



Интервью с президентом *Thor United*
Олегом Батраченко

ОПТИМАЛЬНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

ПРИ ВСЕМ МНОГООБРАЗИИ ПРОДУКТОВ И УСЛУГ, ПРЕДЛАГАЕМЫХ ГРУППОЙ КОМПАНИЙ THOR, У НИХ ЕСТЬ ОБЩИЙ ЗНАМЕНАТЕЛЬ: ВСЕ ОНИ ТАК ИЛИ ИНАЧЕ СВЯЗАНЫ С ФОНДОВЫМ РЫНКОМ. ПРИ ЭТОМ ОСНОВНЫМ НАПРАВЛЕНИЕМ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ГРУППЫ, ЕЕ СВОЕГО РОДА ВИЗИТНОЙ КАРТОЧКОЙ, ЯВЛЯЕТСЯ ПОРТФЕЛЬНОЕ УПРАВЛЕНИЕ СВОБОДНЫМИ ДЕНЕЖНЫМИ СРЕДСТВАМИ.

РЦБ Олег Всеволодович, расскажите об истории компании и ее сегодняшней деятельности.

О. Б. Группа THOR была основана в марте 1994 г. и в настоящее время объединяет специализированные компании, представляющие (каждая в своей области) высококлассный финансовый сервис на американском фондовом рынке для индивидуальных и корпоративных клиентов из США, Западной Европы, стран третьего мира и СНГ.

Я выпускник факультета зарубежной экономики МГУ. В 1990 г. закончил аспирантуру ИМЭМО и затем уехал в США, где в 1992 г. получил степень магистра в области международной экономики в Нью-Йоркском университете.

Примерно с этого момента я начал работать сначала в крупной управляющей компании *Neuberger & Berman*, затем в *Berkshire International Finance*. Там познакомился с моим нынешним партнером Петром Камболиным. В сотрудничестве с

Berkshire мы создали свою компанию *Thor United*, которая взяла часть бизнеса корпоративного финансирования *Berkshire*. В основном это были программы по выведению компаний на американские биржи, финансирование за счет дополнительных эмиссий акций и т. д.

Хочу отметить, что у нас практически не было стартового капитала. В то время многие мои знакомые высказывали сомнения по поводу ведения своего бизнеса, однако все удалось.

С 1997 г. мы начали работать с Россией. Основными направлениями тогда были корпоративные финансы (направление не получило достаточного развития из-за кризиса 1998 г.) и управление активами.

До 2000 г. управление активами клиентов осуществлялось по стандартным схемам. Это было портфельное управление, преимущественно зависящее от рыночной конъюнктуры и сглаженное различными инструментами хеджирования.

После краха *NASDAQ* к нам окончательно пришло осознание того, что опасно быть зависимым от рынка, и в 2000 г. мы сформировали сильную команду финансовых математиков и программистов. К тому времени я уже окончил *MBA* в Уортонской школе бизнеса — это мое третье образование.

Были разработаны основные алгоритмы уже хедж-фондового стиля управления, или маркет-нейтрального управления, использующего прежде всего достаточно развитый инструментарий американского срочного рынка.

С 2001 г. мы представляем собой хедж-фондовую компанию, работающую по алгоритмам системного трейдинга, основанного на так называемом технико-статистическом арбитраже. Это полностью компьютеризированная, «математизированная» система управления активами, стремящаяся к получению дохода вне зависимости от направления движения рынка.

РЦБ Какие направления деятельности Вы считаете сильной стороной компании?

О. Б. На сегодняшний день мы являемся единственным американским хедж-фондом, который привлекает деньги как состоятельных клиентов, так и розничных инвесторов из США, Западной Европы, России и СНГ. В России мы работаем достаточно активно, привлекая с розничного рынка денег больше, чем многие уважаемые российские управляющие компании, причем не имея доступа к пенсионным деньгам.

Используя инструментарий западных рынков, наши инвестиционные программы позволяют получать стабильный доход в размере 15–25% годовых. В России такие результаты не возможно получить системно. Этого можно добиться только за счет гениальности того или иного трейдера или за счет инсайдерской информации.

В настоящее время делаются попытки законодательно запретить лицам, имеющим доступ к конфиденциальной информации, влиять на процессы ценообразования на рынке ценных бумаг. Однако пока большинство продолжают «работать на инсайте».

Людям нравится системная доходность, которую мы им даем, при полной гарантии от всех внебиржевых (форс-мажорных и криминальных) рисков: на первые 500 тыс. долл. — американской квазигосударственной Корпорацией защиты инвестиционных вкладов (SIPC), а на оставшуюся сумму (до 25 млн долл.) — ведущей страховой группой мира *Lloyds*. При этом клиентам предоставляется удаленный Интернет-доступ к индивидуальным счетам с 128-битовой кодовой защитой, дающий возможность круглосуточно мониторинга всех транзакций по счету и их результатов в реальном режиме времени. Наши инвестиционные результаты подтверждены ведущей аудиторской фирмой мира — *Deloitte & Touche*.

Благодаря новой редакции закона «О валютном регулировании и валютном контроле» государство дало людям возможность разбросать свои активы по земному шару, тем самым увеличив социальную стабильность в стране. Ведь финансовая стабильность населения — это социальная стабильность в стране.

РЦБ Какие направления деятельности развиваются наиболее активно?

О. Б. В настоящее время мы развиваем инвестиционно-банковский бизнес: работаем над 8 крупными проектами выведения российских компаний на фондовые биржи США. Причем наша особенность заключается в том, что мы выводим непубличные компании на американские биржи путем так называемого «обратного

поглощения» уже существующей американской публично-торгуемой компании-зонтика (*Shell*-корпорации). Преимущество данного способа привлечения капитала очевидно: получение доступа к гигантским по масштабам финансовым ресурсам, повышенная по сравнению с местными фондовыми рынками оценка стоимости акций компании и не достижимая на местном рынке их ликвидность.

Помимо этого, мы развиваем направление, связанное с выпуском американских депозитарных расписок (АДР) на корпоративные долговые инструменты, и их последующий листинг на биржах США. Для России, в отличие от остального мира, это услуга является инновационной. Например, то, что любая часть эмиссии еврооблигаций, недопроданная на Западе, может быть куплена через АДР в России, работает на ликвидность российского рынка.

Одним из направлений нашего бизнеса является также профессиональное хеджирование, вышедшее из управления активами, так как мы много хеджируем внутри систем *asset management*. В отличие от используемого в настоящее время хеджирования посредством дорогостоящих опционов или статистических подходов, мы предпочитаем модель динамического фьючерсного хеджирования, позволяющую осуществлять различные стратегии с высокой точностью и максимальной ценовой эффективностью. Издержки клиента на подобную страховку минимальны: даже включая все затраты на осуществление фьючерсных транзакций, они, как правило, не превышают 1% от величины хеджируемого годового торгового оборота, а на объемах более 500 млн долл. опускаются ниже 0,4%. Опционное хеджирование стоит 7–5% от торгового оборота.

РЦБ Какой стратегии компания придерживается в процессе инвестирования?

О. Б. В процессе инвестирования мы используем несколько стратегий «под одной крышей» — так называемую многопродуктовую стратегию (*multi strategy*). Каждый инвестированный доллар разбивается на 4–5 частей, и каждая часть управляется своим алгоритмом и на своих рынках. Причем эти части не коррелируют не только с рынком, но и друг с другом. Таким образом, это 4 стратегии, наложенные друг на друга, 4 маркет-нейтральных устойчивых графика с отрицательной корреляцией, дающие дополнительную устойчивость кривой роста.

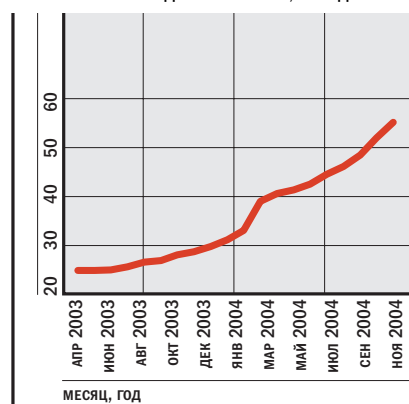
Мы выбираем активное управление, основанное на применении различных схем финансового арбитража, которые возможны именно на рынке США из-за наличия там большого числа фондовых инструментов (помимо акций — фьючерсы, опционы, *ETF* (*Exchange Traded Funds*),

паевые фонды и т. д.), а также высокой ликвидности рынка и возможности применения на нем финансовой математики.

РЦБ Как Вы оцениваете условия для формирования класса частных инвесторов в России? Можете ли Вы отметить динамику спроса на услуги по доверительному управлению активами?

О. Б. Потенциал розницы огромный. Экономический рост в России, а также высокие цены на нефть приводят к тому, что все больше людей получают более высокую зарплату и имеют возможность часть

ОБЪЕМ АКТИВОВ ПОД УПРАВЛЕНИЕМ, МЛН ДОЛЛ.



средств отложить «на будущее». При этом у них есть несколько способов это сделать: инвестировать на российском фондовом рынке, вложить в недвижимость, открыть депозит в банке. К сожалению, российский рынок отличается своей нестабильностью (в частности, из-за «дела ЮКОСа» и возможных претензий к другим компаниям), на рынке недвижимости еще не работают коллективные инструменты инвестиций в недвижимость — фонды недвижимости, а ставки по депозитам в банке чуть выше уровня инфляции.

Благодаря закону «О валютном регулировании» россияне могут инвестировать в иностранные ценные бумаги до 150 тыс. долл. В этой ситуации приток средств только в наши хедж-фондовые системы управления с розничного рынка СНГ составляет 2–4 млн долл. в месяц. Динамика спроса на услуги по доверительному управлению нашей компании в странах СНГ показана на рисунке. На ноябрь размер активов составил 51 млн долл. и продолжает расти.

РЦБ Как бы Вы охарактеризовали текущее состояние американской индустрии хедж-фондов?

О. Б. На сегодняшний день в американскую индустрию хедж-фондов поступает только из одной Европы 4 млрд долл. в месяц. По прогнозам *Morgan Stanley*, в 2005 г. общий приток средств увеличится с 200 млрд до 400 млрд долл. На мой взгляд, популярность хедж-фондов у инве-

сторов объясняется тем, что они предлагают две вещи: рыночную доходность 12–20% в год и выше, и стабильность на уровне если не банковского депозита, то фонда долгосрочных инвестиций. Сейчас в области портфельного управления около 700 млрд долл. (7% всей капитализации фондового рынка) находится в руках американских хедж-фондов.

РЦБ Почему хеджирование финансовых рисков в России не находит широкого распространения?

О. Б. На мой взгляд, в России существует одна проблема, препятствующая развитию института хеджирования. Это отсутствие политической воли топ-менеджмента хеджировать финансовые риски. Ведь, если цена на сырье по-прежнему будет расти, хеджирование не позволит получить дополнительную прибыль, если цена будет снижаться — всегда возможно списать с себя ответственность за убытки на «упавший» рынок. Многие об этом говорят, но пока эта проблема остается нерешенной.

РЦБ В чем секрет успеха ваших инвестиционных программ?

О. Б. Секрет успеха наших инвестиционных программ заключается в широком применении финансовой математики, мгновенной компьютерной обработке огромных массивов рыночной информации с помощью собственного уникального программного обеспечения и умелом использовании новейших технологий статистического арбитража.

Нам удается зарабатывать на так называемых высоковероятностных ситуациях, систематически возникающих на фондовых рынках развитых стран. Вообще говоря, на рынке с высокой вероятностью можно предсказывать только в долгосрочном плане. Например, если на американском рынке темпы роста последние 25 лет составляли около 14% в год, то, наверное, следующие 25 лет они также будут равны 13–14%. В среднем уже 85 лет средние темпы роста, если брать «голубые фишки», составляют 12% в год. Однако в краткосрочном плане ничего предсказать нельзя. Куда пойдет *Microsoft* — вверх или вниз — можно предсказать с вероятностью 50%. Примерно с такой же вероятностью выпадает шарик при игре в рулетку, если она идеально круглая. В противном случае у игрока есть шанс использовать изъян в свою пользу.

Мы ищем не дефекты фондового рынка, которые завтра устранят, а те «структурные неидеальности» рынка, которые неотребимы и которые были, есть и будут.

Что понимается под «структурными неидеальностями»? Какие бы социальные эксперименты не проводились, в любом обществе были и будут богатые и

бедные. Также всегда на рынке будут большие — более ликвидные компании и маленькие — менее ликвидные. Ценовые движения их акций показывают индексы. Например, *Russel-2000* отражает движение акций средних компаний, *S&P-500* или *NASDAQ* — движение акций больших компаний.

Пока рынок находится в спокойном состоянии, спрэд между этими индексами поддерживается более или менее постоянно. Когда происходят всплески рынка, в зависимости от того, какая новость вышла — положительная или отрицательная, люди начинают покупать или продавать акции. Быстрее всего на новость реагируют самые ликвидные акции, медленнее — менее ликвидные, потому что деньги трейдеров устремляются в самые ликвидные инструменты в первую очередь. В этой ситуации спрэд или аномально расширяется, или аномально сужается. Затем в 4 случаях из 5 он приходит к своему среднеисторическому значению. Таким образом, появляется возможность заработать. Когда спрэд аномально расширился, вы встаете в «длинную» позицию в инструментах *Russel-2000* и одновременно в «короткую» позицию в инструментах *S&P-500* и *NASDAQ*. Если рынок падает, «короткая» позиция зарабатывает больше, чем теряет «длинная», если рынок растет — «длинная» позиция зарабатывает больше, чем теряет «короткая». В любом случае спрэд сходится в 4 случаях из 5. Это пример достаточно высоковероятностной системы, доходность которой 25–26% годовых. Мы берем себе обычно 2% в год и четверть прибыли, таким образом, на руки отдаем 19–21%.

У нас 4 алгоритма такого рода. И не только россияне дают нам деньги. Совсем недавно достаточно известный хедж-фонд *Tudor*, один из корифеев Уолл-стрит, передал нам 20 млн долл. в управление, в дальнейшем они планируют увеличить счет до 50 млн долл., а к концу 2005 г. — до 200 млн долл.

РЦБ Какие проблемы российского фондового рынка, на Ваш взгляд, следует решить в первую очередь?

О. Б. Во-первых, необходимо ограничить инсайдерскую торговлю (Америке для этого потребовалось 10–15 лет). В противном случае это будет не рынок, а манипулируемая система.

Во-вторых, для российского рынка необходима четкая и гарантированная система клиринга всех финансовых инструментов, чтобы у людей не возникало опасений, что тот или иной срочный контракт может не сработать. Если это будет сделано, станут развиваться российские инструменты хеджирования. Не секрет, что сейчас можно хеджировать только экспортно-

импортные операции, используя фьючерсы и опционы. В случае если цена не привязана к мировой цене того или иного товара, то его уже никак не захеджировать. Очень сложно хеджировать рублевый риск, а это необходимо, например, для таких тонких и интересных инструментов, как АДР на облигации.

В-третьих, должна быть повышена ликвидность акций «второго эшелона». Именно «второй эшелон», а не «первый» стремится выходить на западные рынки. Финансирование средних компаний должно происходить более цивилизованно, для того чтобы капитализация окончательно заменила оптимизацию. Это даст казне дополнительные налоговые поступления.

Очень важно, чтобы российский рынок развивался в плане не только инструментария, но и четкости и ликвидности торговли. То, что мы делаем на западных рынках, станет возможным и в России.

РЦБ Расскажите о ваших планах на будущее.

О. Б. В ближайшее время мы планируем создать российский индексный взаимный фонд (*exchange traded fund, ETF*). В настоящее время в России не существует ликвидных индекс-фондов и отраслевых индекс-фондов, а это тот инструментарий, который сегодня используют арбитражеры и менеджеры хедж-фондов во всем мире. Именно для этой цели весной следующего года мы планируем зарегистрировать российскую управляющую компанию *Thor finance*.

Еще один интересный проект, который мы будем развивать, — создание системы западных открытых фондов российской недвижимости. В США в эту индустрию вложено 300 млрд долл. Коллективные инвестиции в недвижимость посредством такого стандартизованного продукта будут интересны и для крупных западных инвесторов, и для российских массовых вкладчиков с точки зрения диверсификации инвестиционного портфеля и повышенной ликвидности.

В Калининграде и Москве уже действуют подобные фонды, в настоящее время создается целая система региональных фондов такого рода в Екатеринбурге, Сочи и других городах. В дальнейшем планируется объединение их в некий фонд фондов, который предложит единственную в России диверсификацию по регионам и по девелоперским компаниям.

Помимо западных и частных инвесторов, данный продукт может быть также интересен российским пенсионным фондам.

Пользуясь возможностью, поздравляю всех читателей журнала «Рынок ценных бумаг» с наступающим Новым годом, желаю успеха и стабильности! ■