



Интервью с управляющим директором
Олегом Железко
и директором управления структурных
продуктов рынка акций «Ренессанс Капитал»
Павлом Просянкиным

НОВАЯ ЭРА НОВЫХ «ПРОДУКТОВ»

Сегмент производных инструментов пока слабо представлен на российском финансовом рынке. Причиной тому является слабая законодательная база, сдерживающая в первую очередь развитие биржевого рынка деривативов. Тем не менее многие профессиональные участники проявляют пристальный интерес к данным инструментам. О планах развития и перспективных структурных продуктах речь шла в беседе с управляющим директором и директором управления структурных продуктов рынка акций компании «Ренессанс Капитал».

РЦБ Олег Викторович, какие основные цели стоят перед Вашим подразделением?

О. Ж. Как известно, в последнее время рынок торговли акциями на Западе приносит инвестиционным банкам меньше доходов, чем это было на «заре» развития технологического сектора. В то же время началось широкое использование деривативных инструментов, затрагивающих очень большой круг инвесторов. Их появление совпало с появлением большого количества различных хедж-фондов, которые с помощью различных стратегий максимизировали доход для инвесторов. Вот это и является моей задачей — создать в России хорошо организованное подразделение, которое будет представлять три основных направления деривативного бизнеса, основанного на рынке акций —

депозитарно-брокерские услуги, структурные продукты (часто с элементами финансирования) и производные инструменты — опционы. Эти направления тесно взаимосвязаны. Одной из основных целей нашей деятельности является процесс повышения квалификации профучастников российского рынка с точки зрения донесения новых идей и технологий. Первый продукт «депозитарно-брокерские услуги» *prime brokerage* — это фактически обслуживание активно торгующих клиентов. На Западе это хорошо развитый бизнес, участниками которого являются такие компании, как *Morgan Stanley, Goldman Sachs, Bear Sterns, Merrill Lynch* и т. д.

Комплекс услуг начинается с привлечения капитала. Представим себе ситуацию: где-то есть команда инвестиционных менеджеров, которая работает, допустим,

на большой фонд или на крупную брокерскую организацию. У них есть свои идеи, торговые стратегии, может быть свой *track record* и первоначальный капитал. Так вот праймброкер предоставляет услуги по привлечению капитала для профессионалов, желающих начать свой бизнес.

Именно этим в настоящее время занимается «Ренессанс Капитал» для одного из наших фондов. Наши сотрудники обращаются к крупным инвесторам, к пенсионным фондам с предложением обратить внимание на какой-нибудь хедж-фонд, предоставляют информацию о его менеджерах, идеях, объясняют, чем данная команда отличается от других.

РЦБ Другими словами, компания выполняет посреднические функции между новыми небольшими и известными крупными профучастниками?

О. Ж. Да, в этом случае компания выступает как агент по привлечению капитала — *capital production*, помогает хедж-фондам «поднимать» деньги. Затем в качестве праймброкера мы планируем брать фонд на обслуживание, предоставлять депозитарно-брокерские услуги. Мы также будем предоставлять клиенту средства для маржинальной торговли, для того чтобы фонд мог открывать «короткие» позиции. В данном случае обслуживание хедж-фондов пересекается с работой подразделения, торгующего структурными продуктами с элементами финансирования. Например, продукты на основе свопов позволяют преодолевать некоторые ограничения: в Лондоне очень популярны *Total return swap (TRS)*, потому что фонды с их помощью обходят существующие пробелы в законодательстве. Более того, покупать один инструмент просто удобнее, чем корзину акций.

На всем протяжении существования фонда компания осуществляет консультации и помогает с риск-менеджментом. Например, мы предупреждаем, что это «плечо» может быть слишком рискованным или рынок пойдет не в эту сторону. Опять-таки мы предлагаем хедж-фондам набор деривативных инструментов, с помощью которых они могут реализовывать свои стратегии. Допустим, если хедж-фонд предполагает, что акции ЛУКОЙЛа на протяжении 3 месяцев будут расти, то мы можем продать ему колл-опцион на ЛУКОЙЛ, а если он считает, что рынок будет колебаться в пределах 10% в ту или другую сторону, мы можем продать два опциона, для того чтобы он мог сыграть на волатильности.

Сегодня в России у нашей компании уже насчитывается около 500 активно торгующих клиентов. Это люди, которые управляют деньгами богатых людей и делают это достаточно профессионально. Они знают, как торговать на рынке и что, так или иначе, в дальнейшем будет происходить формализация этих услуг, т. е. более успешные менеджеры начнут создавать свои хедж-фонды. Когда-то в Америке этот бизнес начинался точно таким же образом — с управления капиталом состоятельных семей, затем появилась специализация по идеям, стратегиям. Такой же процесс происходит в России, и компания «Ренессанс Капитал» планирует стать одним из главных участников этого процесса, потому что отчетливо видит перспективы развития структурных продуктов.

Наряду с уже упомянутыми услугами, планируется запуск еще одного продукта — автоматизированной торговли *internet trading*, с помощью которой можно будет реализовывать некоторые торговые стратегии, проводить арбитраж между рынком фьючерсов и акций и т. д.

Наша компания хотела бы предложить такие услуги прежде всего российским клиентам, поскольку история показывает, что значительную долю рынка получают те фонды, которые находятся ближе к клиентам, доверяющим им. Таким образом, в течение ближайших 5–10 лет праймброкеридж распространится и на другие рынки.

В настоящее время наша команда, состоит из 5 человек и строится по классическому образцу: в команде есть трейдер, сейлз, специалист, занимающийся так называемым *structuring* — он разрабатывает модели, оценивает риск и предлагает новые модели клиентам и другим подразделениям. Иными словами, сформирована основа для целостного подразделения, способного предложить весь спектр услуг. Безусловно, мы начинаем с простых вещей: с маржинальной торговли, предоставления услуг по покупке деривативов на акции. Совсем недавно мы начали торговать фьючерсами на *FORTS* и приступили к торговле опционами. На мой взгляд, у нас один из самых сильных трейдеров деривативными инструментами в Восточной Европе. Отдельно следует отметить, что в течение прошедших 3 месяцев мы полностью создали внутреннюю инфраструктуру.

Сейчас команда концентрирует свое внимание на обслуживании российских клиентов, однако существует ряд западных инвесторов, которые интересуются синтетическими инструментами на базе российских ценных бумаг. Конечно, с точки зрения праймброкериджа мы не можем конкурировать с крупными западными компаниями: у иностранных инвесторов, как правило, есть свой праймброкер, который предлагает российский рынок наряду с другими *emerging markets*. Но с нашей помощью инвесторы получают доступ на специфичный российский рынок, т. е. к тем акциям, у которых существуют либо слишком маленькая ликвидность, либо какие-то ограничения. Для таких клиентов мы можем предложить *TRS*, с помощью которых все экономические выгоды так же, как и риски, переносятся на инвестора.

В настоящий момент идет активная работа над инструментами, которые позволяют западным инвесторам участвовать в рынке. Приведу пример: если инвестор захочет приобрести акции электроэнергетических компаний, то на открытом рынке они будут стоить дорого, *во-первых*, потому что существует достаточно большой спрэд, а *во-вторых*, потому что *free-float* акций региональных компаний слишком мал и найти большой пакет довольно трудно. С нашей помощью инвестор может купить целую корзину из таких акций. За счет стандартизации значительно расширяется

доступ для многих западных фондов, которые по своему уставу не могут инвестировать в российский рынок. То есть, с одной стороны, *TRS* это удобная юридическая форма для инвесторов, а с другой — хорошая инвестиционная идея. В наших планах — создание целого набора таких продуктов и поддержание ликвидности на вторичном рынке.

РЦБ Как Вы оцениваете спрос на подобные инструменты на внутреннем российском рынке?

О. Ж. В России уже сформировалась база инвесторов, покупающих инструменты паевых фондов, и в целом отмечается достаточно хороший потенциал для более сложных структурных продуктов. Некоторые брокеры пытаются создать интересные продукты, но их объем пока еще недостаточен. Затраты по созданию продукта высоки, и для окупаемости проекта нужны большие обороты, как минимум 100–150 млн долл.

Очень интересным инструментом является так называемая «нота с гарантированным возвратом на капитал». Данный продукт очень популярен среди частных лиц, которые обычно не покупают деривативные продукты из-за высокого риска. Вместе с тем им нужна диверсификация, и в этом смысле инструмент, который представляет гарантированный возврат капитала, достаточно привлекателен, так как, с одной стороны, консервативен, а с другой — дает инвесторам возможность увеличения доходов за счет опционной части. Данные инструменты приобрели достаточную популярность в европейских странах. Причем ими интересуются не только частные инвесторы, но и управляющие фондами.

Российский рынок достаточно интересен тем, что, с одной стороны, там играют частные клиенты, использующие фьючерсы как инструмент с маржинальным финансированием, а с другой — на этот рынок уже выходят такие участники рынка, как «Ренессанс Капитал», *Dresdner* или *UBS*. При этом необходимо понимать взаимосвязанность процессов, происходящих на этом рынке. Спрос клиентов на опционы увеличивается с каждым днем, потому что профессиональные игроки хотят с помощью таких инструментов высказывать свое мнение. Для них основная проблема — отсутствие контрагентов. Однако ликвидность на опционы не будет расти, если не появится спрос хотя бы с одной стороны. А это процесс взаимного роста потоков. Если наша компания продает опционы клиенту и одновременно нам приходится хеджировать другую сторону, для этого мы обращаемся к *FORTS*, где покупаем или продаем фьючерсы, и тем самым повыша-

ем ликвидность. Спрос на эти инструменты неизбежно вырастет с появлением западных банков на российском рынке.

РЦБ Павел Юрьевич, как Вы оцениваете текущую ситуацию на российском рынке производных инструментов?

П. П. Если говорить о российском рынке, то его надо разделить на рынок организованный торговли и внебиржевой рынок — *over-the-counter (OTC)*. И по составу участников, и по торгуемым финансовым инструментам данные сегменты достаточно сильно различаются.

Если говорить об организованном рынке, то практически единственная площадка, поддерживающая какую-то ликвидность, — это срочный рынок *FORTS*. Там есть неплохая и постоянно увеличивающаяся ликвидность по фьючерсам на 4–5 бумаг. Также надо отметить существование организованного срочного рынка на Санкт-Петербургской валютной бирже и Секции срочного рынка ММВБ. Кстати, отличие российского рынка фьючерсов состоит в том, что если в большинстве стран основная ликвидность сосредоточена во фьючерсах на индекс, то в России фьючерс на индекс практически неликвиден, а основная ликвидность находится во фьючерсах на отдельные акции.

Обороты по опционам, торгуемым на организованном рынке, также растут, но пока, к сожалению, этот рынок в основном интересен с точки зрения индикативных котировок, нежели как некое место, где можно получить ликвидность. Но если динамика роста оборотов сохранит прежние темпы, то существуют хорошие шансы, что со временем рублевый рынок, открытый для отечественных участников, будет использоваться для формирования новых инструментов. Сегодня, в большинстве случаев рынок опционов — это место, где существует возможность получить «плечо».

Для иностранных участников организованный рынок доступен только в той степени, в какой они готовы брать на себя инфраструктурные и валютные риски. Брокеры оказывают услуги по работе на организованном срочном рынке для широкого круга клиентов, в том числе и иностранных, но во многих случаях иностранные клиенты используют специальные структурные продукты.

Что касается рынка *OTC*, то здесь существует гораздо больше возможностей, гораздо больше инструментов и участников. В то же время этот рынок не такой прозрачный, нет почти никакой статистики, поэтому оценить объем и качество рынка достаточно сложно. Естественно, что на *OTC* нет фьючерсов, потому что это биржевой инструмент. Присутствуют форвардные сделки, также существует рынок свопов.

Своп — очень хороший формат для инвесторов, желающих получить доступ на рынок, где они не хотят или не могут присутствовать напрямую. Если иностранные участники хотят получить доступ к локальным акциям российских компаний, у них есть два варианта: либо работа через кастодиальный депозитарий или реестродержателя, либо своп-контракты. Выглядит это следующим образом: брокер заключает с клиентом своп-делку, по которой брокер передает клиенту положительную или отрицательную разницу, отражающую изменение стоимости базового актива, а в обмен клиент платит некую процентную ставку, периодически или в конце сделки. Такой своп «на совокупный доход» выгоден еще и тем, что позволяет открыть не только «длинную», но и «короткую» позицию в базовом активе. Если клиент сам не может найти на рынке какие-то бумаги, для того чтобы их зашортить, то это можно сделать через своп, так как для брокера найти «короткую» позицию намного проще.

В настоящее время можно отметить серьезный рост интереса на такого рода инструменты. Кроме уже упомянутых вариантов участия иностранных инвесторов на рынке локальных акций Газпрома, существует возможность получить доступ к менее ликвидным акциям «второго эшелона». Подобные инструменты позволяют осуществлять более сложные инвестиционные стратегии: не просто своп на «длинную» или «короткую» позицию по отдельности, а, например, на разницу, спред между локальными акциями и АДР Газпрома. В противном случае инвестор должен был бы купить «длинную» позицию (что может быть ему недоступно) и открыть «короткую» позицию (для чего необходимо занять бумаги). Общая совокупность расходов была бы выше, чем если бы он это сделал в формате своп, в одной сделке.

По сути, и свопы, и форварды только условно являются деривативами, потому что ничего экзотического в них нет. Стоимость такой позиции изменяется абсолютно пропорционально изменениям стоимости базового актива: если акции Газпрома выросли на 1%, то соответственно на 1% выросла прибыль человека, заключившего такой своп. Строго говоря, деривативы — это те инструменты, которые содержат в себе некую нелинейность и асимметричность, присущую, к примеру, опционам. Рынок опционов позволяет инвесторам выражать свои взгляды и систематизировать свое мнение о рынке в той форме, в какой обычные инструменты этого не позволяют. Например, если клиент считает, что акции ЛУКОЙЛа вырастут, то скорее всего, он их купит и будет ждать, пока они вырастут. Если же он думает, что акции не

вырастут в течение ближайшего месяца, а потом будут расти (т. е. кроме мнения о направлении изменения цены, у клиента есть мнение и о времени этого изменения), у него появляется альтернатива: купить бумаги сегодня или через месяц. Новой альтернативой в такой ситуации является опцион. Если же инвестор, например, считает, что акция будет расти в течение ближайших трех месяцев, но вряд ли вырастет больше чем на 20%, то на спотовом рынке у него нет альтернативы — все равно надо будет покупать акции ЛУКОЙЛа. Опционы же позволяют выразить более сложный взгляд на рынок. Поскольку клиент считает, что акции ЛУКОЙЛа вырастут, но не больше чем на 20%, то он может отрезать этот *upside*, который, по его мнению, не осуществится, продав колл-опцион и удешевив первоначальную покупку.

Опционы — это своего рода «кирпичики», которые позволяют выстроить любую стратегию, начиная от самой простой, например комбинации покупки и продажи разнонаправленных опционов с одинаковым страйком, и заканчивая очень сложными схемами, где присутствуют не просто европейские или американские опционы, а «азиатские» с алгоритмом усреднения. При этом не надо почти ничего изобретать, потому что все эти вещи на Западе уже достаточно хорошо опробованы. Надо просто понимать, что хотят инвесторы на рынке и из каких «кирпичиков» можно сложить стратегии.

Для инвестора же решающим являются два фактора. Первый — *сколько стоит подобная стратегия*, т. е. величина чистой премии, которую он заплатит или даже получит, если в конце концов окажется продавцом опционов. Стратегии, направленные на повышение доходности уже имеющихся инвестиций (*yield enhancement*) или их монетизацию (*cash extraction*) позволяют клиенту, уже вложившему свои средства, продать опционы *out of the money* и таким образом получить дополнительные средства и доход. Если с рынком ничего не происходит, то клиент зарабатывает доход в сумме полученной премии, если рынок растет, клиент продает часть своего портфеля, для того чтобы зафиксировать прибыль и исполнить проданные им опционы. То есть у клиентов есть интерес и к продаже опционов, что на самом деле является признаком зрелого рынка, в отличие от ситуации, когда все одновременно хотят покупать опционы и никто не хочет их продавать.

Второй основной фактор — *юридический*. И здесь на самом деле существует очень сильное различие между иностранным и российским правовым полем. В иностранной юрисдикции все доста-

точно просто и понятно: есть *ISDA Master Agreement*, стандартное рамочное соглашение, которое определяет все базовые понятия, используемые в сделках с деривативами.

При заключении сделки согласовываются ее конкретные условия и нет необходимости описывать общие условия. Что происходит в случае, если к моменту исполнения опциона вдруг перестает торговаться базовый актив или если биржа, на которой котировался индекс, закрывается? Все подобные случаи прописаны в *ISDA Master Agreement*. К сожалению, в российской юрисдикции до сих пор присутствует печальное «наследство» кризиса 1998 г. Для спасения банков от банкротства были приняты известные судебные решения о признании срочных сделок сделками «пари». Как оказалось, тем самым был создан очень опасный прецедент, затормозивший развитие срочного рынка.

Факт остается фактом: до сих пор существует риск, что если одна сторона откажется исполнять свои обязательства, а другая обратится в суд, то суд может признать сделку спекулятивной — сделкой «пари» — и поэтому не подлежащей судебной защите. В данном случае особенно уместен вопрос об обеспечении обязательств сторон. Но к сожалению, законодательство о банкротстве также существенно отстает, не говоря о законах, регулирующих выпуск и обращение ценных бумаг. Если обеспечение оформляется в виде залога, то залогодержатель не может просто продать обеспечение, он должен пройти определенную процедуру, которая занимает достаточно много времени. Более того, закон не позволяет принимать деньги в качестве обеспечения, а если в обеспечение принимаются ценные бумаги, что является общепринятой практикой, то процесс реализации обеспечения может затянуться на 6 месяцев. Это может быть приемлемо для рынка недвижимости, но не для фондового рынка.

В данном случае мы как участники рынка пытаемся создать юридически правильные механизмы и при этом учесть существующие юридические риски.

РЦБ Расскажите подробнее о тех инструментах, которые Вы планируете внедрять в России.

П. П. Помимо основных производных инструментов, о которых я уже говорил, существуют так называемые гибридные экзотические инструменты, которые содержат в себе составляющие элементы различных классов деривативов, — те же самые ноты с гарантированным возвратом капитала, которые на самом деле не что иное, как сложный инструмент, состоящий из облигации, гарантирующей возврат капитала, и опциона, который в слу-

чае роста базового актива позволяет владельцу участвовать в прибыли. То же самое касается *TRS* свопов, свопов на спреда и т. д. На самом деле, это даже не столько отдельный класс инструментов, сколько просто удобный формат, предлагающий, что инвестор вкладывает некую сумму и при этом в зависимости от того, что происходит с базовым активом (акцией, биржевым товаром, процентной ставкой), получает ту или иную прибыль.

Наверное, единственный класс инструментов, который почти совсем не присутствует на российском рынке, но очень сильно развит на западных рынках — это рынок кредитных деривативов. В каждом инструменте так или иначе присутствует некая совокупность рисков. Например, облигация — это некая совокупность денежных потоков, и, немного упрощая, ее цена меняется в зависимости от двух факторов: процентных ставок в целом на рынке и кредитного риска эмитента. Покупая облигацию, инвестор получает оба этих риска. Долгое время это считалось само собой разумеющимся, но где-то в конце 1980-х — начале 1990-х годов стал развиваться рынок кредитных деривативов, который открыл нишу, позволяющую из любого инструмента выделять кредитную составляющую и продавать ее отдельно. Это стало логичным продолжением развития рынка деривативов, которое с точки зрения торговли рисками представляет собой «отщипывание кусочков» риска и их продажу в качестве отдельных инструментов.

РЦБ Вероятно, наиболее яркий пример — секьюритизация?

П. П. Секьюритизация несколько более узкий термин, потому что, по сути, является процессом, превращающим не торговавшиеся ранее активы в более ликвидную форму. Например, если банк имеет на своем балансе некий кредитный портфель, то он так же, как любая облигация, связан с риском процентных ставок и с кредитным риском. В зависимости от изменений фактической стоимости портфеля, но, *во-первых*, кредитный портфель, как правило, не оценивается на балансе по рыночной стоимости, и, *во-вторых*, банк вынужден ждать погашения кредитов. Секьюритизация облекает кредиты в ликвидную форму, позволяя банку рефинансироваться. Интересно, что в процессе такой «переупаковки» повышается общий кредитный рейтинг портфеля активов. Например, у компании есть 10 заемщиков с кредитным рейтингом *B*. Естественно, что при присвоении кредитного рейтинга заемщикам кредитное агентство изучает каждого заемщика в отдельности. Но если объединить десять займов, «переупаковать» их и продать в

виде ценной бумаги, то кредитное качество такой бумаги оценивается выше, чем *B*, поскольку вероятность того, что все десять заемщиков одновременно объявят о дефолте, крайне низкая. Точно так же волатильность индекса всегда ниже, чем волатильность отдельных акций: какая-то часть колебаний гасится за счет разнонаправленных изменений цен.

Процесс развития секьюритизации, а также рынка кредитных свопов и других кредитных деривативов в конечном счете должен привести к тому, что подобные инструменты будут активно торговаться в России как отдельный класс. Впрочем, мы, участники рынка, приветствуем тот факт, что новый регулятор рынка определяет это как одно из приоритетных направлений.

Отдельно стоит упомянуть, что в России слабо развито законодательство, регламентирующее выпуск программ краткосрочных корпоративных обязательств и среднесрочных нот (*medium term notes*), которые практически отсутствуют на российском рынке. На всех развитых рынках есть так называемые механизмы *shelf-registration*, позволяющие компаниям зарегистрировать большую проспект эмиссии программы, а затем по мере необходимости выпускать то, что на российском рынке называют «коммерческими бумагами». Выпуск бумаг осуществляется отдельными траншами с различными условиями и ставками, при этом не нужно каждый раз проходить через полную процедуру регистрации. Это необходимо компаниям, потому что позволяет без особой задержки выпускать краткосрочные бумаги, а также профучастникам, так как вместе с этим появляются новые инструменты, эквивалентные среднесрочным нотам на западных рынках. Среднесрочные ноты — это тоже некий формат, который может использоваться для рынка деривативов. Программа среднесрочных нот специально регистрируется и даже может получить листинг на биржах и собственный кредитный рейтинг. В рамках такой программы появляется возможность выпускать ноты со структурным деривативным компонентом по мере необходимости и по мере возникновения интереса клиентов. Например, если клиент заинтересован в покупке ноты с участием в индексе *RTS*, мы в рамках этой программы можем выпустить такую ноту. Если же в следующий раз другой клиент пожелает приобрести ноту с участием в корзине акций, например, «металлических» компаний, мы можем выпустить такую ноту в рамках единой программы. Пока это все очень затруднительно, но работа идет, и мы надеемся, что в ближайшем будущем все изменится в лучшую сторону. ■