Борис ГИНЗБУРГ, исполнительный директор, руководитель департамента по операциям с долговыми инструментами, инвестиционная компания «УРАЛСИБ Кэпитал»

В интервью Cbonds Review исполнительный директор, руководитель департамента по операциям с долговыми инструментами ИК «УРАЛСИБ Кэпитал» Борис Гинзбург рассуждает о том, как должны строиться правильные отношения эмитентов и банков, почему, по его мнению, на российском рынке катастрофически мало конкуренции, из-за чего банки лишаются роли регуляторов рыночной экономики, а профессия банкира перестает быть престижной.

«Профессия инвестбанкира уже давно не престижна»

– Предлагаю начать с насущного: низкие доходы от DCM, демпинг банков, порочные гарантии на размещение... Ситуация действительно обстоит так плачевно?

– Помните, раньше был такой популярный формат концертов под девизом «Рок против наркотиков». На эту тему часто шутили: все равно что пчелы против меда. То же самое можно сказать о банках, выступающих против гарантий.

Есть еще такой старый анекдот: евреи решили спросить у раввина, почему их никто не любит. «Давайте все завтра соберемся и подумаем, — сказал раввин. — Пусть каждый придет со своей бутылкой водки, мы их в общий чан сольем». На следующий день все пришли, каждый со своей бутылкой водки, вылили в чан, смешали — разлили по стаканам, а там — чистая вода. Каждый решил: зачем приносить водку, если то же самое сделают остальные, можно просто налить в бутылку воды.

Если говорить серьезно, то банки демпингуют потому, что все демпингуют. Почему госбанки раздают гарантии? Потому, что баланс позволяет. Таковы особенности нашего рынка. Ничего уникального, никакой великой тайны в этом нет.

– А вы не раздаете гарантии?

– У нас есть сделки с гарантиями, но их можно пересчитать по пальцам. Говорить, что мы их раздаем, я бы не стал. В течение прошлого года, например, таких сделок у нас не было. В отдельных случаях мы предоставляем гарантии, в которые закладываем некую экономическую составляющую, стоимость этого опциона. Гарантия — это опцион, который должен выдаваться по определенной ставке — выше, чем ставка по рынку. Вопрос всегда заключается в стоимости этого опциона и в том, каким образом каждый игрок устанавливает его цену. В этом и заключается конкуренция по гарантии. Текущее положение дел таково, что госбанки действительно «прайсят» ее более агрессивно, ибо им позволяют возможности.

– Я посмотрела список ваших сделок за прошедший год, среди них практически нет выпусков, которые бы не имели отношения к группе «УРАЛСИБ». То есть основная масса сделок — это все-таки мандаты группы?

– В 2012 году мы размещали ММК, ЛСР, компанию «Ренова-СтройГрупп», банки «Связной», УБРиР, Запсибкомбанк, Самарскую, Белгородскую и Костромскую области. В первом квартале,

«ПОЧЕМУ ГОСБАНКИ РАЗДАЮТ ГАРАНТИИ? ПОТОМУ, ЧТО БАЛАНС ПОЗВОЛЯЕТ. ТАКОВЫ ОСОБЕННОСТИ НАШЕГО РЫНКА»

действительно, большинство размещений, которые мы делали, касались лизинговой компании «УРАЛСИБ». В тот период мы видели довольно хорошую конъюнктуру и пошли ко всем нашим эмитентам с предложением размещаться. Единственным эмитентом, который нас услышал, оказалась ЛК «УРАЛСИБ». Все остальные заемщики по различным причинам отложили размещения. Так случилось, что второй квартал был более сложным, чем первый, а третий, если помните, и вовсе закрыл сезон. Рынок начал открываться только под конец третьего квартала.

– Значит ли это все-таки, что конкурировать за рыночные мандаты становится все сложнее и сложнее?

– Большинство игроков, которые хотели выйти на рынок, уже на нем присутствуют. 90% заемщиков на рынке — не новички. У нас, как и у других банков, сложился круг эмитентов, с которыми нас традиционно связывают тесные отношение, которых мы часто размещали и размещаем. В то же время мы не считаем, что нужно их «гнать» на рынок любой ценой. У эмитентов есть некий собственный цикл, когда им комфортно размещаться, привлекая средства в том или ином объеме.

Кстати, если посмотреть сейчас на рынок, мы увидим, что увеличился объем выпуска облигаций банками и финансовыми институтами. Их доля на публичном рынке составляет около 46% рынка. Внутри этой категории заемщиков мы стараемся быть избирательными, размещать те выпуски, которые считаем действительно интересными.

– Какие именно клиенты в банковской отрасли вам потенциально интересны?

– Надо исходить из того, что представляет собой банковский сегмент в России сегодня. Он консолидируется, банки становятся ближе к клиентам. Единственным местом, где можно зарабатывать деньги в банковском бизнесе, оказывается розница. Мы, как инвестбанк, должны проделывать большую домашнюю работу, выбирать те мандаты и те банки, которые потом сможем долго обслуживать. В этом заключается наш подход к бизнесу: мы стараемся выстраивать долгосрочные отношения. Кроме того, не секрет, что мы получаем большую часть своего дохода от торговли на вторичном рынке. Поэтому нам интересны имена с потенциалом, а не одноразовые выпуски. Поэтому да, мы проявляем какую-то избирательность. Не пытаемся чересчур агрессивно бороться за мандаты, обещая эмитенту слишком много.

> САМЫЙ ЛУЧШИЙ СПОСОБ РАЗБИТЬ САД — ЭТО НАНЯТЬ САДОВНИКА, А НЕ ПЫТАТЬСЯ СДЕЛАТЬ ВСЕ САМОМУ. ПОРА УХОДИТЬ ОТ НАТУРАЛЬНОГО ХОЗЯЙСТВА И ДВИГАТЬСЯ ВСЕ ЖЕ К РЫНОЧНЫМ ОТНОШЕНИЯМ

– Вы сказали, что стараетесь выстраивать долгосрочные отношения. Что они подразумевают — наличие дополнительного бизнеса?

– Знаете, как устроены отношения эмитентов и банкиров на Западе? У компании, как правило, есть свой опорный инвестиционный банк, который является долгосрочным партнером. Время от времени клиенту требуется проведение каких-то транзакций, и именно этот банк первым делом получает звонок о том, что возникла такая необходимость. Российские эмитенты на данный момент предпочитают действовать по-другому. Они сами продумывают стратегию и тактику выхода на рынок и после этого устраивают тендер, где пытаются выбрать, как им кажется, наилучший банк для проведения этой транзакции. На мой взгляд, такая тактика может быть оправдана на этапе становления рынка, но в принципе и банкам, и эмитентам было бы выгоднее иметь долгосрочные отношения. Именно такие отношения мы и стараемся выстраивать: когда мы для эмитента разместили не один и не два выпуска, а находимся с ним в постоянном контакте и пытаемся предложить стратегию долгосрочного поведения на рынке. Другими словами, мы стараемся в начале года, пообщавшись с клиентом, получить представление о том, какие задачи он хочет реализовать в ближайшие 12 месяцев. Разместить один выпуск в течение года, но по наименьшей ставке или с максимально возможной дюрацией. Или построить кривую, разместить максимальный объем, который сможет переварить рынок. Или найти какой-то момент, когда, разместив несколько коротких точек, можно будет зафиксировать ставку и потом выпустить длинные бумаги. Стратегий и тактик поведения на рынке может быть масса, и мы стараемся выстраивать такие отношения с эмитентом, которые предусматривают реализацию долгосрочных решений.

– Но у тех, кто бегает по рынку с тендером, главная мотивация — это выиграть рубль?

– Это значит — ничего не выиграть, потому что конечной является стоимость заимствования. Она складывается в том числе и из комиссии, но по большому счету на 90% она определяется тем, насколько удачно выбрано время для выхода на рынок. То есть компания, условно говоря, выйдя на рынок, в мае 2012 года получила бы совершенно иные ставки, иную дюрацию и объем заимствований, чем если бы она размещалась в феврале. Если эмитент сам отслеживает ситуацию на рынке и пытается угадать «окна» для входа, то он берет на себя весь этот риск. Другой вариант — выбрать инвестиционный банк, который будет профессионально и качественно решать эти задачи. Мне кажется, в этом случае шансы на успех гораздо выше. Самый лучший способ разбить сад — это нанять садовника, а не пытаться сделать все самому. Пора уходить от натурального хозяйства и двигаться все же к рыночным отношениям.

– Кстати, о «садовниках»: вы на этом рынке давно, работали в аналитике, перешли в инвестбанкиры, есть ли у вас ощущение удовлетворения от того, что вы участвовали в развитии рынка? И можно ли его в принципе назвать развитым?

– Ответ на первый ваш вопрос: абсолютно точно, удовлетворение есть. Это, наверное, та вещь, которая держит меня на рынке. Действительно, рынок развивается на глазах, и прогресс, который произошел за последние десять лет, — гигантский. Наверное, я в какой-то степени даже испытываю гордость за то, что был участником этого процесса. Сейчас российский рынок точно уже не раз-

вивающийся, мы значительно превзошли уровень рынка какой-нибудь Южной Африки или Чили, но и не достигли уровня развитых рынков. У нас еще сохраняются атавизмы, есть достаточно странные ограничения. Ну и сохраняется основной фактор, который отличает неразвитый рынок от развитого — это его замкнутость в себе. В этом плане наш рынок напоминает мне японский. На нем никого нет, кроме нас самих. Поэтому развитым рынком, думаю, его пока называть рано.

– Это плохо?

– Это однозначно плохо. Потому что рынок, на котором присутствуют только внутренние инвесторы, бинарный. Люди хотят либо купить, либо продать примерно в один и тот же момент. С точки зрения ликвидности это накладывает неприятный отпечаток на рынок. Второй недостаток — это то, что у нас рынок достаточно коротких денег. 70% инвесторов на нем — банки, у которых немножко другие установки, они смотрят в основном на короткий конец кривой. А для того чтобы рынок развивался дальше, ему необходим доступ к более длинным деньгам институциональных инвесторов. Нам нужны и более длинные западные институциональные деньги, и иностранные спекулянты, которые могут быть более мобильными, чем российские инвесторы. С этой точки зрения нам еще есть куда развиваться.

– То есть вы поднимали руку за либерализацию?

– Мы были очень активным пропонентом либерализации и активно продвигали эту идею во всех дискуссиях с регулятором.

– Почему?

– А какие минусы у либерализации? То, что мы привлечем волатильность? Так от нее никуда нельзя спрятаться. Можно сделать вид, что мы ее не замечаем, но когда появляется волатильность на западных рынках, активность на нашем рынке просто замирает. Дело не в том, что она сюда не импортируется. Просто мы на нее так своеобразно реагируем. Также высказываются опасения, что из-за либерализации какая-то часть активности уйдет западным игрокам, — замечательно, это называется конкуренция.

– Вам ее мало?

– Ее катастрофически мало! То, что сейчас происходит на внутреннем рынке, нельзя назвать конкуренцией. Я склонен объяснять это особенностями нашего коллективного прошлого. Проведу аналогию. В нашей футбольной лиге есть довольно сильные команды. Но как только они начинают выступать в Европе, сразу становится понятно, что до общего уровня они почему-то не дотягивают. Отсутствие конкуренции внутри, отсутствие сильного чемпионата, когда команды играют по честным правилам, а не согласно подковерным договоренностям, приводит к тому, что мы на внешних рынках становимся менее конкурентоспособными. Единственный способ стать конкурентными — обеспечить конкуренцию и на внутреннем рынке тоже. Я не считаю, что конкуренция нас ослабит. Мы уже перешли тот рубеж, когда российские инвестбанки были слабыми игроками. Если, условно говоря, мы можем конкурировать со Сбербанком и ВТБ, мы сможем конкурировать и с JP Morgan, и с Ситибанком. Другое дело, что они явно не будут применять те приемы, которыми пользуются госбанки.

> «ТО, ЧТО СЕЙЧАС ПРОИСХОДИТ НА ВНУТРЕННЕМ РЫНКЕ, НЕЛЬЗЯ НАЗВАТЬ КОНКУРЕНЦИЕЙ. Я СКЛОНЕН ОБЪЯСНЯТЬ ЭТО ОСОБЕННОСТЯМИ НАШЕГО КОЛЛЕКТИВНОГО ПРОШЛОГО»

– Но ведь эти игроки уже присутствуют на нашем рынке?

– Это иллюзия. Есть торговые подразделения, которые состоят из двух человек.

– Одно время вы очень бойко конкурировали на рынке организации займов для регионов, но в последнее время как будто стали скромнее. Это так?

– Давайте посмотрим реальности в глаза. У нас была в 2012 году очень крупная сделка по размещению облигаций Самарской области. Закончилось это тем, что нам пришлось ее делить со Сбербанком. Это не единственная ситуация, и повторяются они не потому, что мы хотим поделиться своим мандатом. Это не рынок в полном смысле, это «телефонное» право, которым обладает госбанк.

– Многие говорят, что у этого рынка огромный потенциал, но как его раскрыть, никому не понятно.

– Так происходит по нескольким причинам. Первая — это необходимость проведения конкурсов. Закон 94-ФЗ в принципе сводится к тому, что вы должны, условно говоря, выбирать себе хирурга или адвоката по одному параметру — цене. Более того, вы обязаны выбрать именно того хирурга, который вам предложит самую низкую цену. При этом правила выбора очень жестко структурированы. Соблюдение требований регулируется надзорными органами, которые весьма строги, а лица, ответственные за проведение конкурса, их просто боятся. В такой ситуации вероятность того, что при нарушении каких-то формальностей вы просто окажетесь крайним, очень велика.

Есть и вторая проблема, которая связана с общим предпринимательским климатом в стране. Рынок является однобоким. Он сейчас очень сильно склоняется в сторону одного поставщика услуг — Сбербанка. Притом большое количество эмитентов просто не знают, как на этот рынок выйти, а попадать в кабальную зависимость от одного организатора тоже не хочется. И отбиваться в судах от обвинений в неправильно проведенных аукционах тоже занятие достаточно сомнительное. У этого рынка очень большие возможности с точки зрения роста, но текущее законодательство и бизнес-практика сильно этому препятствуют.

– Недавно представитель одного из регионов сказал, что у нас на рынке царит диктат банков-организаторов. Если следовать вашей логике, то речь идет про диктат госбанков-организаторов?

– Само по себе наличие в стране трех госбанков и еще когорты более мелких, но тоже государственных фи-

нансовых институтов — это нонсенс! Больше такого нигде в мире нет. Рынок мог бы быть более эффективным, но для этого нужна конкуренция. А куда движемся мы? — от конкуренции в сторону все большей и большей зарегулированности. В конечном счете многое зависит и от эмитента: или он хочет иметь возможность выбирать, или готов потреблять только тот продукт, который ему предлагают.

– С точки зрения регулирования — вам нравится, куда движется рынок?

– В чем нам относительно везет, так это в том, что наши регуляторы (ФСФР, Центральный банк и в какой-то степени Минфин) являются, наверное, самыми продвинутыми регуляторами на российском рынке с точки зрения качества регулирования. Оно не идеально, но оно работоспособнее. Многие из принимаемых законов противоречивы и не очень работоспособны. Но надо понимать, что мы существуем не в безвоздушном пространстве, а в Российской Федерации. С этой точки зрения регулирование рынка не является нашей основной проблемой. Конечно, есть еще масса вещей, которые можно улучшать, но в общем и целом какой-то диалог между регулятором и бизнес-сообществом существует.

– Какая проблема, на ваш взгляд, сейчас является основной для рынка?

– На нашей последней конференции по долговому рынку мы проводили голосование среди профессиональных участников: инвесторов, эмитентов и представителей регулятора. Мы задали вопрос: «Что у вас вызывает наибольшие опасения по поводу будущего рынка?» Среди вариантов ответов были: макроэкономика, регулирование рынка, политический климат и так далее. Самый большой перевес в ответах был на стороне макроэкономики. То есть инвесторов больше всего волнует именно замедление российской экономики. Для нашего рынка это означает, что все больше и больше эмитентов размещаются для рефинансирования существующих долгов. Они не инвестируют, а рефинансируют старый долг. Новые инвестиции привлекают только банки, которые работают на рынке потребительского кредитования. Остальные эмитенты занимаются только рефинансированием своих инвестиционных портфелей. Это означает, что пул эмитентов потихонечку сжимается, что приводит к усилению конкуренции, которая, как мы уже говорили, реализуется не совсем рыночными методами.

– У вас лично ситуация в экономике вызывает большие опасения?

– Тут весь дьявол в нюансах. Есть много оттенков серого, вопрос — какой из них будет преобладать в этом году: светло-серый или темно-серый. Наша оценка такова: отсутствие тренда стало трендом. Скорее всего, мы будем продолжать дрейфовать по течению и в этом году. У нас замедляются темпы роста экономики. Рецессия в Европе всегда приводила к сильному замедлению и в России. А рецессия в Европе — это реальность, вопрос заключается в том, насколько сильной и длительной она будет. Очевидно также, что Китай испытывает серьезные трудности, которые отражаются на товарном рынке.

Тот цикл, в котором мы существовали последние десять лет и за который успели отстроить рынок, заканчивается, и, скорее всего, начинается иной цикл. Надо готовиться к тому, что следующие несколько лет, а может, и больше будут более тяжелыми с точки зрения макроэкономических факторов. В первую очередь эти изменения проявятся в том, что ошибки нельзя будет больше замаскировывать общим ростом, они будут приводить к более серьезным последствиям. Естественно, эмитенты будут более осторожными с точки зрения наращивания долга. В то же время российские компании традиционно финансируют себя за счет размещения долгов, у них очень маленькая доля акций в привлечении капитала. Поэтому любое снижение маржи приводит к достаточно сильным последствиям по увеличению долговой нагрузки. Теперь инвесторы не смогут этого не учитывать. Тут мы опять возвращаемся к тому, что нужно будет проводить тщательную домашнюю работу по оценке качества эмитентов. Конкуренция среди инвестбанков возрастет по одной простой причине — пул эмитентов будет становиться меньше. Мы не говорим об абсолютном размере рынка, он может и возрастать за счет джамбо-транзакций отдельных заемщиков.

Мы выходим из очень длинного положительного апсайда, который прерывался короткими промежутками отрицательного рынка. Этот период заканчивается, если уже не закончился. Мы входим в период, когда низкие темпы роста экономики обязательно отразятся на темпах роста рынка. Такая трансформация произошла и в Европе, и в Америке, и, в конце концов, на российском рынке акций. Примерно то же самое ожидает российский рынок облигаций. У нас будут небольшие темпы роста и большая конкуренция за деньги. С этой позиции взгляд в будущее у нас если и оптимистичный, то очень осторожный.

– Кстати, вам не кажется, что в последнее время российский IB-рынок сильно помолодел?

– Я бы не сказал, что это тенденция последнего времени. Это просто мы с вами стали чуть-чуть старше.

– И при этом есть ощущение, что престиж профессии инвестбанкира снижается...

– Она уже давно не престижна. Как-то проводился опрос, согласно которому сейчас у молодежи самой престижной считается профессия чиновника. Это еще одно отражение того факта, что примерно 50% российского ВВП, а по некоторым подсчетам и больше, приходится на долю госкомпаний. Среди развитых и развивающихся стран мира у нас самая большая доля государственного сектора в экономике. Как показывает мировой опыт, это не ведет к положительным результатам. Банки всегда являлись регуляторами рыночной экономики — так вот, мы постепенно передаем эту функцию государству. Естественно, это ведет к изменениям на рынке труда.

– К тому же снизились ожидания по величине компенсационных пакетов.

– Это естественная тенденция. За время золотого десятилетия пакеты в банках доросли до каких-то необъяснимых величин. Сейчас, после всех сокращений, в отрасли все еще есть значительные излишки. Раньше нам казалось, что мы конкурируем с западными банками с их гигантской платформой, когда они за счет каких-то прибыльных операций на других рынках могли фондировать убыточные операции на российском рынке. Эти времена прошли. Они перестали так относиться к России. Теперь эту позицию заняли госбанки. И частным банкам приходится с ними конкурировать. Фактически мы функционируем на двухъярусном рынке — есть госбанки, а есть все остальные.

> КОНКУРЕНЦИЯ СРЕДИ ИНВЕСТБАНКОВ ВОЗРАСТЕТ ПО ОДНОЙ ПРОСТОЙ ПРИЧИНЕ — ПУЛ ЭМИТЕНТОВ СТАНЕТ МЕНЬШЕ

– В последнее время у нас на рынке было несколько историй, когда работники банковской сферы переходили из инвестбанков в правительство, Минфин и так далее. Вам подобных предложений не поступало?

– Я не могу там работать по определению, так как я двойной гражданин. Мне эта идея никогда в голову не придет в принципе, я не хочу работать ни на какое правительство. Наверное, это просто свойство характера.

– Как думаете, вот этот двухъярусный рынок, на котором мы все существуем, как-то будет правильно эволюционировать?

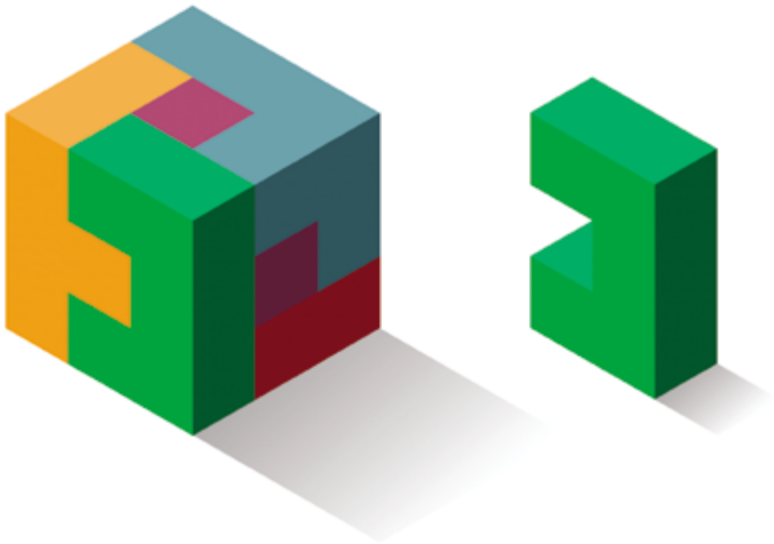
– Понимаете, это более серьезный вопрос, он касается не только и не столько рынка ценных бумаг, а функционирования экономики в целом.

Если посмотреть на примеры трех абсолютно разных экономик — США, Китая и России — на периоде последних десяти лет, заметно, что все три экономики на возникающие сложности отвечали увеличением государственного вмешательства в рынок. США с момента рецессии 2001 года так и не могут выйти на траекторию устойчивого роста и экспериментируют с различными формами государственной поддержки рынка. Китай за последние 15 лет увеличил долю государства в экономике с 20% до 30% за счет инвестиций в инфраструктуру, осуществляемых государством. В России за последние 10 лет доля государства в экономике поднялась до 50%.

Интересно, что во всех трех экономиках происходит одно и то же — после некоторого всплеска активности как ответа на рост инвестиций наступало снижение экономического роста, для поддержания которого требовался новый стимул со стороны государства. И так далее по кругу. И этот порочный круг, кроме того что не в состоянии вывести на траекторию качественного экономического роста, еще и является очень затратным и не может продолжаться бесконечно. И в США, и в Китае есть устойчивое понимание, что этот порочный круг надо разорвать и что, кроме созидательной энергии граждан, никакого другого устойчивого источника для экономического роста не существует. Надеюсь, и мы придем к аналогичному выводу и начнем исправлять сложившиеся перекосы в экономике и на рынке.

Беседовала
Антонина ТЕР-АСТВАЦАТУРОВА

DIASOFT
всё по-настоящему



Компонентность.
Ключ к свободе

"Диасофт" создает компонентные решения.
Компонентный подход позволяет выбирать лучшие в своем классе решения и не зависеть от одного поставщика

Узнайте больше на ***components.diasoft.ru***