***Борис Гинзбург**,*
исполнительный директор,
руководитель департамента по операциям
с долговыми инструментами,
ИК «УРАЛСИБ Кэпитал»

Борис Гинзбург: «В нашей отрасли — избыток мощностей»

О СВОЕМ ВИДЕНИИ НЫНЕШНИХ РЕАЛИЙ И ДАЛЬНЕЙШИХ ПЕРСПЕКТИВ ОБЛИГАЦИОННОГО РЫНКА В ИНТЕРВЬЮ CBONDS REVIEW РАССКАЗАЛ БОРИС ГИНЗБУРГ, РУКОВОДИТЕЛЬ ДЕПАРТАМЕНТА ПО ОПЕРАЦИЯМ С ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ ИК «УРАЛСИБ КЭПИТАЛ».

Инвестиционная компания **«УРАЛСИБ Кэпитал»** входит в состав финансовой корпорации «УРАЛСИБ» и представляет инвестиционно-банковское направление деятельности корпорации.

Борис Гинзбург пришел в финансовую корпорацию «УРАЛСИБ» в 2002 году.

В настоящее время в круг обязанностей господина Гинзбурга входит руководство управлением по торговым операциям с долговыми бумагами и управлением по рынкам долгового капитала. Ранее господин Гинзбург занимал должность управляющего директора, заместителя руководителя департамента по операциям с акциями, а начинал свою карьеру в ФК «УРАЛСИБ» в должности начальника управления анализа долговых инструментов.

До прихода в ФК «УРАЛСИБ» господин Гинзбург работал в должности аналитика в таких крупнейших инвестиционных банках, как Deutsche Bank Alex Brown (США) (2000–2001), NDB Capital Markets (США) (1998–2000) и Banque Paribas (США) (1997–1998).

Господин Гинзбург закончил Государственный Технический Университет ((Москва), имеет диплом Pace University (США) по специальности «Управление инвестициями».

Чем занимается инвестблок «Уралсиба» в нынешних непростых условиях, когда многие направления инвестбанковской деятельности (например, первичные размещения) попросту не актуальны?

На вторичном рынке мы обслуживаем спрос со стороны иностранных инвесторов по точечной покупке подешевевших российских активов. Таких клиентов немного, но они есть. В последнее время к ним присоединились и отдельные российские управляющие компании.

На первичном рынке сегодня наша основная работа заключается в поддержании контакта с эмитентами облигаций с тем, чтобы удостовериться в том, что они смогут выполнить свои обязательства по офертам в полном объеме.

Вы лишь наблюдаете за этими клиентами или готовы им помочь в прохождении оферт?

В таких непростых условиях наша помощь заключается преимущественно в поддержании прямого, непосредственного контакта между эмитентами и инвесторами. Мы прилагаем все усилия, чтобы наши клиенты понимали ситуацию на рынке и принимали осмысленные решения. Своих клиентов-эмитентов мы еще летом начали предупреждать о том, что ситуация на финансовых рынках будет усложняться и им надо готовиться к прохождению оферт, хотя, конечно, предсказать полный коллапс рынка не могли.

То есть ваши клиенты-эмитенты могут надеяться лишь на «ликбез», на помощь советами, а не на реальную помощь «рублем» в период прохождения оферты или погашения займа?

К сожалению, фактов предоставления бридж-кредитов на прохождение оферт негосударственными банками на настоящий момент нет.

Покупка банком-организатором на собственную позицию части выпуска облигаций, размещаемого им для клиента, является распространенной практикой. Вы хотите сказать, что «Уралсиб» никогда не участвовал в размещениях, которые организовывал для своих клиентов, или уже очистил собственный портфель от таких бумаг?

Наша задача не покупать бумаги на размещении, а продавать их. Мы брали на себя бумаги на размещении только для того, чтобы поддерживать потом ликвидный рынок, но наша бизнес-модель никогда не предусматривала, что мы на размещении берем на себя значительный объем клиентского выпуска.

Две компании третьего эшелона, чьи облигационные займы размещал «Уралсиб», рассказывали Cbonds Review о том, что ваш банк отказался им помочь в прохождении оферт. В то же время некоторые участники облигационного рынка связывают такое поведение инвестблока «Уралсиба» с тем, что УК «Уралсиб» пересмотрела свои облигационные портфели и избавилась от большинства бумаг третьего эшелона. Насколько верно такое объяснение?

Это достаточно наболевший вопрос, поэтому стоит, наверно, остановиться на нем подробнее. Все крупные игроки финансового рынка, имеющие в своем составе инвестбанк и УК, сталкиваются с тем, что отдельные участники рынка считают эти два бизнеса единым целым. По крайней мере, в случае с «Уралсибом» это не так. Инвестиционный банк «Уралсиб» и УК «Уралсиб» — это две разные компании, каждая со своими целями и задачами, и увязывать их действия просто некорректно. Что касается бриджей. Бриджи предоставляются корпоративным банком «Уралсиб» на коммерческих условиях. В подавляющем большинстве случаев бриджи предоставляются не на бланковой основе, а под залоги.

Вы согласны с тем, что, размещая выпуск облигаций для клиента, инвестбанк должен взять на себя часть (пусть даже незначительную) объема этого выпуска, чтобы продемонстрировать другим инвесторам то, что это действительно надежная бумага и сам банк-организатор доверяет кредитному качеству эмитента?

Инвестбанк при подготовке выпуска должен предоставить инвесторам полную и корректную с нашей точки зрения информацию, необходимую для объективной оценки финансового состояния компании. Решение об инвестировании в выпуски на первичном рынке принимается отдельно, и каких-либо четко установленных критериев о покупке размещаемых выпусков у нас нет.

Летом один из ваших клиентов заявил, что ваш банк предложил ему помощь в прохождении оферты «за комиссионные в 6.4%». Насколько верно данное заявление? Как вообще технически рассчитывается цена прохождения оферты — в процентах от объема займа, в процентах годовых за использование краткосрочного кредита или как-то иначе? Каков на сегодня диапазон стоимости ваших услуг по прохождению оферты?

Мне уже пришлось давать ответ на этот вопрос на форуме Cbonds — данная информация не соответствует действительности. Комиссия за прохождение оферты складывалась не из требований по стоимости предоставления финансирования банком-организатором, а из требований инвесторов. Прохождение этой оферты было очень непростым, но она была пройдена. Все последующие заявления, возможно, являются проявлениями эмоций.

Вы упомянули о том, что даже на сегодняшнем сложном рынке у некоторых ваших клиентов есть интерес к покупкам облигаций. Что это за клиенты и какие бумаги их интересуют?

Это иностранные хедж-фонды, которые делают точечные покупки, ищут высокие доходности. Их интересуют относительно безопасные покупки: инфраструктурные компании, связанные с государством, с федеральным либо с региональными правительствами, какие-то крупные российские компании, которые считаются относительно безопасными. Кроме того, это российские управляющие компании, предлагающие своим клиентам воспользоваться сложившейся ситуацией, когда инвестирование в облигации может дать доход, сравнимый с рынком акций в лучшие его годы.

Насколько за последнее время подешевел собственный портфель ценных бумаг инвстбанка «Уралсиб»?

Мы переоцениваем этот портфель на ежедневной основе. Чем больше длина бумаги, тем больше она «просела», а подешевели сейчас абсолютно все бумаги.

Бумаги каких эмитентов сейчас в основном в вашем долговом портфеле?

Как уже отмечалось, у нас были негативные ожидания на конец этого года, и наш портфель еще в середине года приобрел защитный характер. Большую часть портфеля формируют бумаги, входящие в список РЕПО ЦБ, есть какое-то количество эмитентов, которых мы относим к качественному второму эшелону, есть небольшое количество эмитентов, которых мы относим к третьему эшелону, но не к четвертому.

Эти бумаги сейчас, наверное, невозможно продать. Как вы планируете работать дальше?

Если говорить про общую ситуацию на рынке, то, наверное, весь рынок должен быть переосмыслен. Во-первых, российские компании в целом были очень оптимистичны в оценке своих бизнес-планов: планы продаж продуктов и услуг должны быть пересмотрены в сторону понижения. Не все компании будут в состоянии это сделать, не все бизнес-планы имеют достаточную степень гибкости, многие компании просто уйдут из бизнеса, потому что в новую реальность их бизнес-планы не «вписываются». Во-вторых, практически у всех российских компаний структура баланса сильно «перекошена» в сторону долговой нагрузки.

Нужно будет разделить всех клиентов на две категории: тех, то имеет право на существование, и тех, кто не имеет права на существование. К первой группе относятся компании, производящие продукты и услуги, которые будут востребованы в новых рыночных условиях,

ко второй группе — те, кто должен будет, к сожалению, выйти из игры. Это правило рецессии: с рынка «вымываются» наиболее слабые игроки.

Те, кто имеет право на существование и останется на рынке, должны будут существенным образом корректировать структуру своего баланса, увеличив через различные инструменты долю акционерного капитала в своем балансе. Рынок пока еще не знает, каким именно образом будет произведена эта замена. Главное, что это должно быть сделано только для конкурентоспособных компаний, бесполезно обменивать долги на акции в тех компаниях, которые не имеют прав на существование.

Если говорить о том, как кризис отразится на различных секторах экономики, то аналитики сходятся во мнении, что первыми пострадают (и уже страдают) девелопервы и ритейлеры. Какие отрасли экономики в зоне риска, по-вашему? Компаниям каких отраслей придется выходить из игры первыми?

Кризис, который начался в финансовой отрасли, постепенно распространяется на реальную экономику. Мы четко видим, что есть две отрасли, которые будут затронуты очень сильно: действительно, в первую очередь это девелоперы, во вторую — ритейлеры, им предстоит переоценка возможностей, пересмотр уровней рентабельности проектов, которые они закладывают в свои бизнес-планы.

Достаточно тяжелая ситуация складывается в обрабатывающих отраслях, здесь все будет зависеть от того, произойдет ли ослабление валюты. Если это случится, то обрабатывающим отраслям станет легче. Сейчас очень тяжело приходится всем отраслям, связанным с натуральными ресурсами: невозможно предсказать, на каких уровнях остановятся цены на commodities, — мы не знаем, будет ли изменено налогообложение этих отраслей, а если будет, то каким образом. Налогообложение — очень серьезный фактор при оценке рентабельности предприятий, связанных с натуральными ресурсами.

Что касается других отраслей, многое будет зависеть от того, какие действия будет предпринимать правительство. Предприятиям всех отраслей экономики придется очень серьезно корректировать свои планы по использованию производственных мощностей.

Можно ли констатировать масштабное бегство иностранного капитала из России?

Оно уже произошло. Иностранные инвесторы уже ушли, массовое бегство уже состоялось, единицы из них сейчас приходят на российский рынок ценных бумаг на новых ценовых уровнях.

С начала этого года в России большинство размещений (облигаций) даже крупных компаний проходили без участия иностранных инвесторов. Так, например, в размещениях облигаций РЖД, Московской области, «Вымпелкома» участие иностранных инвесторов было весьма слабым, а те иностранные инвесторы, которые в них все же участвовали, насколько нам известно, были по сути не иностранными инвесторами, а россиянами, приобретавшими бумаги через иностранные банки.

Что в наибольшей степени способствовало бегству иностранного капитала с российского рынка — политические риски (дело «Мечела», конфликт российских и зарубежных акционеров «ТНК-ВР», война в Южной Осетии) или глобальное ухудшение ситуации на финансовых рынках?

Иностранные инвесторы перестали участвовать в российских размещениях — задолго до «дела «Мечела» и до войны в Осетии — из-за того, что российские бумаги перестали быть интересными для них ввиду низких уровней доходности и высокого уровня долговой нагрузки, а также из-за того, что рынок находился в «анемичном» состоянии.

Продажи (иностранными инвесторами ценных бумаг российских эмитентов) начались с конца 2007 года и продолжались всю первую половину 2008 года с различной степенью интенсивности. Новый виток массовых продаж, когда с российского рынка выводились уже остатки иностранных инвестиций, мы увидели после «дела «Мечела» и «ТНК-ВР» и начала войны в Осетии.

Тем временем российский рынок демонстрирует очень привлекательные ценовые уровни — как в сегменте акций «голубых фишек», так и в сегменте облигаций первого-второго эшелонов. Насколько вероятно возвращение денег иностранных инвесторов на отечественный рынок ценных бумаг в обозримой перспективе?

Перефразируя кота Матроскина из Простоквашино: «Для того чтобы купить что-нибудь ненужное, нужно сначала продать что-нибудь ненужное». У иностранных инвесторов сейчас элементарно нет денег.

>>> **Кризис, который начался в финансовой отрасли, постепенно распространяется на реальную экономику. Мы четко видим, что есть две отрасли, которые будут затронуты очень сильно: действительно, в первую очередь это девелоперы, во вторую — ритейлеры, им предстоит переоценка возможностей, пересмотр уровней рентабельности проектов, которые они закладывают в свои бизнес-планы.** <<<

Кризис, который мы сейчас наблюдаем, глобальный, он начался не в России, в России он продолжился и стал глубже, чем на Западе. Западные рынки сейчас переживают очень тяжелые времена, в какие-то моменты на Западе закрываются денежные рынки (money market), неэффективно функционируют рынки свопов между долларом и евро, — те рынки, которые, по идее, не могут закрываться вообще никогда. Американское казначейство вынуждено поддерживать рынок коммерческих бумаг (commercial papers) — рынок объемом в несколько триллионов долларов, который должен функционировать как часы.

В таких условиях нереалистично ожидать, что у иностранных инвесторов будут деньги (для инвестиций в российские активы), они «латают дыры» дома. В частности, часть продаж на российском рынке во второй половине года (еще до начала политических проблем) была вызвана тем, что их просили закрывать позиции на российском рынке, еще державшемся тогда на плаву, и переводить деньги на домашние рынки для того, чтобы их поддержать.

Большая часть хедж-фондов сегодня переживает не самые лучшие времена, потому что у них исчезли источники ликвидности: им нужно где-то кредитоваться, а западные банки сейчас не кредитуют никакие фонды. Хедж-фонды были бы готовы что-нибудь купить, но у них просто нет достаточной ликвидности.

А как насчет фондов private equity, вы в последнее время не наблюдаете рост их интереса российскому рынку?

Да, фонды private equity присматриваются к российским компаниям, они видят, что у многих российских компаний неправильная структура баланса, при этом многие компании испытывают сильный дефицит ликвидности. Фонды private equity прекрасно понимают, что в России equity сейчас стоит дешево, поэтому эти фонды готовы через различные инструменты участвовать в капитале российских компаний, в обмен предоставляя им финансирование. Интерес фондов private equity к российскому бизнесу пока только зарождается, но он уже ощутим. Пока фонды пытаются понять, какие из компаний наиболее привлекательны и какие из них острее нуждаются в финансировании. Полагаю, что при выборе объектов для инвестиций фондам необходимо очертить круг компаний, которые в принципе будут готовы с ними сотрудничать, потому что многие российские собственники отличаются тем, что неохотно продают доли в своем бизнесе.

Но у многих владельцев корпораций просто выхода иного не будет, кроме как продать долю.

Да, и фондам нужно будет понять, у каких компаний нет выхода, кто готов это делать. После этого нужно будет выделить из этих компаний конкурентоспособные и перспективные, те, которые смогут поправить свое положение и выйти в лидеры, и отмести те компании, которые должны будут сойти со сцены.

Как вы оцениваете те шаги, которые российские регуляторы предпринимают, пытаясь стабилизировать ситуацию на финансовом рынке, достаточны ли эти меры или больному нужно более сильное и действенное лекарство?

Ни российское Правительство и Центральный банк, ни большинство их западных коллег никогда в своей жизни не сталкивались с кризисом такой глубины. Но на западных рынках, по крайней мере, были серьезные потрясения, и у регуляторов есть опыт работы в сложных условиях: был нефтяной кризис 1973 года, кризис сберегательных банков в 80-х и 90-х годах, серьезная рецессия 1992 года. Многие на рынке помнят Brady bonds, которые появились после урегулирования кризиса с облигациями латиноамериканских стран в 1980-е. Потом были и Мексиканский кризис 1995 года, и Корейский кризис 1986 года, и Азиатский кризис 1997 года, и спасение LTCM и последствия российского дефолта 1998 года, наконец, координированные действия мировых центральных банков после 11 сентября 2001 года. У западных регуляторов есть процедуры, правила, и — самое главное — опыт, которые им позволяют действовать в таких условиях.

При этом на Западе нет единого сценария. Для борьбы с финансовым кризисом в США был принят план Полсона, он был негативно воспринят рынком, и пришлось план Полсона менять «на колесах». Сейчас мировые лидеры пытаются нащупать план по смягчению экономических последствий и смягчения рецессии, но какого-то универсального рецепта здесь не наблюдается.

Российскому рынку всего десять лет, и у нас нет достаточной законодательной базы, опыта, ни даже четкого разграничения обязанностей между регуляторами рынка. Поэтому естественно, что в нынешних условиях Правительство, Центральный банк, ФСФР пытаются двигаться маленькими осторожными шагами, чтобы не растратить накопленный запас ликвидности впустую. Далеко не однозначно, что кто-либо на их месте мог бы действовать лучше.

Если бы вы были главой российского ЦБ, что бы вы сделали для нормализации ситуации на рынке?

Моей рекомендацией бы было расширение Ломбардного списка и списка бумаг, приемлемых для РЕПО ЦБ. Расширить список бумаг, приемлемых для РЕПО ЦБ, можно за счет еврооблигаций и, наверное, за счет наиболее ликвидных акций, потому что таким образом государству легче поддержать рынок акций, нежели просто покупая акции. Также, на мой взгляд, полезно снизить требования по дисконтам тех бумаг, которые сейчас принимаются на РЕПО ЦБ, потому что многие новые бумаги принимаются туда с неоправданно высоким дисконтом относительно рынка. Кроме того, стоит синхронизировать список РЕПО ЦБ и Ломбардный список, потому что сейчас они различны. Целесообразно сократить срок, в течение которого бумага, находящаяся на оферте, не может участвовать ни в торгах, ни в сделках РЕПО.

Еще я бы рекомендовал упростить процедуру выпуска бумаг под пул активов, чтобы российские банки могли секьютизировать свои пулы активов и продавать их с чьей-то гарантией, а также я бы постарался облегчить прием таких пулов активов в залог в ЦБ при получении соответствующего рейтинга. Сейчас секьюритизация любого пула по российскому законодательству занимает не менее полугода, по английскому законодательству это можно делать в разы быстрее.

Сейчас регуляторы занимаются совершенствованием механизмов выпуска ипотечных ценных бумаг.

Действительно, существует совершенно элегантная схема, разрабатываемая АИЖК, которая предполагает запуск ипотечного рынка, создание секьюритизированных бумаг при получении гарантий АИЖК на создаваемый пул. Получение гарантии АИЖК приведет к тому, что средства, выделяемые АИЖК, будут использоваться не на прямую покупку, а на гарантии, что будет иметь эффект мультипликатора. Но запуск новой схемы требует скоординированной работы регуляторов, ЦБ, ФСФР и ММВБ, которая допускает бумаги к торгам. Эта координация пока недостаточна.

Какие еще меры могут поддержать банковскую систему?

Предоставление полной гарантии по вкладам по примеру таких стран, как Германия, Австрия и Ирландия, где подобные меры уже приняты, и США, где они сейчас обсуждаются, чтобы избежать массового съема денег, оттока депозитов из банковской системы. Для российской экономики будет сильным ударом, если страна возвратится к состоянию 2000 года, когда большая часть денег хранилась не в банковской системе, где они используются с большим мультипликатором, где они работают, а под матрасами.

Еще один рецепт — рекапитализация банковской системы, которая уже проведена в Англии и обсуждается в США. Ограниченный круг рыночных игроков, получив капитал на свой баланс, начинают при контроле со стороны своего нового акционера — государства использовать этот капитал для кредитования остальной экономики. Таким образом, с одной стороны, решается проблема стабильности ключевых финансовых игроков, с другой стороны, деньги распределяются в систему.

Как развивалась история с исполнением долговых обязательств компании «Арбат энд Ко»?

Работа инвестбанка закончилась на той стадии, когда компания погасила свои облигации.

Сейчас эта компания находится, очевидно, в состоянии сворачивания своей деятельности. Ее выход на рынки публичного капитала невозможен, и поэтому после того как компания расплатилась по своим облигациям, после того как мы смогли сделать так, что заем был погашен, мы с ней не работали.

Вы не участвовали в реструктуризации задолженности этой компании, в реализации ее активов?

Инвестбанк — нет.

Сейчас на инвестиционно-банковском рынке наблюдаются глобальные процессы консолидации и покупки-продажи крупных игроков. Планирует ли «Уралсиб» стратегические альянсы с какими-либо участниками финансового рынка, покупку конкурентов?

Весь ландшафт бизнеса претерпит кардинальные изменения. В инвестиционно-банковской отрасли велик уровень избытка мощностей. Столько мощностей рынку не нужно. Будет происходить выбытие игроков, а не консолидация. Невозможно купить клиентов, легче купить отдельную команду.

Те попытки интеграции разных «культур», которые мы уже видели, например ING-Barrings или CitiBank — Salomon SmithBarney, оказывались далеко не однозначными и занявшими много времени. Опыт российского рынка, Deutsche — UFG, UBS — Brunswick, Unicredit — «Атон», скорее подтверждает западный опыт. Консолидация на рынке инвестбанковких услуг — это тяжелое занятие с неясным финалом.

Иностранные игроки уйдут с российского рынка инвестбанковских услуг?

Сейчас абсолютно всем очень тяжело — это универсальное состояние рынка сегодня. Так что иностранным игрокам, как и российским, очень тяжело. Уйдут ли они, зависит от взгляда их головных офисов на развивающиеся рынки, в том числе на рынки, связанные с сырьем. Есть диаметрально противоположные взгляды на то, насколько глубокой будет нынешняя рецессия и как она отразится на сырьевых экономиках. По одному из мнений, сокращение будет временным, но потом благодаря спросу на развивающихся рынках сырьевые экономики восстановятся. Так как развивающиеся рынки остаются развивающимися и несмотря на кризис продолжат свой рост, на таких рынках все еще есть потенциал для повышения качества жизни по сравнению с развитыми рынками. И есть полярная точка зрения, согласно которой рынки сырья входят в стадию сильной циклической коррекции, и западные страны, в первую очередь — США, вступают в период длительной рецессии, которая давно уже назревала и которая обязательно отразится на сырьевых рынках, соответственно, для таких экономик, как Россия, настанут очень тяжелые времена.

>>> В инвестиционно-банковской отрасли велик уровень избытка мощностей. Столько мощностей рынку не нужно. Будет происходить выбытие игроков, а не консолидация. Невозможно купить клиентов, легче купить отдельную команду. <<<

Многие банки сейчас проводят серьезное сокращение штатов. Затронул ли этот процесс и ваш департамент? Если да, то насколько серьезными могут быть сокращения в нем и кого в первую очередь коснутся?

Я постараюсь ответить на этот вопрос в общем. Финансовый кризис в первую очередь ударил по балансам инвестбанков, происходит переоценка активов, банки страдают от дефицита ликвидности. После того как кризис закончится, на рынке останутся далеко не все, часть инвестиционных компаний и банков не сможет перенести его. Давление переместится с балансов банков на способность инвесткомпаний зарабатывать деньги в новых условиях. То есть компании будут оптимизировать структуру затрат и сокращать переменные издержки.

Мы анализируем те шаги, которые должны будем предпринять, чтобы войти в стадию замедления экономики с правильной структурой затрат. По сравнению с нашими основными конкурентами на инвестиционно-банковском рынке наша структура затрат отличается большей гибкостью. Например, структура компенсаций в инвестбанке «Уралсиб» сдвинута в большей степени в сторону бонусов, мы нанимали мало сотрудников инвестблока на гарантированные выплаты, а бонус платится по результатам заработанного. Да и численность персонала у нас ниже, чем у наших ведущих конкурентов в инвестбанковском бизнесе. В инвестбанке ФК «Уралсиб» всего около трехсот человек вместе с персоналом бэк-офиса, и нам не предстоят такие массированные сокращения, какие уже проходят или скоро начнутся у наших коллег-конкурентов. По показателям на одного человека мы более эффективны, и в процентном соотношении нам предстоит сокращать существенно меньшее число сотрудников.

>>> Я думаю, что для наиболее качественных российских заемщиков рынок международных заимствований начнет открываться в середине 2009 года. <<<

На чем инвестбанки будут зарабатывать в новых условиях?

Большой объем долга уже существует, причем в структуре долга российских заемщиков весомая доля краткосрочных займов, этот долг нужно рефинансировать, большинство компаний в новых рыночных условиях не будут в состоянии этот долг обслуживать. Этим компаниям нужно будет изменять структуру баланса, добавлять инструменты с equity составляющей, например конвертируемые облигации, или существенно улучшать защиту инвесторов при выпуске нового долга.

Как только начались дефолты, инвесторы осознали, что юридическая защита на российском рынке очень посредственна и что необходимо менять структуру выпусков так, чтобы давать инвесторам большую юридическую защиту в случае каких-то проблем. Потребует переосмысления практика выпуска долгов с большим количеством поручителей или на специально созданные компании, без отсутствия четко прописанных ковенантов.

Таким образом, есть большой объем долга, который нужно обслуживать, улучшать его структуру, делать ее более комфортной для инвесторов, менять структуру балансов компаний — на оказании подобных услуг инвестбанки и сосредоточатся в ближайшие несколько лет.

Кроме того, у корпораций не исчезнет потребность в привлечении нового капитала с рынков, хотя, конечно же, объемы заимствований снизятся, многие компании пересмотрят свои инвестпрограммы или вообще их свернут.

Когда для российских заемщиков вновь откроется рынок международных заимствований?

Худшее с точки зрения «кризиса доверия» на западных рынках уже позади, они проходят сейчас нижнюю точку кризиса. Западные рынки будут постепенно восстанавливаться. Хотя из-за осознания необратимости рецессии восстановление рынков будет происходить далеко не для всех категорий заемщиков и на совершенно других уровнях. В России нижняя точка кризиса пока не пройдена, и прежде чем у российских заемщиков появится возможность доступа к восстанавливающимся западным рынкам, западным инвесторам нужно будет понять, что происходит в России, кому можно одалживать деньги, а кому нет. Я думаю, что для наиболее качественных российских заемщиков рынок международных заимствований начнет открываться в середине 2009 года.

Вы возглавили департамент по работе с фиксированными инструментами в начале этого года, а до этого долгое время были главой аналитического департамента. В чем основное отличие работы инвестбанкира от работы аналитика?

Глава аналитического отдела пишет, но не принимает решений и не берет на себя ответственности, глава инвестблока не пишет, но принимает на себя ответственность.

Аналитикам сейчас несладко — давать прогнозы стало особенно неблагодарным занятием, как бы вы посоветовали обходить острые углы, при этом сохраняя объективность суждений?

Будучи аналитиком, я не очень любил давать прогнозы «с одной стороны — с другой стороны», чем грешат многие аналитики, давая очень «хеджированные» прогнозы, которые можно истолковать как в одну, так и в другую сторону. От аналитика требуется четкое описание всех возможных сценариев и мнение о том, при каких условиях какой сценарий будет реализован.

Как вы в нынешнее нервозное время снимаете стресс? Чем занимаетесь в свободное от работы время?

Люблю концерты. В Москве практически каждую неделю проходит какой-нибудь хороший концерт.

А еще с началом кризиса попробовал заниматься йогой. Оказалось, действительно хороший способ борьбы со стрессом.

С Борисом Гинзбургом беседовала Анна Чепракова