

**НАТАЛЬЯ АНИЕНСКАЯ**

заместитель генерального директора ООО «ИФК «МЕТРОПОЛЬ»,
доцент кафедры «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»
Финансового университета при Правительстве РФ

РОЛЬ ИНВЕСТИЦИОННЫХ БАНКОВ В РАЗВИВАЮЩИХСЯ ЭКОНОМИКАХ

Начиная с 2007 г. многие события заставили гражданское общество обратить пристальное внимание на финансовую индустрию и ее роль не только в современной экономике, но и в современном социуме.

Последняя треть XX в. и начало XXI в. прошли под флагом ускоренного развития рынка ценных бумаг, который позже перерос в рынок финансовых инструментов. Развитие шло лавинообразно. Об этом свидетельствуют объемы торговли и рост стоимости финансовых активов. По данным «Обзора банковского сектора Российской Федерации» за август 2011 г. (http://www.cbr.ru/analytics/bank_system/#ob), кредитные организации с 2007 по 2011 г. утроили свое участие в операциях с ценными бумагами (табл. 1)¹.

В настоящее время, по сведениям ФСФР, около 600 кредитных организаций обладают лицензиями, позволяющими осуществлять соответствующую деятельность в качестве профессионального участника рынка ценных бумаг.

Данные табл. 1 и 2 и рис. 1 и 2 свидетельствуют о неуклонном росте интереса со стороны основных финансовых

институтов современной России — кредитных организаций — к финансовым инструментам. Объяснением этому феномену служат как макроэкономические факторы, присущие мировой финансовой индустрии (ускоренные темпы развития процессов секьюритизации активов, сокращение маржи при продажах традиционных банковских продуктов, постоянно повышающаяся доступность рынка финансовых инструментов, включая деривативы, связанная с развитием информационных технологий и т. д.), так и факторы, вызванные особенностями развития российской банковской системы. В частности, поддержка Банком России развития рынка РЕПО и либерализация условий поставки ликвидности на рынок в острый период кризиса 2008 г. значительно стимулировали интерес участников рынка к этому виду операций с ценными бумагами.

Наиболее активными операторами рынка финансовых инструментов, наряду

с кредитными организациями, выступают финансовые компании, осуществляющие свою деятельность на рынке на основании лицензий, выданных ФКЦБ и ее преемницей — ФСФР. Привлекательность финансовой индустрии такова, что кредитные организации (в основном коммерческие банки) не останавливает тот факт, что для получения статуса профессионального участника рынка ценных бумаг им необходимо иметь, кроме лицензии Банка России, еще и соответствующую лицензию ФСФР. Таким образом, они оказываются в поле двойного регулирования. Активность кредитных организаций, львиную долю которых составляют коммерческие банки, проиллюстрирована данными табл. 1 и 2. С финансовыми компаниями, за которыми прочно закрепилось определение «инвестиционные банки», ситуация сложилась иная.

По данным саморегулируемой организации НАУФОР, объединяющей основ-

¹ Приведенные в статье таблицы и графики рассчитаны автором на основании данных «Общие сведения о банковском секторе», Обзора банковского сектора Российской Федерации, август 2011 г.

Таблица 1. ДИНАМИКА ПРИОБРЕТЕНИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ КРЕДИТНЫМИ ОРГАНИЗАЦИЯМИ РОССИИ

Показатель	Дата				
	1 января 2007 г.	1 января 2008 г.	1 января 2009 г.	1 января 2010 г.	1 января 2011 г.
Ценные бумаги, приобретенные кредитными организациями, млрд руб.	1745,4	2250,6	2365,2	4309,4	5829
В % к ВВП	6,5	6,8	5,7	11,1	13
В % к банковским активам	12,5	11,2	8,4	14,6	17,2
ВВП, млрд руб.	29917,2	33247,5	41276,8	38786,4	44939,2

Рисунок 1. ДИНАМИКА ПРИОБРЕТЕНИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ КРЕДИТНЫМИ ОРГАНИЗАЦИЯМИ РОССИИ

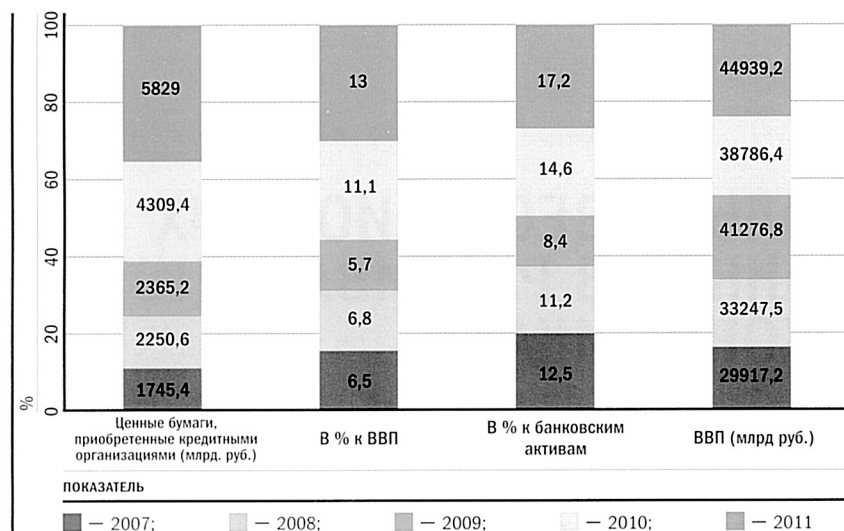
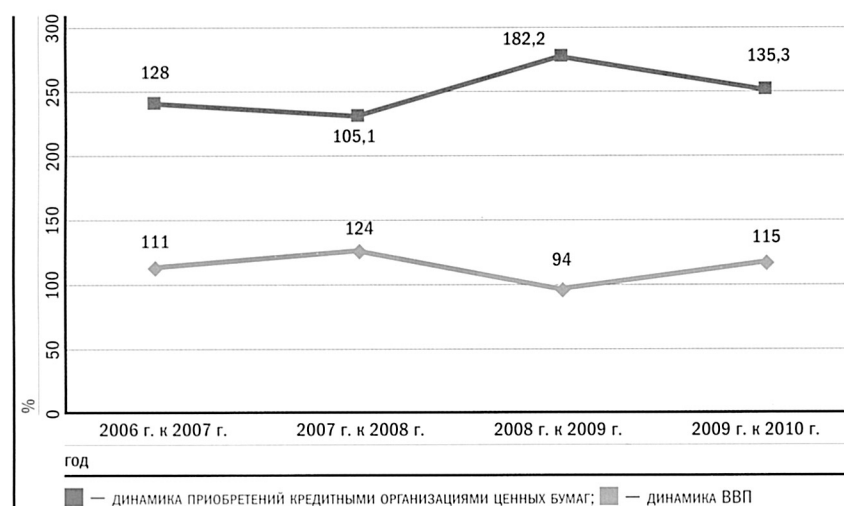


Таблица 2. ДИНАМИКА ВВП И ДИНАМИКА ПРИОБРЕТЕНИЯ КРЕДИТНЫМИ ОРГАНИЗАЦИЯМИ ЦЕННЫХ БУМАГ

	2006 г. к 2007 г.	2007 г. к 2008 г.	2008 г. к 2009 г.	2009 г. к 2010 г.
Динамика ВВП, %	111	124	94	115
Динамика приобретений кредитными организациями ценных бумаг, %	128	105,1	182,2	135,3

Рисунок 2. ДИНАМИКА ВВП И ДИНАМИКА ПРИОБРЕТЕНИЯ КРЕДИТНЫМИ ОРГАНИЗАЦИЯМИ ЦЕННЫХ БУМАГ



ных операторов рынка финансовых инструментов, в России на конец 2010 г. было зарегистрировано около 1400 компаний, имеющих одну из трех лицензий: брокерскую, дилерскую или разрешение на управление ценными бумагами. Из них более 800 — представители финансовых компаний. Самая распространенная комбинация лицензий — сочетание брокерской и дилерской деятельности (по материалам НАУФОР, брокеров — 1216, дилеров — 1200). Лицензиями на управление ценными бумагами обладают 116 компаний. При этом большая часть их выполняет функции субброкера — принимают поручение клиента и передают их на исполнение другому (как правило, более крупному брокеру). Как отмечает НАУФОР, численность представителей финансовой индустрии второй год подряд сокращается, в основном за счет региональных участников, вовлеченность населения в операции с финансовыми инструментами крайне низкая: число физических лиц, работающих через брокеров, — чуть более 700 тыс., из них активно проводящих операции — более 100 тыс., т. е. около 1% экономически активного населения страны. Анализировать причины создавшейся ситуации не входит в задачу этой статьи, а цифры приведены лишь для того, чтобы показать читателю общую картину, сложившуюся в финансовой индустрии.

Предсказания нового кризиса (или второй волны старого), связанные с долговыми проблемами стран южной Европы и далеко не блестящим состоянием экономики США, только осложняют положение всех участников рынка. Так имеет ли перспективы развитие финансового бизнеса в формате инвестиционного банка (некредитного финансового института) в современной России? Ответить на этот в значительной степени риторический вопрос однозначно положительно сложно, лучше обратим внимание читателей на ряд факторов, которые, как представляется, оказывают существенное влияние на развитие и становление финансовой индустрии в России.

ФАКТОР ПЕРВЫЙ: ИСТОРИЯ

Среда, в которой создавались современные российские финансовые институты, явно не благоприятствовала их позитивному развитию в течение сколько-нибудь значимого исторического периода. Последняя треть XIX в. и первые годы XX в. — тот короткий отрезок времени, в течение которого российские финансовые институты имели наиболее благоприятные возможности для своего ста-

новления и совершенствования. Именно в эти годы начинается формирование акционерного капитала и отмечается рост как банковского, так и страхового дела, на рынок выходит финансовый капитал, представленный наиболее доходными акциями, облигациями, векселями. Бурное строительство объектов инфраструктуры, требующее значительных вложений на длительный срок, — железных дорог — традиционно связывают с появлением акционерного капитала. Промышленный капитал объединялся для реализации столь грандиозных по масштабам того времени проектов, говоря современным языком, формировался класс инвесторов. Отличительной особенностью российского акционерного капитала был высокий номинал выпускаемых бумаг. Ограниченное число инвесторов и высокий номинал бумаг не позволили финансовому капиталу стать доступным для большинства экономически активного населения страны. России того периода просто не хватило времени, чтобы население освоило новые для себя способы сбережения и формирования отложенного спроса. Таким образом, до начала первой мировой войны российское общество не обладало повседневной практикой инвестирования временно свободных денег на уровне отдельного домохозяйства, как это уже было в странах Америки и Западной Европы.

Период, начавшийся после революционных событий 1917 г., приведших к краху Российской империи и полной разрухе в экономике, тем более нельзя назвать благоприятным для формирования полноценных финансовых институтов. Хотя отдельные элементы финансового капитала власти успешно использовали и в условиях административно-командной экономики: стоит вспомнить государственные займы на различные цели. Последние не только имели формальные признаки облигаций, но и покупались и продавались по твердо установленным ценам сберегательными кассами. Чем не вторичный рынок со своим маркетмейкером и котировками!?

Временно свободные финансовые ресурсы и у домохозяйств, и у предприятий изымались централизованно и в виде прямых инвестиций вкладывались в те объекты, которые государство считало необходимыми. При этом населению эти «временно свободные средства» попросту на руки не выдавали, а облигации распространяли по подписке: часть своей зарплаты работники получали деньгами, часть составляла подписка. «Добровольность» таких действий и отношение населения как к ним, так и к ценным бу-

магам, получаемым взамен денег, понятны без комментариев.

В силу высокой степени централизации прямых инвестиций в виде капитальных вложений традиции инвестирования по принципу экономической целесообразности создания того или иного объекта также были развиты слабо и среди руководителей крупных предприятий. Поэтому до начала 90-х гг. XX в. представление о том, что такое рынок капитала и как он работает, большинство россиян почерпнуло из трилогии Николая Носова про Не-

пречным. Мы попытались «скрестить ужа и ежа»: организовать гражданский оборот на основе кодифицированного права и создать финансовые институты, призванные стать основным каналом перераспределения инвестиционных финансовых ресурсов и производителями «инвестиционных финансовых продуктов» заимствовав очень многое из практики функционирования рынка капитала, основанного на прецедентном праве.

Суть различий в том, что в первой

Избранная государствами модель регулирования в значительной степени зависит от того, какая модель права положена в основу гражданского оборота.

знайку и его друзей: последние из социализма (Цветочного города) попали в капитализм (на Луну) и там-то все узнали про акции, биржи, банкротства и разорения. Резюмируя сказанное выше, можно сформулировать следующее: к началу рыночных реформ общество не обладало исторически сложившимися традициями ни в сфере обращения финансовых инструментов, ни в сфере прямых инвестиций.

ФАКТОР ВТОРОЙ: РЕГУЛЯТИВНАЯ СРЕДА

Регулирование финансовых рынков осуществляется всеми государствами, где эти рынки имеют место быть. Цель понятна: деятельность финансовых институтов затрагивает интересы всех слоев населения, поэтому государство обязано обеспечить защиту населения как минимум от открытого мошенничества, уголовно наказуемых деяний недобросовестных посредников. Избранная государствами модель регулирования в значительной степени зависит от того, какая модель права положена в основу гражданского оборота. Эти модели значительно разнятся: в странах континентальной Европы реализована в основном кодифицированная модель, в Великобритании и США — прецедентное право. Практика доказала, что англосаксонская правовая модель работает значительно эффективнее, если мы говорим о становлении и развитии финансовых институтов.

К началу рыночных реформ Россия стояла перед выбором модели развития финансового рынка, и, к сожалению, сделанный выбор нельзя назвать безу-

модели основными операторами рынка капитала являются универсальные банки, обладающие обширными филиальными сетями. Рынок финансовых инструментов и финансовых посредников развит слабее, вовлеченность населения в операции с финансовыми инструментами не носит тотального характера. Англосаксонская модель построена на широком вовлечении всех слоев населения в операции с ценными бумагами, а также на наличии большого числа финансовых посредников различного уровня, обособлении инвестиционно-банковской деятельности от деятельности коммерческого банка.

Понятие «инвестиционного банка» как самостоятельного вида финансового института, отличного от коммерческого банка, определено на законодательном уровне. Существует еще множество иных факторов, различающих эти модели, на которых не станем останавливаться, но которые в обыденной практике «выстреливают» в самый неожиданный момент. Наиболее ярким примером организации рынка капитала в соответствии с континентальной моделью права является Германия, англосаксонской — США. Что называется, «почувствуйте разницу»! И мы почувствовали....

Коммерческие банки живут в части инвестиционного бизнеса под двойным регулированием (основные регуляторы — Банк России и ФСФР) деятельность брокерско-дилерских компаний регулируется в основном ФСФР (с недавних пор и страховые компании перешли под регулирование ФСФР). Регулирующее воздействие Министерства финансов, Минэкономики, Росфинмониторинга, антимоно-

Существующая система регулирования деятельности финансовых институтов представляет собой некий «коктейль», ингредиенты которого не всегда совместимы, а общая неразвитость гражданского законодательства в части новаций на финансовом рынке делает эту среду некомфортной для развития и банков, и брокерско-дилерских компаний.

полных органов и прочих органов государственной исполнительной власти имеет практически универсальный характер как для банковского, так и для брокерско-дилерского бизнеса.

В общем, регуляторов хватает на всех. Отрадно, что в последние годы в позициях Банка России, ФСФР и Министерства финансов по основным вопросам развития финансовой индустрии наметилась тенденция к сближению. А по некоторым показателям (допустим, по размеру капитала брокерских компаний) требования наших регуляторов несколько жестче, чем у их зарубежных коллег, но кое-где мы гораздо либеральнее, например в требованиях к квалификации персонала.

Фактически мы имеем в финансовой индустрии две наиболее многочисленные группы финансовых посредников: универсальные коммерческие банки и брокерско-дилерские компании. Из этого списка сознательно исключены страховые компании, общества микрокредитования и взаимного кредитования, а также иные финансовые институты из-за специфичности их бизнеса (страховые компании) либо не столь широкого распространения (микро- и взаимное кредитование только стартуют).

Основные конкурентные преимущества первых: широкие возможности привлечения дешевого фондирования и наращивания капитальной базы; практически неограниченный круг потребителей продуктов (расчеты за коммунальные услуги, уплата налогов, пошлин и т. д. в итоге приводят к счету в кредитной организации); огромный потенциал для продолжения продуктовой линейки, что позволяет создать бесперебойный «конвейер» по производству финансовых продуктов. Основные сдерживающие факторы: неуклонно снижающаяся маржа традиционных банковских продуктов; жесткая система регулирования, включающая пру-

денциальный надзор; утрата индивидуального подхода к клиенту.

К основным конкурентным преимуществам второй группы финансовых посредников — брокерско-дилерских компаний следует отнести более либеральный (по сравнению с первой группой) регулятивный режим, позволяющий создавать высокомаржинальные продукты, учитывающие индивидуальные потребности клиентов. К факторам, сдерживающим развитие — ограниченный доступ к дешевому фондированию, достаточно узкую клиентскую базу, низкую капитализацию основных игроков.

Таким образом, существующая в настоящее время система регулирования деятельности финансовых институтов представляет собой некий «коктейль», составные ингредиенты которого не всегда совместимы, а общая неразви-

рять такую хрестоматийную истину, что вновь созданную стоимость продуцирует только человек. Таким образом, от качества и количества населения (простите за цинизм!) зависит благосостояние общества. Применительно к теме нашего разговора — для развития финансовых институтов население должно обладать как минимум:

- достаточной платежеспособностью, чтобы иметь возможность формировать отложенный спрос и накапливать финансовые ресурсы;
- достаточной осведомленностью о работе рынков капитала и продуктах, которые эти рынки предлагают;
- достаточной долгой практикой общения с финансовыми посредниками (хотя бы на уровне двух поколений — «еще папа (а лучше дедушка!) пользовался услугами банка»);
- уверенностью в стабильности финансовых институтов и их способности выполнить взятые на себя обязательства.

Население должно быть подготовлено к восприятию продуктов, предлагаемых финансовой индустрией и количественно (достаточная денежная масса в обращении, позволяющая формировать инвестиционные резервы), и качественно (элементарные знания и информация, чтобы общаться с финансовыми посредниками и понимать суть тех документов, которые подписываются с обеих сторон). Я сознательно постоянно говорю «население» потому, что в итоге за любым юридическим лицом — корпорацией — стоят физические лица. И именно уровень их подготовленности к восприятию возможностей

Только человек способен принимать принципиально иные решения, не воспроизводя уже знакомую модель, а создавая качественно иной предмет.

ность гражданского законодательства в части новаций на финансовом рынке делает эту среду некомфортной для развития и банков, и брокерско-дилерских компаний.

ФАКТОР ТРЕТИЙ: НАСЕЛЕНИЕ

Автор искренне считает, что основным богатством государства в современном мире является его население. Только человек способен принимать принципиально иные решения, не воспроизводя уже знакомую модель, а создавая качественно иной предмет. Не нужно повто-

финансового рынка влияет на принятие решения.

В силу фактора 1 (исторического) и фактора 2 (регулятивного) российское население (включая, но не ограничиваясь, высокооплачиваемых менеджеров корпораций и высокопоставленных чиновников, периодически выступающих в средствах массовой информации) не обладает достаточным уровнем компетенций (те, что в скобках) и нужным объемом денежных средств (остальные, что за скобками), чтобы сформировать инвестиционные ресурсы, которые финансовый рынок превратит в инвестиции вся-

кого рода (прямые и портфельные). И обе группы населения (по разным причинам) не обладают уверенностью в том, что финансовые институты в стране стабильны.

Итог: население мало восприимчиво к продуктам, производимым финансовой индустрией, особенно брокерско-дилерскими компаниями. Это сразу видно, когда оказываешься за пределами Кольцевой дороги: найти банкомат с соответствующим сервисом становится проблемой. Приятное исключение — города-миллионники и города, в которых расположены сильные учебные заведения с хорошими традициями и научной школой (не обязательно экономической).

ФАКТОР ЧЕТВЕРТЫЙ: НАЦИОНАЛЬНОЕ БОГАТСТВО

При определении национального богатства справедливо принимать в расчет не только совокупность материальных благ, созданных трудом прошлых поколений, но и природные ресурсы, которыми обладает нация. Какое отношение имеет это утверждение к теме нашего разговора? Самое прямое: овеществленный труд прошлых поколений давно представлен на фондовом рынке в качестве акций. Акция как один из основных представителей долевого ценного бумажного продолжает развиваться и совершенствоваться. Инвестиционные банки, особенно в США, немало потрудились, чтобы этот инструмент сделать доступным населению, а механизмы работы с ним — простыми и понятными.

Но в России потенциал этого рынка далеко не исчерпан, и огромное количество обществ с ограниченной ответственностью потенциально могут акционироваться. Здесь без участия инвестбанкиров не обойтись. Одновременно Россия, как ни одна другая страна, может рассчитывать на приращение своего национального богатства за счет уникальных факторов природного и географического свойства. Имеется в виду вовлечение в гражданский оборот запасов полезных ископаемых, разработка которых планируется в будущем, и более активное освоение всего пространства страны, создание в первую очередь транспортной инфраструктуры, позволяющей реализовать России ее конкурентные преимущества, обеспечив транзит грузов из Юго-Восточной Азии в Европу.

Опыт реализации проектов первого типа есть и у нас, и в мировой практике. Вывод растущих компаний, имеющих низкую и среднюю капитализацию, на специализированные биржевые площадки практику-

ется инвестбанкирами не первый год. Среди наших соотечественников и ближайших соседей наибольших успехов в этом бизнесе на глобальных рынках добились представители горнодобывающей отрасли.

Площадки, предназначенные для растущего бизнеса, — ниша, слабо освоенная нашими инвестбанкирами. Основная проблема — в закрытости бизнеса от инвестсообщества. Увы, такое поведение обоснованно — крайне низкий уровень правовой защиты от рейдерства в России. Поэтому сделки в данном сегменте

нансовой индустрии, без которой ее продукты будут еще долго вне зоны доступа широким слоям населения, даже если платежеспособность и «вкус» к инвестированию у последнего резко повысятся.

В современных условиях коммерческий банк без инвестблока так же ущербен, как инвестиционный бизнес без традиционных продуктов коммерческого банка. Фактически все крупные российские брокерские компании входят в состав финансовых групп, в которых представлены финансовые институты как кре-

Акция как один из основных представителей долевого ценного бумажного продолжает развиваться и совершенствоваться. Инвестиционные банки, особенно в США, немало потрудились, чтобы этот инструмент сделать доступным населению, а механизмы работы с ним — простыми и понятными.

основываются на личных отношениях представителей сторон. Принимая во внимание факт ограниченности объема сделки, для выведения этого бизнеса на уровень регулярного бизнеса с приемлемым уровнем доходности необходимо сформировать соответствующий поток таких сделок (*pipeline*), что далеко не просто.

Пришло время ответить на вопрос, вынесенный автором в качестве заголовка, тем более что финансовый кризис нигде не отступил, оценка исторических факторов в развитии инвестиционных традиций тоже пока не изменилась, регулятивная среда не стала более комфортной, а население — более грамотным, состоятельным и лояльно настроенным к финансистам. Тем не менее, до тех пор пока в мире работают ДЕНЬГИ и модель денежного обращения, в основе которой лежат БУМАЖНЫЕ ДЕНЬГИ, будет существовать ПОТРЕБНОСТЬ перевести эти деньги в иную категорию — КАПИТАЛ. Это умеют делать только профессиональные финансисты, в частности сотрудники инвестиционных банков. Скорее всего, переживает изменения формат бизнеса — уже сейчас наблюдаются процессы сближения коммерческих и инвестиционных банков. Ярчайшие примеры тому — «Тройка Диалог» и Сбербанк. У нас практически отсутствует институт независимых инвестиционных консультантов, который развит и в Европе, и в США, — целая подотрасль фи-

дитного, так и не кредитного характера.

Рискую предположить, что инвестиционный бизнес ждут не самые простые времена, и акцент сместится в сторону продаж более понятных среднему и малому бизнесу услуг: стратегическое консультирование, оценка бизнеса, поиск партнеров в своем же регионе для консолидации. Учитывая, что значительная часть этой работы связана с юридической стороной сделок, прямыми конкурентами локальным российским инвестбанкирам выступают глобальные консультанты. Наше преимущество — лучше знаем местные особенности, но за ними — имена и капитал. Есть все шансы наладить успешные партнерские отношения.

Что же касается публичных сделок с выводом компаний на IPO, созданием сложных финансовых инструментов, развитием бизнеса, связанного с производными, то следует сказать, что внутренний рынок пока до этого в массе своей «не дорос», ну а внешний не вселяет оптимизма, во всяком случае в краткосрочной перспективе. Хотя, повторюсь, количество бумажных денег в мире неуклонно растет (корректнее говорить о величине финансовых активов, сформировавшихся у компаний нефинансового сектора экономики и вложенных в финансовые инструменты, но слишком научно!), соответственно, их необходимо переводить в капитал, а следовательно, инвестиционный бизнес будет востребован. ■