Жак Дер МЕГРЕДИЧЯН, председатель совета директоров, ОАО «РТС»

Пять лет назад в дебютном номере журнала Cbonds Review вышло интервью с председателем совета директоров РТС Жаком Дер Мегредичяном. Тогда главный исполнительный директор по управлению бизнесом «Тройки Диалог» предсказывал российскому рынку fixed income большие перемены, появление новых инструментов и сложных структурированных продуктов, а инвестиционно-банковской индустрии — качественный рывок вперед. Осенью 2011 года Жак Дер Мегредичян покинул «Тройку Диалог». Журналист Cbonds Review встретился с ним, чтобы спустя пять лет поговорить о том, оправдались ли его ожидания и что он теперь думает о будущем российского финансового рынка.

«Годы будут интересные»

– Как бы вы оценили изменения, произошедшие на российском финансовом рынке за пять лет?

– Прежде всего, нужно сказать, что случилось то, чего никто не ждал — кризис 2008 года. Он имел мало отношения к России и к нашему фондовому рынку, но изменил некоторые тренды, которые намечались пять лет назад.

На рынке произошла сильная коррекция, во многих странах фондовый рынок был просто убит, к кризису никто не был готов в достаточной степени.

Тем не менее, российский фондовый рынок с 2006 года прошел значительный путь.

Достижений немало, но если выделить что-то одно, я бы отметил фьючерс на индекс РТС. В последние недели октября ежедневный оборот торгов по нему составлял около $8 млрд. Это тот уровень ликвидности деривативного инструмента, который является показателем его успешности в мировом масштабе.

Кстати, я был одним из немногих на рынке, кто верил в успех этого инструмента. Но даже для меня не было очевидно, что ликвидность фьючерса на индекс РТС достигнет такого уровня.

– За счет чего удалось этого достичь?

– Я думаю, сыграли роль несколько факторов: правильный инструмент, которым мы занялись в правильный момент, когда рынок был к этому готов. Большое значение имело правильное взаимодействие биржи РТС и участников рынка. Нужно было решить некоторое количество относительно мелких вопросов, таких как количество бумаг в индексе, максимальный вес одной бумаги и так далее. Все это в совокупности принесло результат.

СТРУКТУРА РЫНКА СУЩЕСТВЕННО НЕ ИЗМЕНИЛАСЬ

– Говоря о слабостях, я бы отметил, что структурно рынок за прошедшие годы почти не изменился: западные инвесторы в основном остались те же — преимущественно хедж-фонды и фонды, специализирующиеся на России. В структуре российских инвесторов тоже нет фундаментальных изменений. Существенного притока частных денег на рынок за последние годы не наблюдалось. Вес институциональных инвесторов, таких как частные пенсионные фонды и страховые компании, практически не вырос.

То есть архитектура рынка остается прежней: банки являются его основными участниками. И это еще более актуально для рынка облигаций, чем для рынка акций.

Рынки капитала по-прежнему открыты для очень крупных или средних компаний за исключением, может быть, заемщиков из технологического сектора. Если у вас выручка меньше $200 млн, то IPO может не привлечь достаточного интереса. Если выручка меньше $1 млрд, то вряд ли имеет смысл выходить на рынок с выпуском облигаций.

Появляется множество новых сложных инструментов, но до сих пор ресурсы финансового рынка реально доступны только крупнейшим корпорациям. Конечно, появились немногочисленные фонды private equity, но фундаментально, как и двести лет назад, большинство компаний используют три основных способа финансирования бизнеса: собственные средства, кредиты (часто под залог) и займы, полученные через знакомых или партнеров. Это характерно не только для России, но и для большинства других стран.

– Как изменился, на ваш взгляд, российский рынок долговых инструментов?

– Позитивно то, что достаточно существенно вырос объем рынка, в том числе внутреннего. Если взять последние три года, которые были не очень динамичными из-за событий 2008 года, то мы увидим, что ликвидность, количество выпусков и обороты выросли примерно в 2.5 раза. Однако ликвидности все еще недостаточно, так как некоторые крупные игроки, например Пенсионный фонд РФ, покупают существенные доли эмиссий, которые оседают у них в портфелях и не обращаются на вторичном рынке.

Еще один плюс — то, что мы пришли к более-менее современному первичному рынку. Вспомните, как проходили первичные размещения пять лет назад, когда система аукциона была совершенно не развита. Сейчас рынок приблизился к мировым стандартам. Банки используют схему букбилдинга, и «Тройка Диалог» сыграла не последнюю роль в развитии этого сегмента.

Один из главных минусов — отсутствие ликвидного фьючерса на государственные облигации. Сейчас ситуация более позитивная, поскольку на уровне госбумаг кривая все-таки уже присутствует: на рынке обращается много выпусков, они большие по объему, в среднем около 60 млрд руб. Объединение бирж даст дополнительный импульс развитию фьючерса на госдолг. Я надеюсь, что в ближайшее время мы получим новый ликвидный инструмент.

Недостаточно развит и межбанковский рынок России — в той части, которая касается валютной торговли и ставок: ограничены возможности получить ставку на три или шесть месяцев; крайне скромной остается линейка деривативных инструментов.

Еще одна проблема российского рынка — нехватка коротких выпусков на три-шесть месяцев. Этот инструмент нужен и эмитентам, и инвесторам, которые испытывают дефицит в коротких бумагах. Будь они доступны, компании могли бы заимствовать на рынке часть денег с помощью коротких инструментов, что было бы значительно дешевле.

ИНСТРУМЕНТЫ БУДУЩЕГО

В условиях когда краткосрочные ставки стали расти, инвесторам и корпорациям обидно не использовать деньги, которые освободились на несколько дней. Фонды денежного рынка — инструменты, наиболее приспособленные для краткосрочных вложений, и они присутствуют в огромных объемах на развитых рынках. В России в этом плане есть две проблемы — недостаток коротких выпусков облигаций и структура биржевых комиссий. Потребность в таких инструментах есть, и я надеюсь, что в ближайшие годы в этой части рынок кардинально изменится.

РУССКИЙ CDS

Еще один инструмент и рынок, который нужен России — CDS (credit default swap). На сегодняшний момент проблема CDS на риск российских эмитентов заключается в том, что этот рынок находится не в России, а на Западе, данные инструменты торгуются вне биржи через глобальные банки. Для большинства российских участников этот рынок доступен лишь частично.

Нужно постараться создать российский CDS, который торговался бы на бирже, несмотря на существующие сложности, в частности несовершенство законодательной базы. Люди еще помнят сделки пари, нюансы с кросс-дефолтами и так далее…

– В 2006 году вы предсказывали развитие структурных продуктов на рынке fixed income. Они появились, но бума этих инструментов нет. Как вы оцениваете перспективы таких продуктов в инструментах с фиксированной доходностью?

– Основными потребителями структурных продуктов являются корпорации и инвесторы. Со стороны корпораций есть потребность в таких инструментах, потому что большое количество компаний в России имеют доходы, например, в долларах и евро, а расходы в рублях. При этом хеджирование валютного риска делается очень редко. Кто-то продает нефть или другое сырье, кто-то потребляет, но мало кто хеджирует риски. Для российского рынка это довольно новые инструменты, и любой финансовый директор, который принимает решение, боится, что хедж будет связан с большими затратами и акционеры это не одобрят, даже если в результате компания окажется в плюсе после проведения данной операции.

Поэтому на этот продукт надо смотреть через какие-то кредитные инструменты. Допустим, компания взяла кредит в долларах под 7%. Можно структурировать его так, что ставка будет расти до 9% или снижаться до 5% в зависимости от изменения цены на сырье, которое компания потребляет или продает. Заемщик сможет направлять на выплату кредита больше или меньше средств, и это уравновесит денежные потоки в компании.

Потребности в этом инструменте с учетом сырьевой специфики нашей страны колоссальные, но как быстро он будет развиваться, сказать сложно.

Вторая категория потребителей структурированных инструментов — инвесторы. Им интересны продукты, которые связаны с гарантией капитала. Подобные инструменты уже начали появляться, и этот сегмент будет развиваться дальше.

ИНВЕСТБАНКОВСКИЙ БИЗНЕС ЗАШЕЛ В ТУПИК

– Есть ли прогресс в бизнесе инвестиционных компаний? Стали ли они зарабатывать на сервисе (аналитика, работа сейлз-подразделения с клиентом, трейдинг и так далее), а не на росте рынка, как это было пять лет назад?

– К сожалению, нет. Это касается не столько России, сколько инвестиционно-банковского бизнеса в мире в целом. Сейчас сложилась такая ситуация, что соотношение объема, маржи и расходов на ведение бизнеса, в первую очередь на человеческие ресурсы, аренду помещений, покупку оборудования и так далее, неправильное. Что-то должно поменяться. Мы наблюдаем ужесточение требований к банкам со стороны регуляторов — к правилам ведения бизнеса, выполнению стандартов Basel III, достаточности капитала. Даже если рассматривать данный процесс как необратимый тренд, восстановлению рентабельности финансовых институтов это не помогает.

В банковской и финансовой индустрии ROE (return on equity) на уровне более 10–15% будет являться хорошим результатом, и не всем удастся его достичь.

Иллюстрируя вышесказанное, можно привести конкретный пример из российской брокерской индустрии. В брокерском бизнесе очень важна качественная аналитика, которая позволяет инвесторам принимать правильные решения.

В России грамотные люди стоят очень дорого, аналитику надо писать сразу на двух языках, это полезное, но недешевое удовольствие. Сегодня затраты на создание качественного аналитического департамента уже во многих случаях превышают цифры 2007 года, а доходы от брокерского бизнеса стали существенно ниже. В основном, рост обьемов на рынке связан не с приходом новых клиентов, российских или зарубежных, а с развитием фьючерсов, арбитража, высокочастотной торговли, где уровень комиссий в разы меньше, чем в традиционной. Получается, что в будущем качественная аналитика либо исчезнет вовсе, либо за нее придется платить отдельно. Эта тенденция уже давно присутствует на Западе, но совершенно не распространена в России.

БАНКОВСКАЯ И БРОКЕРСКАЯ ИНДУСТРИИ ЧЕРЕЗ ПЯТЬ ЛЕТ СОВЕРШЕННО ИЗМЕНЯТСЯ

– Как вы оцениваете перспективы развития российского товарного рынка?

– Россия — сырьевая страна. И если говорить о создании в нашей стране Международного финансового центра (МФЦ), то товарный рынок в России — это как раз то поле, где у нас есть реальный потенциал. Но для его развития необходима слаженная и эффективная работа участников фондового рынка, бирж и регуляторов, а также, естественно, добывающих и обрабатывающих предприятий.

Я достаточно позитивно смотрю на перспективы этого рынка и считаю, что он может вполне успешно развиваться. Как получится в реальности, посмотрим.

– Насколько, по-вашему, за прошедшие пять лет изменился рынок коллективных инвестиций? Вам не кажется, что эта отрасль сейчас переживает кризис жанра?

– Надо признать, что индустрия управления активами в России развита недостаточно. Потрясения 2008 года несколько затормозили развитие этого сегмента финансового рынка. Люди не знают, во что верить и куда вкладывать.

Второй сдерживающий фактор — отсутствие долгосрочных внутренних денег, в первую очередь частных.

Кроме того, в России нет развитой индустрии классических хедж-фондов, которые ориентируются на absolute return, то есть на получение дохода вне зависимости от роста или падения рынков.

Есть большое пространство для развития линейки продуктов в этой индустрии, всего не перечислишь, но эта сфера деятельности должна существенно развиваться в следующие годы.

– В 2006 году вы говорили о возможности создания центрального депозитария в России и различных вариантах структуры рынка. Как вы оцениваете ту структуру, которая складывается в настоящее время — единая биржа, центральный депозитарий в группе ММВБ?

– Любая организация рынка имеет свои плюсы и минусы. Некоторая часть рассуждений на этот счет к настоящему моменту уже не имеет смысла, потому что объединение ММВБ и РТС в единую биржу — это свершившийся факт.

Хорошо это или плохо? Это как, например, быть холостым и вдруг жениться.

В процессе объединения бирж есть свои плюсы и минусы. И плюсов достаточно много, хотя мне всегда нравилась некоторая форма рыночной конкуренции.

На данном этапе нужно сконцентрироваться на той организации рынка, которая уже сложилась, и стараться получить от этого максимальный положительный эффект.

Например, на объединенной бирже будет проще запустить фьючерс на гособлигации, и это плюс.

Сам собой решился вопрос о центральном депозитарии (ЦД). Когда были две вертикально интегрированные группы, можно было рассматривать различные варианты построения ЦД: либо создавать два депозитария, либо один — над обеими структурами... Но теперь подобный вопрос уже не стоит.

– Вы входите в совет директоров ЗАО «ММВБ», а следовательно, и объединенной биржи. Каким вы видите развитие площадки и на что вы лично считаете необходимым обратить внимание? Чем объединенная биржа будет лучше РТС и ММВБ по отдельности? Какие риски существуют?

– Процесс только начинается, поэтому немного преждевременно об этом говорить.

Каждый из нас имеет свои сферы компетенции, связанные с интересами и тем, что у кого лучше получается. Думаю, что я могу быть наиболее полезным в развитии рынка в целом и, может быть, с акцентом на разработке новых инструментов. На российском рынке все еще отсутствует ряд базовых финансовых инструментов, которые обязательно должны появиться.

Конечно, сейчас очень важно объединить два коллектива, сформировать единую команду и постараться сохранить те плюсы, которые были в ММВБ и РТС.

В любом проекте всегда есть риски, и сейчас важно меньше рассуждать и больше делать. Задача развития финансового рынка должна интересовать всех — корпорации, инвесторов, банки и регуляторов. А работы еще очень много.

– Есть ли у регуляторов желание прислушиваться к рынку и работать сообща?

– Я считаю, что ситуация улучшается. Посмотрим, что будет дальше. Теперь уже важен не только процесс, но и результат. Как всегда, хотелось бы, чтобы работа шла быстрее, но главное, что пока процесс движется в правильном направлении.

– Вы покинули «Тройку Диалог», в которой проработали более 11 лет. Расскажите о своих планах. Связываете ли свое будущее с российским финансовым рынком?

– Как я уже говорил в интервью другим изданиям, финансовая индустрия меня по-прежнему интересует, потому что мне нравится этот бизнес. Россия тоже, я остаюсь здесь.

– Вы еще не утратили драйва?

– Еще лет на десять мне его точно хватит. Думаю, что драйв понадобится нам всем, потому что следующие годы будут очень интересными — и далеко не простыми.

Беседовала Наталья Копылова