

Дмитрий Средин,
управляющий директор,
начальник управления
долгового финансирования
ИК «Ренессанс Капитал»



Дмитрий Средин:

«Жадность возвращается»

МИНУВШИМ ЛЕТОМ ДЕПАРТАМЕНТ ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ИК «РЕНЕССАНС КАПИТАЛ» ВОЗГЛАВИЛ ДМИТРИЙ СРЕДИН, ДО ЭТОГО РАБОТАВШИЙ ДИРЕКТОРОМ УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННО-БАНКОВСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ У ОСНОВНОГО КОНКУРЕНТА «РЕНЕССАНСА» — ИК «ТРОЙКА ДИАЛОГ». УСИЛИВ КОМАНДУ ПО РАБОТЕ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ, ИНВЕСТБАНК ПРОВЕЛ СРАЗУ НЕСКОЛЬКО КРУПНЫХ СДЕЛОК НА ПЕРВИЧКЕ, СРЕДИ КОТОРЫХ РАЗМЕЩЕНИЕ АФК «СИСТЕМА» И КОМПАНИИ «ГАЗПРОМ НЕФТЬ». В ЧИСЛЕ ПОСЛЕДНИХ МАНДАТОВ НА РАЗМЕЩЕНИЕ, ПОЛУЧЕННЫХ «РЕНЕССАНСОМ», — ПРОГРАММА БИРЖЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ ММК НА 33 МЛРД РУБ., А ТАКЖЕ ВЫПУСК ТМК ОБЪЕМОМ 20 МЛРД РУБ. О КОНКУРЕНЦИИ С ГОСБАНКАМИ, ДАЛЬНЕЙШИХ ПЛАНАХ КРУПНЕЙШЕГО ЧАСТНОГО ИНВЕСТИЦИОННОГО БАНКА НА РОССИЙСКОМ ДОЛГОВОМ РЫНКЕ В ИНТЕРВЬЮ SBONDS REVIEW РАССКАЗАЛ УПРАВЛЯЮЩИЙ ДИРЕКТОР, НАЧАЛЬНИК УПРАВЛЕНИЯ ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ИК «РЕНЕССАНС КАПИТАЛ».

► **Вы относительно новый человек в команде ИК «Ренессанс Капитал». Какие задачи ставились перед вами руководством инвестиционного банка, когда вы возглавили Управление долгового финансирования минувшим летом?**

Ключевые задачи, которые ставит перед собой ИК «Ренессанс Капитал», — занимать лидирующие позиции как на первичном, так и на вторичном рынке обращения долговых бумаг, развивать весь спектр инвестиционно-

Дмитрий Средин назначен в июле 2009 года управляющим директором, руководителем департамента долгового финансирования по России и СНГ в ИК «Ренессанс Капитал».

Перешел в «Ренессанс Капитал» из компании «Тройка Диалог», где занимал позицию директора управления инвестиционно-банковской деятельности. В 2001–2006 годах возглавлял направления FMCG, авиации и транспорта в департаменте корпоративного и инвестиционно-банковского управления компании «Ситигрупп» в Москве.

За последние два года структурировал ряд знаковых сделок на рынке долговых обязательств для крупнейших российских корпораций в нефтегазовой, телекоммуникационной, машиностроительной и металлургической отраслях.

Окончил с отличием университет Carleton в г. Оттава (Канада) по специальности «экономика и политология». Имеет степень магистра по экономике Высшей школы экономики в Москве.

банковских продуктов, предлагаемых нашим клиентам на локальных и зарубежных рынках капитала. ИК «Ренессанс Капитал» традиционно имела одну из самых сильных торговых команд по долговым инструментам. Наши сотрудники работают в Москве, Лондоне, Нью-Йорке. Это дает возможность охватывать всех инвесторов, которым интересны инвестиции в долги эмитентов развивающихся рынков, в том числе из России, стран СНГ, Восточной Европы и Африки. Сейчас мы готовимся к тому, чтобы вывести на рынок ряд новых инструментов. Но нашим базовым продуктом будут оставаться рублевые и еврооблигации. Данный сегмент является фундаментом, на котором «Ренессанс Капитал» будет строить свой долговой бизнес дальше.

► **Что вы понимаете под лидирующими позициями?**

На российском рынке организации первичных размещений облигаций есть узкий круг ведущих (в моем понимании) игроков, которые серьезно отличаются от других участников по уровню профессионализма и опыта работающих там команд, по качеству обслуживания клиентов. Это в том числе «Ренессанс Капитал», Газпромбанк, «ВТБ Капитал», «Тройка Диалог» и Райффайзенбанк. Естественно, наша задача — занимать в этом списке лидирующие позиции. Под этим я понимаю «номер один».

В условиях кризиса на первые роли вышли государственные банки с сильным балансом, и нам довольно сложно было конкурировать с ними. Но я уверен, что в ближайшей перспективе — 6–12 месяцев — ситуация коренным образом изменится и мы вернемся

облигаций крупнейших российских компаний. Пока рынок открыт исключительно для эмитентов первого эшелона. Но думаю, если не случится каких-либо макроэкономических или политических катаклизмов, он будет постепенно открываться для более широкого круга

заемщиков. Мы ожидаем, что в конце текущего года — в первом квартале следующего на рынке появятся компании второго эшелона. Это будут эмитенты, у которых есть кредитные рейтинги, международная отчетность, отвечающие всем требованиям прозрачности, предъявляемым инвесторами.

>>> В ближайшей перспективе — 6–12 месяцев — мы вернемся к практике, когда при размещении рыночного инструмента в первую очередь востребованы инвестиционные банки.

<<<

к практике, когда при размещении рыночного инструмента в первую очередь востребованы инвестиционные банки.

В любом случае конкуренция делает всех игроков сильнее, а их бизнес интереснее. Помогает эмитентам, которые могут получать лучшие услуги за наименьшие деньги, сталкивая банки лбами в хорошем смысле слова.

▶ По-вашему, рыночных размещений на рынке с начала года не было?

Не совсем так. Ключевые мандаты на этот год были отданы эмитентами в условиях кризиса. Неудивительно, что организаторами большинства сделок были назначены уже упомянутые госбанки. Рынок начал открываться ориентировочно в апреле. Тогда же «Ренессанс Капитал» сделал первое рыночное размещение облигаций «Газпром нефти» на 10 млрд руб. Уже в июле мы организовали для компании второй выпуск бумаг объемом 8 млрд руб. В августе «Ренессанс Капитал» выступил организатором самого крупного размещения облигаций одним траншем на 20 млрд руб. за последние два года — выпуска рублевых бондов АФК «Система».

Все это были рыночные сделки, которые не имели никакого технического аспекта. Бумаги размещались исключительно в рынок с большой переподпиской. На мой взгляд, подобная тенденция будет сохраняться, что мы и видим по сделкам, закрытым в последние месяцы.

▶ Ваши амбиции занять лидирующие позиции в рейтингах напрямую связаны с ожиданиями того, что в ближайший год ситуация на облигационном рынке коренным образом улучшится?

Конечно. Надо быть оптимистами (*улыбается*)... Мы ожидаем, что рынок будет постепенно открываться. Если до сих пор в настроениях инвесторов доминировал страх, то сейчас начинает постепенно возвращаться жадность. Ликвидности более чем достаточно. Дальше аппетит к риску будет только расти.

Политика Центробанка по снижению процентных ставок положительно влияет на уровни доходностей

▶ «Ренессанс Капитал» третьим эшелоном планирует заниматься?

На мой взгляд, вопрос «эшелонирования» постепенно отходит на второй план. На первое место выходят вопросы кредитного качества эмитента, его финансового состояния, наличие кредитного рейтинга. На текущий момент в структуре спроса на первичном рынке доминируют коммерческие банки, для которых возможность включения облигаций в Ломбардный список ЦБ является первостепенной при принятии решения о покупке облигаций на первичном рынке.

Я не могу сказать, что у нас есть какие-то ограничения, связанные с выбором тех или иных эмитентов. Безусловно, существуют определенные внутренние оценки риска, который мы готовы брать на себя с точки зрения репутации, и общее понимание ситуации на рынке, которая делает возможным или невозможным размещение того или иного заемщика. Мы всегда честны с нашими клиентами, не пытаемся создать каких-то ложных ожиданий. В свою очередь, адекватно оцениваем те репутационные риски, которые может нести для «Ренессанс Капитала» участие в размещении того или иного заемщика.

>>> Вопрос «эшелонирования» постепенно отходит на второй план. На первое место выходят вопросы кредитного качества эмитента, его финансового состояния, наличие кредитного рейтинга.

<<<

Перед тем как принять решение о совместной работе, мы всегда встречаемся с высшим руководством компании, в ряде случаев с акционерами эмитента.

Говорить о том, что «Ренессанс Капитал» занимается только выпусками компаний первого и второго эшелона, но не размещает эмитентов из третьего эшелона, нельзя. Скорее, мы понимаем, что не можем сегодня разместить облигации третьего эшелона, потому что на них нет спроса. Но мы ожидаем, что он появится в следующем году, и на данном этапе общаемся со всеми компаниями, которые потенциально являются участниками этого рынка.

► **О каких-то готовящихся сделках сейчас можете рассказать?**

Сейчас все они находятся на стадии подготовки. До тех пор, пока эмитент не объявит о том, что выбрал тот или иной банк в качестве организатора займа, мы не можем данную информацию раскрывать. Я думаю, что в течение следующих полутора-двух месяцев будет анонсировано несколько сделок, которые будут реализованы в конце текущего или начале следующего года.

► **В последнее время инвестиционные банки все активнее продавливают на рынке идею отказа от размещений в форме конкурса по определению ставки купона в пользу букбилдинга. Очевидно, что такая схема выгодна в первую очередь организаторам, а не эмитентам. Согласны?**

Мой опыт говорит как раз об обратном. Использование букбилдинга дает ряд преимуществ заемщику. В частности, эмитент получает возможность управлять процессом аллокации, определения ставки купона во время размещения. У него на это элементарно больше времени, потому что книга заявок формируется в течение нескольких недель, а не за три часа, как на конкурсе, когда надо принять решение в кратчайшие сроки.

Бывали ситуации, когда в ходе размещения по конкурсу в сделку на последней минуте вдруг заходил какой-нибудь банк, выставляя заявку, составившую 90% всего выпуска.

В результате бумага уходила крупному покупателю, эмитент не имел возможности изменить каким-то образом данную ситуацию. Если 90% облигаций покупается одним участником рынка, выпуск мгновенно становится неликвидным. Бумага покоится на балансе держателя, никаких торгов по ней не ведется. А эмитенту, который собирается долго и плодотворно работать на долговых рынках, нужны ликвидные выпуски, которые могут служить бенчмарком для будущих размещений и влиять на ставки, в том числе по кредитам коммерческих банков.

Да, случается, что на конкурсе компании удается задать ставку благодаря огромному навесу переподписки. Но это не точная наука. В текущих условиях на рынке я не вижу особого преимущества аукциона над букбилдингом. Но последний, на мой взгляд, является более цивилизованной формой. Кстати, на еврооблигационном рынке используется исключительно формат букбилдинга, и ни у кого из его участников никогда не возникало претензий по поводу отсутствия возможности управлять ставкой купона при размещении.

► **За последние полгода прошло несколько интересных размещений субфедеральных заемщиков и готовится еще ряд сделок. Вам интересно участвовать в этом рынке?**

Долг субфедеральных заемщиков сейчас не самый востребованный со стороны инвесторов. Но потенциально этот рынок нам интересен. К сожалению, пока кроме Москвы эмитентов рыночного характера на нем

фактически нет. Мы общаемся с ключевыми потенциальными игроками и всегда готовы им помочь при необходимости. Но я думаю, что это уже перспектива следующего года.

Нужно учитывать, что рынок субфедеральных займов регулируется еще и бюджетным законодательством, которое требует от заемщиков проводить конкурс при выборе организатора займа. Конкурсы проходят по цене, что очень сильно вредит процессу: зачастую мы сталкиваемся с ситуациями, когда за смешные деньги выбирается организатор, который не в состоянии делать рыночные размещения. Мы надеемся, что в обозримом будущем данный закон будет пересмотрен.

► **Как вы оцениваете масштабные планы Минфина по заимствованиям на внутреннем и внешнем рынках?**

Я не уверен, что государству как заемщику понадобится весь заявленный объем средств. С другой стороны, речь не о тех суммах, которые могут существенно повлиять на состояние российской экономики,

»»» **Случается, что на конкурсе компании удается задать ставку благодаря огромному навесу переподписки. Но это не точная наука. В текущих условиях на рынке я не вижу особого преимущества аукциона над букбилдингом.** <<<<

кредитные рейтинги России как суверенного заемщика. Глобально это вопрос состояния рынка капитала на момент выхода на него России. Если его емкость позволит государству разместить свои облигации, почему бы и нет? Как потенциальный инструмент, источник финансирования дефицита бюджета — внешние и внутренние заимствования эффективны. Тем более что государство должно продолжать развивать финансовые и фондовые рынки. Его активное участие на первичном рынке облигаций будет способствовать данному процессу.

► **Насколько интересен сейчас локальный рынок бондов для иностранных инвесторов? Можно ли сказать, что они возвращаются в Россию?**

С апреля по сентябрь доля иностранных инвесторов в каждом выпуске выросла примерно с нуля до 15%. Основными участниками размещений являются управляющие компании в Лондоне, Нью-Йорке, ряд российских дочек западных банков. Пока, правда, их интерес довольно ограниченный. Достаточно вспомнить, что до кризиса участие в размещениях компаний первого эшелона со стороны западных инвесторов составляло в ряде случаев 50–70% от общего объема займов. Такая практика будет возвращаться, но постепенно, что связано не только со специфическими российскими рисками, но и с тем, что у самих иностранных инвесторов сейчас достаточно много проблем. Их аппетит к риску сильно снизился в результате кризиса. На данном этапе они серьезно ограничены в своих возможностях

для участия в российском рынке. Но мы надеемся, что все выживут, восстановятся и это положительно скажется на притоке иностранного капитала в Россию.

▶ **В октябре корпорация ЛУКОЙЛ первой из частных российских компаний в 2009 году разместила свои еврооблигации. Как вы считаете, может ли это служить сигналом того, что рынок евробондов открылся для более широкого круга заемщиков и в ближайшее время мы увидим размещения других эмитентов из России?**

К сожалению, сегодня достаточного интереса к еврооблигационному рынку со стороны потенциальных эмитентов нет, потому что объемы и ставки, которые компании первого эшелона могут получить на рублевом рынке, значительно лучше. Рынок евробондов сейчас открыт для очень ограниченного круга заемщиков. Это такие компании, как Газпром, Роснефть и другие. На данном этапе они могут размещать свои рублевые облигации под 10–12% годовых на три — пять лет.

▶▶▶ **С апреля по сентябрь доля иностранных инвесторов в каждом выпуске выросла примерно с нуля до 15%.**

◀◀◀

Если вы посчитаете, какую эффективную ставку получат эти компании при хеджировании в доллар, то поймете, что еврооблигационный рынок подобные условия предложить не сможет.

Пока такая ситуация будет сохраняться, длинной очереди на рынок евробондов мы не увидим. Тем не менее для нас это остается важным направлением. У «Ренессанс Капитала» очень сильный торговый деск по еврооблигациям. Естественно, первичный рынок нам интересен. Как только он восстановится на докризисных уровнях, мы планируем быть очень активными участниками первичных размещений еврооблигаций российских эмитентов.

▶ **За время кризиса хорошим бизнесом для большинства инвестиционных банков стала реструктуризация. «Ренессанс Капитал» смог заработать на этом направлении?**

У нас было несколько очень удачных сделок, связанных с реструктуризацией долговых обязательств наших клиентов, в частности на Украине, с компанией «XXI век». «Ренессанс Капитал» этот бизнес развивает, но он не является для компании одним из ключевых. Мы занимаемся долговой реструктуризацией в том случае, если видим, что можем принести пользу нашему клиенту. Сейчас ситуация такова, что основные участники, которые могут принимать решения, влияющие на процесс реструктуризации, — это коммерческие банки, которые собственно и являются кредиторами. В ряде случаев должнику проще решить вопрос урегулирования задолженности самостоятельно на двусторонней основе со своим кредитором. Но за те сделки, где видим свою реальную пользу для клиента, мы беремся и помогаем компаниям.

▶ **В начале нашего разговора вы упомянули про новые инструменты, которые «Ренессанс» намерен предложить рынку. Какие?**

Пока я не готов говорить о них более конкретно. Добавлю лишь, что в дополнение к традиционным долговым инструментам мы очень активно развиваем направление, связанное со структурными продуктами, продуктами по управлению рисками — как валютными, так и корпоративными. Сейчас активно занимаемся тем, чтобы предлагать нашим клиентам комплексные решения, которые позволят им привлекать финансирование и управлять всеми рисками, связанными с получением тех или иных процентных ставок.

▶ **Сейчас на рынке инвестиционно-банковских услуг идет очень активный процесс обновления команд. Вы не планируете воспользоваться ситуацией и усилить управление долгового финансирования?**

У нас сложилась очень сильная команда. Но мы прекрасно понимаем, что всегда есть что улучшать. По мере восстановления этого рынка будем анализировать ситуацию и принимать соответствующие решения. В настоящее время такой задачи не стоит. Ресурсы, которые у нас есть, достаточны для реализации поставленных целей.

▶ **Каковы, на ваш взгляд, основные риски для российской экономики на данном этапе?**

Думаю, что дно кризиса мы прошли. Но ситуация, которая складывается в отдельных отраслях, остается довольно сложной. С этой точки зрения кризис не закончился, мы будем переживать его последствия еще около полутора лет. На мой взгляд, шаги, которые предпринимаются финансовыми властями — снижение процентных ставок, управление уровнем инфляции, — правильные. Есть ряд вопросов: в частности, нужно или не нужно было стимулировать ту или иную компанию или отрасль. Очевидно, что, оценивая экономическую целесообразность данных шагов, нужно также учитывать социальный фактор.

На данном этапе регулятору удастся удерживать стабильный курс рубля, цены на нефть нам помогают. Если они будут оставаться на тех же уровнях, больших проблем в экономике в среднесрочной перспективе, как мне кажется, возникнуть не должно. ©