

Яков Миркин

председатель Совета директоров ОАО «Инвестиционная компания «Еврофинансы», профессор, д.э.н

Жизнь среднего размера. И выше

ЭТА ЖИЗНЬ ПОДТАЛКИВАЕТ ИНВЕСТИАНКИ СРЕДНЕГО РАЗМЕРА ДЕЛАТЬ ПРОДУКТЫ И УСЛУГИ, В КОТОРЫХ ОНИ ОТЛИЧНЫ ОТ ОСТАЛЬНЫХ

Председатель Совета директоров ОАО «Инвестиционная компания «Еврофинансы» Яков Миркин рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, какие метафоры рождает наш рынок и как может на нем работать инвестиционная компания средних размеров.

— Яков Моисеевич, в каком состоянии находится наш рынок сейчас?

— Как мне кажется, после кризиса российский финансовый рынок восстанавливается в том же спекулятивном качестве, в котором существовал до кризиса.

Тогда (как и теперь, после кризиса) он был зависим от нерезидентов, существовал в условиях повышающегося (или, минимум, закрепленного) курса рубля, очень высокой доходности финансовых активов внутри России и свободного счета капитала. Это — классический механизм формирования кризисов (я говорил об этом много раз), который приглашает горячие деньги со всего мира на внутренний рынок, является каналом проникновения финансовых инфекций, способом надувания «мыльных пузырей» и катализатором запуска системных рисков.

Сопrotивляться этому рынок не может, он является небольшим существом, уровень его

финансовой глубины (financial depth) остается невысоким, а сам он в своем движении повторяет динамику других финансовых рынков. Все эти рынки очень серьезно зависят от курса доллара как мировой резервной валюты. Это хорошо видно на соответствующих графиках: если доллар укрепляется, то цены на активы (как финансовые, так и товарные) имеют тенденцию к падению, и наоборот. Механизм формирования цен на основные экспортные товары России (нефть, газ, металлы) имеет финансовый характер и зависит от курса доллара.

Иными словами, в российский фондовый рынок до кризиса были встроены составляющие, определявшие его высокую волатильность, делавшие его подверженным крупным рискам, державшие в зоне высокой турбулентности. После кризиса все эти составляющие по-прежнему продолжают действовать.

Наверное, можно говорить о том, что мы в третий раз строим модель спекулятивного фон-



дового рынка. Локальные кризисы, по статистике развивающихся рынков — раз в 5–10 лет.

— Влияние нерезидентов на российский рынок осталось таким же, каким было?

— Не могу сейчас оценивать доли в точных цифрах, потому что информация такого рода раскрывается с задержкой или совсем не раскрывается. Но, по ощущениям, потенциально это пока те же самые или даже большие объемы.

— Проект международного финансового центра, будучи реализован, мог бы что-то поменять?

— Важно договориться о том, что именно мы понимаем под термином «международный финансовый центр».

Традиционно в этом контексте чаще всего имеется в виду центр проведения международных операций «нерезидент-нерезидент». Такой центр должен иметь удобную операционную структуру и обеспечивать низкие издержки. Плюс хорошая репутация. Этим составляющих вполне достаточно для того, чтоб он мог существовать и развиваться.

Могут быть иные модели финансового центра. Например, специализированные на отдельных сегментах рынка, либо подчиненные задаче региональной концентрации активов и ликвидности.

Подобное региональное сгущение ликвидности (прежде всего для нерези-

дентов из стран СНГ) создать можно, поскольку Россия — это 60% активов Восточной Европы плюс европейской части СНГ. Но центр значимости большей, нежели региональная, у нас создать не получится, потому что российская экономика — это всего лишь 2–3% мировой. Мы — производная от внешней экономической динамики.

Чтобы создать российский МФЦ как центр сосредоточения ликвидности, как крупный международный финансовый рынок, прежде всего, должна стать значимой российская экономика.

Это же относится и к дискуссиям по поводу рубля как региональной валюты. Для того чтобы рубль стал таковой, российская экономика должна достичь хотя

бы 5–6% от объемов мировой экономической активности.

— Как позиционируется компания «Еврофинансы» на таком финансовом рынке, который вы описали?

— Российский рынок сегментирован. Часть финансовых компаний действует в составе крупных ФПГ или финансовых конгломератов с высокой долей государства в капиталах.

Это своего рода острова с особым режимом. Иерархические структуры с высокой конфликтностью интересов внутри.

Аффилированность, экзистивность сильно влияют на их рабочие характеристики, поэтому по их поведению нельзя судить о закономерностях развития инвестиционного бизнеса на очень волатильном рынке.

Другая часть рынка — это компании, которые успели вырасти до крупных размеров, изначально специализируясь на операциях с нерезидентами. Поддерживая всю линию инвестиционных операций и обращаясь сейчас не только к внешним, но и внутренним инвесторам, они остаются в топ-нише в силу того, что сохраняется модель рынка, в значительной мере ориентированная на нерезидентов.

Еще одна узкая группа брокеро-дилеров быстро развивала свой бизнес, специализируясь в определенных сегментах, — например, на операциях интернет-трейдинга, на вексельных операциях и так далее. Они достигали крупных оборотов именно в своей нише, а затем, в ряде случаев, расширили эту нишу.

Компания «Еврофинансы» относится к тому типу компаний, которые в части собственности не зависят от крупных промышленных групп и государства, существуя при этом в качестве среднего по капитализации инвестиционного бизнеса и поддерживая весь ряд услуг на финансовом рынке.

Это означает, что в различных рейтингах подобный бизнес может зани-

Чтобы создать российский МФЦ как центр сосредоточения ликвидности, как крупный международный финансовый рынок, прежде всего, должна стать значимой российская экономика. Для того чтобы рубль стал таковой, российская экономика должна достичь хотя бы 5–6% от объемов мировой экономической активности.

мать места в диапазоне от 15-й до 50-й позиции (коммерческие банки не учитываем).

— Как строится бизнес такой компании?

— Ее главные клиенты — компании реального сектора средней капитализации. Их в России очень много, гораздо больше, чем крупных корпораций с государственной собственностью. И перед кризисом средние компании были довольно успешными. Они составляли большинство эмитентов на рынке облигаций, активно пытались делать реструктуризацию, расти, проводить IPO, торговать кусками капитала, заключая сделки на рынке корпоративного контроля.

Те, кто входит в это братство фирм средней капитализации, являются естественными партнерами инвестиционных банков среднего размера.

Правильно, чтобы количество подобных клиентов в портфеле средней инвесткомпания находилось в диапазоне от нескольких десятков до 100–150, в разных сегментах бизнеса.

Одновременно инвестиционные банки средней величины (подобные нам) всегда имеют в своих клиентах 2–3 компании из топ-30, которые нуждаются в специализированных услугах.

— О каких специализированных услугах идет речь?

— Обычно это услуги, связанные с корпоративным финансированием, с реструктурированием, с оценкой, с финансовым консультированием выпуск ценных бумаг. С разработкой уникальных финансовых технологий. Например, опционных программ для менеджеров или структурированных финансовых продуктов. В узких продуктовых нишах инвестбанки среднего размера

могут входить в топ-10 и даже топ-5, специализируясь на услугах «индивидуального пошива» и доверительном консультировании, становясь «личными советниками» или «послами по особым поручениям».

Что касается розницы, то обычно не делается ставка на продвижение массовых продуктов. Философия отношений с мелкими розничными инвесторами — «нельзя вести телка на убой на таком рискованном рынке, как российский».

Скорее имеет смысл концентрироваться на услугах частного банкинга, управления состоянием (wealth management). В этой нише инвестиционный банк может иметь несколько сот частных клиентов, каждый из которых относится к группе населения с высокими доходами и для которого нужны не массовые услуги, а более индивидуальный подход, возможность общения с доверительными управляющими, с трейдерами, консультантами и так далее. Это — квалифицированные инвесторы.

Помимо физических лиц, клиентами этой линии (брокерские услуги и доверительное управление) должны быть несколько крупных институциональных инвесторов, которые ценят именно клиентоориентированный подход. Здесь важно конструирование целевых, фокусированных услуг, организованных в соответствии с нуждами конкретного клиента. Пример — быть брокером группы компаний, управляющих активами крупного пенсионного фонда.

В части активных операций инвестиционные банки среднего размера ориентированы на специализированные продуктовые линейки для клиен-

Инвестиционному банку среднего размера в сегменте розницы целесообразно работать с клиентами, которые располагают высокими или очень высокими доходами, избегая массовой розницы и инвестиционных фондов, ориентированных на мелкого инвестора.

тов категории «прайм». Для нас такой линией является помощь в создании компенсационных фондов СРО и фондов целевого капитала (эндаументов) образовательных и научных учреждений (и управление ими). Или, например, создание специальных брокерских продуктов (у нас — семейство индексных портфелей и 7–8 структурированных инструментов).

— Можем ли мы резюмировать сказанное?
— Итог примерно такой.

Инвестиционному банку среднего размера в сегменте розницы целесообразно работать с клиентами, которые располагают высокими или очень высокими доходами, избегая массовой розницы и инвестиционных фондов, ориентированных на мелкого инвестора. А в корпоративном сегменте он должен находиться в корреспонденции с компаниями реального сектора, имеющими среднюю капитализацию, и группой средних по размеру институциональных инвесторов (страховых компаний, пенсионных и инвестиционных фондов).

Плюс в любом продуктовом сегменте у него всегда должны быть несколько клиентов категории «прайм» (топ-20, топ-30), с которыми он не аффилирован, но разрабатывает для них специализированные продукты, интересные по критерию «цена-качество».

— О специализированных продуктах можно подробнее?

— Инвестбанки вынуждены создавать специализированные сервисы для того, чтобы соответствовать частным требованиям своих клиентов и обеспечивать им личный подход в решении их конкретных проблем.

Например, в компании «Еврофинансы» одним из особенных сервисов

является научная площадка, бизнес «коммерческой науки», отрабатывающей заказы крупных корпораций и государства. Или наша бизнес-аналитика, которая частично является коммерческой. Она опирается не только на краткосрочные измерения, но также и на длинные ряды, на глобальную карту движения капиталов на мировых финансовых рынках, на долгосрочные прогнозы, на знание фундаментальной механики того, как устроены глобальные финансы.

Инвестиционный банк среднего размера не должен повторить всю линейку аналитики, генерируемой более крупными институтами. Зачем повторять то, что делают все? Нужно делать умную аналитику, специальную аналитику, выбирать те ниши, в которых можно отличаться.

То есть жизнь подталкивает инвестбанки среднего размера делать продукты и услуги, в которых они отличны от остальных, поддерживая при этом работу на стандартных платформах и предоставляя весь круг стандартных услуг в нише средней капитализации.

— Эта модель подтверждает свою эффективность?

— Эффективность такого подхода особенно видна в моменты рыночных шоков. Если ты не занимаешь крупных собственных позиций, то в минуты роковые, в разгар кризиса, как сервисная компания, как универсальный инвестиционный банк помогаешь клиентам, разгребая их проблемы, поддерживая ликвидностью. И являешься более устойчивым, хотя во времена ралли растешь не так быстро, как это делают те, кто имеет крупные собственные портфели.

В кризис 1998 года вдруг оказалось, что многие коммерческие банки среднего размера чувствовали себя гораздо лучше, нежели крупнейшие финансовые институты, которым пришлось уйти с рынка или трансформироваться в банки-мосты.

Мне кажется, что эта механика работала сходно и в 1998 году, и через десять лет, в текущий кризис.

Был виден водораздел между теми компаниями, которые являются универсальными инвестиционными банками, много занимаются сервисом, и теми, кто занимает объемные собственные позиции и принимает высокие риски.

Повторю еще раз. Бизнес среднего инвестиционного банка — это путь сервиса, путь специализации, генерации продуктов и услуг, ориентированных на конкретного клиента, нуждающегося в настройке на его личные условия и особенности. Не бутик, конечно, и не финансовый супермаркет, но не рядовое ателье рядом с домом. Его клиенты — компании средней капитализации, партнеры — коммерческие банки среднего размера. Но при этом он готов демонстрировать услуги и продукты прайм-класса.

— Как получить заказ на разработку опционных программ?

— Ответ — работать с командой класcных специалистов. У нас высоки требования к персоналу. Инвестиционный бизнес среднего размера не может себе позволить лишних людей. 15 процентов сотрудников — специалисты с ученой степенью в области финансовых рынков. Это дает возможность создавать сложные продукты, заниматься финансовым инжинирингом. Например, опционные программы для менеджеров крупных компаний.

Российское законодательство плохо приспособлено для них. Неудобно налоговое пространство. Высоки конфликты интересов, их нужно урегулировать в опционной программе. Там, где собст-



венность, работать всегда сложно, и нужно тонкое шитье.

Все знают, что финансовый институт — это, прежде всего, команда, специалисты. Реальных активов в банках не так много, деньги — это текущий материал (все видели, как быстро исчезают с рынка крупнейшие финансовые институты), основной капитал — способности и квалификация.

В инвестиционных компаниях среднего размера специалисты более универсальны, нежели те, кто работает в крупнейших институтах.

Если компания последовательно выстраивает у себя производство интеллектуальных финансовых сервисов, продуктов, имеющих сложную начинку,

то в ней интересно работать, специалисты имеют более широкие навыки. Они способны быстро переходить от одной нестандартной задачи к другой, которая совсем не похожа на предыдущую.

Работа не в жесткой иерархической структуре (а крупный банк всегда является именно таким) больше мотивирует специалиста, если он обладает творческим складом и хотел бы стать более свободным в своих решениях, готов думать, конструировать, заниматься финансовым инжинирингом. Готовить на своей кухне те продукты, которые больше никто не может приготовить.

Или, если продолжать аналогии, заниматься индивидуальным пошивом.

— Можно ли считать, что сейчас в России

формируется рынок управления активами компенсационных фондов?

— Да, этот рынок создается. Они возникают, в частности, в строительных СРО.

Еще одна интересная бизнес-ниша — фонды целевого капитала, эндаументы. Летом 2009 года в России работали девять эндаументов. Они не вкладывали средства в ценные бумаги, держали деньги на депозитах, поэтому в кризис особых потерь не понесли.

Это — будущие точки роста.
— Наш финансовый рынок могла бы существенно изменить правильно проведенная пенсионная реформа?

— Оценивая перспективы любых реформ, мы должны учитывать, прежде



всего, волатильность российского финансового сектора.

В экономике, где каждое поколение теряло деньги...

— ...да, и причем последний раз — в прошлом году.

— Вот именно.

В такой среде пенсионная реформа должна находиться рядом с нормализацией финансовой сферы, с уменьшением волатильности рынка и ростом его финансовой глубины, с укреплением устойчивости к финансовым инфекциям, с лучшим управлением рисками и так далее. До тех пор, пока финансовая сфера является средой с высочайшими системными рисками и постоянно находится в зоне турбулентности, а реальная, личная инфляция измеряется двузначными цифрами, любая пенсионная реформа в ней будет обречена.

— На что она будет обречена?

— На будущие крупные потери, которые неизбежно будет нести население как участник пенсионной отрасли. Не важно, участвуешь ли ты в НПФ или в любых комбинациях частно-государственных пенсионных программ.

Важно, что пенсионная система формируется и развивается в условиях высочайших системных рисков, которые с неизбежностью реализуются раз в 5–10 лет и уменьшают ту стоимость, которая уже накоплена.

Волатильность отечественной пенсионной отрасли усиливает еще один момент.

Любые накопления средств, создаваемые государством рядом с пенсионной отраслью и предназначенные, в том числе, на ее поддержание, являются своего рода социальным контрактом, заключаемым с населением.

Так вот, эти накопления средств наше государство с готовностью срезает при любом осложнении финансовой ситуации. Имеется в виду судьба бывшего Стабилизационного фонда, нынешнего Резервного фонда и Фонда националь-

ного благосостояния («фонда будущих поколений»), одна из целей которого — поддержка будущих потоков пенсионных выплат.

Только что, летом 2009 года, бюджетные проектировки предполагали расходование «под ноль» сначала Резервного фонда, а затем Фонда национального благосостояния. Делается не по себе от такой готовности государства разорвать контракт с населением, несмотря на массу произнесенных слов о том, как через фонд будущих поколений накопленная стоимость будет тщательно, на длинные времена оберегаться и передаваться всем тем, кто старше или кому-то там в прекрасном далеке.

Поэтому дело не в том, какую схему пенсионной реформы мы изобретем, с каким участием каждого из нас. А в том, что в той финансовой системе, которую мы имеем, население неизбежно обречено на потери при любой модели пенсионной реформы. Потому что пенсионная отрасль, как бумажный кораблик, запускается в море, в котором штормит.

Сейчас прогнозируется уход с рынка части страховых компаний. Но страховые компании — это же не только бизнес и инвестиции, это еще определенные контрактные обязательства. Прежде всего перед населением. Плюс неизбежная потеря части НПФ. Значимая часть институтов коллективных инвестиций, созданных в 90-е годы для населения, убивается повышенной турбулентностью. Где они, 600 с лишним чековых инвестиционных фондов, существовавших еще в 1997 году? Тонут кораблики.

Еще в советское время ярко проявлялась необязательность государства в его контрактных отношениях с населением. Например, постоянное ухудшение условий розничных облигационных займов в 1930–1980-х годах, пролонгации, переносы платежей. Но от этой практики мало чем отличается, например, перенос пенсионных обязательств государства (накопительная часть пенсии) от тех, кто родился в 1957 году, к тем, кто родился в

Дело не в том, какую схему пенсионной реформы мы изобретем, с каким участием каждого из нас. А в том, что в той финансовой системе, которую мы имеем, население неизбежно обречено на потери при любой модели пенсионной реформы. Потому что пенсионная отрасль, как бумажный кораблик, запускается в море, в котором штормит.

1967-м. Жаль, что мы быстро забываем все эти детали.

— Я уверена, что это забыли немногие! Тем более что именно это поколение находится сейчас на пике карьеры и генерирует наиболее высокие доходы.

— Это означает, что, когда придет время выполнять обязательства государства по отношению к гражданам 1967 года рождения, могут быть приняты подобные решения. То есть короткая история пенсионного дела в рыночной среде уже продемонстрировала волатильность модели и необязательность государства.

При такой волатильности безразлично, какую пенсионную модель выбирать и какую следующую реформу проводить. Подрывается сама возможность государства заключать контракт с населением, а стало быть, подрывается доверие и интерес населения к любой пенсионной модели. И при этом у населения (по крайней мере, у среднего класса) остается интерес к организации тех финансовых потоков, которые могут в будущем составить основу личных пенсионных моделей. В пенсионной реформе очень важно создать инструменты, которыми будущий пенсионер мог бы оперировать сам. Важно дать ему возможность самому принимать решения о том, в какие активы вкладывать, пусть с определенными условиями и ограничениями. Это так называемые индивидуальные пенсионные счета (individual retirement accounts, IRA). Понятно, что эти счета открывались бы в госбанках, с хорошей кредитной историей.

Это не программа софинансирования, но счета, где ты сам выбираешь активы, в которые вкладываешь. Таким способом инвестор, принадлежащий к среднему классу, действительно становился бы более ответственным за собственное

пенсионное обеспечение. А сейчас личные решения принимать невозможно. Хотя бы потому, что контролировать управляющую компанию инвестор может лишь «ногами».

Множество таких индивидуальных пенсионных счетов, если бы по ним предоставлялись налоговые льготы, стало бы базой, делающей российский фондовый рынок чуть более стабильным. Пятачком стабильности в бушующих стихиях российского финансового рынка. □