Эдуард ДЖАБАРОВ, глава управления долгового финансирования по России и странам СНГ, «Ренессанс Капитал»

Глава управления долгового финансирования по России и странам СНГ «Ренессанс Капитала» Эдуард Джабаров рассказал в интервью Cbonds Review о старой новой роли инвестбанка на локальном рынке облигаций, о том, как нелегко бороться за рыночность и кому нужна прозападность, а также о перспективах прихода иностранцев и появления в арсенале российских заемщиков непростых инструментов.

«Мир возвращается к очень простым вещам»

– Я неоднократно слышала за последний год от разных участников рынка о том, что «Ренессанс Капитал», дескать, постепенно сворачивает свой бизнес в России и переориентируется на более маржинальные регионы. Как вы воспринимаете подобные высказывания?

– Когда я слышу что-то подобное от наших конкурентов, меня лично это только радует. Это значит, что они несколько расслабились и потеряли бдительность. А в тех коньюнктурных условиях, в которых мы существуем, и в той конкурентной среде, в которой мы оперируем, расслабляться опасно. Сам факт того, что «Ренессансу» до сих пор доверяют такие эмитенты, как Министерство финансов, «Газпром» и другие, свидетельствует о многом. Доверие клиентов для нас намного важнее того, что говорят конкуренты.

Нужно сделками, бизнесом показывать, насколько вы успешны. Наш league table в корпоративном секторе говорит сам за себя. Мы в 2011 году удвоили свою рыночную долю на рублевом первичном рынке. Да, мы далеко от госбанков, но мы присутствуем, как правило, в каждом важном размещении эмитентов первого эшелона и успешно сотрудничаем с лидерами рынка, обеспечивая рыночный характер размещения.

– В этом вы видите свою основную роль?

– Когда российские квазисуверенные заемщики нанимают «Ренессанс Капитал» в качестве организатора или соорганизатора облигационного выпуска, то основная цель, которую они преследуют как эмитенты — это справедливое ценообразование и широкая дистрибуция ценных бумаг.

Фактически после покупки Сбербанком ИК «Тройка Диалог» мы потеряли нашего самого любимого и верного конкурента на этом рынке. На сегодняшний день мы остались единственным частным инвестбанком в России с рыночной моделью ведения бизнеса. У нас нет административного ресурса, доступа к дешевому финансированию, у нас нет государственных денег. Наверное, в чем-то мы менее конкурентоспособны, потому что «Ренессанс Капитал» — это все-таки частная компания, в период острой волатильности на рынке очень оперативно реагирующая на любые изменения. Мы проводим сокращение зарплат там, где это требуется, и немедленно увеличиваем компенсационные пакеты, если необходимо. У нас нет инертности, присущей, например, крупным игрокам. Наверное, мы не готовы переплачивать за ресурсы просто в силу того, что умеем считать деньги. Эти деньги нам чего-то стоят.

Поэтому мы очень мобильны. Эта мобильность кому-то может показаться признаком слабости. Но это не так. «Быстрые или мертвые» — вот наш девиз. Он на протяжении многих лет работает и будет работать.

Оставшись единственным частным инвестбанком в России, мы играем роль арбитра между реальным рынком и эмитентом. У «Ренессанса» не возникает внутреннего конфликта интересов. Мы не являемся банком, который кредитует реальный сектор экономики. У нас нет подразделения, которое выдает кредиты, но у нас есть подразделение, которое занимается организацией выпусков облигаций и их продажей первичным инвесторам. Поэтому мы не сталкиваемся с ситуацией, когда ставка, по которой DCM разместил

«НА СЕГОДНЯШНИЙ ДЕНЬ МЫ ОСТАЛИСЬ ЕДИНСТВЕННЫМ ЧАСТНЫМ ИНВЕСТБАНКОМ В РОССИИ С РЫНОЧНОЙ МОДЕЛЬЮ ВЕДЕНИЯ БИЗНЕСА»

эмитента, становится красной тряпкой для кредитчика из того же банка, потому что он понимает: после того как я разместил клиента под 8%, ему будет очень сложно продать заемщику корпоративный кредит под 9%.

Кстати, сейчас на рынке складывается уникальная ситуация, когда ставки на публичном рынке ниже ставок по кредитам крупных российских банков. Мы размещаем 100% бумаг в рынок. Нам не нужно покупать облигации на себя, держать, а потом продавать по 102% от номинала на вторичке.

– Это значит, что вы не готовы предлагать эмитенту андеррайтинг всего выпуска?

– А для чего? Общаясь с нами, эмитент общается с конечным инвестором. Он не переплачивает на этапе первичного размещения. Поэтому мы не предлагаем андеррайтинг всего выпуска, убеждая эмитентов в том, что мы похожи на меценатов и готовы просто благодаря исключительным отношениям с заемщиком купить себе в убыток данную бумагу. Ни один банк в России в ущерб себе работать не будет. Альтруистов на этом рынке нет. Раз банк покупает какой-то объем на себя, значит, у него есть уже на прицеле инвесторы, которые завтра купят эту бумагу выше номинала. По сути, на практике так и происходит.

Мотивация у всех банков с balance sheet похожая. Соблазн купить себе, а не продать инвестору, велик. Мы это часто видим во время аллокации, когда крупные банки пытаются приобрести существенные объемы бумаг на себя. «Ренессанс» действует иначе. Наверное, многие банки нас не любят за это, потому что мы вносим дополнительный элемент рыночности там, где, по их мнению, эта рыночность не нужна. С другой стороны, нам доверяют крупнейшие эмитенты. Вы видели наш послужной список в 2011 году: ФСК, «Газпром», АИЖК, Россельхозбанк, «РУСАЛ», Минфин. Заемщики работают с «Ренессансом» не потому, что вынуждены, а потому что они этого хотят. Я считаю, что это наш самый главный козырь, наш основной актив — наша репутация.

– Хотите сказать, что с госбанками эмитенты зачастую вынуждены работать?

– Я хочу лишь сказать, что с нами клиенты работают исключительно по желанию. Я не знаю, на каких условиях компании работают с другими игроками рынка. Но не секрет, что в кризисный период ряд компаний получали кредиты от банков, а в довесок к этим кредитам подписывали мандатные соглашения на новые облигационные выпуски, которые состоятся в лучшие времена. У нас такой ситуации в принципе быть не могло, потому что мы никого не кредитовали в силу природы своего бизнеса. Самое главное, что с нами не работает ни один эмитент, которого бы заставили это сделать какие-то экономические и политические условия.

> «РАЗ БАНК ПОКУПАЕТ КАКОЙ-ТО ОБЪЕМ НА СЕБЯ, ЗНАЧИТ, У НЕГО ЕСТЬ НА ПРИЦЕЛЕ ИНВЕСТОРЫ, КОТОРЫЕ ЗАВТРА КУПЯТ ЭТУ БУМАГУ ВЫШЕ НОМИНАЛА»

– Вы сказали, что «Ренессанс Капитал» никогда не покупает бумагу на себя. Но ведь для многих эмитентов это важно — заемщики сами просят организаторов дать гарантию размещения всего объема, разве нет?

– Мне кажется, что это иллюзия, которая была создана самими банками — что без гарантии размещаться нельзя.

Если эмитент просит гарантию, соответственно, нужно вести речь не о рыночности или нерыночности выпуска, а о неком кредите, который формализован в виде облигаций. Тогда давайте называть веши своими именами: это не публичный инструмент, а клубная сделка, которая просто оформлена как облигационный выпуск, выкупленный тремя участниками. Если же мы говорим о публичном, рыночном выпуске, то мне непонятна формула, при которой не работает рыночное размещение, если нет гарантии со стороны банков. Повторюсь, на этом рынке нет меценатов. Ставка, по которой подписана бумага, уже включает некую страховку банка, которая позволит ему не потерять деньги и продать бумагу на вторичном рынке. Если банк понимает, что эту облигацию он не продаст, DCM отходит в сторону, и кредитчики предлагают эмитенту кредит.

Кстати, хочу сказать, что все меньше и меньше эмитентов требуют гарантий. Это хорошая тенденция. В принципе, мы медленно, но верно приближаемся к западным стандартам, где все размещения рыночные по определению.

– Но согласитесь, что вся эта наша «прозападность» вдруг резко исчезает, как только исчезает рынок.

– Знаете, в 2009 году мы размещали «Газпром нефть» без гарантии по ставке 16.70%. Это было первое размещение после кризиса, и заемщик не просил от нас гарантий. Вопрос в том, готов ли эмитент строить свою кривую доходности, насколько он открыт для диалога с инвестиционным сообществом. Я могу вам привести массу примеров, когда эмитенты один за другим размещали клубные выпуски и тем самым загоняли себя в угол — потому что ставка, по которой они подписывали клубную сделку, каждый раз становилась отправной точкой для нового ценообразования. И каждый следующий раз организаторы говорили им: «Разве вы не видите, что у вас выпуск неликвидный? Он торгуется по 11%, как же мы разместим вас по 10.5%?»

Поэтому в краткосрочном периоде такая стратегия, возможно, оправдана как способ получения гарантированного финансирования, но в долгосрочном плане здесь минусов скорее больше, чем плюсов.

– Мандаты, подписанные в период кризиса, тоже имеют свойство заканчиваться. Как вы думаете, сегодня госбанкам будет уже сложнее получать новые мандаты?

– Я могу только сказать, что мы все для этого делаем. Поточное производство всегда связано с риском потери качества. Многие эмитенты довольны деятельностью наших конкурентов, многие недовольны. А некоторые эмитенты обращают внимание на то, что поток снижает качество услуг. В любом случае, тот факт, что получать мандаты теперь будет сложнее, нас не пугает. Мы живем в такой атмосфере все время. Нам никогда ни один мандат просто так не доставался. Поэтому для нас ничего не изменится. Для кого-то, возможно, ситуация поменяется. Ну, таковы новые реалии.

– По-вашему, тот микроклимат, который установился на российском долговом рынке после выборов, комфортный?

– Наверное, в ближайшие два-три месяца мы будем жить в достаточно благоприятном режиме. Я абсолютно не жду никаких политических потрясений в России. Оппозиция в том виде, в котором она сейчас существует, не представляет интересы большинства. Меньшинство всегда имеет право или законным путем участвовать в политической жизни, или доехать до международного аэропорта. Иностранные инвесторы привыкли к текущей ситуации в России, их более чем устраивает приход к власти Владимира Путина. Поэтому политическую спекуляцию я не принимаю в расчет вообще. Что касается экономических факторов, то основным поставщиком негатива как минимум до конца года, очевидно, будет Европа. Если ситуация там продолжит оставаться достаточно напряженной и рынок еврооблигаций для российских компаний будет закрыт, то ближайший путь к долларам для них будет лежать через выпуск рублевых облигаций с последующим свопированием. Вы помните, что весь 2009, 2010, 2011 год ряд эмитентов, которые нуждались в долларовом фондировании, выпускали рублевые бонды и просто свопировали их. Эта тенденция может усиливаться или ослабевать в зависимости от ценообразования свопов cross currency. Но я думаю, что общий тренд сохранится. Если ситуация на еврорынках начнет улучшаться, эмитенты, заинтересованные в долларовом финансировании, будут выходить напрямую на западный рынок.

> ВСЕ МЕНЬШЕ И МЕНЬШЕ ЭМИТЕНТОВ ТРЕБУЮТ ГАРАНТИЙ. ЭТО ХОРОШАЯ ТЕНДЕНЦИЯ. В ПРИНЦИПЕ, МЫ МЕДЛЕННО, НО ВЕРНО ПРИБЛИЖАЕМСЯ К ЗАПАДНЫМ СТАНДАРТАМ

– Очевидно, что на внутреннем рынке основным игроком по-прежнему будет Минфин. Как это скажется на российских заемщиках из корпоративного сектора?

– Если Минфин продолжит активно привлекать финансирование, то это, безусловно, создаст определенное давление на ликвидность, емкости российского рынка будет недостаточно. Доступ к финансированию для корпораций может быть затруднен. Я сейчас говорю про заемщиков с рейтингом BB и B.

Именно поэтому все мы очень ждем того момента, когда расчеты по ОФЗ наконец-то начнут проводиться через международную систему Euroclear. Приток свежей крови в виде инвесторов с Запада, которые смогут покупать по понятным им правилам в понятном инфраструктурном поле рублевые облигации, безусловно, будет позитивным. Но надо понимать, что это, естественно, увеличит волатильность на российском рынке, потому что у иностранных инвесторов — при всей моей любви к ним — инвестиционный горизонт ограничивается полугодом-годом. Я не верю в то, что они инвестируют в семилетнюю бумагу до погашения. Основным базовым инструментом, в который вкладывают иностранцы, является рубль как производная от нефти. Соответственно, если у них есть ожидания укрепления рубля, то они активно покупают российские бумаги, ОФЗ, облигации квазисуверенов. Как только они понимают, что рубль отыграл свое, и рынки начинают наблюдать либо стагнацию, либо ослабление национальной валюты, иностранцы тут же выходят из бумаги. Поэтому волатильность рынка, конечно, повысится. Если помните, в 2006–2007 годах, когда в облигациях Москвы было очень много иностранных инвесторов, любое колебание пары рубль/доллар вызывало очень сильные движения на рынке. С другой стороны, волатильность — это то, в чем мы варимся, на чем зарабатываются деньги.

– Есть ли шансы увидеть на рынке новые инструменты — или год снова пройдет под знаком plain vanilla?

– Это вопрос восприятия инвесторами рисков и того, как эти риски продаются. Совершенно очевидно, что в первую очередь сами эмитенты будут заинтересованы в выпуске каких-то новых инструментов на российском рынке. Есть два фактора, которые будут стимулировать данный процесс. Первая — это спрос со стороны инвесторов. Аппетит к риску растет абсолютно пропорционально снижению доходностей на рынке. Как только мы увидим, что «Газпром» начнет торговаться, условно говоря, по 6%, инвесторы начнут обращать внимание на более рискованные активы. Тогда будут востребованы какие-то структурные продукты, а не только бумаги plain vanilla.

> МЫ В НАИБОЛЬШЕЙ СТЕПЕНИ ЗАИНТЕРЕСОВАНЫ В ТОМ, ЧТОБЫ ЭТОТ РЫНОК ИЗ ТАК НАЗЫВАЕМОГО БАНКОВСКОГО ОБЛИГАЦИОННОГО ПРЕВРАТИЛСЯ В РЕАЛЬНЫЙ ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК

Второй фактор, который будет влиять на этот процесс — ограниченная емкость российского рынка на одного отдельно взятого эмитента. Если заемщик собирается размещать, к примеру, по одному выпуску в месяц, то забивать кривую доходности просто инструментами plain vanilla ему будет достаточно сложно. Поэтому компании начнут искать новые рынки для привлечения финансирования и использовать альтернативные инструменты.

Так, я не исключаю, что будет высокий интерес к Казахстану как рынку сбыта новых бумаг. Если посчитать объем пенсионных накоплений, который сейчас сосредоточен в пенсионных фондах Казахстана, то мы увидим, что это колоссальные деньги, которые не могут найти себе применения в силу того, что набора инструментов недостаточно, чтобы удовлетворить имеющийся спрос. Выпуск российским эмитентом облигаций в тенге с дальнейшим свопированием в рубль — одна из идей, которая найдет воплощение в этом году. Другой перспективный рынок — Азия и ее валюты, а именно сингапурский, гонконгский доллар. Своп из этих валют в доллар для многих эмитентов тоже будет интересной идеей.

Время от времени на рынке появляются интересные инструменты: например, когда инвестору предлагается возможность участвовать в росте индекса ММВБ или когда бумаги привя-

зываются к commodities. Проблема в том, что российский инвестор, скорее всего, будет смотреть на эти инструменты отрицательно, потому что наша база инвесторов на 99% состоит из банков. Зачем банку покупать какой-нибудь сложный CLN с варрантом, который исполняется через три года? Ему нужен понятный инструмент, который превращается в ликвидность на следующий день и который можно зареповать в ЦБ в трудные времена. А они у нас, как известно, наступают внезапно и длятся долго.

Поэтому новые инструменты на российском рынке, безусловно, будут. Но в первую очередь они, конечно, должны быть предложены иностранцам российскими эмитентами с рейтингом BBB, уже потом подтянутся менее качественные игроки с рейтингами B, B-, B+.

– Вы предлагаете такие бумаги?

– Теоретически мы готовы делать эти инструменты. Другое дело, что сейчас публичный рынок предлагает такие условия, что эмитентам не нужно задумываться о сложных структурных продуктах — инвесторы и так покупают бумаги по достаточно комфортным для заемщиков ставкам. Да и в целом после кризиса 2008 года восприятие всех сложных продуктов изменилось. Мир возвращается к очень простым вещам. Например, российские государственные компании с большой осторожностью относятся к любым деривативам. Частные компании более открыты для диалога. Но опять-таки мы видим повсеместное ужесточение требований риск-комитетов к риску как на стороне эмитентов, так и на стороне инвесторов. А с такой базой инвесторов, как у нас, где один пенсионный фонд, а остальные банки, сложные структурные продукты очень тяжело развивать. Нужно, чтобы в России появились долгосрочные деньги, real money accounts, какие-то хедж-фонды, которые действительно будут брать на себя риск. Тогда и структурные продукты появятся.

– В прошлом году «Ренессанс» засветился всего в одной международной сделке, приняв участие в размещении рублевого суверенного выпуска еврооблигаций. На этом рынке вам тяжело конкурировать?

– У нас очень сильная команда дистрибуции по евробондам — это Лондон, Гонконг, Нью-Йорк. Но сейчас мы видим для себя основную миссию в том, чтобы сфокусироваться на российском рынке. Та задача, которую мы решаем — быть арбитром рыночных размещений — еще не решена. Следующим этапом, я думаю, будет подобная миссия при размещении еврооблигаций для российских заемщиков. Там изначально в меньшей степени присутствует элемент нерыночности, нет понятия «купить бумагу на себя», «гарантировать весь объем». Там совершенно другая среда в отличие от российского рынка. В свое время мы были идеологами бук-билдинга в России. Сейчас мы в наибольшей степени заинтересованы в том, чтобы этот рынок из так называемого банковского облигационного превратился в реальный облигационный рынок. Когда инвесторами являются не только банки, бумага при первичном размещении уходит реальным рыночным игрокам, а не на балансы организаторов.

> «Я ЧАСТО СЛЫШУ О ТОМ, ЧТО У НАШИХ КОНКУРЕНТОВ ПО 16–20 ЧЕЛОВЕК НА ДЕСКЕ. ДЛЯ МЕНЯ ЭТО ЯВЛЯЕТСЯ БОЛЬШОЙ ЗАГАДКОЙ. СКОЛЬКО ОНИ ЗАРАБАТЫВАЮТ, ЧТОБЫ ПЛАТИТЬ ТАКОМУ КОЛИЧЕСТВУ ЛЮДЕЙ ЗАРПЛАТУ?»

– Но ведь это реальность: основные инвесторы в облигации в России — это банки.

– А мы считаем, что это неправильно. Должны быть хедж-фонды, должны быть управляющие компании, пенсионные накопления, страховые компании, которые бы управляли страховыми ресурсами. Это 20–30-летние деньги. Сейчас этот сегмент очень маленький.

Конечно, в одиночку изменить ситуацию мы не сможем. Должен быть законодательный посыл, действия монетарных властей и желание самих граждан. Это нормальный эволюционный процесс. Но как организатор мы делаем все для того, чтобы этот рынок стал более ликвидным.

– Усиливать DCM-направление новыми людьми не планируете?

– Честно говоря, я часто слышу о том, что у наших конкурентов по 16–20 человек на деске. Для меня это является большой загадкой. Во-первых, сколько они зарабатывают, чтобы платить такому количеству людей зарплату? Я считаю, что в российских условиях даже при наличии того большого пайплайна, который есть у крупнейших игроков, это сильно раздутый штат. Он должен быть сокращен минимум в два раза. А в нашей команде шесть человек, и этого более чем достаточно.

– По итогам прошлого года многие инвестбанки объявили об изменении бонусной политики. Как вам такая идеология?

– Я думаю, что это справедливо. Если раньше успех начала года можно было вспомнить в конце и получить за это бонус, то сейчас удачи первой половины года часто нивелируются полным коллапсом рынка во втором полугодии. Поэтому я думаю, что мы увидим тенденцию к переходу на квартальные, месячные бонусы, чтобы каким-то образом уравновесить их в течение года. В противном случае очень сильно снижается мотивационный посыл персонала, когда любое событие, которое происходит за две недели до определения бонусов, может полностью изменить картину. Скажем так: дюрация бонуса будет сокращаться.

– А как же взятая на вооружение многими игроками практика отложенных бонусов, когда выплаты растягиваются на несколько лет?

– Это все вопрос состояния рынка. Если рынок будет таким плохим все время, наверное, можно растянуть выплаты хоть на десять лет, назвать этот процесс как угодно. Но фактически это тот же отложенный платеж, который все равно генерирует долговую нагрузку. Рано или поздно она будет создавать какие-то проблемы фирме. Поэтому более логичным представляется увеличение фиксированной части зарплат и снижение бонусов.

Беседовала
Антонина Тер-Аствацатурова