Павел Душин, вернувшийся в «АТОН» почти год назад по договоренности с акционерами компании, взялся еще раз доказать рынку и клиентам, что все новое – это хорошо забытое старое и начал возрождать в «АТОНЕ» инвестбанкинг на рынке fixed income в лучших традициях. В интервью Cbonds Review он рассказывает о том, в чем преуспел старый новый «АТОН» за последние девять месяцев и каково место немаленькой такой инвесткомпании на российском рынке IB-услуг, где доминируют банки с госучастием.

«Франшизу «АТОНА» на рынке помнят»

Павел ДУШИН,
управляющий директор, глава управления инструментов с фиксированной доходностью, «АТОН»

– Павел, в прошлом году вы вернулись в «АТОН» из инвесткомпании UniCredit Securities, куда перешли в 2007 году. Почему?

– Поработав в свое время в «АТОНЕ», а затем в UniCredit, я понял, что мне гораздо ближе формат деятельности инвестиционной компании, нежели большого коммерческого банка, где все очень жестко зарегулировано. Инвестиционная компания в этом плане может более гибко и эффективно реагировать на потребности рынка и клиентов.

– То есть акционеры «АТОНА» предоставили вам достаточную свободу в плане построения инвестиционного бизнеса на рынке fixed income?

– Да, совершенно верно. Я пришел, мы поговорили, я подготовил бизнес-план, по которому мы должны развиваться, акционеры компании приняли решение попробовать. Прошедшие месяцы показали, что мы вполне хорошо себя чувствуем, смогли усилить команду и создать очень неплохие перспективы на будущее.

– Что предполагал ваш бизнес-план?

– Стратегия, которую я предложил, предусматривала возврат к модели, существовавшей в «АТОНЕ» еще до поглощения. Она заключается в построении универсального инвестбанка на рынке fixed income. Это DCM, трейдинг, сейлз и research. Но мы прекрасно понимаем, что выходить с шашками наголо и соревноваться с такими лидерами, как «ВТБ Капитал», «Тройка Диалог» и другими крупными игроками, было бы довольно неразумно. Поэтому было принято решение в первую очередь развивать ряд якорных направлений. Например, мы знаем, что хотим иметь полное понимание рынка субфедеральных и муниципальных займов: наняли аналитика, который является хорошим специалистом в данной области, стали ставить рынки, понимать, где там находятся кривые выпусков. И надо сказать, что за последние полгода многие клиенты заходят к нам именно по субфедеральным и муниципальным облигациям. Мы добились узнаваемости на этом рынке. Играет роль и тот факт, что франшизу «АТОНА» помнят и знают, так как команда до покупки была очень сильной. На этом фоне к нам приходят и по другим бумагам.

Плюс ко всему, мы пользуемся наличием очень сильного офиса в Казах-

стане. В начале весны мы провели в этой стране ряд встреч, привезли туда несколько крупных инвесторов, свели их с представителями крупных казахских банков и заемщиков. Это как раз те клиенты, которые вышли из Казахстана во время кризиса и пока не представляли, как им снова заходить на этот рынок, особенно в казахские банки.

– Как вы оцениваете сегодняшнюю ситуацию на казахстанском долговом рынке?

– Этот вопрос мы обсуждали с некоторыми руководителями региона. На мой взгляд, у нас могла бы возникнуть идеальная синергия казахского и российского рынков. Объясню, почему. Дело в том, что в Казахстане фактически существует два первых эшелона — первый эшелон заемщиков и первый эшелон инвесторов. В этой стране, пожалуй, самый развитый в СНГ рынок негосударственного пенсионного страхования. При этом казахские пенсионные фонды очень сильно зарегулированы. Они покупают только бумаги первого эшелона казахских заемщиков. А второго уровня инвесторов, которые могли бы вкладываться в облигации с худшими кредитными показателями,

> СТРАТЕГИЯ, КОТОРУЮ Я ПРЕДЛОЖИЛ, ПРЕДУСМАТРИВАЛА ВОЗВРАТ К МОДЕЛИ, СУЩЕСТВОВАВШЕЙ В «АТОНЕ» ЕЩЕ ДО ПОГЛОЩЕНИЯ. ОНА ЗАКЛЮЧАЕТСЯ В ПОСТРОЕНИИ УНИВЕРСАЛЬНОГО ИНВЕСТБАНКА НА РЫНКЕ FIXED INCOME

на рынке Казахстана нет. В то время как в России у банков, управляющих компаний есть достаточно большой объем капитала, они в принципе могли бы найти интересные идеи на казахском рынке. Одновременно казахские пенсионные фонды с удовольствием, я думаю, покупали бы облигации российского первого эшелона. Но из-за чисто технических трудностей они этого делать не могут. Поэтому мы обсуждали вопрос о том, что синергия Казахской фондовой биржи и ММВБ, возможности взаимных оборотов, взаимного листинга, могли бы быть полезными для обеих сторон.

Интересная идея — тенговый евробонд. Тенге практически не ревальвировался после кризиса. Учитывая, что в Казахстане, как и в России, начался рост инфляции, можно ожидать, что определенную ревальвацию своей валюты они будут проводить.

Более того, в Казахстане существует, хоть и небольшой, рынок структурированных бондов — там достаточно много, например, inflation notes, floaters, чего в России практически нет.

– Не так давно «АТОН» провел интересную сделку в Азербайджане, выступив коменеджером частного размещения нот участия в кредите ЗАО «Азербайджанские железные дороги» на сумму $125 млн, разместив половину объема сделки. Вам этот рынок интересен?

– Мы считаем Азербайджан одним из самых интересных регионов с точки зрения выпуска долга на ближайшие годы. Это страна с очень сильной экономикой и ростом. Достаточно упомянуть, что золотовалютные резервы составляют 75% ее ВВП. Поэтому очевидно, что компаниям Азербайджана нужны будут инвестиции в CAPEX. Они будут привлекать капитал, в том числе и за границей. При этом азербайджанские заемщики имеют достаточно высокие рейтинги.

Первой сделкой на этом рынке, в которой мы приняли участие, было частное размещение Международного банка Азербайджана в октябре прошлого года. Нам очень понравилась идея: мы решили не только сами поучаствовать, но еще и привлечь своих клиентов к сделке. Так получилось, что «АТОН» собрал чуть меньше половины выпуска, поставив ордер от себя и своих клиентов на этот объем. Более того, мы стали поддерживать бумаги на вторичном рынке. Надо сказать, что сейчас банк существенно вырос, торгуется в районе 105 фигуры.

Так как выпусков в Азербайджане было не так уж много, когда другой международный банк — BNP Paribas — собрался размещать «Азербайджанские железные дороги», то пригласил «АТОН» уже в качестве коменеджера в сделку. Мы собрали книжку на более чем 50% выпуска, получили большую аллокацию. Эти бумаги сейчас очень хорошо торгуются. На сегодняшний день у «АТОНА» есть очень неплохая экспертиза по рынку Азербайджана, надеюсь, что мы будем в дальнейшем активно развивать азербайджанское направление нашего бизнеса — каспийский блок, как мы его называем. Я рассчитываю, что в этом году «АТОН» проведет на этом рынке еще как минимум два-три размещения.

> МЫ СЧИТАЕМ АЗЕРБАЙДЖАН ОДНИМ ИЗ САМЫХ ИНТЕРЕСНЫХ РЕГИОНОВ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ ВЫПУСКА ДОЛГА НА БЛИЖАЙШИЕ ГОДЫ

– Это будут долларовые сделки?

– Мы сейчас обсуждаем это. Мне кажется, что азербайджанским компаниям (как и казахстанским заемщикам) вполне может быть интересен российский рублевый рынок. Если взять, к примеру, качественных казахских заемщиков и посмотреть на кривые их рейтингов, которые торгуются у нас в стране, то мы увидим, что они могли бы занимать на хороших уровнях в рублях. А с учетом того, что у нас базисные ставки выше, NDF выше, конвертировав рублевый заем в доллары, они смогут получить очень дешевое долларовое финансирование. Естественно, это достаточно рискованная стратегия, она больше подходит финансовым институтам. Но не нужно забывать, что те же крупные казахские заемщики имеют очень много контактов с Россией. Рублевые денежные потоки у них существенные. А с введением единого таможенного пространства многие платежи будут проходить в национальных валютах. Я думаю, что в основном там будут именно рублевые транзакции. Поэтому вполне возможно, что казахские и азербайджанские заемщики смогут выйти на российский рынок и занимать в рублях. Рейтинги им это позволяют.

– Спрос на такой риск на российском рынке есть?

– Мы уже давно работаем на рынке кредитных идей. Все понимают, что сейчас процентные ставки находятся на минимальном уровне по всему миру. Поэтому делать покупки на снижение ставок сегодня уже бессмысленно. А инвестировать все равно нужно. Задача состоит в том, чтобы найти идею, которая интересна с точки зрения кредита, но при этом более доходна, чем другие, что позволит хорошо заработать. Чем и был хорош выпуск Международного банка Азербайджана: он имел рейтинг инвестиционного уровня BBB-, при этом торговался на уровне российских банков с рейтингом BB. Основная мировая тенденция сейчас — очень сильный разрыв между BBB- и BB+. Этот спред между бумагами с инвестиционным рейтингом и спекулятивными инструментами — очень широкий в доходностях. Данная тенденция сохранилась еще с кризиса. Поэтому любая идея, которая в BBB- дает хорошие доходности, моментально становится интересной.

– Вернемся к идеям на российском рынке. Вы упомянули о том, что вам интересен сегмент субфедеральных и муниципальных бумаг. А участвовать в сделках по первичному размещению облигаций регионов собираетесь?

– Мы стараемся участвовать в конкурсах на мандаты, хоть это и очень непростой рынок. В секторе первичных размещений в ближайшее время, на мой взгляд, можно будет говорить о появлении нового интересного сегмента — бумаг, выпущенных в рамках проектов государственно-частного партнерства. Практически каждый регион сейчас задумывается об инфраструктурных выпусках. Идеальной инфраструктурной облигацией в мировой практике можно считать выпуск водоканала Нью-Йорка. Он очень правильно структурирован, все денежные платежи по проекту идут как раз через эмитента, что позволило сделать долг этого заемщика лучше, чем бонд самого Нью-Йорка.

В России ситуация складывается несколько иначе. У нас очень большая социальная сфера, тарифы регулируются достаточно жестко. Поэтому подобные выпуски, скорее всего, станут возможны через гарантии регионов — хотя бы на тело кредита, если не на процентные платежи. Такие проекты, где можно просчитать, когда пойдут денежные потоки от проекта, где будет понятна окупаемость, скоро начнут создавать не меньший рынок, чем собственно субфедеральные и муниципальные займы. Кстати, сейчас мы тоже готовим одну такую сделку для небольшого региона в Центральной России.

– В какой нише вы себя видите на рынке корпоративных облигаций?

– Мы понимаем, что доступ в первую тройку-пятерку для нас пока закрыт. Но, как я уже говорил, спрос на интересные кредитные идеи существует и в России, и за рубежом. Объемы привлечения денег растут, а доходности снижаются. Пока все бенчмарки размещаются на невиданной ликвидности. Но мы все равно вернемся, возможно, уже наученные горьким опытом, к ситуации 2006–2007 годов, когда на рынок выходили малоизвестные компании просто потому, что они готовы были за это платить. Есть достаточно много компаний, переживших кризис без дефолтов, которые просто перешли с публичного долга на корпоративные кредиты, если не были overleveraged. Интересные кредитные истории можно найти и во втором-третьем эшелоне. Кроме того, не нужно забывать, что «АТОН» — достаточно крупная компания с большим количеством филиалов, что привлекает региональные компании к нам. У нас есть департамент корпоративных финансов, который комплексно работает с клиентами, консультируя в том числе по вопросам управления долгом. Поэтому какие-то сделки на первичном рынке в корпоративном секторе мы планируем уже в этом году. Не скажу, что их будет очень много. Но, собственно, мы пока обходимся достаточно небольшим количеством сотрудников, не торопимся раздувать штат. В этом проявляется гибкость инвестиционной компании: если мы видим экономическую эффективность, то сразу привлекаем нужных специалистов. Пока что мы усилили команду ключевыми сотрудниками по каждому направлению и планируем работать в таком составе.

> «ВПОЛНЕ ВОЗМОЖНО, ЧТО КАЗАХСКИЕ И АЗЕРБАЙДЖАНСКИЕ ЗАЕМЩИКИ СМОГУТ ВЫЙТИ НА РОССИЙСКИЙ РЫНОК И ЗАНИМАТЬ В РУБЛЯХ. РЕЙТИНГИ ИМ ЭТО ПОЗВОЛЯЮТ»

– Сколько человек у вас в команде?

– Сейчас восемь. В ближайшее время у нас появится сейлз в лондонском офисе, который будет покрывать fixed income. Кроме того, собираемся расширять команду в Москве. Недавно мы укрепили трейдинг: к нам пришел Мурат Берсеков из «Тройки Диалог», очень известный трейдер, он серьезно усилил нашу команду, мы увеличиваем объемы операций на рынке.

У «АТОНА» также есть филиал в Казахстане. Возможно, в ближайшее время появится представительство и в Азербайджане. Это будет зависеть от того, как пойдет развитие нашего бизнеса на этом рынке.

– Еврободы для российских заемщиков готовы размещать?

– Безусловно. Мы запустили собственную SPV в Голландии, через которую можно делать выпуски структурных и любых других продуктов. Она уже готова, ожидаем в ближайшее время первые сделки через нее. Так что инфраструктура у нас подготовлена полностью, капитала для операций хватает, денежных средств тоже. В этом отношении мы полностью готовы к работе.

– В России у «АТОНА» ни одной сделки по размещению еврободов пока не было?

– Если честно, то российским эмитентам, кроме, пожалуй, крупных экспортеров, выход на международные рынки заимствований сейчас не очень интересен, потому что они могут привлекать в рублях деньги примерно по той же цене, что в долларах. При этом с рублевыми выпусками все значительно проще. Поэтому я не думаю, что мы увидим много еврободовых сделок с представителями корпоратов — кроме заемщиков из числа первого эшелона. В первую очередь мы говорим, наверное, о банковском долге. Вполне

возможно, что банки будут активно выходить на рынок международных заимствований. Мы ведем переговоры с отдельными заемщиками. Скорее всего, для средних и мелких банков будут интересны субординированные займы. «АТОН» также готов принять участие в ряде таких сделок.

– А как вы смотрите на рынок рублевых еврооблигаций?

– Интересный сегмент. Но фактически это рынок бенчмарков — «РусГидро», Россельхозбанк, сама Россия. Основными игроками являются западные инвесторы, которые хотят взять exposure на укрепление рубля. Когда берешь exposure на изменение cross currency, не очень удобно смотреть еще и на кредитные веши. Обычно это разные группы инвесторов. Поэтому небольшие средние заимствования в рублевых евробондах возможны, но я, честно говоря, сомневаюсь, что таких сделок будет много. Если это российский инвестор, то он предпочтет рублевую облигацию на локальном рынке. Если же речь про западного инвестора, у которого именно спекулятивное view на рубль, он лучше инвестирует во что-то более ликвидное, например в Россию.

– Предлагать клиентам более сложные инструменты, например структурные продукты, вы готовы?

– Дело в том, что сейчас мы находимся на том этапе развития рынка, который можно охарактеризовать как эру fixed income: деньги дешевые, их можно вкладывать, получать за это прибыль и так далее. При этом если мы посмотрим, например, на рынок акций, то увидим, что он находится сейчас на нижних уровнях, потому что практически нет нового предложения акций. Акционерам компаний выход на IPO на текущих уровнях невыгоден. Еще есть существенный потенциал роста. Тем более, всегда можно занять денег на долговом рынке. Через какое-то время мы придем к тому, что денежные ставки начнут расти, деньги — дорожать, а компании будут развиваться, их капитал — расти в цене и так далее. В этот переходный период самая эффективная стратегия — это как раз выпуск convertibles. Мне кажется, что это станет одной из идей если не текущего, то следующего года. Когда просто так легко и дешево занять не удастся, нужно будет предлагать инвесторам какую-то компенсацию в виде встроенных опционов на акции, например. На мой взгляд, это одна из самых интересных ближайших возможностей в производных продуктах.

Кроме того, я думаю, что все же произойдет возрождение рынка секьюритизации. Будет появляться секьюритизация кредитов, при развитии ипотеки мы увидим новые mortgage, их тоже нужно будет размещать.

– Перед вами акционеры поставили какую-то конкретную задачу: сколько ваше подразделение должно заработать в этом году?

– Задачи, конечно, стоят. Конкретные цифры мы не раскрываем. Но я думаю, что мы будем стремиться обеспечить в этом году уровень доходов в fixed income, который «АТОН» показывал до продажи. Пока мы идем даже с некоторым опережением.

> «МЫ ВСЕ РАВНО ВЕРНЕМСЯ К СИТУАЦИИ 2006–2007 ГОДОВ, КОГДА НА РЫНОК ВЫХОДИЛИ МАЛОИЗВЕСТНЫЕ КОМПАНИИ ПРОСТО ПОТОМУ, ЧТО ОНИ ГОТОВЫ БЫЛИ ЗА ЭТО ПЛАТИТЬ»

В наших планах на текущий год — работать над запуском полноценного аналитического инструментария и сейлз-команды, а со следующего года мы начнем в полную силу бороться за рейтинги Cbonds, Institutional Investor. У нас сильная команда, думаю, у нее есть очень хорошие шансы.

Что касается вхождения в рейтинги организаторов на первичном рынке, пока для себя такую задачу не ставим. Мы понимаем, что у универсального банка есть свои преимущества перед нами — наличие корпоративного блока, который выдает клиентам кредиты. При этом универсальные банки очень часто в последнее время делают выпуски в одиночку и практически в полном объеме оставляют их у себя либо еще у двух коллег на портфелях. Фактически они переупаковывают кредиты в облигации. Отличие инвесткомпании от универсального банка в том и состоит, что мы создаем вторичный рынок. Это важно и для диверсификации базы инвесторов, и для реальной оценки стоимости долга. То, что в размещении иногда участвует недостаточная база инвесторов, приводит к тому, что рынок бумаг оказывается неликвидным. Соответственно, второй выпуск будет делать тяжелее, так как реальной оценки стоимости кредита нет.

– То есть вы на себя бумаги никогда не покупаете?

– Почему же? Мы тоже реально оцениваем риски. Если мы верим в эмитента, продаем его нашим инвесторам, то практически всегда сами участвуем в размещении, хотя бы для того чтобы поддерживать вторичный рынок. После кризиса рынок уже вернулся к тому состоянию, когда практически все выпуски «андеррайтятся». У нас есть клиенты — большие банки, которым мы предлагаем поучаствовать в выпуске в качестве андеррайтеров, как правило, они охотно поддерживают нас. При этом, если выпуск небольшой, мы можем полностью гарантировать объем самостоятельно, так как капитала и денежных средств, как я уже говорил, у нас для этого достаточно.

– Каким вы видите российский рынок инвестиционно-банковских услуг в России в дальнейшем с учетом последних событий, связанных с покупкой крупным госбанком частной инвестиционной компании?

– Я считаю, что этот рынок будет развиваться точно так же, как наша экономика. Да, у нас будет отдан приоритет госбанкам во многих сферах. Но при этом останется достаточно широкое поле для независимых игроков. Инвесторов, управляющих компаний на рынке много, денежных средств достаточно. Соответственно, всегда будет интерес к независимому взгляду на рынок.

Даже сейчас, после кризиса, когда тот же ВТБ занял очень большую долю рынка, значительный объем бизнеса проходит не через него. Мы видим, что на рынке работает много других интересных участников. Безусловно, мы уже не увидим того количества инвестиционных компаний, которое наблюдалось до кризиса. Но для 20–25 крупных игроков на рынке fixed income места хватит.