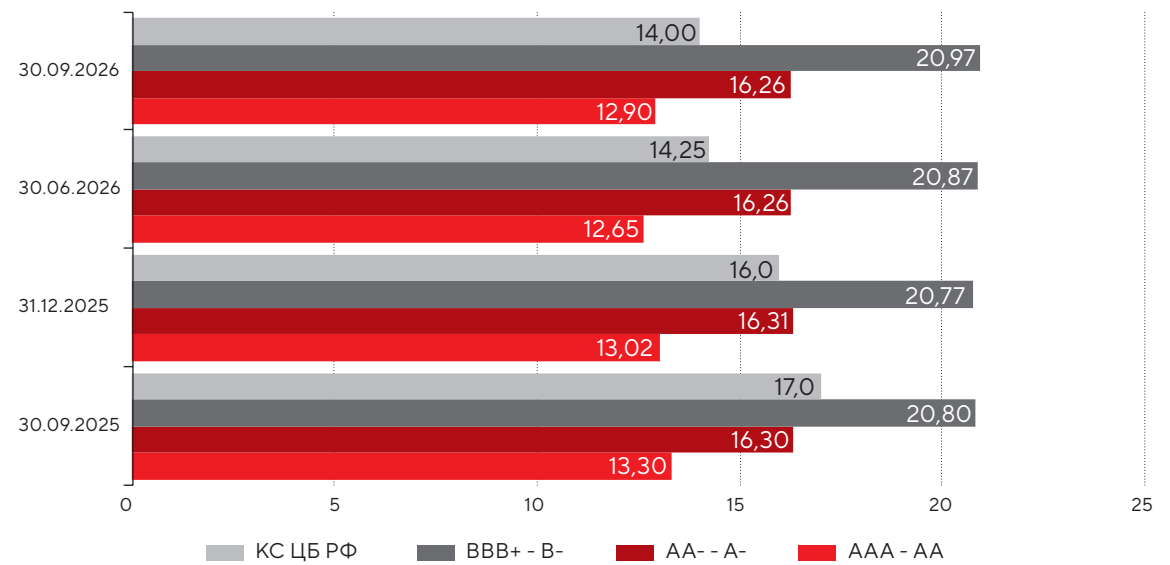
«Розница в текущем году рекордно активна: в апреле чистые вложения частных инвесторов в облигации достигли 265,5 млрд рублей, на 57% выше 2025-го, при этом 67% средств пошло в корпоративные бумаги. В июне граждане купили корпоративные облигации на 162 млрд рублей – исторический максимум, по данным ЦБ. С начала года облигационными сделками занимались более 1,3 млн человек, на 35% больше, чем годом ранее. Плюс растет спрос через фонды: в апреле приток в фонды облигаций для неквалифицированных инвесторов превысил 120 млрд рублей. Для эмитентов следствие прямое: второй и третий эшелоны первички все больше зависят от частного инвестора. А значит, доверие сегодня строится регулярным выходом на рынок и максимальным раскрытием информации: без доверия частный инвестор не пойдет ни в какой купон.»

График 5. Приток средств частных инвесторов на рынок облигаций (в млрд руб.)



Несмотря на привлекательность рыночных доходностей и рост инвестиций на рынок долгового капитала, высокие ставки 2024–2026 годов приводили к существенной переоценке ставок купона облигационного портфеля российских эмитентов. По расчетам агентства «Эксперт РА» средние ставки купона на конец сентября текущего года по облигациям в обращении практически не изменились, поскольку эмитентам приходилось давать повышенные кредитные спреды для обеспечения успеха проводимых в 2026-м сделок, или же замещать старые облигационные займы с более низкими ставками по более высоким. Стабильно высокая стоимость долгов эмитентов в действующих макроэкономических условиях создает их повышенную уязвимость.

График 6. Снижение КС ЦБ РФ не способствует существенному сокращению стоимости обслуживания облигационных долгов. Средние ставки купона по рейтинговым категориям на даты



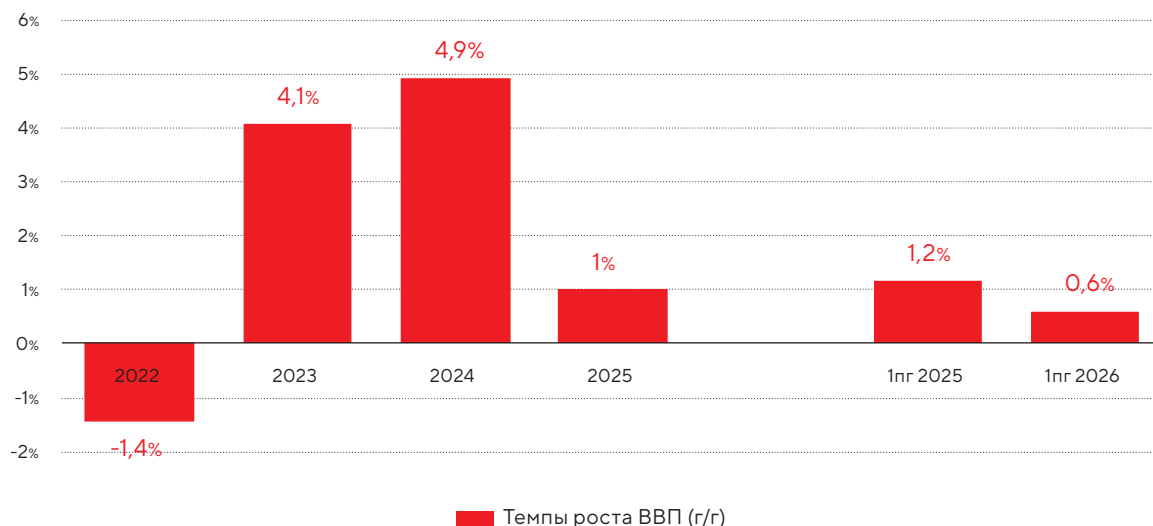
* Расчет на основании выгрузки российских корпоративных бумаг Cbonds без учета сделок секьюритизаций, ипотечных ценных бумаг, CDO, структурных продуктов, облигаций с дефолтом, краткосрочных выпусков, ЦФА, замещающих и коммерческих облигаций. Рейтинги представлены по национальной рейтинговой шкале. Расчет средних ставок без учета аномально низких уровней – менее 4% в рублях и 1% в иностранной валюте.

Источник: Cbonds, расчеты агентства «Эксперт РА»

Двойной удар: ухудшение макроиндикаторов и высокие ставки трансформировались в падение прибылей для реального сектора

Положение эмитентов и их уязвимость на облигационном рынке в достаточно сильной степени зависит от макроэкономической ситуации, которая разворачивалась в последние несколько лет. За период действия жестких денежно кредитных условий 2024–2026 годов темпы роста экономики несколько ослабли. Если в начале цикла повышения КС ЦБ РФ в 2023-м темпы роста ВВП были значительными – 4–5% в 2023–2024 годах, то далее наблюдалось замедление экономической активности, что является следствием жестких денежно-кредитных условий, замедлением инвестиционной активности. По итогам 1-го полугодия 2026-го темпы роста ВВП сократились вдвое, до 0,6 против 1,2% годом ранее. Положительные темпы роста в 1-м полугодии 2026 года были достигнуты за счет сильного II квартала, темпы увеличения которого позволили компенсировать спад в I квартале. Инвестиции в основной капитал в России снизились по итогам 1-го полугодия 2026 года по сравнению с аналогичным периодом 2025-го на 9,9% и составили 16,221 трлн рублей.

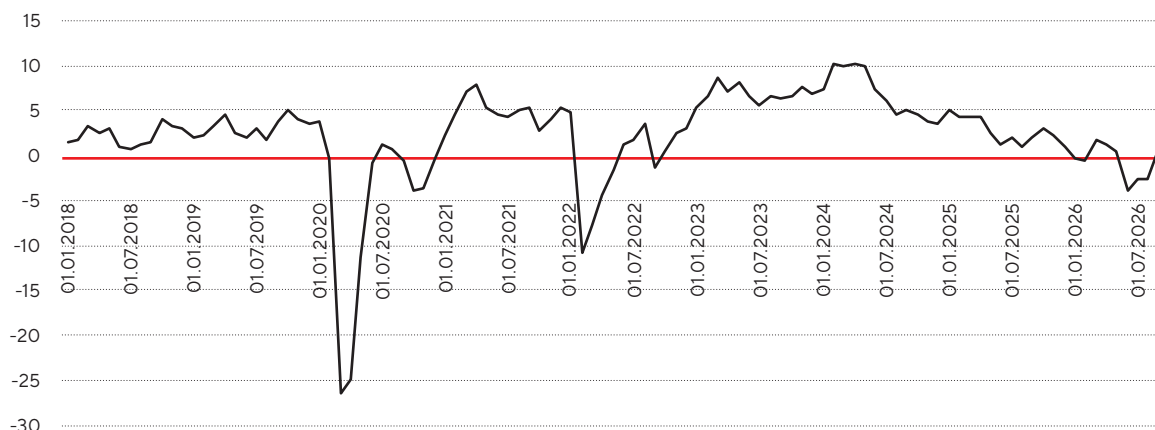
График 7. Снижение темпов роста ВВП давит на бизнес



Источник: Росстат

Несмотря на восстановление темпов роста в II квартале 2026-го, по опросам за III квартал 2026-го индикатор бизнес-климата (ИБК), который рассчитывает Банк России на основании результатов опросов предприятий, фиксировал, что бизнес воспринимал текущую ситуацию как неблагоприятную. Индекс находился в отрицательной зоне, что означает, что в оценках текущей ситуации и (или) ожиданиях преобладали негативные оценки опроса. В 2026 году сводный индекс впервые с 2022-го показал спад активности, опросы демонстрировали негативные оценки на протяжении трех месяцев подряд, что является одним из самых слабых результатов за последние 10 лет. Отрицательные значения индекса создают риск ухудшения положения бизнеса в будущем. По октябрьским опросам значение индекса стабилизировалось до положительного уровня, однако улучшение достигается за счет будущих ожиданий бизнеса, тогда как оценки текущей ситуации оставались негативными.

График 8. Сводный индикатор бизнес-климата показывал три месяца отрицательный уровень с локальной стабилизацией по октябрьским опросам



Источник: Банк России

По итогам восьми месяцев 2026-го индекс промышленного производства в России демонстрирует нулевую динамику год к году (см. таблица в приложении). Динамика промышленного производства становится все более фрагментированной в разрезе отраслей – положительную динамику формируют отрасли с большой зависимостью от бюджетных расходов, в то время как остальные отрасли демонстрируют либо снижение относительно восьми месяцев 2025 года, либо околонулевую динамику на фоне слабой базы 2025-го. При этом в большинстве отраслей с низкой зависимостью от бюджетных средств падение продолжилось в 2026 году, что в условиях повышения уровня издержек в экономике в целом сужает возможности для предприятий формировать рост прибыли неценовыми способами.

Таким образом, **ухудшение ключевых макроиндикаторов трансформировалось в финансовый стресс для реального сектора**. Высокие процентные ставки в сочетании со спадом ВВП и сокращением промышленного производства образовали синергетический эффект. Эти факторы ударили по уровню корпоративных прибылей и расширили зону убыточности среди предприятий, сузив размер доступной прибыли для обслуживания долговой нагрузки. По итогу 1-го полугодия 2026 года сальдированный финансовый результат сократился на 13,3% г/г, что хуже результатов за 1-е полугодие 2025-го (-8,4% г/г) и 1-е полугодие 2024-го (-5,8% г/г). Доля убыточных предприятий увеличилась с 28% за 1-е полугодие 2024 года до 34% за 1-е полугодие 2026-го.



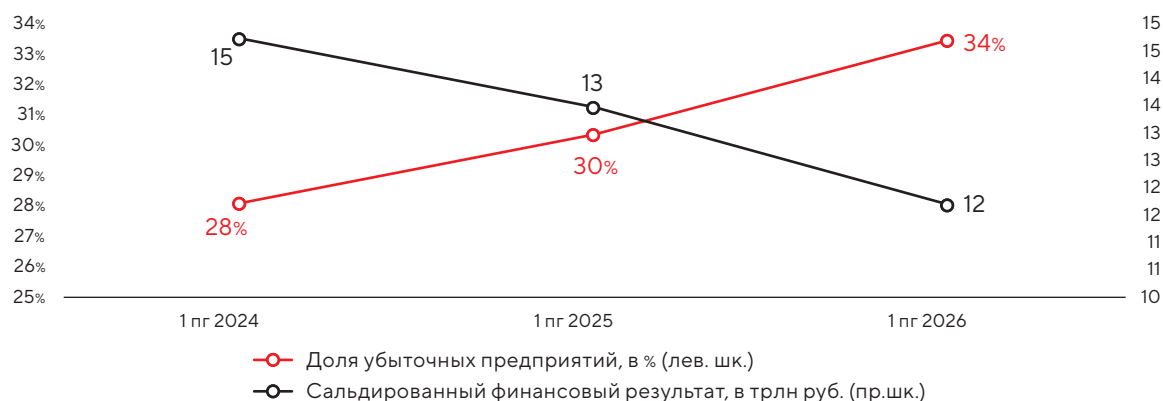
Алексей Терехов,
старший управляющий партнер
«ФБК»



Анастасия Терехина,
старший партнер
«ФБК»
услуги некредитным финансовым организациям,
«АССА»

«В отчетности с особым вниманием необходимо отнестись к признакам ухудшения финансового положения. Это может выражаться в резком снижении выручки по сравнению с предыдущими периодами, в значительном – в несколько раз – росте дебиторской задолженности без соразмерного увеличения выручки, или в получении существенных убытков в отчетном периоде при том, что в ранее фиксировалась прибыль. При этом необходимо помнить, что отчетность не является единственным источником информации. Ее нужно рассматривать в совокупности с другими доступными пользователю данными: пресс-релизами компании, сведениями о ситуации в отрасли в целом, отчетами рейтинговых агентств».

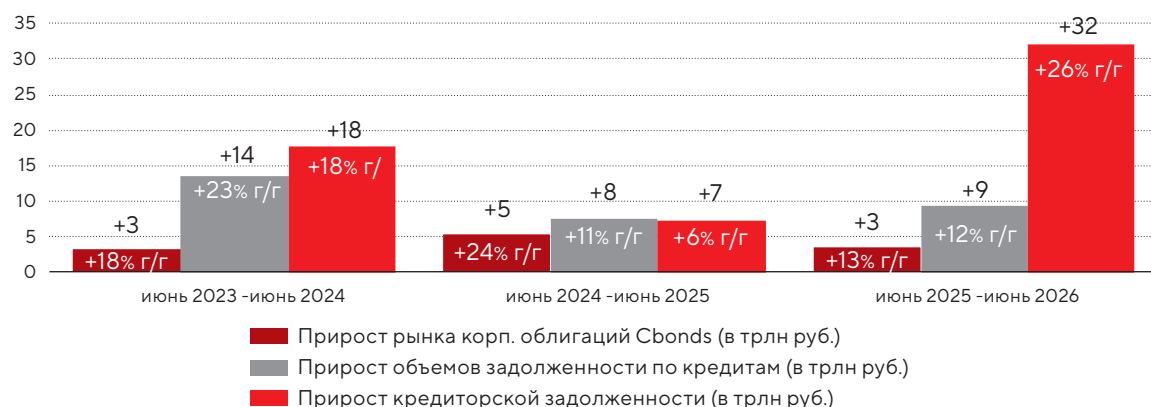
но рассматривать в совокупности с другими доступными пользователю данными: пресс-релизами компании, сведениями о ситуации в отрасли в целом, отчетами рейтинговых агентств».

График 9. Финансовые результаты падают, доля убыточных предприятий растет

Источник: Росстат

Кредиторская задолженность становится скрытым плечом и источником взаимного заражения компаний

На фоне падения финансового результата российских предприятий, охлаждения макроэкономических условий и высокой стоимости долгового финансирования мы наблюдаем опасную тенденцию по резкому увеличению доли кредиторской задолженности среди российских предприятий для финансирования операционной деятельности. Не имея возможности/целесообразности рефинансироваться через новые облигации или кредиты, компании стали наращивать кредиторскую задолженность перед поставщиками, используя бесплатный коммерческий кредит взамен дорогого облигационного или банковского долга. В результате этого темпы роста кредиторской задолженности среди российских компаний бьют рекорды. К июню 2026 года был достигнут **наивысший показатель прироста** в 12-месячной ретроспективе с 2004-го – в +32 трлн рублей, до 155 трлн рублей, что представляет собой увеличение на 26% г/г. В то же время прирост объемов задолженности по кредитам и займам за тот же период времени составил 12%, задолженность по облигациям (за основу брался объем рынка корпоративных облигаций Cbonds) выросла на 13%. Таким образом, темпы увеличения типовых форм финансирования операционной деятельности оказались более чем вдвое ниже темпов роста кредиторской задолженности при существенно более низкой базе облигаций и кредитов в сравнении с кредиторской задолженностью. При этом мы не наблюдаем по экономике сопоставимого роста показателей дебиторской задолженности или запасов, чтобы констатировать балансирование увеличения кредиторки. По данным Росстата, прирост запасов российских предприятий за 12 месяцев до июня 2026 года составил порядка 6% (49 – > 52 трлн рублей), дебиторской задолженности – на 14% (119 – > 135 трлн рублей), что существенно ниже темпов роста кредиторской задолженности в абсолютном и относительном выражении.

График 10. Кредиторская задолженность вытесняет кредиты и облигации в структуре финансирования операционной деятельности

Источник: Росстат, Банк России, Cbonds

У компаний все меньше средств и источников финансирования дорогих кредитов и займов, из-за чего они стали увеличивать рассрочки в структуре платежей. Платить своим контрагентам дольше становится дешевле, чем платить своим контрагентам вовремя, но за счет заемных средств. Поскольку в структуре пассивов организаций резко увеличивается кредиторская задолженность – это создает риск проявления эффекта домино, когда по цепочке контрагенты начинают транслировать удлинение сроков оплаты последующим контрагентам – возникает цепная реакция. Отсюда обостряется риск кризиса неплатежей – пострадавшие поставщики, не получив деньги от первых должников, сами становятся неспособны вовремя платить своим контрагентам. Учитывая, что подобная гибкость, которая есть по кредиторской задолженности, отсутствует в облигационных и кредитных обязательствах, риск возникновения кассового разрыва на уплату по соответствующим обязательствам может увеличиться, особенно у компаний с высокой долговой нагрузкой.

Взаимные неплатежи и высокая стоимость фондирования сказываются на росте просрочек в оплате счетов поставщикам и подрядчикам, по кредитам и облигациям

Если рассмотреть данные «СПАРК», среди всех категорий компаний наблюдалось уменьшение доли платежей, которые осуществляются в срок, в то время как доля платежей с просрочками стала увеличиваться. Ситуация ухудшается на фоне высокой ключевой ставки ЦБ и недостатка оборотных средств у компаний. Негативные макроэкономические условия усиливают влияние на платежную дисциплину бизнеса, из-за чего доля компаний, оплачивающих счета с просрочкой, растет второй квартал подряд. Так, в II квартале в сегменте крупного бизнеса доля компаний, допускающих среднюю просрочку по оплате до 60 дней, выросла к I кварталу на 1,3 п. п., допускающих среднюю просрочку по оплате свыше 60 дней – на 1,7 п. п. В сегменте среднего бизнеса – на 1,4 п. п. и на 1,7 п. п. Сегмент малого бизнеса был затронут сильнее, там рост составил сразу 2,6 п. п. и 3,4 п. п. соответственно.¹



Роман Соколов,
директор департамента корпоративных финансов,
«Цифра брокер»

«Ряд компаний столкнулись с нехваткой денежных средств на фоне неравномерности поступления выручки, просрочках оплат от контрагентов. Ситуация с ростом просроченной задолженности наблюдается и по данным Банка России, согласно которым доля заемщиков, имеющих просроченную задолженность перед кредитными институтами, увеличилась».

Таблица 1. Доля компаний, в среднем оплачивающих счета в срок и с просрочкой

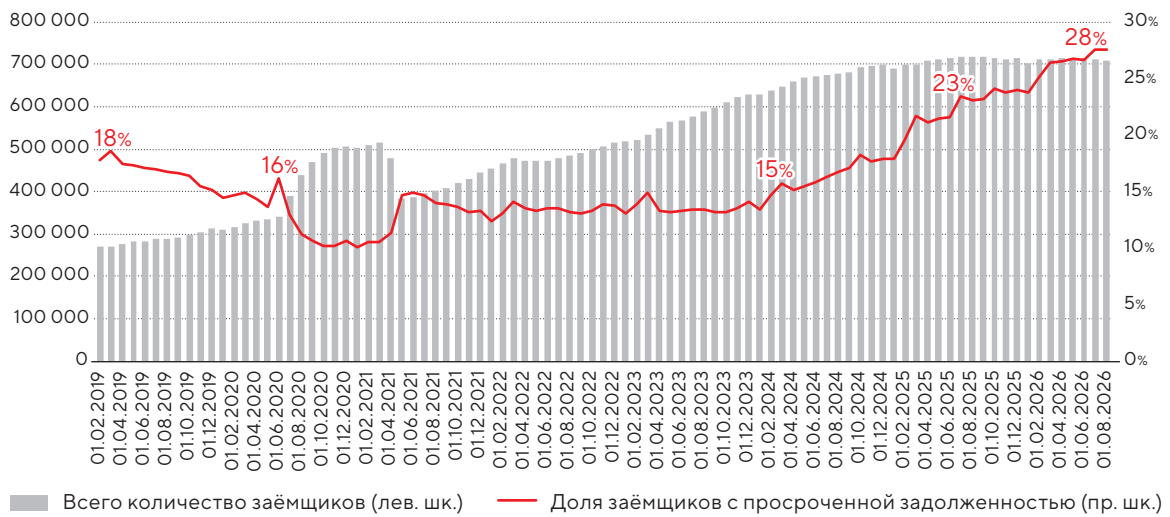
	Крупный бизнес				Средний бизнес				Малый бизнес			
	I кв.		II кв.		I кв.		II кв.		I кв.		II кв.	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
В срок	81,7%	79,2%	78,9%	76,2%	83,7%	82,6%	80,8%	79,4%	78,4%	80,9%	73,3%	74,9%
С просрочкой 60 дней	14,2%	16,0%	16,0%	17,3%	11,9%	12,9%	13,8%	14,3%	13,2%	11,9%	17,1%	14,5%
С просрочкой выше 60 дней	4,1%	4,8%	5,1%	6,5%	4,4%	4,5%	5,4%	6,2%	8,4%	7,2%	9,6%	10,6%

Источник: «СПАРК-Интерфакс»

¹ Бизнес все чаще задерживает оплату поставщикам на фоне высокой ключевой ставки; https://spark-interfax.ru/articles/biznes-vsyo-chashche-zaderzhivaet-oplatu-postavshchikam_08092026.

Данные Банка России указывают на рост просроченной задолженности по банковским кредитам и займам среди юридических лиц и ИП до 28% к августу 2026 года против 23% на начало августа 2025-го, 17% в 2024 г-м.

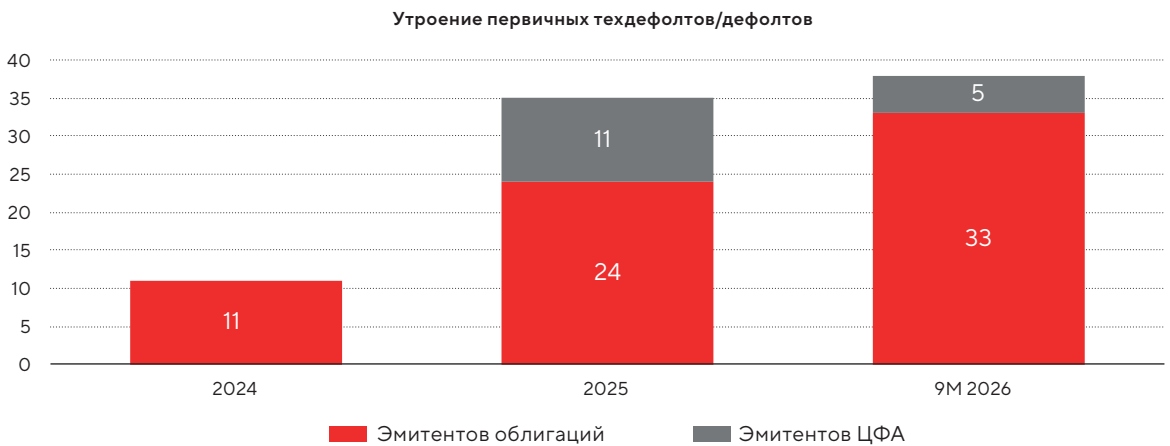
График 11. Доля проблемных заемщиков по кредитам ускорила рост в 2026 году



Источник: Банк России

Рынок облигаций также ощутил на себе ухудшение платежной дисциплины российских предприятий и, как следствие, рост дефолтных событий. Эмитенты, допустившие технический дефолт и дефолт в 2025–2026 годах, называли в качестве причины наступления неблагоприятного события несвоевременное получение платежей со стороны заказчиков и покупателей за проданные товары, предоставленные услуги. По состоянию на 30.09.2026 в текущем году на рынке облигаций технический дефолт впервые допустили 33 эмитента облигаций и пять эмитентов ЦФА. Из них в дефолт ушли 17 эмитентов облигаций и три эмитента ЦФА. Также в этом году впервые допустили дефолт два эмитента, которые ранее допускали технический дефолт, но успевали в течение его срока действия расплатиться по обязательствам. Большинство эмитентов, которые допустили дефолты были в рейтинговых категориях «ВВ» – «В» от российских рейтинговых агентств. В 2025 году впервые технический дефолт допустили 24 эмитента облигаций (11 – в 2024-м) и 11 эмитентов ЦФА. По истечении срока технических дефолтов в дефолт ушли 14 эмитентов облигаций против четырех годом ранее. Также в 2025 году впервые допустили дефолт два эмитента, которые ранее допускали технический дефолт, но успевали в течение его срока действия расплатиться по обязательствам.

График 12. Количество первичных техдефолтов продолжает увеличиваться

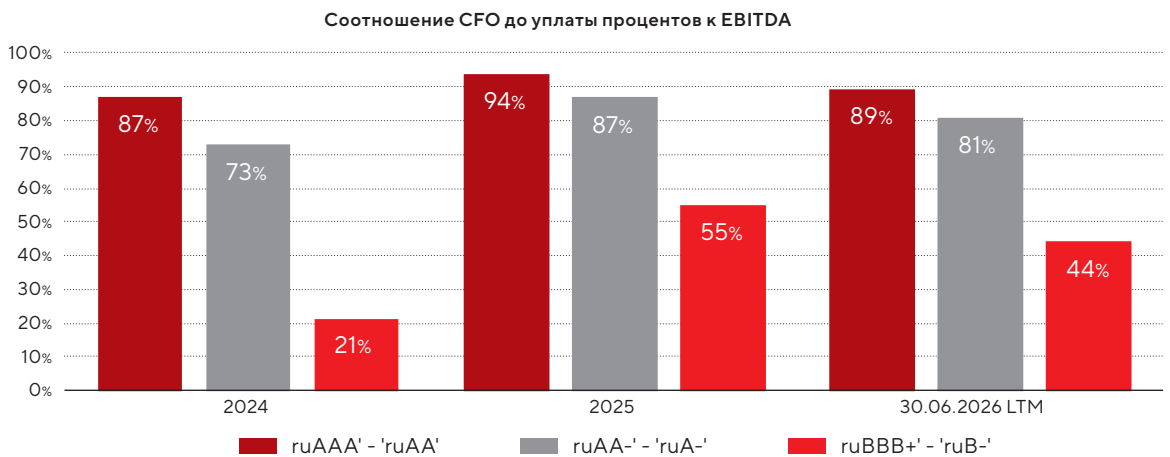


Источник: Cbonds, подсчеты агентства «Эксперт РА»

Конверсия EBITDA в денежные потоки – лидеры берут оборотный капитал под контроль

Охлаждение макроэкономических условий, сжатие чистой прибыли и увеличение кредиторской задолженности среди предприятий формируют жесткую среду функционирования для бизнеса. Однако эти факторы распределяются по экономике неравномерно среди разных категорий эмитентов. Роль начинают играть не только привычные метрики долговой нагрузки в терминах долг к EBITDA, но и способность компаний трансформировать этот EBITDA в операционные денежные потоки (CFO) в течение отчетного периода для своевременной уплаты денежных средств по обязательствам. Важна гибкость управления оборотным капиталом, чтобы контролировать специфический риск растущей кредиторской задолженности в экономике в условиях сложностей с доступом к долговым ресурсам. Отличие между CFO до процентных расходов и EBITDA как раз отражают ту разницу в денежных потоках, которая зависла в неоплаченной кредиторской задолженности/неполученной дебиторской задолженности, нераспроданных запасов и не доходит в текущем периоде до компании в деньгах. Мы протестировали в динамике соотношение EBITDA к сальдо операционным денежным потокам (CFO до %) среди компаний с рейтингом агентства «Эксперт РА», которые публикуют промежуточную бухгалтерскую отчетность, чтобы оценить, насколько выстраиваемая бизнес-модель наших эмитентов позволяет обеспечивать достаточный цикл конверсии денежных средств.

График 13. Медиана соотношения CFO до уплаты процентов к EBITDA по рейтинговым категориям



Источники: расчеты агентства «Эксперт РА» на основании отчетности 93 компаний с кредитным рейтингом от агентства, которые публикуют промежуточную отчетность

Исходя из результатов анализа мы видим, что эмитенты категорий «ruAAA» – «ruAA» активно работают над увеличением собираемости денежных потоков от EBITDA и за последние три 12-месячных периода демонстрировали лучшее соотношение этого показателя, удерживая медианное значение метрики на уровне выше 87%. Категории «ruAA» – «ruA» также сумели нарастить показатель с 73% в 2024 году до 81-87% в 2025 – 30.06.2026 LTM**. Крупные игроки рынка, обладая высоким рыночным потенциалом, часто согласовывают с партнерами более гибкие и комфортные для себя условия расчетов. Это позволяет им эффективно оптимизировать оборотный капитал и минимизировать потребность во внешнем финансировании текущей деятельности. Более того, среди многих эмитентов этой категории мы видим ухудшение в метриках долговой нагрузки в терминах чистый долг к EBITDA (см. таблицу 2), что также стимулирует их работать над оборотным капиталом и максимизировать свободные денежные потоки. Наиболее надежные категории эмитентов демонстрируют высокую способность генерировать денежные потоки и пока что там риск кассовых разрывов видится как пониженный относительно других рейтинговых категорий.

В сегменте более уязвимых категорий эмитентов собираемость денежных средств оказывалась наиболее слабой, на уровне 55% и ниже. При этом среди них мы наблюдаем тенденцию к увеличению эффективности управления оборотным капиталом – соотношение CFO к EBITDA выросло наиболее драматично именно у этой категории эмитентов с 21% в 2024-м до 55% в 2025-м. Несмотря на то что соотношение показателей в 2025 году улучшилось, в 2026-м у эмитентов этой категории собираемость денежных потоков сократилась до 44%, что в целом отражает более острые проблемы в нехватке оборотного капитала у более уязвимых предприятий, ужесточение условий расчетов с контрагентами. Вместе с тем, для многих компаний низкий коэффициент может быть обусловлен особенностью бизнес-модели отрасли, при которой поступление денежной выручки может обеспечиваться дольше одного года, поэтому при наличии понятных источников ликвидности и его хорошего запаса (например, банковских возобновляемых кредитных линий, обеспеченных законтрактованной выручкой) компания способна проходить период отрицательного сальдо денежных потоков.

При анализе общей динамики показателя чистый долг к EBITDA в таблице 2 мы наблюдаем рост метрик среди каждой категории эмитентов с 2024 года, что в свою очередь не позволяет создать достаточную прочность в показателе EBITDA к процентным расходам, который среди всех компаний, кроме «ruAAA» – «ruAA» эмитентов, находится на уровне 2,0 и ниже по итогам 30.06.2026 LTM, что свидетельствует о слабом запаса по показателю процентной нагрузки. Мы полагаем, что без качественного изменения макроэкономических условий метрики могут продолжить ухудшение среди всех категорий эмитентов, из-за чего риски кассовых разрывов могут оказаться выше. Все это создает весомые предпосылки к сохранению повышенных рисков дефолтов на российском долговом рынке в перспективе 2027 года.

Таблица 2. Основные показатели кредитоспособности компаний ухудшаются. Процентное покрытие в уязвимой зоне среди большинства рейтинговых категорий

Рейтинг	Долг к EBITDA 31.12.2024	Долг к EBITDA 31.12.2025	Долг к 30.06.2026 LTM**	EBITDA к % 2024	EBITDA к % 2025	EBITDA к % 30.06.2026 LTM
«ruAAA» – «ruAA»	1,8	2,1	2,2	4,2	2,7	3,1
«ruAA-» – «ruA-»	2,2	2,4	2,9	2,4	2,3	2,0
«ruBBB+» – «ruB-»	2,9	3,1	3,1	2,4	1,4	1,5

** Last twelve months – за 12 месяцев до даты.
Источник: расчеты агентства «Эксперт РА» среди публичных компаний – эмитентов облигаций, которые раскрывают отчетность в открытом доступе

Рынок облигаций 2027 года: ожидания и дефолты

Кредитные риски будут нарастать. Исходя из промежуточного анализа макроэкономических индикаторов и эмитентов за 2026 год мы наблюдаем предпосылки для обострения проблем кредитного качества эмитентов в 2027-м. Среди заемщиков зреют проблемы ликвидности, которые маскируются раздуванием кредиторской задолженности и которые не обеспечены соответствующим увеличением доходов или прибылей организаций. Запаса операционной прибыли на уплату процентных расходов все еще мало, медианный уровень EBITDA к процентным расходам по промежуточным отчетностям большинства рейтингуемых компаний находится на уровне 2,0 и ниже, что при высокой долговой нагрузке и/или при сценарии ухудшения конвертации EBITDA в CFO дает низкий запас прочности предприятиям. Дефолтности будут драйвить отложенный эффект от неблагоприятных экономических условий 2025–2026 годов: высокая стоимость заемных средств, увеличение популярности отсрочек и просрочек платежей, слабые темпы роста экономики, инвестиций и индексов промышленного производства, сокращения корпоративных прибылей. Также имеет место риск рефинансирования, учитывая рост плановых погашений по долгу в 2027 году. В выигрыше будут находиться компании, которые демонстрируют наиболее низкие показатели относительной долговой нагрузки и эффективность в управлении оборотным капиталом, обеспечивая наиболее высокое соотношение CFO к EBITDA.

В число наиболее рискованных отраслей на 2027 год агентство выделяет следующие: оптовая торговля, АПК и сельское хозяйство, строительство и девелопмент, лизинг и аренда. Мы наблюдаем наиболее высокие ставки купона среди эмитентов этих отраслей, а также повышенную концентрацию эмитентов без рейтинга и с рейтингом категории «BBB» и ниже. Также видим повышенный негативный новостной фон в этих отраслях или же смежных с этими отраслями в текущих макроэкономических условиях.

Таблица 3. Динамика агрегированных ставок купона и финансовые результаты по отраслям

Отрасль	Агрегированные ставки купона на 30.09.2024	Агрегированные ставки купона на 30.09.2025	Агрегированные ставки купона на 30.09.2026	Доля эмитентов без рейтинга/ с рейтингом «BBB+» и ниже
Оптовая торговля	18,37	21,67	21,89	97%
АПК и сельское хозяйство	16,71	19,22	19,36	75%
Строительство и девелопмент	15,27	19,39	19,34	60%
Лизинг и аренда	17,3	18,45	18,72	64%
Тяжелая промышленность	14,75	17,69	18,51	71%
Недвижимость и фонды недвижимости	17,98	17,27	15,09	100%
Целлюлозно-бумажная и деревообрабатывающая	13,17	15,75	18,23	67%
Ретейл	15,37	19,22	17,60	53%
Продуктовая промышленность	15,27	17,88	17,35	63%
Медицина и фарма	14,11	17,56	17,18	45%
ИТ и телекоммуникации	12,39	15,32	15,08	48%
Транспорт	11,39	13,98	14,72	22%
Химическая и нефтехимическая промышленность	7,86	14,61	13,90	63%
Горная добыча и металлургия	8,67	11,99	13,46	32%
Электроэнергетика	11,60	14,72	13,58	20%
Нефтегазовая отрасль	10,50	11,54	11,92	25%
Минеральные удобрения	7,45	10,68	11,05	0%

* Расчет на основании выгрузки российских корпоративных бумаг Cbonds без учета сделок секьюритизаций, ипотечных ценных бумаг, CDO, структурных продуктов, облигаций с дефолтом, краткосрочных выпусков, ЦФА, замещающих и коммерческих облигаций. Рейтинги представлены по национальной рейтинговой шкале. Расчет средних ставок без учета аномально низких уровней – менее 4% в рублях и 1% в иностранной валюте.

Источник: Cbonds, расчеты агентства «Эксперт РА»

Количество дефолтов будет оставаться повышенным в 2027 году, ожидаем, что их концентрация сохранится в сегменте ВДО. Несмотря на рост числа дефолтов в 2026 году, риски по-прежнему в основном сосредоточены на периферии рынка – в сегменте облигаций с низкими рейтингами. Более 80% компаний, допустивших дефолт в течение девяти месяцев 2026 года, имели рейтинг ниже «BB+» либо не имели действующего кредитного рейтинга. В 2027 году первичный дефолт могут допустить около 3% эмитентов облигации. В масштабах стоимостного объема рынка облигаций сумма дефолтов не превысит 1%, что не создает системных рисков для российской экономики. При этом мы отмечаем рост рисков реализации сценариев, которые могут иметь более масштабные последствия для рынка, в т. ч. связанные с «черными лебедями». Однако мы не ожидаем, что общее число эмитентов, которые уйдут в первичный дефолт, превысит 25 компаний.


Олег Марихин,

директор по корпоративным финансам и связям с инвесторами, компания ПКБ

«Вероятность дефолта ПКБ по публичному долгу в среднесрочной перспективе (2027–2028 годы) оценивается как низкая, но не нулевая. Ключевые игроки публичного долгового рынка демонстрируют здоровые финансовые показатели, а отраслевые риски связаны в первую очередь с прибыльностью, а не с платежеспособностью. Дефолт возможен лишь

при одновременном совпадении трех условий: быстрого ухудшения качества активов, реализации регуляторных издержек по верхней границе прогнозного диапазона и ухудшения условий рефинансирования.»

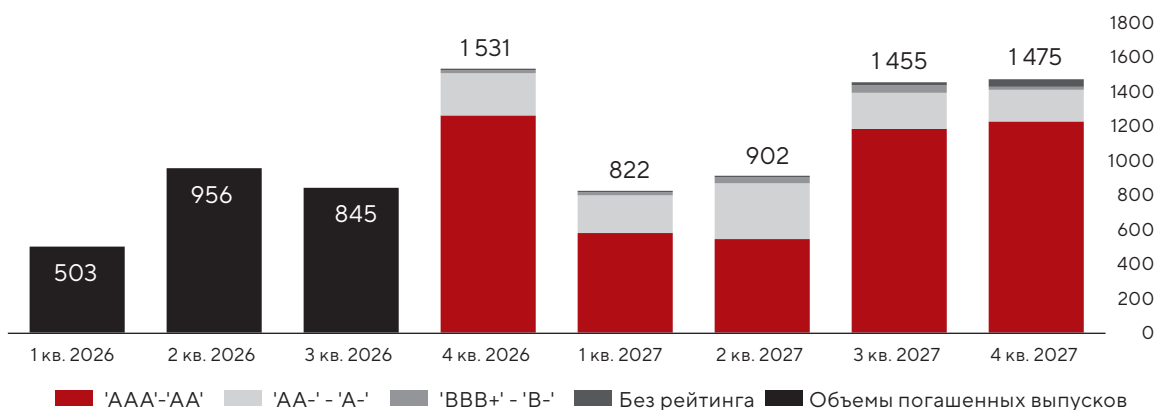
Облигации останутся точкой притяжения эмитентов и инвесторов. Ужесточение условий банковского кредитования, норм регулирования, которые наблюдались в течение 2026 года создают основу для привлекательности облигационного рынка. Эмитенты смогут обеспечить объемы размещения и диверсифицировать базу инвесторов, что для банков может быть интересным, поскольку те смогут разделить риски с другими инвесторами и вложить средства в более ликвидный актив по сравнению с банковским кредитом. Мы ожидаем, что рынок продемонстрирует двузначные темпы роста в 2027 году за счет отложенного спроса от III квартала 2026-го, когда рынок оказался под давлением повышенной рыночной волатильности. Также размещения будут драйвить значительный объем плановых погашений облигаций на 2027 год, который превысит погашения на 2026-й на 21%. Однако этот же фактор способен стимулировать просрочки в исполнении обязательств, а также обострить конкуренцию за ликвидность. Мы видим, что порядка 76% плановых погашений облигаций придется на эмитентов категорий «AAA» – «AA», что обусловит большую активность этой категории эмитентов на облигационном рынке.


Михаил Васильев,

заместитель генерального директора, ООО ИК «Айгенис»:

«Облигации – основа любого рынка, и российский здесь не исключение – от емкости этого сегмента зависят и возможности бюджета, и жизнь компаний, а в последние годы еще и благосостояние граждан».

График 14. Погашения облигаций корпоративных эмитентов (в млрд руб.)



* Выгрузка российских корпоративных бумаг Cbonds без учета сделок секьюритизаций, ипотечных ценных бумаг, CDO, структурных продуктов, облигаций с дефолтом, краткосрочных выпусков, ЦФА, замещающих и коммерческих облигаций. Рейтинги представлены по национальной рейтинговой шкале.

Источник: Cbonds, расчеты агентства «Эксперт РА»

Интерес инвесторов может быть обусловлен хорошими результатами доходности от владения облигациями в 2026 году – по данным Банка России, облигации эмитентов демонстрировали хорошие результаты доходности от владения в 2026-м. За период 01.01.2026 – 01.09.2026 среди рублевых активов наибольшая полная доходность была у облигаций (от 9,6 до 15,5%), против рублевых депозитов и БПИФ ДР (от 9,9 до 10,1%).² Наибольшую полную доходность обеспечивали облигации категории «BBB» по российской национальной шкале – 15,53%. Мы также по-прежнему видим предпосылки для роста притока частных инвесторов на рынок облигаций с учетом привлекательности уровней доходностей в сравнении со ставками по банковским депозитам. Спреды в доходностях между депозитами сроком один год и облигациями с рейтингом «AAA» – «AA» расширились в течение всего 2026 года, при этом в III квартале расширение спреда усилилось в среднем до 320 против 250–270 б. п. в I–II кварталах 2026-го. Более высокие ставки по облигациям усиливают конкурентоспособность этого типа сбережений и создают основу для продолжения притока инвесторов на долговой рынок. Приток ликвидности инвесторов поддержит облигационный рынок и его эмитентов в случае отсутствия сценария резкой рыночной волатильности.

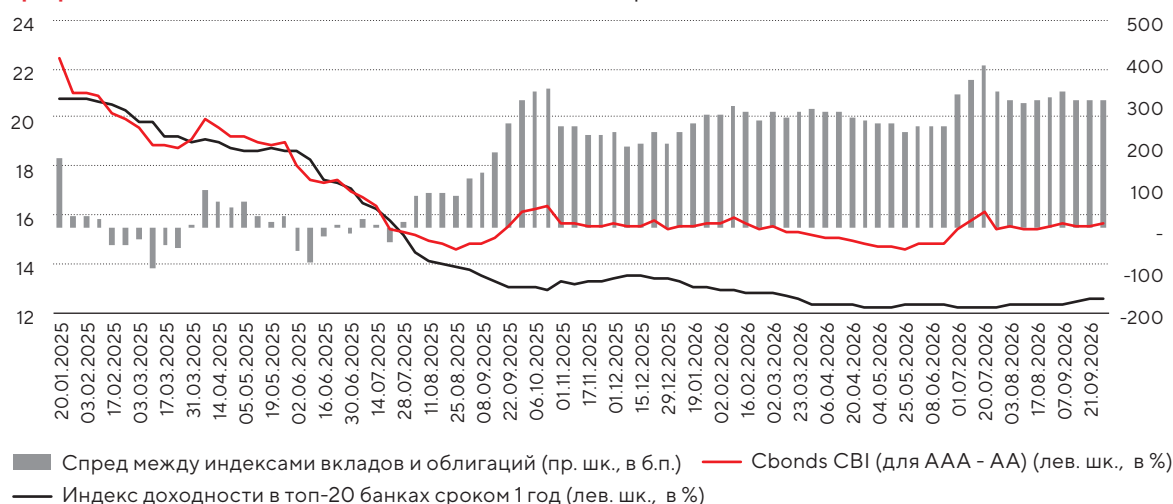


Кирпичев Константин,
руководитель блока развития
УК «РСХБ Управление Активами»

«Основной запрос клиентов всегда был связан с намерением получить доходность выше ставок по депозитам, и ее величина, которая выше депозита, уже зависела от риск-профиля клиента. Соответственно, накладываем эту мотивацию клиента на текущую конъюнктуру рынка и получаем сегмент рынка, где клиент может получить наиболее эффективный результат.

Последние два года – это денежный и облигационный рынок прежде всего. Все остальные сегменты рынка пока выглядят более нишевыми».

График 15. Банки снижают ставки по вкладам быстрее, чем падают доходности облигаций



Источник: Cbonds, «Финуслуги», расчеты агентства «Эксперт РА»

² ОБЗОР РИСКОВ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ. Август 2026; https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/62360/ORFR_2026-8.pdf

Приложение

Таблица. Индекс промышленного производства в РФ

Индексы производства по отдельным видам экономической деятельности по Российской Федерации	Янв. – авг. 2025 г. в % г/г	Янв. – авг. 2026 г. в % г/г
Промышленное производство (промышленность)	100,8	100
• Добыча полезных ископаемых	97,8	99
• Обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха	98,1	100,5
• Водоснабжение; водоотведение, организация сбора и утилизации отходов, деятельность по ликвидации загрязнений	97,5	98
• Обрабатывающие производства	103,2	100,4
Производство прочих транспортных средств и оборудования	140,8	118,6
Производство лекарственных средств и материалов, применяемых в медицинских целях и ветеринарии	113,0	111,5
Производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования	112,3	111,0
Производство компьютеров, электронных и оптических изделий	115,1	104,8
Производство автотранспортных средств, прицепов и полуприцепов	80,7	104,7
Производство прочих готовых изделий	104,1	102,6
Производство мебели	93,0	101,3
Производство пищевых продуктов	99,9	100,7
Производство кожи и изделий из кожи	84,4	100,4
Производство резиновых и пластмассовых изделий	94,2	100,3
Производство электрического оборудования	102,0	98,5
Производство табачных изделий	101,2	98,2
Производство текстильных изделий	100,9	97,8
Ремонт и монтаж машин и оборудования	99,4	97,3
Производство химических веществ и химических продуктов	100,0	97,0
Производство машин и оборудования, не включенных в другие группировки	100,9	96,6
Обработка древесины и производство изделий из дерева и пробки, кроме мебели, производство изделий из соломки и материалов для плетения	99,4	96,2
Производство одежды	97,4	95,8
Производство напитков	93,7	95,6
Производство прочей неметаллической минеральной продукции	92,2	95,3
Производство металлургическое	96,4	94,8
Деятельность полиграфическая и копирование носителей информации	85,4	94,7
Производство бумаги и бумажных изделий	99,2	91,8
Производство кокса и нефтепродуктов	99,6	89,7

Источник: Росстат

Интервью с партнерами



Рустем Кафиатуллин,
директора департамента долгового капитала
Банк Синара

«Доверие – это валюта, без которой не работает рынок»

– Расскажите, пожалуйста, о предварительных результатах работы команды долгового рынка «Банка Синара» за девять месяцев 2026 года. Сколько размещений вы организовали за это время?

– Девять месяцев 2026 года для нашей команды выдалась действительно насыщенными: мы поучаствовали в 114 размещениях. Темп сопоставим с результатом всего 2025 года. При этом важно понимать, что основной объем работы еще впереди.

Пик рефинансирования, по нашей оценке, приходится на IV квартал: объем погашений с учетом put-оферт в этом году составляет почти 6,6 трлн рублей. Именно сейчас формируется самый плотный график сделок в году.

По итогам 2025 года мы вошли в топ-10 организаторов рынка и обеспечили своими гарантиями более 240 млрд рублей размещений. За девять месяцев текущего года объем гарантий составил 144 млрд. Политика гарантирования стала строже к кредитному риску: мы гарантируем выпуски только тех эмитентов, чью бизнес-модель понимаем и чьи денежные потоки можем оценить. Волатильность добавила еще одно требование, переутверждение условий коммитментов непосредственно перед сделкой: то, что было согласовано месяц назад, на дату выхода на рынок может быть уже некорректно.

– Какой тип облигаций наиболее востребован инвесторами в 2026 году?

– Здесь важно разделять два измерения: количество выпусков и объем. По итогам девяти месяцев размещено 1434 корпоративных выпуска общим объемом 8,4 трлн рублей. По количеству безусловно доминирует фиксированный купон: облигаций с плавающим купоном было 167 выпусков, т. е. около 12%. Но по объему расклад принципиально иной: флоатеры заняли 3,8 трлн рублей, или 47% от всего объема корпоративных размещений, при росте на 94% к прошлому году. Почти все они, 96% объема, размещены с привязкой к ключевой ставке ЦБ.

Ключ к пониманию этой структуры – эшелоны. Первый эшелон размещался активнее всех: на его долю пришлось порядка 6 трлн рублей, или 80% всего объема – и именно здесь сформирована основная масса флоатеров. Это банки, институты развития, компании нефтегазового сектора с рейтингами AAA и AA: крупный качественный заемщик сегодня выбирает плавающую ставку, потому что она позволяет дешевле фондироваться на длинном горизонте. Остальной рынок, второй и третий эшелоны с объемами 918 и 441 млрд рублей по той же статистике размещался почти исключительно фиксом: инвестор в этом сегменте покупает прежде всего доходность, и вопрос индексации купона для него вторичен.

На наш взгляд, вывод года простой: фикс остается массовым инструментом среднего эшелона и розничного спроса, а флоатер – объемным инструментом первого эшелона. И выигрывает не выбор между ними, а гибридный подход: часть портфеля в фиксе для заработка на процентном риске, часть в флоатерах для защиты от сценария затянувшейся паузы ЦБ.

– Какие группы инвесторов формировали основной спрос на размещениях в 2026 году в разрезе эшелонов эмитентов?

– База инвесторов вытекает напрямую из структуры размещений, о которой я говорил выше. Объем первого эшелона, а это около 6 трлн рублей за девять месяцев, формируют прежде всего юридические лица. Это банки, страховые компании и НФО в рамках доверительного управления. Только в мае, по данным Банка России, некредитные финансовые организации купили корпоративные облигации на 366 млрд рублей, а системно значимые банки еще на 220 млрд. Для банков в условиях дефицита ликвидности это способ разместить деньги и заработать премию к ОФЗ без заметного роста кредитного риска.

Второй и третий эшелоны, где спрос сосредоточен на фиксированном купоне, работают иначе. По оценке Cbonds, на размещениях частные инвесторы формируют порядка 70% и более спроса.

И розница в текущем году рекордно активна: в апреле чистые вложения частных инвесторов в облигации достигли 265,5 млрд рублей, на 57% выше 2025-го, при этом 67% средств пошло в корпоративные бумаги. В июне граждане купили корпоративные облигации на 162 млрд рублей – исторический максимум, по данным ЦБ. С начала года облигационными сделками занимались более 1,3 млн человек, на 35% больше, чем годом ранее. Плюс растет спрос через фонды: в апреле приток в фонды облигаций для неквалифицированных инвесторов превысил 120 млрд рублей.

Для эмитентов следствие прямое: второй и третий эшелоны первички все больше зависит от частного инвестора. А значит, доверие сегодня строится регулярным выходом на рынок и максимальным раскрытием информации: без доверия частный инвестор не пойдет ни в какой купон.

В IV квартале 2026 года планируется существенный объем погашений корпоративных эмитентов на облигационном рынке. Фиксирует ли «Банк Синара» интерес эмитентов к рефинансированию действующих облигационных займов?

– Мы действительно фиксируем активный интерес к рефинансированию. Многие эмитенты действуют на опережение: ряд наших клиентов уже разместил новые выпуски и заранее решил вопрос с предстоящими погашениями.

Худший момент для поиска денег – когда они нужны срочно. Особенно сейчас, в условиях высокой конкуренции за инвесторскую ликвидность. Заблаговременная подготовка позволяет выбрать удачное окно размещения, а наличие альтернативных источников финансирования снижает зависимость от рыночной конъюнктуры.

При этом источником рефинансирования нередко становятся сами держатели погашаемых облигаций, уже знакомые с компанией. Поэтому платежная дисциплина и открытость имеют вполне осязаемую ценность. Доверие инвесторов – это тоже капитал, особенно ценный в сложные для рынка периоды.

– Как меняется роль вторичного рынка в работе с эмитентами? Есть ли сегодня запрос со стороны компаний не просто на успешное первичное размещение, а на формирование устойчивой ликвидности их выпусков после выхода на биржу?

– Для большинства эмитентов публичный долг – история не одного размещения, а серии займов, формирующих собственную кривую доходности. Поэтому стоимость будущих заимствований во многом определяется тем, как торгуются уже размещенные облигации.

Наши клиенты это прекрасно понимают. Многие используют маркетинг для поддержания ликвидности, такие услуги оказывает и «Банк Синара». При этом ликвидность закладывается еще на первичном рынке: важны широкая дистрибуция и диверсифицированная инвесторская база.

Не менее важна репутация эмитента. Инвесторы чувствительны к тревожным сигналам, и даже технические задержки выплат способны вызвать распродажи. Размещение заканчивается за один день, а отношения с инвесторами продолжаются годами.

– Насколько сегодня изменилась экономика выхода на рынок для компаний второго эшелона? Какие условия должны быть выполнены компанией, чтобы впервые выйти на рынок без существенной премии к уже сформировавшемуся кругу сопоставимых заемщиков?

– Стоимость заимствований заметно выросла: повысились доходности ОФЗ, расширились кредитные спреды. На фоне рейтинговых понижений и дефолтов инвесторы стали осторожнее относиться к кредитному риску.

При этом с дебютантами возникает интересный парадокс. Компания может иметь устойчивый бизнес и меньшую долговую нагрузку, чем известные публичные заемщики, но занимать дороже просто потому, что рынок пока недостаточно хорошо с ней знаком.

Премия за дебют сложно исключить полностью, однако прозрачность бизнеса, качественная отчетность, открытость менеджмента и привлекательные параметры займа позволяют ее минимизировать. Первый выпуск – это инвестиция в собственную публичную кредитную историю, которая в дальнейшем может помочь сократить стоимость заимствований.

– Как изменился сам процесс подготовки эмитента к размещению? Сталкиваетесь ли вы сейчас с ситуациями, когда компании сначала приходится менять финансовую политику, структуру долга или систему раскрытия информации и только потом выходить на публичный рынок?

– Я бы не сказал, что процесс подготовки принципиально изменился. Выход на публичный рынок всегда требовал определенной внутренней перестройки, особенно для дебютантов.

Крупные эмитенты уже располагают профессиональными командами, а новичкам эти компетенции зачастую приходится создавать с нуля. Ведь разместить облигации – разовая задача, а быть публичным заемщиком – постоянная работа.

Иногда изменения затрагивают корпоративное управление, финансовую политику или раскрытие информации. Подобные вопросы нередко возникают уже на этапе получения кредитного рейтинга, поэтому, прежде чем выходить на рынок, компании приходится приводить в порядок внутренние процессы.

– Если смотреть на российский рынок на горизонте трех-пяти лет, какие изменения в инфраструктуре долгового рынка вы считаете наиболее важными для его дальнейшего развития?

– Одна из главных задач на ближайшие годы – повышение глубины долгового рынка. Вместе с объемами размещений должна расширяться инвесторская база, а существующие участники – получать больше возможностей для эффективной работы.

Большой потенциал вижу в развитии рынка процентных деривативов, позволяющих гибче управлять процентным риском, а также рынка репо. Для институциональных инвесторов важна не только доходность облигаций, но и стоимость фондирования позиций, применяемые дисконты и доступность ликвидности.

Российский долговой рынок продолжает набирать высоту, открывая перед участниками все более широкие горизонты. Уверен, что самое интересное еще впереди.



Сергей Конюгин,
главный экономист,
Инвестиционный банк Синара

«Конкуренция реальная, и сейчас это один из главных факторов на рынке долга»

– На конференции «Банка Синара» по стратегии на IV квартал был озвучен прогноз по ключевой ставке на уровне 13,5% на конец года. Что сейчас является главным аргументом в пользу дальнейшего снижения ставки? Какие данные могут заставить пересмотреть прогноз?

– Прогноз в 13,5% к Новому году означает два шага по 25 б. п. – 23 октября и 18 декабря. На деле же такая траектория почти ничего не меняет в этом году: среднегодовая ставка выходит 14,54 вместо 14,59% при полной паузе. Главный аргумент в пользу снижения ставки – слабый экономический рост на фоне торможения внутреннего спроса (в грузообороте, торговле). Рынок труда остывает, зарплаты замедляются. Мешает один и серьезный фактор: инфляционные ожидания населения выросли до 14,2% и продолжают расти. Если тарифный скачок потянет за собой вторичные эффекты, снижение ставки остановится.

– Если предположить, что ставка действительно опустится до 13,5% к концу года, насколько это станет для рынка сигналом начала большого цикла смягчения ДКП? Или данный сценарий уже заложен в доходностях?

– Годовые доходности кривой ОФЗ достигают 13,7% при ставке 14%, т. е. на год вперед закладывается минимальное смягчение политики ЦБ. Отдельная история – длинные бумаги. Десятилетняя ОФЗ дает 16,6%. Разрыв с ключевой ставкой вблизи рекорда за последние 10 лет. Причины понятны: Минфину нужно разместить 7,7 трлн рублей в следующем году, якорный покупатель по сути один – банки. Для банков снижение ключевой ставки на оптимистичные 50 б. п. до конца года не является триггером к покупкам длинных ОФЗ, поскольку бюджетные риски остаются. И, на наш взгляд, такой сценарий уже заложен в цены.

– Какой курс рубля к доллару вы закладываете в базовый сценарий на конец 2026-го и на 2027-й? Насколько существенным фактором для траектории ключевой ставки станет динамика рубля?

– Мы ожидаем рубль в диапазоне 83–85 на конец года при ценах на нефть Юралз 65. В данный момент нефтяные котировки находятся вблизи годовых максимумов, что ограничивает потенциал ослабления рубля. Фактор ослабления, по сути, один – выпадение нефтяного и агроэкспорта на фоне вынужденных закупок бензина. В то же время открытие экспорта дизеля позволит заместить вышеуказанный выпадающий экспорт. Поэтому мы считаем, что рубль защищен от ослабления до конца года. Считаем, что траектория ставки в сторону небольшого снижения является незначимым фактором для рубля.

– Несмотря на постепенное с начала года снижение ключевой ставки, доходности длинных ОФЗ остаются высокими. На ваш взгляд, какие факторы в первую очередь влияют на это?

– Экстремально высокие доходности длинных ОФЗ обусловлены следующими факторами. Первая: план внутренних заимствований на 2027 год подняли сразу на 2,3 трлн, до 7,7 трлн рублей, и Минфин размещается преимущественно в длине. Вторая – узкая база покупателей: нерезидентов нет, спрос почти целиком банковский, а банк ограничен капиталом и процентным риском, поэтому премия за срок выше.

Третья – недостаточная жесткость политики ЦБ: инфляционные ожидания в сентябре выросли до 14,2%, и закладывать среднюю инфляцию 4% на 10 лет никто не готов. Сокращение доходностей произойдет в случае падения ожиданий ниже 12%, а не от снижения ставки ЦБ на очередные 25 б. п.

– Насколько сильно бюджетный дефицит и высокий объем внутренних государственных заимствований сегодня конкурируют за ликвидность с корпоративными заемщиками? Может ли это привести к тому, что ОФЗ будут оставаться более привлекательными для инвесторов, а корпоративным эмитентам придется отложить снижение стоимости фондирования даже при некотором сокращении ключевой ставки?

– Конкуренция реальная, и сейчас это один из главных факторов на рынке долга. Минфин с планом 7,7 трлн рублей на 2027 год – крупнейший заемщик и ценовой лидер: он задает безрисковую ставку, от которой считаются все остальные. При этом он нечувствителен к цене, и объем он возьмет почти по любой доходности. Корпоративный эмитент под 17%+ просто будет отказываться от размещения.

Стоимость фондирования для компаний будет снижаться медленнее ключевой ставки, но не везде одинаково. Флоатеры и кредиты, привязанные к ключевой, дешевеют сразу. А фиксированный купон на три-пять лет считается не от ключевой, а от среднесрочного отрезка кривой ОФЗ плюс кредитный спред.

Для инвестора вывод простой: при равной дюрации ОФЗ сейчас выигрывают по соотношению риск – доходность у второго и третьего эшелонов. В корпоративном долге разумно ограничиваться первым эшелоном и короткой дюрацией.

– Если смотреть на 2027 год в целом, какой сценарий вы считаете наиболее вероятным для российской экономики? Какой вы видите динамику инфляции и ключевой ставки в базовом сценарии и какие факторы могут привести к существенному отклонению от этой траектории?

– Мы называем этот сценарий инерционным. Рост ВВП 1–1,5%, рынок труда продолжает остывать, но цели по инфляции мы не достигаем: 5,5–6%. ЦБ снижает ставку шагами по 25–50 б. п. с паузами и выходит к декабрю всего лишь на 12%.

Отклонение от этого сценария весьма вероятно. Инфляционные ожидания остаются выше 14%, инфляция держится у 7%, ставка не уходит ниже 13%. Плюс риски фискального расширения сверх 7,7 трлн заимствований и нефти ниже 50 долларов. Сочетание таких событий легко сдвигает траекторию ставки ЦБ вверх, к уровню 13–15% в 2027-м, как указано в инфляционном сценарии самого регулятора.



Роман Соколов,
директор департамента корпоративных финансов,
Цифра брокер

«В 2026 году на фоне неопределенности дальнейших шагов Банка России в области смягчения денежно-кредитной политики интерес к флоатерам заметно вырос»

– Расскажите, пожалуйста, о предварительных результатах работы DCM команды компании «Цифра Брокер» по итогам девяти месяцев 2026 года. В скольких сделках вы выступили организаторами размещений?

– В целом, истекшие девять месяцев 2026 года мы оцениваем как успешные. Планы, установленные бюджетом и стратегией компании на эти $\frac{3}{4}$ года, были выполнены досрочно в начале сентября. Мы приняли участие в размещении более 70 выпусков ценных бумаг свыше 40 эмитентов, стали организаторами и со-организаторами выпусков облигаций таких эмитентов, как АО «ХимМед», ООО ПКО «АйДи Коллект», ПАО «МГКЛ», ООО «Аренза-Про», ПАО «ГЛОРАКС», ООО «ЛЕГЕНДА» и ряда других. Мы стали организаторами достаточно редкого вида выпусков на облигационном рынке РФ – компания «МГКЛ» запустила размещение конвертируемых облигаций на «СПБ Бирже».

В целом, несмотря на сложности рынка, неопределенность относительно дальнейшего снижения ключевой ставки, рост кредитных рисков, мы достаточно позитивно прогнозируем то, что будет в IV квартале 2026-го, и ожидаем, что по итогам года рынок корпоративного долга покажет повышение, хотя и число негативных событий на нем также увеличится.

– Каково сейчас соотношение институциональных и розничных инвесторов (в розничной сети «Цифра») при первичном размещении ваших эмитентов? Как текущая жесткая денежно-кредитная политика меняет структуру спроса на долговом рынке?

– Исторически мы являемся крупным российским брокером, ориентированным на работу с физическими лицами. В структуре нашей базы хотя и существуют институциональные инвесторы – под управлением нашей дружественной управляющей компании, есть несколько специализированных паевых инвестиционных фондов, львиную долю объема участия в первичном размещении занимают инвесторы – физические лица. Профиль нашего клиента не менялся – основным нашим клиентом является инвестор продвинутого уровня, ориентирующийся в рынке, понимающий свою стратегию и действия. В 2025 году мы стали лауреатом одной из самых авторитетных премий на финансовом рынке – Investment Leaders Award в номинации «Лучшая инвестиционная компания для квалифицированных инвесторов». В то же время мы уделяем значительное внимание привлечению широкого круга клиентов, включая новичков и массовых розничных инвесторов, с разным уровнем активности и капиталовложений.

– Насколько сильно ужесточение кредитных условий банками подстегивает компании выходить на облигационный рынок?

– Рост макропруденциальной надбавки к коэффициентам риска по кредитам крупным компаниям с высокой долговой нагрузкой действительно подталкивал бизнес к облигационному рынку. Если изначально с 1 апреля 2025-го надбавку установили на уровне 20%, то с 1 декабря 2025 года ее повысили

до 40%, а с 1 марта 2026-го – до 100%. Это означает, что банк должен резервировать под такой кредит в два раза больше капитала, чем под обычный кредит с базовым риском. Кредитование таких заемщиков становится для банков капиталоемким и невыгодным, поэтому условия по кредитам становились невыгодными для бизнеса. Тем не менее, не только ужесточение условий стимулировало компании выходить на облигационный рынок, но и отсутствие залога, создание публичной кредитной истории, которая в последующем позволит снизить стоимость заимствований, потребность в диверсификации источников фондирования. Эти факторы способствовали опережающему росту облигационного рынка в сравнении с корпоративным кредитованием: в 2025 году объем рынка корпоративных облигаций, включая структурные продукты и секьюритизацию, увеличился на 14,5% по сравнению с повышением корпоративного кредита на 7,8%, в 2026-м тенденция сохранилась – рост облигационного рынка в январе – августе составил 14,2 против 8,9% в кредитовании.

– Розничные инвесторы проявляют все больший интерес к фондовому рынку – по данным Банка России, в связи со снижением ставок по депозитам в II квартале 2026-го частные инвесторы внесли на брокерские счета более 1 трлн рублей, что на 19% больше чем в I квартале текущего года. Прокомментируйте, пожалуйста, наблюдаете ли вы этот тренд в структуре собственной клиентской базы? Как вы оцениваете устойчивость этого тренда, учитывая возросшую волатильность на рынках облигаций и акций в III квартале текущего года?

– Приток средств розничных инвесторов на брокерские счета еще не свидетельствует о росте спроса ко всем секциям фондового рынка: доля акций резидентов в структуре активов физических лиц снизилась с 33% в II квартале 2025 года до 26% в 2026-м, но доля облигаций некредитных организаций выросла с 11 до 17%, ПИФов – с 12 до 19%, государственных и муниципальных облигаций – с 4 до 7%.

Согласно данным информационно-аналитической платформы Investfunds в II квартале 2026 года отток средств из фондов акций составил 8,3 млрд рублей, а приток в фонды облигаций – 263,7 млрд рублей, в фонды ликвидности – 123,2 млрд рублей, что коррелирует со статистикой Банка России по показателям брокеров. В III квартале настроения инвесторов изменились – во многом из-за участвовавших дефолтных случаев, что снизило аппетит к риску, поэтому произошел максимальный отток средств из фондов облигаций (-114,2 млрд рублей), и продолжилась отрицательная динамика в сегменте акций (-4,9 млрд рублей). При этом новый виток роста популярности приобрели фонды ликвидности, где был зафиксирован приток в 257,2 млрд рублей.

Что касается нашей клиентской базы, то мы отметили рост объемов поступлений на брокерские счета, определенное снижение интереса инвесторов к высокорискованным облигациям, формирование портфелей инвесторов с акцентом на максимальную диверсификацию и минимальный риск.

– Как вы оцениваете текущий аппетит розничных инвесторов к облигациям с плавающей ставкой (флоатерам) по сравнению с фиксированным купоном?

– В 2026 году на фоне неопределенности дальнейших шагов Банка России в области смягчения денежно-кредитной политики интерес к флоатерам заметно вырос. Если рассмотреть структуру первичного рынка корпоративных долга за девять месяцев 2026-го, исключив из него ЦФА, секьюритизированные и субординированные выпуски, замещающие и коммерческие облигации, структурные продукты, с размещением, начатым в период с 1 января по 30 сентября 2026 года, то мы получим следующую картину:

- примерно 56% объема рынка представлено выпусками с плавающей ставкой, при этом с точки зрения количества выпусков только 31,4% были представлены флоатерами (132 из 420);
- 126 выпусков с плавающей ставкой из 132 имели ключевую ставку Банка России в качестве базовой ставки.

С начала 2026 года Банк России осуществлял плавное снижение ставки на 0,5 п. п. в рамках каждого из проводимых заседаний (13 февраля, 20 марта, 24 апреля). С июня 2026 года темпы снижения ключевой ставки существенно замедлились: на заседании 19 июня и 24 июля темпы сокращения ставки достигли 0,25 п. п., сентябрьское заседание оставило «ключ» без изменений. Основными причинами, послужившими смене тренда, стали риски стимулирующей бюджетной политики, повышенные ин-

фляционные ожидания, а также рост влияния временных факторов (дефицит и рост цен на топливо). В этих условиях вероятность того, что ключевая ставка останется на уровне 14% до конца 2026 года, заметно возросла, и для многих инвесторов вложения во флоатеры стали рассматриваться как защитный инструмент.

– Сейчас инвесторы требуют повышенную премию за риск. Какие бенчмарки и формулы для флоатеров (RUONIA, ключевая ставка + маржа) или облигаций с фиксированным купоном (ОФЗ + маржа) вы рекомендуете корпоративным эмитентам, чтобы успешно закрывать книги заявок без чрезмерного удорожания долга для бизнеса?

– Обычно бенчмарком при формировании ставок для корпоративных облигаций является доходность ОФЗ с сопоставимой дюрацией. Ввиду сформировавшихся ожиданий и замедления темпа смягчения денежно-кредитной политики Банка России какое-либо влияние движения ключевой ставки отражается только в размещениях эмитентов наиболее высоких рейтингов. В сегментах миддл-маркета и ВДО на доходности влияние оказывают в большей степени не только движение ставки и доходность ОФЗ, а качество самого эмитента: уровень его долговой нагрузки, реалистичность стратегии, качество отчетности, раскрытия информации, известность рынку, объем и параметры предполагаемого выпуска, готовность эмитента к постоянному общению с инвестсообществом.

– Какие изменения вы внесли в критерии отбора эмитентов для вывода на облигационный рынок в условиях жесткой денежно-кредитной политики?

– Длительный период жесткой денежно-кредитной политики и, как следствие, ухудшение кредитного качества эмитентов ценных бумаг существенным образом повлиял на процессы отбора эмитентов. С учетом увеличения числа дефолтов в 2026 году мы стали жестче подходить к вопросу отбора. В значимые критерии анализа были включены факторы платежной и налоговой дисциплины (отсутствие фактов налоговой задолженности, блокировки счетов со стороны ФНС), структура долга с точки зрения срочности (отсутствие перекоса в сторону краткосрочной задолженности), данные о невыбранных лимитах кредитных линий, соответствие целей привлечения средств текущему финансовому положению компании, заявления менеджмента и реальным действиям компании, качество отчетности и ее аудита, ее структура и полнота, отраслевая принадлежность, исполнимость заявленной стратегии эмитента; был понижен порог верхней границы долговой нагрузки эмитента.

– В 2026 году участились случаи дефолтов на российском облигационном рынке. Какую стратегию поведения вы бы посоветовали инвесторам в условиях возросших кредитных рисков?

– Согласно данным Cbonds с января по конец сентября 2026 года было зафиксировано свыше 550 случаев дефолта и технических дефолтов – более чем на 87% больше, чем за весь 2025-й. Эмитенты допустили 551 дефолт или технический дефолт по корпоративным облигациям за период, в т. ч. 438 случаев неисполнения обязательств по купонным выплатам, 102 случая по погашению (частичному погашению) тела долга, 11 случаев неисполнения обязательств по оферте. Из 81 случая технического дефолта было зафиксировано только 44 случая последующего исполнения обязательства. Основной причиной неисполнения обязательств (более 77% случаев) стало отсутствие (нехватка) денежных средств.

Рост числа дефолтных событий в 2026 году спровоцировал усиление тенденции избегания риска, проявляемой со стороны инвесторов.

Основными причинами ухудшения кредитного качества и роста дефолтных событий являются высокая долговая нагрузка в сочетании с неправильной оценкой прогноза смягчения ДКП. Если в начале 2026 года прослеживались ожидания быстрого снижения ставок, то сегодня вероятность того, что ключевая ставка останется на уровне 14% до конца 2026-го, заметно возросла. Это связано с обновленными прогнозами и усилившимися проинфляционными рисками: более высокими тарифами, повышенными инфляционными ожиданиями, неопределенным масштабом эффекта от выбытия мощностей, дефицитом бюджета и ожидаемым ослаблением рубля.

Кроме того, ряд компаний столкнулись с нехваткой денежных средств на фоне неравномерности поступления выручки, просрочках оплат от контрагентов. Ситуация с ростом просроченной задолженности наблюдается и по данным Банка России, согласно которым доля заемщиков, имеющих просроченную задолженность перед кредитными институтами, увеличилась.

В секторальном разрезе наименее привлекательно в настоящее время смотрятся облигации строительных компаний, в т. ч. на фоне стагнации рынка недвижимости, лизинговой отрасли.

Что можно посоветовать инвесторам?

- во-первых, внимательно смотреть отчетность компаний-эмитентов и избегать эмитентов с высокой долговой нагрузкой (долг/ебитда выше 3,0), отрицательным операционным и свободным денежным потоком или высокой зависимостью от рефинансирования;
- во-вторых, осторожно подходить к вопросу инвестиций в облигации эмитентов с низким рейтингом (ниже BBB-), негативным новостным фоном;
- в-третьих, избегать инвестиций в компании, плохо раскрывающие информацию, имеющие оговорки в аудиторских заключениях к отчетности, некачественно составленную, содержащую ошибки отчетность;
- в-четвертых, уделять пристальное внимание платежной и налоговой дисциплине эмитентов;
- в-пятых, избегать компаний, представляющих рискованные или стагнирующие отрасли, необходимо обращать внимание на динамику выручки и рентабельности;
- ну и наконец, диверсифицировать вложения, устанавливая их лимиты и ограничения.

– Каковы ваши главные стратегические цели на рынке облигаций на 2026–2027 годы в условиях текущих макроэкономических вызовов? На какие сектора экономики вы делаете ставку при организации новых облигационных выпусков в ближайшие кварталы?

– Среди главных целей на рынке облигаций на ближайший год мы выделяем основные три:

- 1) обеспечить доступ к качественным инвестиционным инструментам для наших клиентов;
- 2) минимизировать клиентские риски;
- 3) обеспечить выполнение планов, установленных стратегией развития брокера.

Наша стратегия как организатора выпусков ценных бумаг, в целом, не претерпит существенных изменений: как и ранее, мы будем стараться отбирать качественных эмитентов как в сегменте миддл-маркета, так и в секторе ВДО. Критерии отбора будут ужесточены в области оценки кредитоспособности потенциальных эмитентов.

– В последний раз ООО «Цифра брокер» выходило на рынок облигаций в 2021 году. Прокомментируйте, пожалуйста, планирует ли компания выход на рынок с собственным выпуском в перспективе 2026–2027 годов?

– В ноябре 2026 года ООО «Цифра брокер» будет осуществлять погашение выпуска серии П01-02 объемом 34 млн долларов США. Погашение будет осуществляться в российских рублях. В настоящее время компания находится в процессе согласования предполагаемых параметров нового выпуска и запуска процесса регистрации на Московской бирже.



Михаил Васильев,
заместитель генерального директора
ООО ИК «Айгенис»

«Несколько лет мы работали над реальной интеграцией рынков, а сейчас открыто заявляем: мы намерены работать с российским бизнесом и обслуживать его интересы на рынках капитала. А когда будут благоприятные условия, выведем на рынок качественных эмитентов из Республики Беларусь»

– Как вы оцениваете состояние рынка облигаций на данный момент? Какие факторы определяют его текущее развитие?

– Облигации – основа любого рынка, и российский здесь не исключение – от емкости этого сегмента зависят и возможности бюджета, и жизнь компаний, а в последние годы еще и благосостояние граждан. Главные факторы в последние годы очевидны – жесткая ДКП и потребности бюджета, что объясняется геополитической обстановкой. И пока эти факторы будут действовать, говорить о возвращении к низким ставкам не стоит, чтобышний раз не расстраиваться.

В этом году рынок продолжал адаптироваться к возникающим шокам. Главный тренд этого года – увеличение количества дефолтов. Как результат мы видим расширение спредов между облигациями разных рейтинговых категорий и уменьшение количества размещений в категориях ниже А-.

Кстати, всегда были разные мнения о том, где провести границу между рейтингом инвестиционного уровня и условным ВДО или МСП. Жизнь расставила все на свои места: смотри на первую букву рейтинга и не ошибешься.

– Ужесточился ли отбор эмитентов со стороны организаторов выпусков облигаций вследствие роста числа дефолтов?

– Я бы сказал: ужесточился отбор самих организаторов, уже не все с нами, что закономерно. Ну и для эмитентов тоже настали трудные времена: сейчас выраженный рынок инвестора. Рынок эмитента мы увидим, если ЦБ будет резво снижать ставку.

Что касается отбора эмитентов, то мне странно слышать, что он сейчас ужесточился. А раньше не надо было отбирать? Надо было тащить на рынок все, что хочет разместиться, пусть инвесторы сами разбираются?

Мы в ИК «Айгенис» считаем, что любой дефолт эмитента отражается на репутации организатора. И неважно, что это случилось не сразу, а спустя время после размещения при изменении условий бизнеса – за эмитентом надо следить, сопровождать покупателей облигаций своей аналитикой. С эмитентом после размещения надо находиться на связи, если что-то стало вызывать вопросы – задать их. Не получив вменяемых ответов, сообщить об этом рынку.

– Что, по вашему мнению, будет вызывать больший интерес у инвесторов в 2027 году – акции или облигации?

– Конечно, облигации. Это просто разные весовые категории бойцов: рынок облигаций в разы объемнее рынка акций в РФ, и это обосновано. Интерес инвесторов к рынку акций в условиях наших реалий всегда будет эпизодическим и скорее всего в своей основе спекулятивным.

Не надо забывать, что у нас уже несколько лет период высоких ставок, и в такой ситуации большинство действует рационально – просто покупает долговые активы и собирает высокие купоны. Если по дальним ОФЗ с купонным доходом до 13% доходность до погашения 16% годовых и выше, то инвестору очень трудно согласиться на альтернативу.

И даже при изменении ДКП на более мягкую основной приток средств физических лиц из депозитов будет именно на рынок облигаций. Рынок акций может вырасти и в несколько раз, но объем его относительно небольшой, и есть явный недостаток качественных новых эмитентов с предсказуемым поведением.

– Какие ваши ожидания по фондовому рынку РФ на 2027 год? Каковы будут основные драйверы роста?

– Надеюсь, основным драйвером будут изменения в геополитике, но ставить на это нужно с осторожностью. Из важных факторов стоит отметить уровень ставки, вернее, если мы говорим про рост рынка, темпы ее снижения. Причина проста – при такой ДКП экономике станет гораздо тяжелее, бизнес может еще один год высоких ставок не пережить.

Поэтому вывод простой и немного жесткий – пока в геополитике напряжение, ставки будут оставаться на высоком уровне. Соответственно, на рынках будет ярко выраженный «боковик». Для профессиональных трейдеров – это неплохая ситуация, для конечных инвесторов – это период нервозности и готовности к любому развитию событий.

– Каковы были основные драйверы притока средств розничных инвесторов на фондовый рынок за прошедший период 2026 года? Какие меры необходимо предпринимать для повышения интереса частных инвесторов к российскому рынку капитала?

– В отличие от прежних лет, основной канал притока средств – высокие ставки и значительная норма сбережений. А вот второй вопрос гораздо интереснее. Рынок должен стать прозрачнее во всех смыслах, если мы хотим устойчивого роста его капитализации.

Любые решения по смене собственников, введение неожиданных налогов и затрат в компаниях, решения судов, раскрытие информации о компаниях и бенефициарах, действия всех игроков на рынке – все это должно стать как минимум предсказуемым.

– Как вы оцениваете состояние рынка размещения облигаций на данный момент?

– Оцениваю критически. По общим цифрам все красиво, объемы размещений большие. Например, за сентябрь было размещено облигаций на сумму около триллиона рублей. Но когда я вижу, что 70% этого объема приходится на схемные размещения, т. е. секьюритизированные выпуски для разгрузки балансов банков, я понимаю, что реальный сегмент рынка сокращается.

Хорошо, что развиваются новые сегменты, что структурные облигации стали нормой. Интерес клиентов к более сложным продуктам характеризует зрелость рынка.

Но основа финансового рынка – эффективное взаимодействие между домохозяйствами, которые ищут возможности для инвестиций, и бизнесом реальных секторов экономики, который ищет финансирование для реализации своих проектов.

– Как вы считаете, нуждается ли российский рынок в укреплении института представителей владельцев облигаций (ПВО)? Как потенциальное оздоровление института ПВО может сказаться на взаимоотношениях эмитентов и владельцев ценных бумаг?

– Коротко – да, конечно, институт нужен и надо его укреплять. Мы уже видим, что Банк России провел часть работы, проанализировал реальную активность ПВО из реестра. Думаю, что скоро будет ужесточение требований к участникам этого рынка.

Но большая проблема состоит в том, что до сих пор непонятен механизм работы ПВО в момент дефолта или возникновения проблем у эмитента. ПВО похож на капитана на корабле: когда все в порядке, он не нужен, когда случается катастрофа, именно от его действий зависит выживаемость корабля и экипажа. Это просто красивая фраза, но именно слаженность действий ПВО, эмитента, инвесторов и профучастников может предотвратить реальный дефолт или помочь договориться об условиях реструктуризации.

Однако в момент дефолта главный вопрос – на какие деньги ПВО будет осуществлять свои функции. Один из вариантов – создание фонда, куда будет поступать небольшая сумма при размещении эмитента, причем ее размер может зависеть от рейтинга эмитента, так как он свидетельствует о вероятности дефолта.

– Какие препятствия и перспективы развития вы видите в контексте запуска в России рынка криптовалют?

– Считаю, что сейчас время для бурного развития этого сегмента и конвергенции с традиционными рынками. Вижу, что принятый пакет законопроектов вызывает оптимизм у профессионалов. Вижу, что активно разрабатывается регулирование. Вывод однозначен: после периода адаптации мы увидим новую конфигурацию рынка с цифровыми депозитариями, операторами обмена, площадками, где концентрируется ликвидность.

Думаю, что перспективы у цифровых валют и активов огромны. Я в силу возраста начинал на рынке в 90-е, так вот тогда был глобальный переход биржевой инфраструктуры от торговли в «яме» к компьютерным системам. Переход занял длительное время, окончательно завершился только в 2000-е, но он состоялся. Что будет через 10–15 лет, посмотрим, но не исключаю, что традиционного рынка или привычной депозитарной системы мы можем и не увидеть.

Если говорить про ближайшую перспективу, то большая часть участников бизнеса будет отделять традиционную деятельность на рынке ценных бумаг от деятельности на рынках цифровых активов. И также будет отделять деятельность инвестиционную от расчетной.

– Какие планы и цели ставит перед собой ваша компания на среднесрочную перспективу? Какие возможности вы видите для компании?

– Наши возможности зависят от нашей инфраструктуры и наших компетенций. Прежде всего, мы единственный финансовый холдинг в Союзном государстве, в составе которого есть профессиональные участники рынка с полным набором лицензий в обеих странах. Это усиливается тем фактом, что мы не находимся под санкционным давлением и имеем развитую инфраструктуру для торговли и расчетов не только в ЕАЭС.

За спиной нашей российской фирмы – рынок Республики Беларусь, где наша материнская компания занимает лидирующие позиции. В России мы ставим на квалифицированное обслуживание, на сложные продукты для наших клиентов и партнеров. Если пару лет назад мы говорили, что мы брокер для брокеров и мечтали о фабрике продуктов, то сейчас это реальность и мы строим инвестиционную платформу, где любой наш клиент или партнер может собрать из отдельных кубиков продукт для реализации своих задач.

Важное для нас направление – инвестиционно-банковские операции. В частности, мы планируем быть заметным игроком на рынке размещения облигаций, а когда будут соответствующие условия, то и акций. Мы уже несколько лет работаем над конвергенцией рынков Союзного государства и ЕАЭС, но теперь нам надоело ждать, и мы открыто заявляем: мы идем на российский рынок DCM и IPO, готовы своих клиентов. А когда будут благоприятные условия, мы поделимся своими качественными эмитентами из Республики Беларусь.

Еще одним перспективным направлением является обслуживание клиентов на рынке цифровых активов и цифровых валют. Мы активные участники процесса становления нового сегмента рынка, думаем над развитием собственной инфраструктуры, стараемся выбрать наиболее эффективный путь.



Александр Соломенцев,
директор департамента по работе с инвесторами,
РЕД СОФТ

«Развитие компаний, работающих в отрасли информационных технологий и занимающихся подготовкой программного обеспечения, неразрывно связано с людьми, которые создают конкурентоспособные продукты и решения, а также реализовывают комплексные проекты в области цифровой трансформации и автоматизации»

– Компания «Ред Софт» уже который год демонстрирует уверенный рост бизнеса. Какие ключевые факторы способствуют достижению таких темпов?

– Развитие компаний, работающих в отрасли информационных технологий и занимающихся подготовкой программного обеспечения, неразрывно связано с людьми, которые создают конкурентоспособные продукты и решения, а также реализовывают комплексные проекты в области цифровой трансформации и автоматизации. Не менее важной составляющей является формирование экосистемы продуктов, отвечающих потребностям наших пользователей. Перевод ИТ-инфраструктуры на отечественные программные продукты требует не просто их установки, но и качественного сопровождения, в т. ч. поддержания работоспособности всех внутренних систем для обеспечения непрерывности деятельности заказчиков (особенно на этапе перехода), технической поддержки, обучения персонала. Совмещение продуктового и проектного направлений бизнеса позволяет нам лучше понимать потребности и ожидания клиентов, оперативнее получать обратную связь и постоянно заниматься повышением качества. На наш взгляд, совокупность данных факторов позволяет нашему бизнесу расти и развиваться.

– Как длительный период сохранения жесткой денежно-кредитной политики ЦБ РФ отразился на бизнесе компании? Как компания адаптировалась к новым условиям? Какие ваши ожидания относительно динамики ключевой ставки ЦБ РФ на горизонте года?

– Текущая жесткая денежно-кредитная политика оказывает негативное влияние на большинство вендоров отечественного программного обеспечения. Государство и наиболее крупные представители российской экономики, которые являются нашими ключевыми клиентами, предпочитают сокращать ИТ-бюджеты, переориентировав статьи расходов в пользу основных видов деятельности, либо продлевать сроки реализации проектов цифровой трансформации или импортозамещения. Данные обстоятельства ограничивают темпы нашего развития, которые нам бы хотелось демонстрировать – добавляя новую функциональность в наши продукты, привычную нашим заказчикам. При этом с точки зрения ликвидности мы смогли успешно адаптироваться к текущим условиям, усилив контроль за операционными расходами, скорость погашения дебиторской задолженности, а также скорректировав планы привлечения новых сотрудников. В то же время мы ожидаем дальнейшего снижения ключевой ставки, несмотря на достаточно жесткие сигналы со стороны Банка России о более медленных темпах по сравнению с предполагаемыми ранее, надеясь на ее однозначную цифру к концу 2026 года.

– Расскажите, пожалуйста, о ключевых трендах, которые наблюдаются в ИТ-отрасли. Наблюдается ли усиление конкуренции среди ИТ-компаний в вашем сегменте рынка?

– Основными драйверами российского ИТ-рынка все еще остаются цифровизация экономики, процесс импортозамещения программных решений западных вендоров, а также высокий уровень государственной поддержки ИТ-отрасли, хотя их темпы несколько замедлились из-за жесткой денежно-кредитной политики. Среди наиболее ярких в последний год трендов следует отметить следующие. Во-первых, повышение требований заказчиков к уровню интеграции продуктов в текущую ИТ-инфраструктуру для более комфортного и незаметного для конечного пользователя перехода на российские решения. В данной ситуации наличие экосистемы и возможности формирования гетерогенной среды позволяет сделать процесс более управляемым для заказчиков. Во-вторых, повышение значимости образовательных организаций в общем процессе перехода на отечественное ПО и достижения технологического суверенитета. С одной стороны, российские вендоры обучают работе со своими продуктами, формируя новые привычки для новых поколений пользователей, с другой стороны, выявляют перспективных студентов и формируют кадровый резерв для будущего трудоустройства. В-третьих, конечно же, усиление конкуренции. При этом по нашим наблюдениям в конкурентную борьбу включаются не только ИТ-компании, давно присутствующие на рынке, но дочерние организации представителей других секторов экономики, которые порой стремятся создать решение сначала для своего головного предприятия, а затем предложить его остальным участникам. К каким результатам приведут данные тенденции российскую ИТ-отрасль с учетом назревающей необходимости консолидации, мы, вероятно, увидим в ближайшие несколько лет.

– Как происходит процесс импортозамещения и адаптации российского софта к потребностям клиента? Какие продукты пользуются наибольшим спросом среди ваших клиентов? Опишите, пожалуйста, портрет среднестатистического клиента компании.

– Процесс импортозамещения и адаптации российского ПО к потребностям клиентов, как мы упоминали ранее, претерпел некоторые изменения. Можно отметить, что меняется парадигма принятия решений. Во время обсуждения на одной из отраслевых конференций, посвященных процессу импортозамещения, представители региональных органов исполнительной власти и вендоры ПО были едины в мнении, что ранее стратегия перехода порой имела несколько фрагментарный характер. Т. е. после проведения тестирования на соответствие определенным требованиям на уровне регионов принималось решение о выборе тех или иных отечественных продуктов, чтобы соответствовать регуляторным нормативам. Вопросам совместимости и интеграции ПО в общую ИТ-инфраструктуру, автоматизации миграции и адаптации сотрудников к новым для них продуктам уделялось не так много внимания. Теперь же ситуация изменилась, подход стал более комплексным. От парадигмы «главное, что работает» мы переходим к парадигме «решения должны быть технологичнее и удобнее западных аналогов». Поэтому, несмотря на сохранение спроса в отношении более зрелых и простых продуктов, таких как операционная система «РЕД ОС», мы ожидаем его постепенного смещения в пользу более сложных, например, систем централизованного управления ИТ-инфраструктурой, где представлен наш продукт «РЕД АДМ», включенный в этом году в перечень особо значимых проектов.

Наш среднестатистический клиент представляет собой российское юридическое лицо с существенной ролью государства, которое предъявляет высокий уровень требований к информационной безопасности ввиду необходимости замены устаревших зарубежных решений из-за санкционных ограничений или внутренних организационных изменений, а также готовый инвестировать в развитие собственной ИТ-инфраструктуры с целью повышения эффективности и конкурентоспособности своего бизнеса.

– Рассматривает ли компания возможность выхода на зарубежные рынки? На рынки каких стран компания нацелена в первую очередь?

– «РЕД СОФТ» уже осуществляет поставки программного обеспечения на зарубежные рынки. Несмотря на относительно небольшие объемы реализации, нашими продуктами пользуются в Белоруссии, Казахстане, Сербии, Китае, Монголии. Безусловно расширение международного бизнеса и экспорт технологий являются одной из важнейших задач для компании в ближайшей перспективе, поскольку отечественный рынок конечен с количественной и стоимостной точек зрения (количества пользователей и объема в денежных средствах). Для поддержания высоких темпов роста и дальнейшего повышения качества наших продуктов конкуренция на зарубежных рынках необходима. К тому же мы видим спрос иностранных представителей, которые готовы приобретать наши продукты и импортировать наши технологии.

В первую очередь обращаем внимание на страны СНГ, Ближнего Востока, Африки, Латинской Америки и Юго-Восточной Азии. Процесс реализации крупных ИТ-проектов может занимать достаточно продолжительный промежуток времени, т. к. требует не только обеспечения непрерывности бизнес-процессов наших заказчиков, но и адаптации пользователей к работе с новыми решениями. Надеемся в ближайшие два-три года существенно увеличить присутствие на зарубежных рынках.

– За пять лет компания прошла путь от небольшого российского разработчика программного обеспечения с рейтингом BB(RU) до ведущего игрока отечественного рынка с рейтингом BBB(RU) с позитивным прогнозом. Как изменилась ситуация с привлечением финансирования: от первых шагов компании на рынке капитала до сегодняшних возможностей? Как трансформировалась база инвесторов компании за данный период?

– С 2018 года, когда компания «РЕД СОФТ» впервые вышла на облигационный рынок, ситуация с привлечением финансирования поменялась разительно. Этому способствовали не только регуляторные изменения, в определенной степени упростившие доступ для малого и среднего бизнеса, но и саморегулирование рынка. Появились ассоциации, представляющие как интересы широкого круга инвесторов, так и профессиональных участников, чьи усилия направлены на развитие рынка облигаций за счет формирования понятных и прозрачных правил и требования при осуществлении эмиссии ценных бумаг. Данная обучающая и поддерживающая функция в первую очередь была необходима дебютантам – представителям МСП для обеспечения комфортной работы на рынке и взаимодействия с инвестиционным сообществом. На текущий момент можно наблюдать следующие результаты: количество приобретающих высокодоходные облигации инвесторов значительно увеличилось, эмитентам стали предъявляться более высокие требования к качеству бизнеса и транспарентности принятия решений топ-менеджментом.

Наша инвесторская база тоже выросла за эти семь лет, при том что преимущественно она представлена физическими лицами. Мы связываем данный факт с незначительными объемами заимствований, поскольку многим институциональным инвесторам представляется нецелесообразным приобретение небольшого количества облигаций с учетом имеющихся ограничений на долю владения ценными бумагами эмитента в портфеле и сопутствующих трудозатрат. При этом отмечаем наличие интереса со стороны как более крупных организаторов размещений, так и управляющих компаний.

– Прошло более года с момента предыдущего размещения компанией облигаций на российском рынке. Чем объясняется пауза в привлечении облигаций компанией? Планирует ли компания выйти на рынок с новым выпуском облигаций в ближайший год?

– В текущем году нам удастся осуществлять необходимые инвестиции в развитие бизнеса и расширение продуктового портфеля за счет внутренних источников, что позволяет обойтись без привлечения долгового финансирования в условиях жесткой денежно-кредитной политики. Согласно нашим сегодняшним оценкам, потребность в дополнительном заемном капитале может возникнуть в II квартале 2026-го, при этом окончательное решение будет зависеть как от результатов текущего года, так и от ожидаемой динамики изменения уровня ключевой ставки.

– Как изменилась политика управления долговым портфелем в период жесткой денежно-кредитной политики? Как выглядит целевая структура долгового портфеля компании?

– Компания придерживалась и продолжает придерживаться консервативной политики в части привлечения долгового финансирования, что позволяет нам более уверенно проходить турбулентные периоды в экономике. Опыт размещения биржевых облигаций оцениваем положительно, особенно с учетом специфики нашего бизнеса и длительности цикла создания новых программных продуктов, поэтому в структуре долгового портфеля данный инструмент будет продолжать занимать преобладающую долю. В ближайших планах сбалансировать сроки обращения биржевых облигаций, чтобы избежать необходимости аккумулирования значительных финансовых ресурсов в одном периоде и привести в соответствие с нашей сезонностью. При этом мы активно смотрим в сторону других инструментов, в первую очередь более краткосрочных, для достижения большей гибкости внутри календарного года и снижения процентных расходов.

– Насколько привлекательны для компании инструменты ЦФА? В чем основное преимущество данного инструмента для компании, на ваш взгляд? Планируете ли группа выходить на рынок ЦФА в ближайшей перспективе?

– Цифровые финансовые активы набирают популярность у эмитентов в последнее время. Мы наблюдаем за развитием данного рынка, ростом объемов привлечения компаниями и потенциальным изменением регулирования данного рынка. Основными преимуществами ЦФА для нас как ИТ-компания являются скорость привлечения финансирования, отсутствие залогов и ковенант, которое есть при открытии кредитных линий в банках, а также возможности погашения обязательств иным имуществом (не только денежными средствами). В ближайшие два года планируем поработать с данным инструментом, хотя у нас остаются некоторые вопросы относительно порядка налогообложения. Но мы точно уверены, что ЦФА могут найти свое место и органично вписаться в бизнес-модель ИТ-компания.

– Как активная IR-стратегия компании влияет на узнаваемость бренда и помогает привлекать новых клиентов?

– Активность при взаимодействии с инвесторами имеет положительное влияние на узнаваемость бренда и является дополнительным каналом для привлечения не только новых клиентов, но и партнеров. Даже свободное обращение облигаций на бирже способствует формированию позитивного восприятия о долгосрочности планов работы компании на рынке. В нашей практике было несколько интересных примеров. В первом случае один из недавно присоединившихся к команде сотрудников поделился, что данное обстоятельство в т. ч. подтолкнуло принять предложение о работе, поскольку ранее приобрел облигации компании и был знаком с планами развития. Во втором случае удалось познакомиться с одним из топ-менеджеров российской ИТ-компания, которая разрабатывает прикладное программное обеспечение, наладить взаимодействия и протестировать совместимость наших продуктовых линеек. Данное знакомство позволило нам заключить соглашение о сотрудничестве, нацеленное на укрепление долгосрочных партнерских отношений, внедрение российских технологий и решение задач импортозамещения. В третьем случае один из сотрудников крупной компании был инвестором в наши облигации и при обсуждении рабочей задачи о замене иностранных решений на российские предложил рассмотреть программные продукты «РЕД СОФТ». В итоге нам удалось принять участие в проекте и получить нового клиента, который изначально не рассматривал нас в качестве одного из поставщиков ИТ-решений.

– В июне 2025 года компания «РТ-РЕД» (входит в госкорпорацию «Ростех») приобрела 30% «Ред Софт». Какое влияние новый акционер окажет на бизнес компании?

– Действительно, появление в капитале «РТ-РЕД», входящего в госкорпорацию «Ростех», важное событие для нашей компании. Стратегическое партнерство позволит нам ускорить темпы развития продуктового портфеля и совместно реализовывать масштабные проекты в тесной кооперации с другими технологическими компаниями. Объединение усилий направлено не только на создание эффективных ИТ-решений для достижения целей импортозамещения, т. е. на наш внутренний рынок, но и будут ориентированы на международный рынок, что поспособствует укреплению лидерских позиций государства в ключевых областях высоких технологий, а также станет обеспечивать условия для устойчивого долгосрочного роста российской экономики.

– Расскажите, пожалуйста, о стратегических планах компании на ближайшие три – пять лет. Планирует ли компания развивать новые направления бизнеса, в которых на данный момент не представлена? Как компания планирует повышать маржинальность бизнеса в среднесрочной перспективе?

– Мы видим новые возможности и риски, возникающие в условиях усиливающейся конкуренции и ограниченности ресурсов в экономике. Нам необходимо постоянно адаптироваться для сохранения лидерских позиций и продолжения развития. На текущий момент мы продолжаем работать над стратегией, которая бы отвечала на стоящие перед компанией вызовы, а также соответствовала нашим амбициям и ожиданиям всех заинтересованных сторон. В рамках стратегических приоритетов рассматривается выход на новые бизнес-направления при сохранении темы инфраструктурного ПО и заказной разработки

для нужд государства. Наиболее перспективными и способными дать дополнительный синергетический эффект, на наш взгляд, являются решения в области искусственного интеллекта и аппаратного обеспечения. При этом как мы неоднократно указывали, деятельность «РЕД СОФТ» продолжит опираться на используемые принципы и подходы, согласно которым главный фокус остается на клиенте и пользователе.

Повышение маржинальности в среднесрочной перспективе также будет в фокусе нашего внимания. Мы планируем добиться этого за счет оптимизации внутренних процессов, внедрения новых технологий в процесс разработки для увеличения скорости вывода новых продуктов на рынок, расширения продуктового портфеля и клиентской базы, а также повышения эффективности кросс-продаж.

– Рассматривает ли компания возможность выхода на IPO в среднесрочной перспективе? Какие определяющие факторы лягут в основу выхода компании на IPO?

– «РЕД СОФТ» рассматривает различные варианты и возможности, которые будут способствовать росту и развитию бизнеса. Выход на рынок публичного акционерного капитала безусловно является одним из вероятных вариантов, который предоставляет широкие возможности в условиях потребности в капитале для поддержания высоких темпов роста, назревающей консолидации ИТ-рынка, ожесточенной борьбы за трудовые ресурсы и даже конкуренции за внимание со стороны заказчиков. IPO и акции кажутся идеальными инструментами для ответа на все эти вызовы. Ключевыми факторами, определяющими окончательное принятие решения о проведении IPO, станут соответствие целей и задач долгосрочной стратегии развития, над которой сейчас ведется активная работа, иными возможными источниками привлечения капитала для реализации стратегии, размер бизнеса и соответственно его оценка, а также макроэкономические и геополитические условия, которые очень сильно влияют на спрос со стороны инвесторов.

– На фоне дефицита кадров на рынке труда работодатели усиливают меры по повышению лояльности сотрудников. Какие методы мотивации, повышения лояльности и вовлеченности персонала использует компания?

– Компания реализует комплекс мер по найму и удержанию персонала, повышению их квалификации, лояльности и вовлеченности, а также мотивации. Особое внимание уделяется привлечению талантливых выпускников высших учебных заведений, созданию условий для прохождения стажировок и дальнейшему профессиональному росту внутри компании за счет развития практик наставничества и менторства, позволяющих новым сотрудникам быстро адаптироваться и осваивать необходимые знания и практические навыки непосредственно у опытных коллег.

Еще одним не менее важным по нашему опыту методом является предоставление гибкости и мобильности сотрудникам при выборе карьерного пути. ИТ-специалисты очень творческие и амбициозные работники, которые ищут возможности участвовать в перспективных, крупных и сложных проектах, развивающих и создающих новые технологии. Для многих это большой профессиональный вызов – пройти полный жизненный цикл при создании новых программных продуктов: от идеи до лидерства на российском рынке, а также вывести его на международный рынок.

На наш взгляд, обеспечение сочетания чувства сопричастности к достижению национальных целей и профессионального удовольствия от участия в развитии российских информационных технологий в комфортной рабочей среде и с достойной оплатой труда – это лучшая мера.



Кирпичев Константин Борисович,
руководитель блока развития
УК «РСХБ Управление Активами»

«2026 год – это по-прежнему год, когда были наиболее востребованы и интересны консервативные стратегии»

– Каковы основные успехи компании в 2026 году? Соответствуют ли результаты деятельности и динамика бизнеса вашим ожиданиям?

– Мы значительно увеличили объемы привлечения и активов под управлением. Компания предложила своим клиентам ряд новых инвестиционных стратегий на рынке облигаций и денежном рынке. Наверное, наиболее значимой из них стало формирование ОПИФ «РСХБ-СмартАгро» – фонд, позволяющий частным небольшим инвесторам вкладываться в долговые инструменты эмитентов из агропромышленного комплекса России, а также компаний, участвующих в его производственной и потребительской цепочке, в т. ч. ритейлеров, производителей удобрений, транспортных и инфраструктурных организаций.

– Какие новые продукты и стратегии вы планируете вывести на рынок в 2027 году?

– Мы планируем и далее следовать нашему основному принципу – создавать продукты, соответствующие текущей рыночной конъюнктуре. 2026 год – это по-прежнему год, когда были наиболее востребованы и интересны консервативные стратегии, если в 2027-м конъюнктура рынка изменится, рынок акций начнет показывать более позитивную динамику – направление развития нашей продуктовой линейки изменится в эту сторону.

– Каковы, по вашему мнению, основные запросы клиентов к продуктам доверительного управления? Как вы трансформируете эти ожидания в конкретные стратегии?

– Основной запрос клиентов всегда был связан с намерением получить доходность выше ставок по депозитам, и ее величина, которая выше депозита, уже зависела от риск-профиля клиента. Соответственно, накладываем эту мотивацию клиента на текущую конъюнктуру рынка и получаем сегмент рынка, где клиент может получить наиболее эффективный результат. Последние два года – это денежный и облигационный рынок прежде всего. Все остальные сегменты рынка пока выглядят более нишевыми.



Игорь Егоркин,
генеральный директор,
платформа «Токеон»:

«ЦФА становятся частью привычной финансовой инфраструктуры»

Российский рынок цифровых финансовых активов меняется: механизм первичных размещений уже отлажен, а дальнейшее развитие связано с расширением финансовой инфраструктуры и каналов доступа к цифровым инструментам. Одновременно внимание участников смещается к качеству эмитентов, прозрачности и удобству работы с ЦФА. Расширяется и сфера применения цифровых прав – появляются гибридные конструкции, решения для ВЭД и сценарии работы с внешними блокчейн-сетями. О том, как в этих условиях развивается «Токеон» (входит в группу «ПСБ») и каким может стать следующий этап рынка, рассказал генеральный директор платформы Игорь Егоркин.

– Расскажите о стратегических планах «Токеона» на ближайшие три-пять лет. Планируете ли вы выходить в новые направления бизнеса?

– Три-пять лет для такого быстро меняющегося рынка – довольно большой горизонт, поэтому я бы говорил скорее о направлении движения, чем о конкретном наборе продуктов. Сегодня «Токеон» обеспечивает выпуск и обращение ЦФА, а следующим важным направлением для нас становится инфраструктура цифрового депозитария – для учета цифровых валют и цифровых прав и взаимодействия с внешними блокчейн-сетями в рамках нового регулирования.

При этом наша продуктовая практика уже выходит за рамки стандартных долговых выпусков цифровых активов. Мы работаем с гибридными цифровыми правами, бридж-финансированием, проектами для региональной креативной экономики, благотворительными выпусками и другими нестандартными сценариями. Платформа позволяет гибко настраивать параметры выпуска под задачу клиента.

В перспективе хотим расширять свою роль – от структурирования и выпуска цифровых продуктов до их учета и дальнейшего обращения. При этом отправной точкой для нас остается потребность клиента. Сначала нужно понять, какой результат ему нужен, а уже потом подобрать подходящий цифровой инструмент и инфраструктуру. Ведь сам по себе блокчейн не является продуктом – это технология, которая должна решать конкретную финансовую задачу.

– Число операторов ЦФА ежегодно растет. В чем конкурентные преимущества «Токеона» и как вы оцениваете результаты 1-го полугодия 2026 года?

– Конкуренция между операторами все меньше определяется количеством проведенных выпусков. Важнее то, насколько платформа встроена в финансовую инфраструктуру и может ли она работать не только с эмитентом, но и с банками, брокерами, профессиональными участниками и их клиентскими каналами.

Для «Токеона» важно то, что мы развиваемся внутри группы «ПСБ» и можем рассматривать цифровые активы не как изолированный технологический продукт, а как часть более широкой финансовой системы. Это дает возможность выстраивать взаимодействие с профессиональными участниками и использовать уже существующие каналы дистрибуции.

Поэтому в 1-м полугодии мы много внимания уделяли не только самим выпускам, но и взаимодействию с внешними участниками и развитию собственной инфраструктуры. Например, мы заметно сократили пользовательский путь: запустили регистрацию через ЕСИА и добавили вход в «Личный кабинет» с помощью Face ID и Touch ID без ввода пароля. Кроме того, совместно с венчурной компанией «Якутия»

первыми на рынке отработали модель выпуска долговых обязательств в USDT через смарт-контракт в публичной сети Ethereum.

– В начале года компания получила кредитный рейтинг от агентства «Эксперт РА». Что было главным мотивом и изменилось ли после этого отношение рынка к платформе?

– Для нас рейтинг был прежде всего независимой внешней оценкой устойчивости самой компании. Когда речь идет о финансовой инфраструктуре, доверие не должно строиться только на собственных заявлениях участника рынка. Это особенно важно в работе с крупными компаниями и профессиональными участниками. У них есть собственные процедуры оценки контрагентов и риск-менеджмента, а наличие внешнего рейтинга упрощает многие процессы.

– Рынок ЦФА уже прошел экспериментальную стадию. Что сегодня сильнее всего ограничивает его дальнейший рост?

– На мой взгляд, дальнейший рост рынка в большей степени зависит не от количества платформ, а от качества самих продуктов и эмитентов. ЦФА уже доказали, что могут быть рабочим инструментом привлечения финансирования. Теперь многое зависит от того, насколько разнообразными станут выпуски, насколько понятными окажутся их условия и насколько широким станет круг компаний, которым инвесторы готовы доверять. Все большее значение приобретают прозрачность эмитента, качество раскрытия информации, наличие рейтинга, понятный источник погашения и в целом способность компании выполнять свои обязательства. Со временем высокая ставка перестанет быть главным аргументом для инвестора при выборе выпуска – гораздо важнее станет качество самого предложения. Еще один важный фактор – расширение круга инвесторов. Чем привычнее ЦФА будут становиться для частных и институциональных инвесторов, тем устойчивее сможет развиваться рынок.

– ЦФА конкурируют за деньги инвесторов с облигациями, акциями и другими инструментами. В чем их главное преимущество?

– Я бы не ставил вопрос так: «ЦФА против облигаций». Если компании нужна обычная облигация и классическая инфраструктура лучше решает ее задачу, нет смысла выпускать цифровой инструмент только потому, что это модно.

Сильная сторона ЦФА – гибкость. Можно точнее настроить срок, порядок выплат, обеспечение, привязку к индексу или базовому активу, автоматизировать часть исполнения обязательств. Гибридные цифровые права позволяют сочетать денежное требование с другими имущественными правами. Например, у нас на платформе состоялись выпуски, где инвестор мог выбирать между денежной выплатой и получением товара.

Цифровой формат имеет смысл тогда, когда он дает дополнительные возможности по сравнению с традиционным инструментом. Простого переноса существующего продукта в цифровую форму для этого недостаточно.

– Какие типы эмитентов сегодня проявляют наибольший интерес к цифровым активам?

– ЦФА привлекают внимание компаний самого разного масштаба и профиля. Показательно, что порядка 70% эмитентов ранее не размещали облигаций. Для многих из них это первый опыт привлечения капитала через публичный финансовый инструмент.

Для среднего бизнеса важны относительно короткий цикл подготовки выпуска и возможность привлечь новый круг инвесторов без прохождения всех этапов классического облигационного размещения. Крупные компании приходят с другими задачами – их интересуют более сложные конструкции, управление ликвидностью, работа с реальными активами и внутрикорпоративные сценарии.

– С 1 октября Банк России усиливает требования к раскрытию информации эмитентами ЦФА. Это сделает рынок более зрелым или, наоборот, затормозит его?

– На мой взгляд, новые требования работают на повышение зрелости рынка. Банк России последовательно усиливает стандарты прозрачности, что особенно важно по мере роста объемов и расширения круга инвесторов. Инвестор должен видеть не только ставку и срок выпуска, но и финансовое положение компании, структуру ее обязательств, наличие рейтинга и другую информацию, которая позволяет объективно оценить риск до покупки инструмента.

Новые требования повышают планку качества подготовки выпуска, но одновременно делают рынок более понятным и предсказуемым. Чем выше прозрачность, тем проще инвестору принимать решение, а добросовестным компаниям – формировать доверие к себе и своим инструментам. Важно и то, что переход к новым требованиям выстроен поэтапно: это дает участникам время адаптировать процессы и повысить стандарты раскрытия без резких изменений условий работы.

– Каким вы видите рынок ЦФА через три-пять лет и какую роль он будет играть в финансовой системе?

– Думаю, что ЦФА станут обычной частью финансового рынка. О его зрелости можно будет говорить тогда, когда инвестору уже не потребуется знать, в какой именно информационной системе выпущен инструмент и как устроена инфраструктура его учета. Инвестор в первую очередь оценивает риск, доходность, срок и условия выплат. Доступ к ЦФА при этом должен быть таким же простым, как к другим финансовым продуктам, – через привычный банковский или брокерский интерфейс.

При этом изменится и сам набор цифровых продуктов. Сегодня основную часть рынка составляют долговые ЦФА, но постепенно появятся больше инструментов, связанных с различными имущественными правами, гибридных конструкций и других решений под конкретные задачи бизнеса.

Если через несколько лет цифровые права станут таким же привычным инвестиционным инструментом, как сегодня облигации или фонды, противопоставление традиционного и цифрового рынков во многом потеряет смысл. Инвестор будет выбирать не технологию, на которой построен инструмент, а сам финансовый продукт.



Алексей Терехов,
старший управляющий партнер
ФБК



Анастасия Терехина,
старший партнер ФБК,
Услуги некредитным финансовым организациям, АССА

«Качественный аудит приносит пользу бизнесу и вызывает доверие у инвесторов»

– Как вы оцениваете перспективы российского рынка аудиторских и консалтинговых услуг на ближайшие два-три года? Какие тренды и изменения наблюдаются на рынке?

Терехов А.Г.:

– Вектор предстоящих изменений можно отследить в первую очередь в плане мероприятий по реализации основных направлений государственной политики в сфере бухгалтерского учета, финансовой отчетности и аудиторской деятельности до 2030 года. Он был утвержден Минфином России 18 февраля 2025 года и на сегодняшний день является главным документом, определяющим развитие аудиторской и консалтинговой деятельности на государственном уровне. Самые масштабные новации, закрепленные в плане, придутся на период 2027–2029 годов. Среди них – расширение периметра общественно значимых организаций, развитие подхода к внешнему контролю и усиление ответственности аудиторов за грубые нарушения.

Если говорить о структурных изменениях, то в ближайшие несколько лет рынок ожидает рост регуляторного контроля, увеличение спроса на смежный консалтинг и активное внедрение AI-инструментов для автоматизации рутинных процессов. При этом возрастет общая трудоемкость аудиторской проверки.

Ужесточение требований к аудиторским компаниям повлечет за собой сокращение числа игроков на рынке и повышение стоимости аудиторских и консалтинговых услуг. В ближайшие два-три года отрасль с большой долей вероятности будет развиваться не по сценарию равномерного роста, а по пути структурной перестройки с перераспределением долей между сегментами, консолидацией участников и смещением ценности в сторону технологически насыщенных услуг.

Параллельно сохранится тенденция к усилению внешнего контроля качества со стороны Казначейства России и надзора со стороны Банка России, повысятся требования к квалификации руководителей аудиторских фирм, а дефицит молодых специалистов останется актуальной проблемой.

– В последние годы требования к качеству аудита постоянно растут, регулирование усложняется, при этом у бизнеса есть запрос на более быстрый и недорогой аудит. Как сегодня найти баланс между стоимостью и качеством аудиторских услуг?

Терехов А.Г.:

– Снизить стоимость услуги при сохранении ее качества можно только за счет автоматизации аудиторских процессов, усиления роли информационных технологий при проверке финансовой отчетности, а также внедрения элементов искусственного интеллекта там, где это допустимо без нарушения аудиторской тайны.

Оптимальную цену также обеспечивает стандартизация внутренних методологий и рабочих шаблонов. Кроме того, сроки проверки сокращает накопленная экспертиза: при повторном аудите уже изученные бизнес-процессы клиента существенно ускоряют работу.

При этом важно понимать: качественный аудит, который приносит пользу бизнесу и вызывает доверие у инвесторов, не может быть дешевым и быстрым. Такая проверка требует привлечения высококвалифицированных специалистов и строгого соблюдения обязательных требований. Поэтому даже высокая автоматизация не сделает по-настоящему качественный аудит бюджетной услугой.

– Количество аудиторских организаций, начиная с 2020-го, ежегодно сокращается. Ожидаете ли вы дальнейшей консолидации российского рынка аудиторских услуг в 2026–2027 годах? Какие факторы будут на это влиять?

Терехов А.Г.:

– Предпосылки для дальнейшей консолидации действительно существуют. Усиливается внешний контроль качества со стороны Казначейства России и надзор со стороны Банка России в отношении аудита общественно значимых организаций на финансовом рынке, параллельно растут требования к системе внутреннего контроля качества. Кадровый дефицит усиливает конкуренцию за квалифицированных специалистов, из-за чего небольшим аудиторским компаниям становится значительно сложнее удерживать позиции на рынке.

Например, выстраивание системы внутреннего контроля качества в соответствии с Международным стандартом управления качеством требует постоянных инвестиций: это разработка методологии, внедрение IT-систем документооборота, регулярное обучение персонала, мониторинг завершенных проверок и обеспечение информационной безопасности. Для аудиторских компаний это обязательные расходы, а в условиях запроса бизнеса на снижение стоимости аудита данные издержки все более ощутимы.

Таким образом, дальнейшая консолидация рынка в 2026–2027 годах представляется высоковероятной. Выживут те игроки, которые смогут адаптировать свои бизнес-модели к новым реалиям: оптимизировать издержки за счет технологий, выстроить эффективную систему внутреннего контроля и удержать ключевых специалистов.

– В последнее время обсуждается вопрос ответственности аудитора в случае возникновения проблем у эмитентов. В частности, Ассоциация владельцев облигаций предложила предоставить держателям бондов права оспаривать в суде аудиторские заключения наравне с акционерами. Как вы относитесь к подобной инициативе и как это потенциально может повлиять на рынок аудиторских услуг?

Терехина А.А.:

– Важно понимать, что даже безупречная отчетность и качественный аудит не могут исключать возможности дефолта эмитента и служить единственным основанием для принятия решений. В текущей динамичной экономической среде компания может столкнуться с непреодолимыми вызовами: резкой потерей рынков сбыта, увеличением процентных ставок по кредитам выше маржинальности бизнеса, блокировкой активов или форс-мажорными обстоятельствами, такими как утрата складских запасов. Эти факторы могут поставить под угрозу непрерывность деятельности бизнеса, это не означает, что ранее выпущенная финансовая отчетность была недостоверной.

Именно поэтому в аудиторском заключении и законодательстве подробно описана ответственность аудитора и аудируемого лица. Роль аудитора заключается не в страховании бизнес-рисков, а в предоставлении объективного и независимого мнения о достоверности отчетности на основе представленных данных и в строгом соответствии с регламентами.

Что касается инициативы о расширении круга лиц, имеющих право оспаривать аудиторские заключения, Федеральный закон от 30 декабря 2008 года № 307-ФЗ четко регламентирует круг лиц, наделенных соответствующими полномочиями. В их число входят акционеры (участники) компании, Банк России, а также уполномоченные органы государственного контроля и надзора. Указанные лица обладают необходимой компетенцией для оценки качества аудиторских услуг. Осуществляя свои контрольно-надзорные функции, они обеспечивают защиту законных интересов всех пользователей финансовой отчетности, включая держателей облигаций.

– На фоне роста числа дефолтов инвесторы все чаще пытаются обнаружить проблемы эмитента на ранней стадии. На какие «красные флаги» в отчетности и аудиторском заключении вы бы рекомендовали инвесторам обращать внимание в первую очередь?

Терехина А.А.:

– Действительно, при рассмотрении аудированной отчетности инвестору в первую очередь необходимо обратить внимание на аудиторское заключение – в случае если оно не является безоговорочно положительным (немодифицированным). При наличии оговорок нужно понять, какие статьи отчетности они затрагивают и как влияют выявленные искажения на финансовое положение. Само по себе наличие оговорки не всегда является признаком финансовых проблем у эмитента. Однако, если аудитор усомнился в возможности компании продолжать свою деятельность непрерывно, скорее всего, проблемы существуют.

В самой отчетности с особым вниманием необходимо отнестись к признакам ухудшения финансового положения. Это может выражаться в резком снижении выручки по сравнению с предыдущими периодами, в значительном – в несколько раз – росте дебиторской задолженности без соразмерного увеличения выручки, или в получении существенных убытков в отчетном периоде при том, что в ранее фиксировалась прибыль. При этом необходимо помнить, что отчетность не является единственным источником информации. Ее нужно рассматривать в совокупности с другими доступными пользователю данными: пресс-релизами компании, сведениями о ситуации в отрасли в целом, отчетами рейтинговых агентств.

Отдельно хотелось бы отметить, что сегодня для защиты интересов инвесторов существует такой институт как, представитель владельцев облигаций (ПВО). В последнее время активно обсуждается его реформа, цель которой – расширить полномочия и ответственность ПВО в решении таких рискованных ситуаций. «ФБК» оказывает услуги ПВО с 2014 года, и мы надеемся, что данный институт со временем будет лишь укреплять свои позиции во взаимодействии эмитента и инвестора.

– Как вы оцениваете уровень информационного раскрытия среди эмитентов облигаций? На ваш взгляд, можно ли говорить о том, что качественная аудиторская отчетность становится не столько формальным требованием, сколько одним из ключевых условий доступа компании к финансированию?

Терехина А.А.:

– Требования к уровню раскрытия информации установлены законодательно и зависят от рейтинга эмитента. Московская биржа через требования к сектору роста и в целом к листингу облигаций постепенно повышает стандарты раскрытия информации. Если компания не выполнит законодательных требований к раскрытию информации, она не сможет получить финансирования. Поэтому качественная отчетность – это одновременно и требование регулятора, и условие доступа к капиталу.

Вместе с тем необходимо отметить, что Банк России проводит большую работу по повышению прозрачности и качества отчетности, а также иной информации, доступной инвестору. В настоящее время регулятор выдвигает, как минимум, следующие предложения: эмитенты должны предоставлять не менее двух независимых аналитических отчетов, содержащих оценку справедливой стоимости компании. Такие отчеты готовят профессиональные участники рынка, рейтинговые агентства или аудиторские организации. В них следует детально описывать расчеты, раскрывать применяемые модели и исходные предположения. Также предлагается раскрывать в проспекте ценных бумаг прогнозные финансовые показатели: выручку, чистую прибыль и рентабельность.

– Как вы оцениваете будущее позитивное влияние на уровень прозрачности отчетности эмитентов вступление в силу МСФО (IFRS) 18 «Представление и раскрытие информации в финансовой отчетности», который заменит МСФО (IAS) 1?

Терехина А.А.:

– Ответом на этот вопрос служит сама цель нового стандарта МСФО (IFRS) 18 «Представление и раскрытие информации в финансовой отчетности» – улучшить качество представления финансовой информации и повысить сопоставимость отчетности разных компаний. Не стоит забывать, что стандарт МСФО (IAS) 1 вступил в силу еще в 2009 году, и его требования уже устарели в текущих условиях, особенно с учетом современных запросов к детализации и прозрачности отчетности в соответствии со стандартами МСФО.

Введение нового стандарта ставит перед собой четыре основные задачи, каждая из которых напрямую влияет на уровень прозрачности и понятности отчетности:

- новая структура отчета о прибылях и убытках: доходы и расходы теперь четко делятся на три обязательные категории – операционную, инвестиционную и финансовую. Это делает операционные результаты разных компаний сопоставимыми и четко показывает, какая именно деятельность формирует те или финансовые результаты;
- новые промежуточные итоги: вводится стандартный показатель «прибыль до операционной деятельности и финансирования», что помогает инвесторам лучше оценивать эффективность основного бизнеса;
- управленческие показатели (MPM): компании обязаны раскрывать в отдельном примечании специфические показатели, которые руководство использует для оценки финансовых результатов. Данное раскрытие покажет инвесторам как именно управляется компания и на какие метрики опирается менеджмент;
- требования к детализации: усиливаются правила агрегирования и дезагрегирования данных, чтобы полезная информация не скрывалась за излишне общими цифрами.

В итоге влияние на прозрачность отчетности будет однозначно позитивным. Главная задача на текущем этапе – обеспечить корректный переход на новый стандарт и применить его требования так, чтобы отчетность действительно отвечала целям нового стандарта МСФО (IFRS) 18.

– С 1 октября 2026 года эмитенты ЦФА по требованию Банка России должны будут публиковать не только условия выпусков, но и финансовую отчетность, а также аудиторское заключение. Наблюдаете ли вы рост спроса на аудиторские услуги со стороны эмитентов ЦФА?

Терехов А.Г.:

– Рынок ЦФА стремительно растет: рейтинговые агентства оценивают его потенциал на уровне 1,4–1,6 трлн рублей в течение 2026–2027 годов. Но важно также оценить, какие именно компании являются эмитентами и за счет кого растет рынок. Наибольший объем выпусков приходится на крупные компании, которые уже являются либо публичными, либо эмитентами облигаций. Реже ЦФА выпускают компании, которые ранее публичными не были. В настоящий момент ЦФА – это скорее дополнительный инструмент к традиционным: компании видят в нем пользу, но редко применяют как единственный источник заимствования.

Конечно, есть и компании, для которых новое требование о публикации финансовой отчетности с аудиторским заключением станет новым и будет применимо только в связи с их статусом эмитента ЦФА. Соответственно, для аудиторского рынка это означает появление нового, пусть и не самого крупного в абсолютных цифрах, но потенциально растущего сегмента спроса. На текущий момент мы не видим резкого роста запросов на аудит от таких компаний, но, возможно, сегмент активизируется в ближайшее время после вступления нововведений в силу.

Важно обозначить и риск: часть эмитентов ЦФА может подойти к требованию формально – выбрать минимально возможный по стоимости вариант аудита исключительно для технического соответствия требованиям Банка России, без реального намерения повысить прозрачность для инвесторов. Чтобы этого избежать, целесообразно было бы законодательно перевести эмитентов ЦФА в статус общественно значимых организаций на финансовом рынке. Это автоматически сузит круг допустимых аудиторов, и, соответственно, повысит доверие к проведенному аудиту.

– Сегодня сложно представить отрасль, на которую не повлияло распространение искусственного интеллекта (ИИ). Насколько сильно ИИ уже изменил работу аудиторов и каких изменений в профессии вы ожидаете в ближайшие годы?

Терехов А.Г.:

– Как и у любой медали, у искусственного интеллекта есть две стороны: неоспоримые плюсы и риски, которые легко могут обернуться существенными минусами. В деятельности аудиторов, связанной с обработкой больших массивов информации, ИИ является отличным инструментом-помощником. Но не стоит

забывать, что большая часть информации в нашей работе чувствительна и требует повышенной защиты, а сохранение аудиторской тайны является строгим требованием законодательства.

В связи с этим говорить о кардинальном изменении работы аудиторов прямо сейчас преждевременно. Однако в ближайшей перспективе с учетом действующих ограничений ИИ будет все активнее интегрироваться в профессию, помогая автоматизировать рутинные процессы и обрабатывать большие объемы данных.

В компании «ФБК» за все время работы накоплен огромный массив обезличенной аналитики и методологических наработок. Именно эти данные мы уже используем как основу для развития наших внутренних, закрытых инструментов на базе ИИ.



Олег Марихин,
директор по корпоративным финансам и связям
с инвесторами,
компания ПКБ

**«В 2026-м ПКО «ПКБ» показывает
уверенный рост выручки»**

– Минцифры планирует внедрить с 2028 года электронный документооборот с ФССП и реестровую модель автоматического взыскания у работодателя и во всех банках. Как, по вашему мнению, данные нововведения могут повлиять на экономику рынка взыскания?

– Введение реестровой модели автоматического взыскания и переход на электронный документооборот с ФССП – это не просто техническое обновление, а фундаментальное изменение экономики взыскания, которое радикально снизит операционные издержки за счет отказа от бумаги, автоматизации рутины и упрощения коммуникации с приставами. Сегодня оформление, пересылка и проверка подлинности исполнительных документов съедают огромные ресурсы и время, а значительная часть работы ПКО связана с взаимодействием с ФССП – подачей документов, отслеживанием статусов и исправлением ошибок; реестр же позволит формировать документы исключительно в электронном виде с УКЭП, автоматически выявлять счета должников, направлять уведомления и обращать взыскание, а многие категории долгов (административные штрафы, ЖКУ) и вовсе исполнять без участия человека. Это даст круглосуточный онлайн-доступ к статусу исполнительного документа и автоматический обмен данными между всеми участниками, устранив физическое перемещение бумаг.

Ключевой эффект – ускорение оборачиваемости портфелей, ведь экономика взыскания критически зависит от скорости возврата средств. Мгновенная регистрация и предъявление документа могут сократить срок исполнения с нескольких недель до считанных дней (по оценкам Минюста), а возможность после регистрации самостоятельно направлять документ в банк, работодателю или приставу через реестр – без физической передачи и регистрации в подразделениях ФССП – устраним задержки и ускорит поступление денег, напрямую повышая ROI портфелей. Мониторинг в реальном времени позволит оперативно корректировать стратегии, перераспределять ресурсы и точнее прогнозировать поступления.

Однако выгоды распределятся неравномерно: реестровая модель создаст неравные условия для крупных и мелких игроков. Интеграция потребует технических и финансовых вложений в IT-инфраструктуру, и преимущество получат крупные ПКО с развитой автоматизацией и скорингом – там, где операционные расходы на отдельных этапах уже сокращены на 85%. Автоматизированное взыскание наиболее эффективно при больших объемах, поэтому мелкие нишевые игроки окажутся в невыгодном положении, а консолидация ускорится: мы согласны с прогнозами агентства «Эксперт РА», что концентрация рынка на топ-6 игроках превысит 90% к 2028 году.

Экономическая эффективность напрямую влияет и на способность привлекать капитал: полная прослеживаемость каждого исполнительного документа уменьшит риски для инвесторов и кредиторов, автоматизация и мониторинг в реальном времени позволят точнее моделировать денежные потоки и повысят доверие к отраслевым эмитентам, а сокращение издержек частично компенсирует давление госпошлины, которая с 2025 года в структуре выручки некоторых ПКО достигла от 12 до 22%, улучшая маржинальность и снижая стоимость фондирования.

При этом экономический эффект не будет равномерным. Заявленная дата внедрения – 2028 год, но полная реформа запланирована до 2031-го: более раннее внедрение даст пионерам конкурентное преимущество, задержка сохранит текущую неэффективность, а в переходный период 2028–2031-го возможна параллельная работа бумажного и электронного документооборота, что создаст

дополнительные операционные сложности. Кроме того, автоматическое взыскание через банки и работодателей может снизить роль приставов в массовых взысканиях, изменив модель взаимодействия ПКО с государством.

В целом, реестровая модель – это прорыв, способный радикально улучшить юнит-экономику взыскания за счет снижения операционных издержек, ускорения оборачиваемости портфелей и повышения прозрачности и инвестиционной привлекательности отрасли. Но выигрывают от этого в первую очередь крупные технологически развитые ПКО, что ускорит консолидацию рынка, а для мелких игроков ключевым вопросом станет либо инвестиционная готовность к цифровой трансформации, либо поиск нишевых стратегий, где автоматизация менее критична.

– Ожидаете ли вы дефолтов ПКО по публичному долгу в среднесрочной перспективе? Почему да/нет?

– В 2026 году рынок взыскания переживает сразу две позитивные тенденции – рост объемов и восстановление цен. За первые восемь месяцев МФО продали просроченные долги на 80,7 млрд рублей, что на 14,7% больше, чем годом ранее, а средневзвешенная цена портфелей поднялась до 21,9% от номинала против прошлогодних 18%. При этом крупные игроки сохраняют высокую рентабельность («ПКБ» она около 55%), несмотря на рост судебных издержек. Эти операционные показатели пока не дают оснований ожидать системных дефолтов в ближайшей перспективе.

Вместе с тем, в среднесрочной перспективе отрасль может столкнуться с рядом вызовов, которые стоит учитывать:

Первый связан с возможным дефицитом предложения: замедление банковского розничного кредитования и ужесточение регулирования МФО постепенно сокращают объем качественных активов, а растущая конкуренция за них может ускорить консолидацию рынка – доля топ-6 ПКО в перспективе способна приблизиться к 90%. Для небольших компаний это означает, что при разрыве в операционном денежном потоке вернуть позиции за счет новых активов будет заметно сложнее.

Второй – регуляторные издержки. Инициатива Минюста об обязательном досудебном урегулировании, а также обсуждаемая пошлина за исполнительное производство (порядка 15 тыс. рублей) могут увеличить стоимость взыскания.

Третий – макроэкономический. Сегодняшнее восстановление цен во многом опирается на стабильные реальные доходы населения. Однако рост безработицы или снижение доходов способны ухудшить норму возврата – тогда участникам рынка, вероятно, придется закладывать более высокие риск-премии и корректировать цены приобретения активов, что может отразиться на балансовой стоимости и операционном денежном потоке.

Сейчас рынок всё еще находится на этапе количественного роста и ценового восстановления, и базовых показателей ПКО достаточно для обслуживания существующего долга. Но в среднесрочной перспективе, когда сложится тренд на дефицит активов и рост регуляторных издержек, локальный риск дефолта возникнет у той компании, которая не успеет своевременно консолидировать активы или провести рефинансирование при наступлении срока погашения публичного долга. Поэтому стоит внимательно следить за прогрессом законопроекта о досудебном урегулировании и фактическими показателями нормы возврата на фоне замедления розничного кредитования.

С учетом всего этого вероятность дефолта ПКО по публичному долгу в среднесрочной перспективе (2027–2028 годы) оценивается как низкая, но не нулевая. Ключевые игроки публичного долгового рынка демонстрируют здоровые финансовые показатели, а отраслевые риски связаны в первую очередь с прибыльностью, а не с платежеспособностью. Дефолт возможен лишь при одновременном совпадении трех условий: быстрого ухудшения качества активов, реализации регуляторных издержек по верхней границе прогнозного диапазона и ухудшения условий рефинансирования.

– Какое влияние на отрасль взыскания, по вашей оценке, окажет обязательное саморегулирование?

– Обязательное саморегулирование – это, пожалуй, самый серьезный сдвиг в правилах игры на коллекторском рынке за последние годы, и его влияние будет ощущаться сразу в нескольких плоскостях. Если

коротко: отрасль ждет неизбежная чистка и консолидация, потому что входной билет в профессию станет дороже и сложнее, а случайные и несистемные игроки просто не смогут остаться на рынке. Сегодня даже с учетом закона 230-ФЗ и надзора ФССП все еще существует прослойка мелких агентств и цессионариев, которые работают с низким уровнем комплаенса – покупают дешевые, «мусорные» портфели, экономят на обучении персонала и не всегда выдерживают стандартов взаимодействия с должниками. Обязательное членство в СРО с жесткими стандартами, компенсационными фондами и реальной ответственностью за нарушения делает такую модель экономически бессмысленной: либо ты встраиваешься в цивилизованные правила, либо уходишь.

Для крупных и добросовестных игроков это скорее плюс, чем минус. Рынок цессий давно страдает от репутационной токсичности: заимодавцы, банки и МФО, передавая долги, рискуют получить удар по собственному бренду, если партнер-цессионарий перевернет палку. Когда все участники будут обязаны состоять в СРО, у кредиторов появится понятный и прозрачный критерий отбора – наличие членства и отсутствие дисциплинарных взысканий. Это снижает издержки на проверку контрагентов и повышает доверие к институту цессии в целом. Кроме того, СРО смогут выполнять роль фильтра и третейского судьи быстрее, чем государство: жалобы должников, стандарты этики, обучение персонала – все это ложится на плечи саморегулируемых организаций, а не только на ФССП, у которой и без того огромный объем надзорной работы.

Однако есть и обратная сторона. Дополнительные взносы, компенсационные фонды, требования к деловой репутации и квалификации сотрудников – все это увеличивает постоянные издержки. Для небольших региональных агентств, которые работают аккуратно, но не имеют запаса прочности, это может стать неподъемным. В результате, мы, скорее всего, увидим волну слияний и поглощений: мелкие игроки будут либо присоединяться к более крупным, либо уходить с рынка, продавая портфели. Это не обязательно плохо – консолидация повышает управляемость отрасли, но она же может снизить конкуренцию в отдельных сегментах, особенно в регионах, где крупные федеральные игроки не всегда заинтересованы работать с небольшими объемами.

Еще один важный эффект – рост цен на цессию. Когда цессионариев становится меньше, а требования к ним растут, они начинают более осторожно подходить к покупке портфелей и закладывать в цену риски и издержки на комплаенс. Для банков и МФО это означает, что продавать проблемные долги станет чуть менее выгодно, а значит, они будут более активно пытаться взыскивать самостоятельно на ранних стадиях или предлагать должникам реструктуризацию. Это, кстати, вполне здоровый сдвиг: рынок начинает работать не только на перепродаже плохих долгов, но и на предотвращении их перехода в стадию жесткого взыскания.

Наконец, обязательное саморегулирование усилит дисциплину в части взаимодействия с должниками. СРО будут обязаны реагировать на жалобы, публиковать стандарты, исключать нарушителей – а исключение из СРО автоматически означает потерю права на коллекторскую деятельность. Это создает реальный, а не декларативный стимул соблюдать закон. Должники в свою очередь получают более понятный механизм защиты: можно жаловаться не только в ФССП, но и в СРО, которая заинтересована в сохранении репутации.

Так что в сухом остатке: обязательное саморегулирование – это лекарство с побочными эффектами. Оно оздоравливает отрасль, вымывает слабые и несистемные практики, повышает прозрачность и доверие, но одновременно увеличивает барьеры входа и ускоряет консолидацию. Крупные и законопослушные игроки от этого выиграют, мелкие и менее устойчивые – проиграют, а рынок в целом станет более зрелым, хотя и менее конкурентным в некоторых нишах.

– Как вы считаете, имеют ли долгосрочные перспективы небольшие независимые игроки, которые не могут рассчитывать на внешнюю поддержку со стороны крупных финансовых холдингов?

– Если смотреть только на цифры рынка цессии за девять месяцев 2026 года, картина для небольших независимых игроков выглядит двойственно, но не безнадежно. Банковский сегмент показал рекордный объем: за 1-е полугодие коллекторы выкупили долгов на 151,8 млрд рублей, а выставлено было на 185,9 млрд – рост на 17% к прошлому году. Цена при этом подскочила до 7,8% от основного долга против 5,52% годом ранее, а к концу года, по прогнозу ПКБ, средняя цена не опустится ниже 8%. Сегмент МФО оказался еще горячее: 58,4 млрд выкупленных долгов за полугодие, рост на 16,6%, а средневзвешенная

цена достигла 21,86% – практически потолок, при котором рынок еще готов работать. Доля закрытых сделок по МФО взлетела до 92,1%, максимальной за три года. Эти цифры говорят о простой вещи: конкуренция за портфели стала предельно жесткой, и цена входа растет быстрее, чем возвратность.

Именно здесь и проявляется главный водораздел между теми, кто может позволить себе платить все больше, и теми, кто не может. По прогнозам агентства «Эксперт РА», консолидация рынка взыскания по покупкам портфелей на топ-6 игроках превысит 90% уже в 2027–2028 годах. Но эта консолидация происходит не потому, что у крупных есть поддержка холдинга как таковая, а потому что они способны самостоятельно и относительно дешево привлекать фондирование – через облигации, кредитные линии, публичные размещения. Когда средняя цена банковского портфеля уходит к 8–11%, а оптимальная для рынка, по оценке «НАПКА», составляет 5,5–6%, побеждает тот, у кого стоимость денег ниже. Небольшой игрок без доступа к публичному долгу просто не может конкурировать за качественные лоты по этим ставкам – его экономика рассыпается раньше, чем он доходит до взыскания.

Проблемы холдинга здесь работают против дочернего коллектора, а не в его пользу. Когда головная структура решает свои задачи – консолидируется, реорганизуется, меняет стратегию – коллектор внутри нее становится не бизнесом, а активом, который могут продать, присоединить или просто перестать финансировать. Независимый игрок в этом смысле устойчивее: его судьба зависит от его собственной способности генерировать денежный поток и находить деньги на рынке, а не от корпоративных решений наверху. Да, это дороже и сложнее, но это его риск и его ответственность.

И все же цифры цессии оставляют небольшим независимым игрокам узкое, но реальное пространство. Вторичный рынок цессии – перепродажа уже выкупленных портфелей – за полтора года превысил 62,9 млрд рублей, средняя цена (за 1,5 года) вторичных лотов составила 9,1% от остатка ссудной задолженности. Это меньше 1% общего рынка цессий, но эксперты прогнозируют рост доли до 5%. Причина проста: компании с ограниченным доступом к фондированию продают свежий долг, чтобы высвободить кэш и реинвестировать его в новые покупки. Это и есть та ниша, где небольшие независимые игроки могут существовать, не конкурируя с гигантами за первичные банковские портфели по 7–8%, а работая с вторичным рынком, с узкими сегментами, где важнее скорость оборота и точность оценки, чем объем фондирования.

Долгосрочные перспективы, таким образом, есть, но они не в масштабе, а в маневренности. Небольшой независимый коллектор выживет не потому, что его кто-то поддержит, а потому что он научится зарабатывать на том, что крупным неинтересно или невыгодно при их стоимости капитала. Если же он попытается играть в ту же игру, что и топ-6 – покупать дорогие банковские портфели на пике цены – он проиграет. Вопрос не в поддержке холдинга, а в способности самостоятельно привлекать фондирование под свою конкретную модель. У кого она есть – у того есть перспектива. У кого нет – тот становится частью статистики консолидации отрасли.

– Каковы ваши ожидания по динамике коллекторского рынка в России в следующем году

– Если смотреть на 2027 год, рынок цессии проблемной задолженности в России ждет довольно противоречивая ситуация: спрос со стороны коллекторов останется высоким, но сырьевая – просроченных долгов – станет заметно меньше. По нашим прогнозам, объемы уступок в 2026 году продолжат расти, но уже с 2027-го предложение начнет сжиматься из-за торможения банковской розницы (начатое в 2025-м) и резкого сокращения выдач микрозаймов: с марта 2027-го вводятся новые требования к онлайн-займам, а с апреля – ограничение – один заем в руки. В результате коллекторы столкнутся с дефицитом качественных портфелей, и конкуренция за них обострится, что подтолкнет цены вверх.

На этом фоне 2027 год станет точкой, когда инвестиции в микрофинансовые портфели впервые могут превысить инвестиции в банковские цессии. Причина в том, что долги МФО, хотя и уступают банковским по номинальному объему в три раза, продаются значительно дороже: средневзвешенная цена банковской просрочки составляет более 7% от суммы долга, а микрофинансовой – уже более 22%. Т. е. за сопоставимые деньги коллекторы получают гораздо меньше «тела» долга в сегменте МФО, но вынуждены платить больше из-за более высокого качества и доходности этих активов.

Главным следствием дефицита долгов станет дальнейшая консолидация рынка. Мелкие агентства не смогут конкурировать ни по цене, ни по доступу к капиталу и технологиям. Крупные игроки будут активнее выходить на вторичный рынок, дробить и перепродавать портфели, а также искать новые ниши вроде

корпоративных долгов или нестандартных активов, чтобы компенсировать нехватку классической розничной просрочки. В целом 2027 год можно рассматривать как момент, когда рынок постепенно смещается в сторону покупателя, однако возможности для наращивания портфелей при этом остаются ограниченными из-за сдержанного предложения.

– Несмотря на усилия крупных эмитентов-ПКО по формированию позитивного имиджа отрасли, премия для ПКО остается высокой. Банки во многом также консервативно смотрят на отрасль взыскания. Чего, по вашему мнению, не хватает отрасли для повышения ее привлекательности в глазах инвесторов и кредиторов? Может ли ситуацию улучшить появление регулярной независимой аналитики о коллекторском рынке?

– За 20 лет рынок взыскания прошел путь от серых схем до полноценного регулируемого финансового института – появились закон 230-ФЗ, реестр ФССП и профессиональное объединение. Крупнейшие игроки давно работают прозрачно: платят налоги и отчитываются перед регулятором, поэтому тезис о высокой премии как следствии недоверия к отрасли выглядит нелогично.

Но если смотреть на ситуацию глазами инвестора, картина сложнее. Премия – это не оценка цивилизованности отрасли, а компенсация рисков конкретной бизнес-модели в текущих макроусловиях. Инвестор, который покупает облигации ПКО, ориентируется не на историю рынка, а на три ключевых параметра: стоимость фондирования, качество активов и ликвидность баланса.

Во-первых, бизнес-модель ПКО капиталоемка: чтобы сохранять масштаб, компании постоянно выкупают новые портфели, а для этого нужны заемные средства. Это создает высокую долговую нагрузку, и операционный поток уходит в минус. При таком раскладе любой сбой в поступлениях от взыскания или удорожание рефинансирования моментально грозит кассовым разрывом. Поэтому инвестор требует премию именно за риск рефинансирования.

Во-вторых, серьезно растут судебные издержки. Госпошлина перестала быть второстепенной статьей расходов и стала одним из главных факторов давления на маржу. Так, у ПКО «ПКБ» доля госпошлины в выручке увеличилась с 3,2% в 2023 году до 12% в 2025-м, а в абсолютном выражении расходы выросли в семь раз – до 2,7 млрд рублей. Часть этих затрат впоследствии удастся возместить за счет взыскания с должников, хотя это возможно только по выигранным делам. Инвесторы, как правило, принимают это структурное давление в расчет и закладывают его в ожидаемую доходность.

В-третьих, на рынке растет стоимость входа в портфели при ухудшении соотношения «цена – риск». Цены на банковские портфели поднялись до 7,8 % от номинала, а конкуренция за «молодые», досудебные портфели усиливается. Рост цены приобретения портфеля требует более внимательного подхода инвесторов к оценке рисков, поскольку существует вероятность, что доходность взыскания не полностью покроет стоимость капитала.

Снизить премию может независимая аналитика, но не как инструмент имиджа, а как способ уменьшить неопределенность. Сейчас у внешнего инвестора нет единой точки входа в данные: информация разбросана по отчетам эмитентов, презентациям «НАПКА» и разным публикациям. Ему сложно быстро сравнить риск-профили разных ПКО, оценить, как они вели себя в прошлых кризисах, или соотнести стоимость фондирования с доходностью портфелей.

Регулярная независимая аналитика могла бы дать рынку нужную инфраструктуру: единые метрики для сравнения (вроде cost-to-collect, recovery rate по винтажам, IRR-портфеля), стресс-тесты на сценарии падения доходов или роста безработицы, а также оценку влияния судебной практики (например, роста отказов в банкротстве) на реальную собираемость. Это не пиар, а инструмент верификации рисков.

Пока такой аналитики нет, инвестор вынужден оценивать ПКО по худшему сценарию – и с его точки зрения это рационально, даже если кажется несправедливым с учетом того, какой путь прошла отрасль. Иными словами, премия – это плата за бизнес-риск и за незнание, а не за дикость рынка. Однако мы уже видим первые попытки отдельных участников консолидировать информацию и подготовить аналитику по публичным компаниям. Независимая аналитика способна сузить эту премию, если наглядно покажет, что риски управляемы и сопоставимы с другими секторами экономики.

– Поделитесь, пожалуйста, успехами компании за последний год и стратегическими планами в среднесрочной перспективе.

– В 2026-м ПКО «ПКБ» показывает уверенный рост выручки – по итогам года ожидается прирост не менее 12% к уровню 2025-го. При этом повторить прежние темпы роста свыше 40% сейчас вряд ли получится (как ранее мы и прогнозировали): рынок заметно ограничен в возможностях расширения.

На 2027 год главная задача – укрепить позиции и нарастить долю на рынке, несмотря на растущую конкуренцию и отраслевые вызовы. При этом ПКО «ПКБ» входит в среднесрочный цикл с сильными стартовыми позициями: у компании лидирующий портфель, высокая рентабельность, два кредитных рейтинга и низкая долговая нагрузка. В нашей стратегии – умеренно увеличивать долг для органического роста, активнее работать с более «молодыми» портфелями и сохранять технологическое преимущество.



Глеб Шевеленков,
директор рынка облигаций,
Московская биржа

«Главный ориентир успеха – не количество размещений, а то, становится ли рынок более глубоким, прозрачным и предсказуемым»

– Как облигационный рынок пережил период экстремально высоких ставок в экономике? Как изменилась ситуация на долгом рынке после начала снижения ключевой ставки ЦБ РФ?

– Облигационный рынок прошел период экстремально высоких ставок спокойнее, чем ожидалось. С начала 2023 года, когда началась очередная волна повышения ставок, к концу сентября 2026-го объем корпоративного долга вырос на 93%, до 31,7 трлн рублей. Это важный результат, который показывает, что облигационный рынок стал важным источником финансирования бизнеса.

На Московской бирже за девять месяцев 2026-го размещено корпоративных облигаций на сумму 7,16 трлн рублей – на 20,4% больше, чем за аналогичный период прошлого года. При этом доля корпоративных заимствований в сравнении с размещением госдолга в структуре первичного рынка выросла до 64 против 53% годом ранее.

Однако общий рост не означает, что все заемщики прошли этот период одинаково. Компании с устойчивым денежным потоком скорректировали долговую политику и структуру финансирования. У наиболее закредитованных заемщиков выросла стоимость обслуживания долга, а проблемы с рефинансированием перешли в кредитные события.

В конечном счете высокая ставка проверяет не способность компании обслуживать долг после размещения. Разница видна и на первичном рынке: объемы размещений в рейтинговых категориях «AAA» – «AA» выросли на 43%, тогда как в диапазоне «AA-» – «A-» сократились на 18%. Поэтому рекордные суммы заимствований нельзя автоматически считать признаком одинаково благоприятных условий для всех компаний.

Особенность сегодняшнего рынка облигаций – его неоднородность. Среднедневной объем вторичных торгов корпоративными облигациями за девять месяцев 2026-го вырос на 44% к аналогичному периоду прошлого года, до 36 млрд рублей. Однако ликвидность концентрируется в крупных, регулярных и понятных выпусках. В бумагах нижних эшелонов инвестор по-прежнему может столкнуться с широким спредом и затрудненным выходом из позиции.

– Какие факторы будут влиять на динамику облигационного рынка? Ставка снижается, но рынок стал осторожнее: почему?

– Снижение ключевой ставки не означает автоматического и быстрого смягчения условий. В сентябре Банк России сохранил ставку на уровне 14%, а доходности ОФЗ выросли по всей кривой. Доходность десятилетних ОФЗ достигла примерно 16,9%, выше предыдущего пика конца октября 2024 года.

Октябрь подтвердил эту осторожность. Индекс Мосбиржи государственных облигаций (RGBI) около месяца находится в интервале 110,5–111,5 п., а доходности длинных ОФЗ лишь незначительно снижаются от уровней 16,7–16,8% при ключевой ставке 14%. Это свидетельствует о том, что рынок закладывает более жесткую траекторию денежно-кредитной политики, чем ожидалось ранее. При этом спрос на длинные ОФЗ сохраняется, поскольку в конечном счете инвестор покупает не ставку на следующем заседании ЦБ, а доходность на весь срок своей инвестиции.

Дополнительное давление для рынка создает значительная потребность в рефинансировании корпоративного долга. На III–IV кварталы по разным оценкам (с учетом оферт) приходится около 2,4 трлн рублей погашений – против 1 трлн рублей годом ранее. Для части компаний новый выпуск нужен прежде всего для замещения старого долга. Поэтому важно смотреть не только на объем привлеченных средств, но и на то, какая их часть действительно направляется на операционные потребности и на развитие бизнеса. Задача фиксации доходности усложнилась: инвестору нужно более тщательно выбирать срок, качество эмитента и структуру портфеля.

– Деньги есть. Почему их все еще мало на рынке?

– Объем средств физических лиц в банках приближается к 70 трлн рублей. Ресурс для инвестиций есть. Но переток из депозитов происходит не одномоментно, а поэтапно.

За последние 12 месяцев вложения физических лиц в облигации составили 2,11 трлн рублей (в т. ч. 1,62 трлн рублей с начала года), увеличившись на 14% год к году. Внутри этого инвестиционного стрима нет одномоментного перехода из депозита к более рискованным активам фондового рынка. Инвестор не прыгает в риск. Он поднимается по лестнице: сначала ищет более высокую, но предсказуемую доходность в ОФЗ и облигациях первого эшелона, затем одновременно привыкает к фондам денежного рынка и пробует высокодоходные облигации, и лишь после этого рассматривает акции и более сложные активы.

При этом фонды денежного рынка стали важным промежуточным звеном на пути от вклада к инвестициям: ими владеют более 3 млн инвесторов, а стоимость чистых активов достигла 2 трлн рублей. Если ставка в дальнейшем будет снижаться, часть этих средств может перейти в более доходные инструменты, включая акции.

– Какие инструменты рынка облигаций в последнее время наиболее популярны у российских инвесторов – частных и институциональных?

– Универсального ответа здесь нет. Выбор определяется горизонтом, потребностью в ликвидности и отношением к кредитному риску.

Частный инвестор, который хочет зафиксировать доходность на несколько лет, выбирает ОФЗ и облигации надежных корпоративных эмитентов, преимущественно фиксированный купон. Если инвестор не хочет принимать риск изменения ставки, он идет во флоатеры. Во многом такой выбор зависит и от индивидуального восприятия точности прогнозирования доходности инвестиций в плавающий купон. В среднем с начала года выбор розничного инвестора между фиксированным и плавающим купоном соотносится как 59 и 41% от объема инвестирования соответственно.

Существенное влияние на рынок оказывают институциональные инвесторы, чья доля в торгах облигациями превышает 50%, в то время как физлица обеспечивают около 20%. В структуре спроса институционалов с начала года мы наблюдаем около 33% нетто-покупок флоатеров и 67% – фиксированного купона. В октябре спрос сместился в качество и определенность. Инвесторы стали отдавать предпочтение коротким и средним ОФЗ, флоатерам высокого рейтинга и корпоративным бумагам первого эшелона. Длинные ОФЗ и низкорейтинговый корпоративный сегмент остаются более рискованными.

Масштаб этого выбора хорошо виден в размещениях: за девять месяцев эмитенты выпустили флоатеров на 3,8 трлн рублей, что составило 47% корпоративного привлечения. По сравнению с прошлым годом объем таких размещений вырос на 94%.

Важно и другое: рост доходностей ОФЗ делает государственные бумаги более сильным ориентиром. Когда десятилетние ОФЗ дают около 16,7%, корпоративный эмитент должен предложить инвестору не просто более высокий купон, а понятную компенсацию за дополнительный риск. Рынок становится более избирательным, и это в целом здоровый процесс: теперь заемный капитал достается не тому, кто громче обещает доходность, а тому, кто понятнее управляет риском.

– Как повышать привлекательность и доступность долгового рынка для малого и среднего бизнеса?

– Для небольшой компании выход на облигационный рынок часто сложен не только из-за ставки. Есть существенные первоначальные затраты: подготовка отчетности и документов, получение рейтинга, организация размещения. Их нужно соотносить с размером выпуска – иначе привлечение денег теряет экономический смысл.

Задача – сделать первый выход понятнее и дешевле, не ослабляя защиту инвестора. Нужны стандартизированные документы, предсказуемые процедуры, помощь в подготовке к размещению и понятные правила дальнейшей жизни эмитента на рынке.

К середине 2026 года компании МСП разместили свыше 250 выпусков и привлекли более 100 млрд рублей, из которых свыше 10 млрд рублей пришлось на 1-е полугодие 2026 года. В конечном счете доступность рынка – это меньше издержек для добросовестного эмитента, а не меньше информации для инвестора.

– Какие новые инструменты могут появиться на облигационном рынке на краткосрочном горизонте? Какие из них, на ваш взгляд, выглядят наиболее перспективно?

– За последние месяцы мы видим много успешных проектов на рынке долгового капитала: первый выпуск партнерских облигаций, параллельные размещения в рублях и юанях, валютные выпуски, линкеры с привязкой к срочной RUONIA, долговые ЦФА – это не универсальные продукты роста. Это инструментарий, который создает возможности при определенных условиях.

Партнерские облигации могут быть интересны эмитенту, у которого есть активы или проекты, соответствующие принципам такого финансирования, и инвесторы, готовые оценивать подобную структуру.

Параллельные размещения в рублях и юанях имеют смысл там, где у компании есть валютные потоки, контрагенты или планы развития в соответствующей юрисдикции. Валютные выпуски нужны не ради диверсификации как таковой, а когда валютная структура долга соответствует валютной структуре выручки и расходов. Инструмент должен решать задачу эмитента, а не создавать новую. Если валютный долг не обеспечен валютным денежным потоком, он не диверсификация, а дополнительный риск.

Валютные размещения хорошо показывают зависимость инструмента от конъюнктуры: за девять месяцев их объем сократился почти на 70%, чем годом ранее. Это не означает, что инструмент утратил значение. Это означает, что его применение должно определяться экономикой займа – валютой поступлений эмитента, спросом инвесторов, полной стоимостью финансирования и готовностью инвесторов принимать валютные риски в текущих макроэкономических условиях.

– В последнее время активно развивается рынок секьюритизации – с чем это связано, чем такие бумаги интересны для инвесторов, каковы перспективы этого рынка?

– Секьюритизация соединяет две потребности. Банкам и финансовым компаниям необходимо рефинансировать сформированные кредитные портфели и при соответствующей структуре сделки высвободить капитал. Инвесторам нужны новые инструменты с понятными источниками выплат и различными уровнями риска.

Потенциал здесь шире ипотеки: автокредиты, потребительские кредиты, лизинговые платежи, кредиты МСП. Но не любой регулярный денежный поток автоматически пригоден для секьюритизации. Важны его качество, предсказуемость, юридическая защищенность и возможность надежно обслуживать портфель.

Статистика рынка действительно подтверждает быстрый рост сегмента. За девять месяцев на Московской бирже было размещено выпусков неипотечной секьюритизации почти на 600 млрд рублей (+53% к аналогичному периоду 2025 года), или 8,3% от всего объема размещений в корпоративном сегменте.

Однако нынешний рост пока обеспечен ограниченной базой покупателей, успешное размещение еще не гарантирует, что инвестор сможет продать бумагу на приемлемых условиях, мы наблюдаем дефицит институциональных инвесторов и низкую ликвидность вторичного рынка. В конечном счете для инвестора секьюритизация должна делать риск управляемым и понятным, а не просто упаковывать его в более сложную конструкцию.

В этом сегменте необходимы совместные усилия для развития вторичного рынка. Масштабирование сегмента требует стандартов раскрытия, качественной аналитики, надежного обслуживания пулов и вторичного рынка. Институт маркет-мейкеров, который Московская биржа широко рекомендует оригинаторам, на сегодняшний день обслуживает мене половины обращающихся выпусков не ипотечной секьюритизации – 29 из 74.

– Как биржа делает первичное размещение и оценку облигаций понятнее?

– Мы видим, что рынок растет, становится сложнее: больше типов денежных потоков, больше структурных особенностей, больше требований к скорости принятия решений. Поэтому наша задача – не просто обеспечить техническую возможность размещения, а сделать весь процесс прозрачнее и предсказуемее для эмитента, организатора и инвестора.

Первое направление – букбилдер. Это цифровая платформа для сбора книги при размещении облигаций. Она позволяет организаторам и эмитенту работать в едином контуре, видеть спрос в режиме реального времени и управлять параметрами размещения более точно. По данным биржи, в рыночных размещениях через букбилдер собирается почти 100% книг.

Для рынка это означает меньше ручных операций, меньше ошибок при консолидации заявок и более прозрачную логику формирования книги. Недавно мы добавили внутренний чат в букбилдер, чтобы обеспечить максимальную функциональность этого сервиса. Когда эмитент и организатор видят одну и ту же картину спроса, решение о параметрах выпуска принимается быстрее и эффективнее.

Второе направление – развитие аналитического покрытия биржевых торгов. Московская биржа последовательно совершенствует методики расчета доходности, дюрации и z-спреда.

Это особенно важно для инструментов со сложными денежными потоками: флоатеров, линкеров и других выпусков, где доходность нельзя корректно оценить по универсальной формуле. С конца 2025 года биржа начала публиковать z-спред к кривой RUONIA, а для облигаций с плавающей ставкой прогнозирование неизвестных купонов осуществляется на основе форвардных ставок денежного рынка. Такой подход помогает инвестору сопоставлять бумаги не только по купону, но и по премии к базовой ставке, сроку и структуре денежных потоков.

Третье направление – синхронизация торгового дня с деловым ритмом рынка. С 14 сентября основная сессия на фондовом, срочном, валютном рынках и рынке драгоценных металлов начинается в 09:00. Основная сессия стала длиннее на час и теперь длится десять часов. Это позволило синхронизировать начало торгов на разных рынках и привести официальный старт торгов в соответствие с деловой активностью финансового сектора. Что для нас особенно ценно, мы получили дополнительную ликвидность в дополнительных сессиях, доля которых около 8% суммарного объема вторичных торгов облигациями (~6% в конце 2025-го) при общем увеличении объема вторичных торгов облигациями за девять месяцев текущего года до 78 млрд рублей, +34% к аналогичному периоду прошлого года.

– Как повышать доверие частных инвесторов к инвестициям на фондовом рынке? Какая роль Московской биржи в данном аспекте?

– Доходность привлекает инвестора, однако удерживает его доверие. Российские участники рынка компенсировали значительную часть торговых объемов после ухода иностранных инвесторов, однако восстановление разнообразия стратегий и глубины рынка идет медленнее. Торговая активность и качество инвестиционной среды – разные вещи.

Кредитные события делают этот вопрос еще более важным. Значительная часть дефолтов приходится на эмитентов, которые ранее уже нарушали обязательства. Это показывает: рынку нужна не только реакция после события, но и более ранняя, понятная и последовательная оценка риска.

Есть и количественные признаки концентрации спроса. В сопоставимой выборке размещений медианное число инвесторов в одной книге корпоративного размещения за год снизилось с 22 до 16, а доля десяти крупнейших покупателей выросла с 57 до 68%. В нашей выборке рыночных размещений совокупный спрос в III квартале превышал финальный объем выпусков лишь примерно на 11%, тогда как годом ранее превышение составляло около 90%. Медианная книга закрывалась практически в размер выпуска.

Это делает повышение спроса одной из ключевых задач: рынку нужен более широкий круг покупателей, а не только возможность закрыть очередную сделку.

Поэтому задача – не только привлечь больше денег, но и расширить круг участников, на которых опирается рынок. Дискуссия вокруг отдельных дефолтов также указывает на необходимость усиления институтов защиты инвесторов, поскольку доверие – это общий капитал рынка. Потерять его может одна компания, а восстанавливать приходится всем.

Со стороны биржи это означает развитие инструментов поиска и сравнения, повышение доступности информации, обучение и упрощение клиентского пути. Недавно мы запустили скринер облигаций на сайте Московской биржи, который позволяет выбирать бумаги по разным параметрам. Также начинает работу информационный продукт «ФинМаяк» – рейтинг паевых инвестиционных фондов, в котором широко представлены и фонды облигаций. Оба продукта ориентированы на улучшение навигации инвесторов в рынке. Но, разумеется, ни один сервис не заменит добросовестного поведения эмитента.

– Что будет определять рынок в ближайшие три года?

– На горизонте двух-трех лет я бы выделил три изменения.

Первое – более высокая и более волатильная планка стоимости денег. Программа ОФЗ останется крупным фактором: Минфин планировал привлечь в IV квартале около 2,45 трлн рублей, при этом план III квартала был выполнен лишь на 83%. Это уже оказывает влияние на кривую доходности и конкуренцию за капитал.

Второе – более жесткая дифференциация эмитентов. Разрыв между качественными заемщиками и компаниями с уязвимой долговой нагрузкой будет увеличиваться. Рынок будет требовать не только более высокий купон, но и лучшее раскрытие, понятную стратегию управления долгом и предсказуемое отношение к инвесторам.

Третье – расширение доступа и рост розничного участия. Торги в выходные, утренние сессии, развитие сервисов и движение к модели рынка 24/7 отвечают на изменение привычек инвестора. Но доступность должна сочетаться с качеством: инвестору важно не только купить бумагу, но и понимать ее риск и иметь возможность выйти из позиции. Поэтому следующий этап – не просто больше часов торгов и больше выпусков. Это рынок, на котором легче оценить риск, привлечь капитал и выйти с прибылью из инвестиции.

Главный ориентир успеха – не количество размещений, а то, становится ли рынок более глубоким, прозрачным и предсказуемым. Если это произойдет, облигации продолжат выполнять свою главную функцию: превращать сбережения в долгосрочное финансирование экономики.



Евгений Самойлов,
партнер, генеральный директор,
Русаудит

«Дополнительной настройки сейчас требует вся система – должна быть усилена ответственность составителей отчетности, повышена эффективность работы системы корпоративного управления (надзор за составлением отчетности и ее аудитом), уточнен механизм ответственности аудиторов, скорость реакции и коммуникация с рынком со стороны Банка России»

– Как вы оцениваете перспективы российского рынка аудиторских и консалтинговых услуг на ближайшие 2-3 года? Какие тренды и изменения наблюдаются на рынке?

– Если говорить про рынок консалтинга, то здесь, на мой взгляд, все лучше прогнозируется – рынок сильно зависит от макроэкономической ситуации (консалтинг в кризис первым идет под нож), а успех конкретной команды зависит исключительно от ее профессионализма, т. е. умения дать реальную ценность от своей работы клиенту в любых условиях. Возобновится экономический рост – расцветет и бизнес консультантов. Кто сегодня сохранит команду, будет иметь больше шансов получить отдачу от текущих инвестиций в следующем экономическом цикле. А вот динамика рынка аудита не столь линейна, т. к. успех рынка зависит от важности для экономических субъектов достоверной финансовой отчетности. Например, рост фондового рынка, значительное увеличение эмитентов могут сломать текущие тенденции восприятия бухгалтерского учета и подготовки отчетности как формальной процедуры, которая требуется по законодательству. Мы видим, как потенциальными дебютантами рынка акций и облигаций сложно воспринимается тезис о том, что отчетность должна отражать реальное положение компании и ее основной потребитель – неограниченный круг инвесторов. Многие привыкли, что нужно что-то отдать в ФНС и представить в банк, в то время как реальные результаты работы можно увидеть в управленческой отчетности. Пока нет публичной дискуссии по этому поводу, рынок аудита в целом будет сокращаться. Единственной перспективной нишей в области аудиторских услуг мы видим работу с публичными компаниями и клиентами, которые стремятся стать таковыми в ближайшие годы. Данная бизнес-ситуация создает рамку сотрудничества между клиентом и аудитором, которая решает задачу клиента и позволяет соблюсти баланс между требованиями профессиональных стандартов и маржинальностью для аудитора.

– В последние годы требования к качеству аудита постоянно растут, регулирование усложняется, при этом у бизнеса есть запрос на более быстрый и недорогой аудит. Как сегодня найти баланс между стоимостью и качеством аудиторских услуг?

– Скорость, качество, цена – традиционный треугольник выбора профессиональной услуги. Все знают, что соблюсти все три пожелания невозможно. Давайте поговорим чуть подробнее о каждом из критериев. Качество – вещь неизменная, в нашей профессии синонимом качества является разговор о соблюдении стандартов (если они выполнены, то результат с высокой степенью вероятности соответствует ожиданиям – аудитор высказал адекватное мнение в отношении достоверности отчетности). Контроль за деятельностью аудиторов усиливается, это дополнительная нагрузка, с ней приходится жить, поэтому цена аудита будет расти. При этом аудиторы действуют в конкурентной среде, поэтому все участники рынка активно ищут пути роста производительности труда (в первую очередь речь про

информационные технологии). По факту рост цен отстает от усиления регуляторной нагрузки. Справедливая цена – очень субъективный фактор. Если вы раньше платили за аудит 200 тыс. рублей, а теперь, став эмитентом, вам приходится платить 2 млн (а бизнес принципиально при этом не изменился), то, скорее всего, речь не про рост цены, а про две разные услуги (хотя результат выглядит со стороны одинаково – четыре-пять страниц стандартного текста). Вопрос в том, какую ценность вы получили, помимо факта подписания аудиторского заключения, если работа сделана с соблюдением профессиональных стандартов. Зачастую внутренний экономический эффект от работы аудитора может существенно превышать стоимость услуг. Вопрос цены чаще всего возникает у малого и среднего бизнеса, но здесь лучше всего и виден результат работы аудитора. Как показывает наш опыт, главное – вести диалог, т. к. в ходе обсуждения тех или иных вопросов возникает много деталей, которые помогают бизнесу снизить потери и улучшить бизнес-процессы, решить вопросы, на которые не всегда хватало времени. Ну и, наконец, скорость – мы всегда заинтересованы сделать работу быстрее, мы знаем об этой потребности клиентов, и это залог маржинальности реализуемых нами проектов. Успех в этой части – результат совместной работы аудитора и клиента, готовность к использованию современных информационных технологий, обмена и анализа данных. Ну и, конечно, важен баланс ресурсов с обеих сторон, но это вопрос не новый, сложно что-то добавить в 2026 году по этому поводу.

– Количество аудиторских организаций, начиная с 2020-го, ежегодно сокращается. Ожидаете ли вы дальнейшей консолидации российского рынка аудиторских услуг в 2026–2027 годах? Какие факторы будут на это влиять?

– Резкое сокращение количества аудиторских организаций в начале 20-х было связано с принятием изменений в отраслевой закон, который потребовал наличия в аудиторской фирме не менее трех аудиторов по основному месту работы. Последние два-три года процесс сокращения аудиторских организаций был более плавным – в среднем уходит 5% от общего количества аудиторских компаний. Кто-то не готов или не согласен работать в тех рамках, которых требуют СРО и внешние контролеры в лице Федерального казначейства. Кто-то просто становится пенсионером (отрасль быстро стареет – большее количество аудиторов приходило на рынок в 90-е годы XX века). Мы не видим пока какой-либо консолидации на рынке – нет сделок M&A (по крайней мере, среди крупных игроков). Создание реестров аудиторов ОЗО (общественно значимых организаций) и аудиторов ОЗОФР (общественно значимых организаций на финансовом рынке) пока не привело и к серьезной концентрации рынка, о чем тоже было много разговоров несколько лет назад, топ-20 компаний стабильно занимают 2/3 рынка в стоимостном выражении уже длительный период времени. На мой взгляд, существенные изменения произойдут на аудиторском рынке в ближайшие два-три года в силу технологических изменений – цифровизации деятельности аудиторских организаций (внедрение различных специализированных продуктов) и усилению требований в части информационной безопасности. Инвестиции в технологии более доступны крупным игрокам. Успешные в части процессов цифровизации аудиторские организации получают серьезный шанс расширить свою долю на рынке в результате органического роста.

– В последнее время обсуждается вопрос ответственности аудитора в случае возникновения проблем у эмитентов. В частности, Ассоциация владельцев облигаций предложила предоставить держателям облигаций права оспаривать в суде аудиторские заключения наравне с акционерами. Как вы относитесь к подобной инициативе и как это потенциально может повлиять на рынок аудиторских услуг?

– Мне импонирует деятельность АВО в части повышения финансовой грамотности – розница стала обращать внимание на то, что написано в финансовой отчетности и в аудиторском заключении (и чего там нет), начали работать механизмы раскрытия информации, повышается значимость мнения аудитора и рейтингового агентства. На мой взгляд, на рынках был частично потерян баланс между жадностью и страхом, что сегодня приводит к потерям инвесторов. Дополнительной настройки сейчас требует вся система – должна быть усилена ответственность составителей отчетности, повышена эффективность работы системы корпоративного управления (надзор за составлением отчетности и ее аудитом), уточнен механизм ответственности аудиторов, скорость реакции и коммуникация с рынком со стороны Банка России. Буду рад, если инициатива АВО простимулирует решение обозначенных направлений работы. Само по себе предоставление дополнительного права держателям облигаций проблему недоверия отчетности и некачественного аудита не решит.

– На фоне роста числа дефолтов инвесторы все чаще пытаются обнаружить проблемы эмитента на ранней стадии. На какие красные флаги в отчетности и аудиторском заключении вы бы рекомендовали инвесторам обращать внимание в первую очередь?

– Как показывает практика, использование базового инструментария финансового анализа позволяет увидеть классические красные флаги, которые свидетельствуют о неустойчивости финансового положения компании (даже на ранних стадиях). Здесь нет никаких космических технологий. Вопрос, скорее, не в рисках, а в том, как эмитент ими управляет (есть ли план Б и когда он вступает в действие). Если вы видите в отчетности (в пояснениях к отчетности) общие формулировки, вам непонятно, как будет действовать компания в случае наступлении тех или иных негативных событий, – это может означать, что плана Б у эмитента не существует, аудитор не обсуждал его со своим клиентом. Обращайте внимание на формулировки аудиторского заключения, относящиеся к вопросам непрерывности деятельности клиента. Это, конечно, не вопрос ранних стадий проблем эмитента, но, как показывает практика, игнорирование этих красных флагов приводит к потерям, которых можно было бы избежать.

– Как вы оцениваете уровень информационного раскрытия среди эмитентов облигаций? Можно ли говорить о том, что качественная аудиторская отчетность становится не столько формальным требованием, сколько одним из ключевых условий доступа компании к финансированию?

– Качественная отчетность действительно становится одним из инструментов влияния на розницу – об этом хорошо знают IR-эксперты. В 2026 году мы видим ситуации, когда недостатки в отчетности могут привести к приостановке работы с компанией со стороны всех групп инвесторов или, как минимум, сильно усложнить процесс рефинансирования публичного долга. Резервы роста информационного раскрытия на рынке, безусловно, есть. Мне представляется, что динамика в части информационного раскрытия в большей степени проявляется в рыночном сегменте, среди компаний малой и средней капитализации. При этом остаются компании, которые не считают вопросы раскрытия информации критически важными – текущая геополитическая ситуация допускает и такой подход. Будет ли это в долгосрочном плане иметь какие-либо последствия для таких эмитентов в случае изменения внешней среды, сейчас сложно предсказать – качество отчетности точно не единственный критерий выбора эмитента со стороны инвесторов.

– Как вы оцениваете будущее позитивного влияния на уровень прозрачности отчетности эмитентов вступление в силу МСФО (IFRS) 18 «Представление и раскрытие информации в финансовой отчетности», который заменит МСФО (IAS) 1?

– Само появление стандарта связано с потребностью пользователей отчетности повысить уровень прозрачности эмитентов. Заложенные в стандарте нововведения соответствуют поставленной цели. Важный вопрос – практика внедрения требований IFRS 18 на глобальном уровне и на локальном, российском рынке. Думаю, что о реальном эффекте можно будет говорить через два-три года, когда все участники рынка – и составители отчетности, и аудиторы, и пользователи – получат достаточно практического материала; мы будем видеть обратную связь по тому, как воспринимаются предложенные в стандарте изменения.

– С 1 октября 2026 года эмитенты ЦФА по требованию Банка России должны будут публиковать не только условия выпусков, но и финансовую отчетность, а также аудиторское заключение. Наблюдаете ли вы рост спроса на аудиторские услуги со стороны эмитентов ЦФА?

– Мы видим развитие рынка ЦФА, но по количеству эмитентов он пока достаточно небольшой, чтобы оказывать влияние на спрос на аудиторские услуги. Часть эмитентов ЦФА – уже публичные компании или компании, которые и ранее подлежали обязательному аудиту, количество клиентов, которые впервые обращаются за аудиторским заключением в связи с выходом на этот рынок, еще меньше, чем число эмитентов. Требования к финансовой прозрачности эмитентов ЦФА пока минимальные. Интересно наблюдать за тем, как будут развиваться запросы инвесторов, какие классические инструменты старого рынка будут востребованы. Например, насколько для них будет важно, чтобы аудит эмитента ЦФА проводила компания из реестра Банка России.

– Сегодня сложно представить отрасль, на которую не повлияло распространение искусственного интеллекта (ИИ). Насколько сильно ИИ уже изменил работу аудиторов и каких изменений в профессии вы ожидаете в ближайшие годы?

– Аудитор достаточно много работает с конфиденциальной информацией, поэтому использование ИИ в нашей профессии будет иметь свою специфику. В настоящее время идут эксперименты, изучается глобальный опыт, отрабатываются локальные решения. Все лидеры рынка вовлечены в этот процесс. Широкое внедрение тестируемых сейчас разработок может оказать существенное влияние на аудиторский рынок, хотя внешне клиенты будут получать также аудиторское заключение, сами аудиторы будут выполнять все те же профессиональные стандарты. Изменится фотография рабочего дня аудитора, трансформируются требования к его знаниям и умениям, структура персонала. Мне представляется, что эти изменения будут положительными для имиджа профессии и позволят привлечь в нее лучших выпускников вузов, переломят текущий тренд старения профессии. Сам рынок аудита продолжит консолидацию, так как технологии требуют существенных инвестиций. Допускаю, что часть игроков будет вынуждена покинуть рынок в силу того, что не сможет своевременно отреагировать на тектонические изменения в профессии, связанные с активным использованием ИИ в производстве аудиторских услуг.

– Поделитесь, пожалуйста, планами развития вашей компании в ближайшие годы? Какие стратегические цели и задачи вы ставите перед собой?

– «Русаудит» успешно реализует стратегию, принятую несколько лет назад, нацеленную на рост бизнеса и технологическое развитие. Мы продолжаем приоритетно работать с компаниями, которые ориентированы на публичные рынки капитала. Клиенты видят ценность нашей работы в процессе трансформации их системы управления, внедрения лучших практик корпоративного управления – реализации дорожной карты, создания устойчивой системы управления, которой должны соответствовать компании, работающие на фондовом рынке. Сочетание нашей отраслевой специализации и концентрация на частном среднем бизнесе продолжают создавать основу для реализации планов дальнейшего развития компании «Русаудит».



Информация



Следите
за нашими
новостями
в Telegram
@expert_ra



Следите
за нашими
новостями в MAX
https://max.ru/expert_ra



Аналитический
обзор



Форумы
и конференции



Контакты

По вопросам
новых проектов
и форматов

Павел Митрофанов
генеральный
директор
АО «Эксперт Бизнес-Решения»

pmitrofanov@expert-business.ru

По вопросам
партнерства
и участия

Мариам Яндиева
директор
по продажам
АО «Эксперт Бизнес-Решения»

+7 (964) 503-54-14
yandieva@expert-business.ru

По вопросам
программы

Юлия Барыбина
директор
направления конференций
и спецпроектов
АО «Эксперт Бизнес-Решения»
+7 (495) 225-34-44 (доб. 3478)
barybina@expert-business.ru

По вопросам
информационного
сотрудничества

Сергей Михеев
руководитель отдела
по связям с общественностью
АО «Эксперт РА»
+7 (495) 225-34-44 (доб. 1650)
mikheev@raexpert.ru