***Жак Дер Мегредичян**, управляющий директор Управления ценных бумаг ЗАО «ИК «Тройка Диалог», председатель Совета директоров НП РТС*

Фото: Василий Проханов

Жак Дер Мегредичян:

«Через пять лет российский рынок облигаций будет совершенно иным»

Через 5 лет российский рынок fixed income преобразится до неузнаваемости: появятся деривативы и сложные структурные продукты, торговать облигациями будет не менее выгодно, чем акциями, а инвестиционные банки перестанут играть на росте рынка и будут зарабатывать на предоставлении более широкого спектра услуг. Своим видением перспектив российского рынка ценных бумаг в целом и долгового рынка в частности с Cbonds Review поделился управляющий директор Управления ценных бумаг ЗАО «ИК «Тройка Диалог», председатель Совета директоров НП РТС Жак Дер Мегредичян.

Г-н Мегредичян закончил две школы бизнеса: European Business Institute (в 1984 году) и French Center for Financial Analysis (в 1987 году). Его карьера началась в 1985 году в парижском отделении банка Credit Commercial de France (CCF), где Жак Дер Мегредичян работал сначала аналитиком рынка акций, потом — трейдером по ценным бумагам, а затем — начальником отдела первичных дилерских операций и торговых операций на собственную позицию. Позднее г-н Мегредичян перешел на работу в отделение CCF в Брюсселе, где на посту заместителя генерального директора отвечал за торговые операции с ценными бумагами и другими финансовыми инструментами.

В 1993-1996 гг. г-н Мегредичян — главный представитель CCF в Москве и одновременно член Совета директоров открытого инвестиционного фонда Framlington Russian Investment Fund (Люксембург). В 1996 году Жак Дер Мегредичян в качестве заместителя генерального директора московского отделения Banque Societe Generale возглавил фондовые и инвестиционные операции банка.

С июня 2000 года г-н Мегредичян работает в ЗАО «ИК «Тройка Диалог», где в настоящее время занимает должность управляющего директора Управления ценных бумаг.

8 октября 2004 года Жак Дер Мегредичян был избран председателем Совета директоров НП «Фондовая биржа РТС».

Почему вы приняли решение приехать работать в Россию?

Это произошло довольно спонтанно, если откровенно. До этого я работал 10 лет на финансовых рынках, совершенно не занимаясь Россией и вообще о ней не думая. И я не могу сказать, что это было какое-то взвешенное решение, что в России все меняется, появляются новые возможности, интересные проекты, и поэтому мне надо туда ехать. Тогда я об этом не думал, потому что на мировых финансовых рынках происходило много важных событий, и я достаточно успешно занимался своими проектами. Мне все нравилось, было интересно и не хотелось что-то глобально менять в своей профессиональной жизни.

Получилось это случайно — Credit Commercial de France (CCF) начал развивать свою деятельность в России (кстати, его головной офис — самое красивое здание на Елисейских полях). Было принято решение запустить фонд прямых инвестиций через дочернюю английскую компанию Framlington, которая стала одним из первых фондов, ориентированных на Россию. За короткий срок удалось привлечь 66 млн долларов — немалая сумма в 1993 году, через несколько месяцев после обстрела Белого дома. Ко мне обратились потому, что в банке Credit Commercial de France было не так много менеджеров, владеющих русским языком.

И я подумал о том, что так же случайно в свое время началась для нашего банка деятельность в Бразилии. В результате получилась очень успешная история, которая приносила до 25% прибыли всего банка, хотя банк не был нацелен на emerging markets. И я подумал, что, может быть, было бы неплохо, чтобы получилась вторая Бразилия для банка и для меня. Конечно, в тот момент мне не было очевидно, стоит ли все начинать заново — я был одним из самых активных и успешных трейдеров, и ехать в Россию, где еще практически не было рынка — идея, мягко говоря, неоднозначная… Но в какой-то момент верх взяла другая реакция: я себя буду больше упрекать, если не поеду и не попробую, чем если поеду и не получится.

А не было желания в 1998 году уехать из России?

Я рассматривал разные варианты дальнейшей работы в Societe Generale в Лондоне и Париже. Были также предложения от других банков в других странах, но у меня начались переговоры с «Тройкой Диалог», и я предпочел этот вариант.

У вас большой опыт работы на европейском рынке. Как соотносятся российский рынок сейчас и европейский рынок образца 1993 года?

Я думаю, что есть различия, главным образом — с точки зрения организации рынка. Мне кажется, что для российского рынка все еще впереди. На сегодняшний момент он еще довольно молодой и, если говорить откровенно, недостаточно «развитый». Реально этот рынок начал формироваться где-то в 2000 году и с тех пор он имеет только одно движение — это рост. Большинство профессиональных участников рынка с 2000 года и до сегодняшнего дня зарабатывали на его росте. Но рано или поздно деньги должны зарабатываться не на росте рынка, а на сервисе, который вы предоставляете: аналитика, работа сейлза с клиентом, работа трейдера, предоставляющего ликвидность и т. д. На сегодняшний момент денег от сервиса как такового на первичном и на вторичном рынке зарабатывается мало. Все это компенсируется тем, что был сильный рост и есть дешевое финансирование. Но рано или поздно эта история закончится.

Мы в «Тройке Диалог» смотрим на такие перспективы довольно позитивно. Это означает, что участникам рынка нужно будет как-то собраться и подумать, как они будут зарабатывать, когда рынок не будет расти такими высокими темпами. Когда ситуация становится более сложной, сразу включается голова, и люди стараются понять, какие могут быть новые продукты, новые сервисы для инвесторов, которые были бы интересны, что можно сделать нового. Именно тогда начинается интересный процесс. Если бы, например, краткосрочные ставки были на уровне 7-8%, а не на уровне нынешних 2%, то уже так просто держать портфель было бы невозможно. Тогда участники рынка стали бы активнее использовать деривативные инструменты, фьючерсы и т. д.

Что вы думаете о нынешнем уровне процентных ставок на российском рынке? Возможно ли, что, допустим, через год спред рублевых и долларовых ставок будет отрицательным, то есть ставка по рублю будет ниже, чем по доллару?

Думаю, что в следующем году при том сценарии, который сейчас наиболее прогнозируемый, ставки будут стабильными. Если не будет форс-мажорных обстоятельств на глобальных рынках, если, к примеру, не будет негативных новостей из Ирана, если нефть не упадет до 20 долларов за баррель... Тогда, скорее всего, ставки стабилизируются в диапазоне ±0.5% от текущего уровня. Сейчас стабильная валюта и хорошая макроэкономическая ситуация обеспечивают низкие ставки.

Я бы также отметил тенденцию уменьшения спреда в доходности между рублевыми и валютными облигациями. Теперь уже для одного эмитента, если брать сопоставимую дюрацию, разница между рублем и долларом составляет всего 0.5-0.6%. Что касается отрицательного спреда, то не думаю, что мы увидим это в следующем году. Хотя бы потому что ставки на Западе уже очень близки к максимуму и постепенно начинают корректироваться вниз. Я думаю, что спред рублевых и долларовых ставок скорее стабилизируется на нынешнем уровне, чем пойдет дальше вниз. Но те уровни, которые есть сейчас — это уже очень хорошо.

Какие важные события и тенденции на рынке облигаций вы бы выделили в этом году?

Нельзя не отметить общий рост этого рынка. Я имею в виду рост не с точки зрения цен, а с точки зрения объема и важности. По нашим оценкам, количество первичных размещений за последнее время увеличилось в два раза, а объемы размещений увеличились еще больше. Рынок облигаций за последнее время значительно расширился и укрупнился: на нем становится все больше эмитентов и новых эмиссий, существенно растут объемы и обороты, расширяется круг инвесторов. Я думаю, что рост следующего года по первичному и вторичному рынку будет от 50% до 100%, а не от 10% до 20%.

Среди значимых событий на рынке бондов я хотел бы также отметить появление рублевых государственных бумаг сроком обращения до тридцати лет. Я думаю, что это важное изменение. Постепенно государственный долг все больше и больше становится бенчмарком, то есть ориентиром рынка. Уровень спреда между государственными бумагами и лучшими корпоративными и муниципальными бумагами уменьшился в этом году, при этом количество инвесторов, которые покупают государственные бумаги, существенно увеличилось.

Вызвал ли переход к конвертируемости рубля приток новых иностранных денег на рынок бондов в 2006 году?

Я думаю, что переход к конвертируемой валюте — это, безусловно, позитивный шаг. То, что это произошло даже на 6 месяцев раньше намеченного срока — это плюс. Но пока не было значительного притока новых категорий инвесторов. Сейчас мы видим интерес инвесторов, и он гораздо выше, чем в предыдущие месяцы. Однако стоит оговориться, что это те инвесторы, которые уже интересовались Россией и покупали российские ценные бумаги, и теперь они просто увеличивают свои позиции. На сегодняшний момент мы еще не увидели приток новых денег, этот процесс занимает время. Но интерес со стороны потенциальных инвесторов есть, и я думаю, что в ближайшие месяцы мы увидим на рынке новые деньги и новые категории инвесторов. Участники рынка играют на укреплении рубля: переводят активы из долларов или евро в рубли и затем инвестируют в краткосрочные и среднесрочные российские бумаги.

А структура инвесторов на внутреннем рынке претерпела какие-то изменения за 2006 год?

Да, есть интересная тенденция: увеличивается доля институциональных инвесторов, причем не посредников, которыми, как правило, выступают банки, а именно окончательных покупателей среди страховых компаний, пенсионных фондов, и, главным образом, ПИФов и управляющих компаний.

Непосредственно на рынке облигаций доля ПИФов остается небольшой. Но я говорю о тенденции, мы стартуем с маленькой точки. Понятно, что рынок акций сильно рос, и поэтому большая часть денег ПИФов шла в акции. Но рано или поздно эта ситуация изменится, в мае-июне 2006 г. мы видели на примере УК «Тройка Диалог», что часть инвесторов переходила из ПИФов акций в ПИФы облигаций. И я думаю, что это позитивная тенденция, эти участники начали обладать уже каким-то весом на рынке. И в доверительном управлении есть тоже очень большие деньги на сегодняшний момент, намного больше, чем в ПИФах, и значительная часть этих средств инвестируется в рублевые облигации. Поэтому здесь мы реально увидели больше интереса и больше окончательных покупателей.

В чем, по вашему мнению, причина того, что инструментарий российского рынка бондов остается достаточно скудным? Будет ли он расширяться?

Я думаю, что в течение следующего года, к сожалению, будет мало существенных изменений. В то же время, я думаю, что через 5 лет рынок облигаций в России будет совершенно иным.

Каковы причины того, что инструментов мало? Фьючерсы, например, слабо развиваются из-за пассивности участников рынка и недостаточной волатильности. В последние годы мы старались, как и другие участники, помогать развитию деривативных инструментов. Мне кажется, это важно. То, что краткосрочная волатильность сейчас маленькая, не означает, что такие инструменты не должны быть востребованы. Здесь, мне кажется, уже есть некоторый набор. Я думаю, надо добавить фьючерсы на государственные бумаги — это однозначно может быть интересно.

По плавающим ставкам: их на сегодняшний момент просто не к чему привязывать; реально для плавающего рынка нет достаточно ликвидного инструмента, который был бы показателем рынка. Я думаю, что таким показателем мог бы стать не только спот-продукт, но и фьючерс. Например, фьючерс на краткосрочные ставки межбанковских кредитов.

Реальное появление конвертируемых облигаций я вижу только, наверное, в 2008-2009 гг. Только год-полтора назад начался реальный выход компаний на IPO, до этого деньги поднимали через банковские кредиты или через облигации. Чтобы делиться капиталом, надо, чтобы капитализация вышла уже на какой-то определенный уровень, чтобы это было интересно. Года полтора назад мы пришли к этому моменту, и сейчас началось серьезное движение в этом направлении. Конвертируемые облигации — это следствие такого движения.

Еще есть очень интересные виды инструментов — это разные деривативы по fixed income, структурные продукты. В мире в этой отрасли зарабатывается очень много денег. Крупнейшие инвестбанки в прошлом году заработали больше на облигационном рынке, чем на рынке акций. В том числе это связано с тем, что в мире большая часть облигационного рынка (спот и деривативов) — это OTC, а не биржевая торговля. Рынок же акций, наоборот, биржевой, и поэтому сейчас, исходя из существенной конкуренции, в акциях зарабатывать сложнее, люди зарабатывают на облигациях и структурных продуктах. В России это не развито, есть разные причины: опять-таки, не доросли еще, законодательство, регулирующее финансовые рынки, находится в процессе формирования, недостаточное количество опционных и фьючерсных инструментов, которые позволяют сделать структурные продукты. Я не уверен, что здесь в 2007 году будут очень большие сдвиги. Я думаю, что они будут со временем, позже. Чем сложнее будет ситуация на рынке, тем быстрее мы будем двигаться, тем более развитым и интересным станет рынок.

Кстати о деривативах. Примерно год назад на бирже РТС был запущен рынок фьючерсов на корзину облигаций Москвы. Каково состояние этого рынка сейчас, и что можно ожидать в будущем?

Несмотря на прилагаемые усилия, развитие деривативного рынка идет медленно. Я думаю, что главным образом это связано с тем, что участники рынка были заняты другим — покупали, держали и зарабатывали деньги. Вторая причина в том, что и рынок не подталкивал развитие деривативов: не было такой волатильности процентных ставок, которая бы обязывала участников рынка прибегать к использованию деривативов. Вот если у нас overnight начнет двигаться между 2% и 10%, будет намного больше причин использовать фьючерс, который позволяет уменьшать риск краткосрочных ставок. Наверное, пока мы не увидим волатильность, этот рынок будет довольно медленно развиваться. Кроме того, у Москвы не было большой потребности выпускать облигации, эмитенту это не нужно было — были даже выкупы своих собственных долгов, а для фьючерсного рынка нужно, чтобы корзина была достаточно большая.

Не так давно РТС запустила также биржевую торговлю фьючерсами на нефть и золото: насколько активно торгуются товарные фьючерсы, каковы перспективы этого инструмента?

В России commodities (англ. «товарный рынок», «товары») — это ключевая вещь. Поэтому постепенно запускать фьючерсы на commodities однозначно имеет смысл. Что касается первых результатов, у РТС получилось больше успехов в золоте, чем в нефти. Были дни, когда мы достигали 20 млн долларов оборота в золоте, что в принципе не так плохо. Почему так получилось? Потому что в золоте есть разные категории участников, то есть как финансовых участников, так и тех, кто непосредственно участвует в рынке золота, чего пока нет в нефти. Объединение усилий маркет-мейкеров и такого натурального интереса, наверное, и толкнуло рынок фьючерсов на золото.

«Тройка», например, активно участвует в этом рынке и имеет немалую долю и в нефти, и в золоте. Мы участвуем в этом рынке, потому что считаем, что в будущем для развития это правильные инструменты — независимо от того, сейчас они «выстрелят» или послезавтра. Мы хотим присутствовать на этом рынке, иметь некоторую экспертизу, помогать рынку развиваться.

Чего вы ждете в целом от развития российского финансового рынка?

Во-первых, я глубоко убежден, что в следующие 3-5 лет будет существенно развиваться рынок деривативов. Это могут быть как стандартные продукты (фьючерсы, опционы), так и структурные. Здесь есть и потребность, здесь будут деньги и интересные возможности заработать и хеджироваться и для инвесторов, и для посредников — для всех. Среди интересных инструментов я бы назвал и более сложные структурные продукты, экзотические опционы, кредитные деривативы. Здесь я вижу большой рывок, который не начнется в следующем году, но через пять лет

конфигурация рынка будет существенно другой. Я думаю, что объем торгов деривативами, фьючерсами, опционами и так далее, может быть, не через три года, но через пять лет точно будет намного превосходить спот-рынок.

Вторая тенденция, которая мне кажется довольно очевидной, — это то, что российский финансовой рынок, в общем, будет иметь все большую важность. Исходя из того, что на нем будет все больше международных участников, и в том числе потому что внутренний рынок будет на совершенно другом уровне. Количество людей, инвестирующих в ПИФы, через 5 лет вырастет с сегодняшних 120-150 тысяч на порядок — в 10-20 раз. Это будет рост не на 50%. Будут развиваться новые виды инвестиций населения, вложения населения будут в разных формах — ПИФы, интернет-трейдинг и так далее.

Одна из сегодняшних тенденций состоит в том, что на рынок выходят заемщики все более низкого кредитного качества. Есть ли вероятность «системного» дефолта в junk bonds и вообще на рынке?

Такой риск увеличивается, но я не думаю, что мы увидим какие-то существенные негативные последствия в течение ближайших месяцев. Я думаю, что в краткосрочной перспективе — в течение следующих 6-9 месяцев — риск того, что будут существенные серии дефолтов и что это поставит под угрозу рынок, очень небольшой, а на более долгосрочную перспективу загадывать сложно. Сейчас на рынке много ликвидности, экономика растет. Даже недостаточно грамотное управление на сегодняшний момент еще прощается тем, что рынок растет.

РТС в этом году предприняла очередную попытку возродить рынок бондов. Есть ли у участников рынка потребность в еще одной площадке с учетом того, что все уже торгуют на ММВБ?

Что касается попыток, если я правильно помню, были две неудачные попытки запуска фьючерса на индекс, а третья попытка удалась. И то, что когда-то попытка запустить рынок бондов на РТС не удалась, для меня не означает, что не нужно больше пробовать: может быть, неправильно пробовали, а может быть, правильно, но не в нужный момент.

Если по сути, как сейчас организован российский рынок? Большинство сделок российского рынка (я сейчас говорю больше про рублевые облигации) — это рынок ОТС, биржевая площадка на сегодняшний момент выполняет роль расчетной палаты. Больше 80% — это сделки не на бирже, это сделки, о которых договариваются, а потом производят расчеты на бирже, но реально это не биржевая торговля.

Это означает, что в момент совершения сделки, так как сделка проходит на базе поставки против платежа, участники рынка готовы на себя принимать риск. Они могут совершить сделку в 11 утра, а провести ее на ММВБ в 6 вечера, то есть их риск друг на друга не пугает, им не нужно преддепонирование бумаг и преддепонирование денег для совершения сделки. Они чувствуют себя достаточно комфортно. Я не говорю, что это правильно или неправильно, я говорю про факт.

Тогда возникает вопрос: зачем всем надо преддепонировать бумаги и деньги? Опять-таки, пока деньги стоят 1.5%, люди с этим смиряются, когда они будут стоить 8% либо больше, во-первых, ты не будешь зарабатывать денег на разнице между доходностью купона и финансированием, во-вторых, те средства, которые ты будешь замораживать, тебе будут стоить больших денег.

Что действительно нужно участникам рынка — это информация, на базе которой они могут торговать. Пока преддепонирование им просто не очень удобно, но они это не замечают. Когда они будут меньше зарабатывать денег, потому что рост прекратится, тогда они об этом задумаются. Поэтому я считаю, что задача площадки — это предоставить участникам рынка такие возможности: хотят — будут пользоваться, не хотят — не будут пользоваться, не хотят сегодня — захотят завтра, главное — будет такая возможность.

Что касается развития рынка бондов в РТС в данный момент, то пока рано еще делать какие-то выводы. На сегодняшний момент это может не очень пойти не потому, что люди привыкли торговать на одной или другой площадке, а просто потому что сам рынок устроен так. Давайте представим себе такую схему: депозитарий и биржа внутри одной группы, на этой бирже торгуются государственные бумаги, торгуется валюта. Ну и естественно, если организовать все таким образом, то рынок будет торговать только на этой площадке.

Можно подумать о другой структуре рынка, где есть некоторая форма центрального депозитария, а между депозитариями есть правильные мостики, либо есть один депозитарий, независимый от разных площадок, и тогда складывается совсем другая ситуация. Успех или неудача тоже зависят от того, какие правила игры зададут участники рынка и чиновники. Если сделать так, что все должно торговаться через одну площадку, все будет торговаться там. Можно работать так? Можно. Но есть и более успешные модели. Неужели в России должна быть только одна биржа, а в США — десять? То есть Россия такая маленькая, да? Или во всем мире облигации торгуются ОТС, а в России — обязательно через биржу? Было бы хорошо, чтобы уникальность России была немножко в другом, в креативности, в новых инструментах.

Рынок инвестиционно-банковских услуг сейчас весьма конкурентный. Как вы оцениваете его перспективы? Как «Тройке Диалог», несмотря на очень большую конкуренцию на первичном рынке, удается удерживать одну из первых позиций по размещениям?

Рынок обязан меняться, проблема в том, что на сегодняшний момент те, кто предоставляет качественную услугу на этом рынке, зарабатывает недостаточно. Исходя из конкуренции, которая есть на первичном рынке, комиссии упали на вообще смешной уровень. Думаю, что это одна из проблем, с которой рынок должен будет разбираться в той или иной форме. Может быть, это как раз одно из отличий от того, что я видел на Западе. На Западе люди зарабатывают на предоставлении услуги, здесь же главным образом деньги зарабатываются на росте. Это может быть только временным вариантом, не вечным.

Я думаю, что, наверное, на сегодняшний момент «Тройка Диалог» — один из немногих успешных на первичном рынке инвестбанков, который предоставляет реально полный спектр услуг, необходимых и эмитенту, и инвестору. Во-первых, у нас реально есть сильная аналитика — от макроэкономики до облигаций, как на русском, так и на английском языке. Во-вторых, у нас больше 20 сейлзов, которые специализируются исключительно на облигациях — в Москве, в Нью-Йорке, в Лондоне, в регионах. Конечно, чтобы себе это позволить, надо иметь большой оборот, в принципе мало кто может этим похвастаться. Третья составляющая, естественно, это трейдинг на вторичном рынке. Мы стараемся предоставлять ликвидность и ставить агрессивные цены, мы зарабатываем не на том, что «купил — забыл», а на потоке. И здесь облигации не являются исключением из продуктов «Тройки», у нас тот же самый подход в акциях, в опционах, это наш подход, мы видим свою роль как представителя ликвидности рынка. Это важно для инвесторов. Мы хотим на этом зарабатывать, зарабатывать на сервисе, а не на том, что рынок идет вверх или вниз. Последние месяцы, такие как май-июнь, с существенными коррекциями на рынке, которые были в акциях, стали одними из лучших месяцев в «Тройке», потому что соотношение открытой позиции к обороту было больше чем 1 к 50. У нас портфель облигаций постоянно крутится: минимум — это половина портфеля в день, а иногда и два раза в день. Для нас это постоянная работа, я не думаю, что кто-то довольно близко к этому уровню подходит.

Почему я начал с этого? В конечном итоге, что продает сейлз, когда он общается с инвестором? Все истории, что у нас «большие плечи», большой balance sheet — это никого не интересует, потому что все участники работают на базе best efforts. И в лучшем случае если и есть какая-то привязанность, это привязанность к спреду: есть бенчмарк — допустим, 150 пунктов над Москвой, или над государственными бумагами, или над «Газпромом». То есть в лучшем случае это commitment на базе спреда. В большинстве случаев — это commitment на базе best efforts, то есть эмитент видит, что есть грамотный инвестиционный банк, он ему доверяет, и тот работает максимально успешно. Поэтому мы продаем то, что мы способны сделать эффективную и быструю работу с точки зрения подготовки документов и всего остального.

В некоторых случаях, когда это средняя, не топ-компания, она может быть большой и успешной, как некоторые компании в ретейле, но они еще новые, и надо продавать и сектор, и саму компанию. Все знают, что такое «ЛУКОЙЛ», а если вы берете новую компанию, нужно написать грамотно про этот сектор, нужно написать грамотно про эту компанию, нужно сделать так, чтобы инвесторы — банки и другие — открыли лимиты на эту компанию. Это работа сейлзов — чтобы открывались лимиты на эту компанию, и потом идет продажа. Есть аналитическая поддержка, есть кредитный анализ, есть постоянность в этом деле, постоянность в усилиях сейлзов и трейдеров.

Когда мы что-либо обещаем, мы не стараемся приукрашивать ситуацию и обещаем то, что будет зависеть только от нас, и мы будем способны это сделать. Мы объясняем эмитентам, как мы работаем и почему у нас должно получиться, то есть почему у них, скорее всего, получится привлечь средства, если они доверят это нам. То, что мы можем сделать — это максимально правильно, максимально понятно продать и, общаясь с инвесторами, правильно рассказать о преимуществах компании. Мы можем рассказать о том, что мы будет «покрывать» эту компанию, что у них будет аналитика, у них будет прозрачность. Мы будем давать цены, клиент получит ликвидность. И тем самым получается, что размещение и интересно для инвесторов, и часто по ставке более привлекательно для эмитента.

Сейчас вместе с внутренним рынком активно развивается рынок международных заимствований российских эмитентов. Как «Тройка» смотрит на этот рынок?

Во-первых, мы собираемся усиливать наши позиции на вторичном рынке. Во-вторых, начнем работу на первичном рынке, начиная с CLN и постепенно переходя к евробондам в России и на Украине, где мы планируем серьезную деятельность, и у нас уже есть несколько мандатов. Также мы сейчас стараемся существенно усилить нашу команду структурных продуктов и начинаем рассматривать варианты новых категорий инструментов, которые могли бы быть интересны рынку и инвесторам, клиентам или эмитентам. Это немножко рано, но команду серьезную создаем.

И я думаю, что в течение следующего 2007 года мы все-таки запустим опционы на некоторые fixed income инструменты. Я еще не могу сказать, что это будет: опционы на тридцатые евробонды, опционы на какие-нибудь рублевые бонды или на фьючерсы — это будет зависеть от того, как будет развиваться рынок в течение следующего года. Но опционы на бонды в следующем году у «Тройки» появятся. На сегодняшний момент в акциях мы торгуем и ОТС, и на бирже, я думаю, что главный оборот этих опционов сначала будет ОТС. Но, наверное, здесь есть место и для биржевого, и для внебиржевого рынка.

Все чаще появляются слухи о возможной продаже «Тройки Диалог». Вы готовы их прокомментировать?

Это вопрос из категории тех вопросов, ответы на которые все равно до конца точными не бывают — независимо от того, происходит что-то или не происходит. Если серьезно, я должен сказать, что существенно ничего не изменилось, потому что интерес к «Тройке» со стороны крупных международных банков был всегда, это явление совершенно не новое. С точки зрения того, что может произойти — все может произойти: через 10 лет «Тройка Диалог» может быть еще независимой, может стать публичной компанией, выйдя на IPO, могут быть и разные формы альянса. Рынок развивается, все должно меняться, меняться можно внутренне или внешне — с альянсами, с покупками, слияниями или самостоятельно.

В прошлом году «Тройка» открыла офис в Украине. Насколько успешен сегодня бизнес «Тройки» в этой стране? Есть ли интерес российских инвесторов к украинским ценным бумагам?

Украину мы однозначно считаем правильным шагом для «Тройки». Наша «любовь» к Украине не краткосрочная, она «в длинную», мы хотим присутствовать в Украине, мы хотим быть там представлены как локальный брокер. Мы хотим помогать построению рынка. Мы будем готовы тратить свое время, усилия и идеи на то, чтобы украинский рынок рос. Конечно, как всегда, выход в новый сегмент рынка, новую страну, как ремонт в доме, занимает немножко больше времени, чем планируется. Рынок новый, поэтому нет большого выбора людей, часть людей пришлось послать из России.

Мы на эту страну продолжаем смотреть очень позитивно. У нас уже несколько месяцев выходит макроэкономический анализ Украины. Начиная со следующего месяца мы будем более серьезно покрывать рынок fixed income. У нас уже появился daily, пока он по акциям, будет и по облигациям в ближайшем будущем. У нас есть в Украине трейдеры, сейлзы, которые способны предоставлять правильные услуги и цены. Но этот процесс только начинается, поэтому подводить итоги (а я убежден, что они будут позитивными) еще рановато.

С точки зрения инвесторов, я думаю, что здесь в зависимости от продукта может быть интерес и у российских, и у международных инвесторов. Есть сейчас некоторые, надеюсь, временные неудобства для иностранных инвесторов — налог на бумаги в гривне (иностранные инвесторы при конвертации валюты платят налог 1.3% — *прим. Cbonds Review*). Если кто-то держит бумаги три года — это одно дело, если он купил сегодня, но по каким-то причинам через 4 месяца продал, этот налог нужно умножить на 3 в годовом эквиваленте, и поэтому это становится не очень интересно.

Можно ли уже говорить о движении российских инвесторов в украинский fixed income?

Думаю, что пока еще рано… Но вопрос, мне кажется, очень правильный, потому что исходя из низких ставок, которые есть в России, и исходя из того, что в Украине есть некоторые бизнесы и компании, которые будут достаточно понятны и российским инвесторам, а ставки будут выше, такой интерес будет.

Россия будет следить довольно внимательно за украинским рынком, и если будут привлекательные ставки и приемлемые риски, я думаю, что аппетит однозначно будет. Здесь «Тройка» будет рассматривать возможность размещения украинских бумаг российским и международным инвесторам.

А другие страны, допустим, Казахстан, интересны?

Казахстан однозначно интересен. Единственное, я думаю, что если мы начнем что-то делать по-серьезному в Казахстане, не просто представительство, а то, с чем мы пришли на Украину — «мини-«Тройку», включая аналитику, торговлю сейлз, инвестиционно-банковское направление, то в лучшем случае это будет во второй половине 2007 года.

Это связано не с нашим пониманием того, когда правильно входить в Казахстан — наверное, правильно пойти уже сейчас. Это больше связано с нашей способностью это переварить, потому что все последнее время бизнес рос очень сильно. Российский рынок вырос в разы, а мы еще и свою долю увеличили. Поэтому нагрузка на наши подразделения уже увеличилась намного из-за объема, она также увеличилась и из-за появления новых инструментов — те же самые разные фьючерсы, опционы, о которых мы говорили. Если раньше рынок рос вверх, то сейчас он растет в ширину: больше клиентов, больше продуктов, больше объема. То есть сейчас бизнес наш растет быстрее в какой-то степени, чем мы способны это переварить. В какой-то момент недостаточно становится просто добавить один компьютер и одного человека, надо пересматривать подход, надо пересматривать платформу.

Поэтому желание идти на рынок Казахстана есть, мы считаем, что это правильно. Но когда мы это сделаем? Как только сможем. Скорее всего, это вряд ли будет раньше, чем вторая половина 2007 года.

Какие еще страны интересны с точки зрения развития бизнеса?

Во-первых, на развивающихся рынках сейчас есть интересные тенденции, и в будущие годы они сохранятся. Главным образом мы говорим о странах BRIC — Россия, Индия, Бразилия, Китай. Сейчас там ситуация уже изменилась по сравнению с предыдущими годами — у них уже не дефицит, а профицит и торгового баланса, и бюджета, и экономический рост, который превышает и, скорее всего, будет превышать то, что мы видим в развитых странах Северной Америки либо Европы. И поэтому мне кажется, что постепенно интерес инвесторов — как в акциях, так и в облигациях — будет все больше обращаться на эти рынки. Я думаю, что и у «Тройки» объем и оборот на этих рынках будут расти. Поэтому и в абсолютном, и в относительном выражении по сравнению с другими странами у нас будет больше интереса к таким рынкам.

Поэтому здесь, например, можно рассматривать возможность альянса в той или иной форме между «Тройкой» и какими-то крупными инвестиционно-банковскими домами в Китае и в Бразилии. Почему бы и нет? Между компаниями крупных, развитых стран происходят слияния и поглощения. Подобные международные альянсы будут в будущем и между европейскими и российскими компаниями. И здесь возможны разные формы взаимодействия.

А если говорить о том, где мы хотим присутствовать как инвестиционный банк так же, как мы сейчас присутствуем в России и в Украине, думаю, что в краткосрочной перспективе России, Украины и Казахстана нам будет достаточно. А потом уже все будет зависеть от того, как все будет развиваться, и от наших возможностей. Почему нет, мы готовы думать о присутствии в любой стране — скорее всего, это развитие на emerging markets или в странах СНГ.

Интервью брали
Сергей Лялин и Анна Чепракова