

ПОДХОДЫ К РАЗРАБОТКЕ СОВРЕМЕННОЙ СТРАТЕГИИ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО ПОСРЕДНИЧЕСТВА В РОССИИ

Александр АБРАМОВ

ведущий научный сотрудник
Института прикладных экономических
исследований АНХ при Правительстве РФ

Оικονομία • Πολιτικά

ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ • ΠΟΛΙΤΙΚΑ

1. Постановка задачи

Анализ рейтинга глобальной конкурентоспособности стран Всемирного экономического форума за ряд лет показывает, что Россия уступает в конкурентной борьбе другим странам по четырем направлениям: институциональной среде, бизнес-климату, доступности финансов и опытности бизнеса¹. В экономических дискуссиях чаще обсуждаются первые три фактора, проблемам же внутренней конкурентоспособности уделяется меньше внимания. Однако проблемы с эффективностью бизнеса не менее серьезны. Из 155 стран — участниц рейтинга глобальной конкурентоспособности Россия занимает общее 63-е место, в то время как по критерию искусственности бизнеса — лишь 95-е место².

Возьмем для примера АвтоВАЗ. Несмотря на то что долгие годы государство поддерживало относительно льготные условия для его развития и финансирования, продукция этого былого локомотива советской индустрии стала неконкурентоспособной. Главной причиной этого вряд ли может быть признана институциональная среда, бизнес-климат или недоступность финансов. В большей степени это кризис стратегий развития компании и от-

¹ Сюда входят такие параметры, как количество и качество поставщиков, совершенство производственного процесса, способы достижения конкурентных преимуществ, длина цепочек стоимости, использование современных методов маркетинга, уровень развития кластеров и т. п.

² The Global Competitiveness Report 2009—2010 / World Economic Forum. P. 269. Опубликовано на сайте www.weforum.org.

расли в целом, которые не были ориентированы на то, чтобы отечественные автомобили смогли стать конкурентоспособными. К сожалению, аналогичная ситуация, связанная с отсутствием реальных стратегий развития компаний и отраслей рынка в целом, является типичной для разных сфер российской экономики, включая сектор небанковских финансовых услуг.

Справедливости ради необходимо отметить, что в настоящее время имеется утвержденная распоряжением Правительства РФ Стратегия развития финансового рынка России на период до 2020 года (Стратегия), однако стратегией данный документ является лишь номинально. В нем нет анализа рынка, не изучены инвестиционный потенциал его участников, финансовые параметры их деятельности. Отдельные целевые показатели развития финансового рынка прогнозируются лишь на 2020 год. Как отразятся принятые меры на финансовом рынке в течение ближайших пяти лет, не ясно. В противоположность этому на уровне финансовых компаний, как правило, разработаны среднесрочные стратегии развития. Однако отсутствие детально проработанной стратегии отрасли не позволяет эффективно координировать реализацию общезначимых для бизнеса проектов, объединять усилия участников рынка в поиске новых ниш на рынке и в конкуренции с иностранными участниками рынка. В результате значительная часть финансовых продуктов и услуг, которые сегодня предлагаются российским внутренним инвесторам, по критерию конкурентоспособности напоминают нынешний модельный ряд АвтоВАЗа и могут оказаться невостребованными по мере того, как все более доступными для клиентов будут становиться услуги иностранных банков, брокеров и управляющих компаний.

В связи с этим в настоящей работе мы преследуем цель оценить количественные параметры российского финансового рынка на период до 2014 года и попытаться понять, что можно сделать для повышения конкурентоспособности небанковских финансовых услуг в современной России. Главной трудностью данного исследования был сбор информации о рынке и экономических параметрах услуг финансовых посредников. В качестве источников информации использовались данные Росстата, Банка России, ФСФР России, отдельных финансовых компаний, *Global Market Information Database*, поддерживаемой *Euromonitor*, *Datamonitor*, *Capgemini u Merrill Lynch*, фондовой биржи ММВБ, НАУФОР, НЛУ, ресурса www.investfunds.ru, результаты социологических исследований Центра стратегических исследований Росгосстраха, Фонда общественного мнения (ФОМ), ВЦИОМ, НАФИ, *Quans Research*, *Comcon*. Ряд цифр по брокерам и управляющим компаниям получены с помощью опросов экспертов. Из-за плачевного состояния дел в сфере финансовой статистики в России и непрозрачности финансовой отчетности небанковских финансовых холдингов полученные результаты, возможно, далеки от идеала. Однако в целом нам удалось построить сложную из множества фрагментов целостную картину разных сегментов рынка финансовых услуг, позволяющую по-новому взглянуть на перспективы всей отрасли.

Надеемся, что опыт данного исследования поможет раскрыть возможности методов стратегического планирования для построения успешных стратегий развития финансовых компаний и отрасли в целом.

2. Инвестиционный потенциал домохозяйств

Домохозяйства обладают разным инвестиционным потенциалом, что необходимо учитывать в стратегии развития бизнеса. Реальным инвестиционным

потенциалом в России обладают домохозяйства со стоимостью инвестиционных активов (благополучием)³ от 25 тыс. долл. и выше. При средней норме вложений в ценные бумаги на уровне 10% от стоимости инвестиционных активов минимальная стоимость активов таких клиентов у брокеров или управляющих компаний составляет около 2,5 тыс. долл. С такого уровня активов данные счета становятся рентабельными для финансовых посредников, оправдывая расходы на привлечение, рекламу и поддержание счетов клиентов.

В табл. 1 домохозяйства разбиты на следующие категории — «желтые» со стоимостью активов от 25 тыс. долл. до 250 тыс. долл.; «оранжевые» с активами от 250 тыс. долл. до 1 млн долл. и «красные» (состоятельные) клиенты с активами стоимостью от 1 млн долл. Данные три категории домохозяйств обладают реальным инвестиционным потенциалом. Все другие домохозяйства отнесены к категории «прочих». Таким клиентам следует более осторожно относиться к инвестициям в рискованные активы и больше внимания уделять сбережениям в форме банковских депозитов.

Т а б л и ц а 1

Классификация домохозяйств по критерию стоимости инвестиционных активов

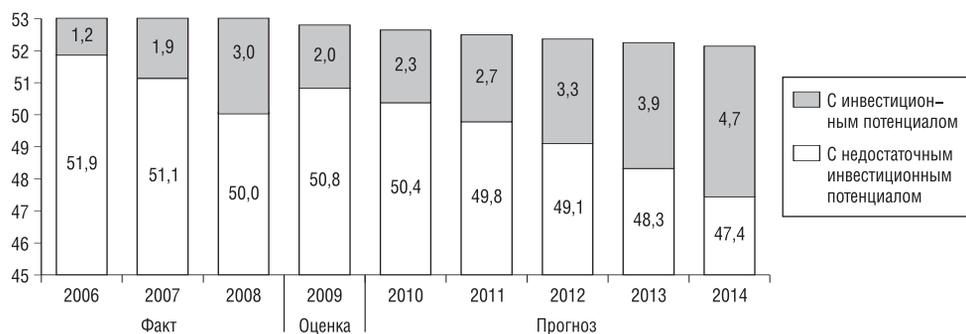
Категории домохозяйств	Стоимость инвестиционных активов, включая инвестиционную недвижимость, на одно домохозяйство, тыс. долл.	
	от	до
Красные	1000	
Оранжевые	250	1000
Желтые	25	250
Прочие	0,1	25

Все это не означает, что «прочие» домохозяйства не могут открывать брокерские счета или покупать паи ПИФов. Однако наименее состоятельные клиенты финансовых посредников в большей мере подвержены рискам. Стремление таких инвесторов со слабыми финансовыми знаниями к обогащению оборачивается их повышенной спекулятивной активностью, иррациональным поведением на рынке, что неизбежно обрекает основную часть «игроков» на материальные потери, нанося непоправимый ущерб их психическому состоянию. Чем меньше благополучие, тем более чувствительны для человека его инвестиционные потери. Вот почему в странах с развитым рынком косвенным образом при помощи тарифной политики финансовых посредников и регулятивных требований ограждается доступ людей с низкими доходами и благополучием к инвестициям в рискованные активы и спекулятивным сделкам.

Данные о количестве домохозяйств, обладающих инвестиционным потенциалом, приводятся на рис. 1.

Лишь около 2,0 млн домохозяйств из 52,8 млн, или 3,7%, в 2009 году обладали реальным инвестиционным потенциалом, то есть располагали активами на сумму от 25 тыс. долл. и выше. По мере выхода страны из кризиса и восстановления системы сбережений число домохозяйств с инвестиционным потенциалом будет расти при тенденции снижения общего числа домохозяйств из-за естественной убыли населения. Ожидается, что в 2014 году число состоятельных домохозяйств составит 4,7 млн, или около 9% от общего числа семей. Таким образом, инвестиции в рискованные активы в отличие

³ Включает стоимость финансовых активов и жилой недвижимости, являющейся инвестиционным активом у домохозяйств.

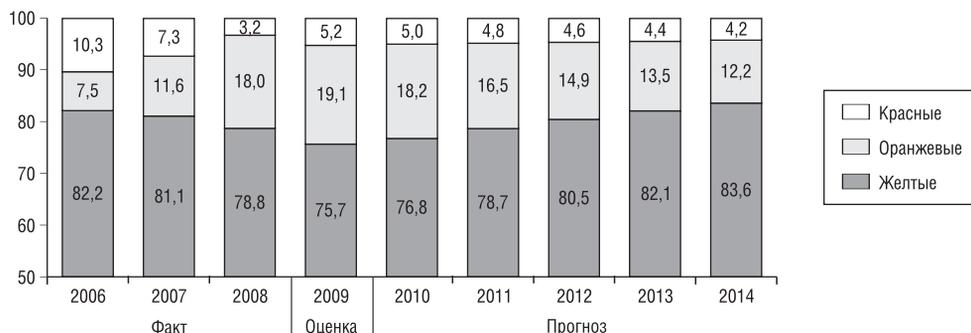


Источник: оценки автора на основании данных статистики и социологических опросов.

Рис. 1. Число домохозяйств (млн)

от банковских продуктов еще долгое время будут оставаться привилегией относительно узкого круга населения.

Структура домохозяйств, обладающих инвестиционным потенциалом, приводится на рис. 2. Их основную часть составляют «желтые» инвесторы с благосостоянием от 25 тыс. до 250 тыс. долл.; на них в 2009 году приходилось 76% от общего числа домохозяйств с инвестиционным потенциалом. На долю «оранжевых» с благосостоянием от 250 тыс. долл. до 1 млн в 2009 году приходилось 19% домохозяйств. Наиболее состоятельные, «красные» домохозяйства составляли 5%, или немногим более 100 тыс. семей. Из всего круга потенциальных клиентов финансовых посредников именно «красные» домохозяйства привлекательны не только для российских, но и для крупнейших глобальных банков и инвестиционных компаний. За этот круг инвесторов глобальные структуры ведут ожесточенную конкуренцию с российскими посредниками.



Источник: оценки автора на основании данных статистики и социологических опросов.

Рис. 2. Структура домохозяйств, имеющих инвестиционный потенциал (%)

Наиболее сильно финансовый кризис ударил по «желтым» домохозяйствам, вытолкнув значительную часть домохозяйств из данной категории за черту семей, обладающих инвестиционным потенциалом. По мере восстановления накоплений населения доля «желтых» будет расти более быстрыми темпами и достигнет примерно 84% от общего числа домохозяйств с инвестиционным потенциалом в 2014 году.

На рис. 3 приводятся оценки общей стоимости и структуры инвестиционных активов (благосостояния) домохозяйств. Получение подобных данных в большинстве стран является первоочередной задачей системы националь-

- основная часть таких домохозяйств обладают инвестиционными активами от 25 до 250 тыс. долл.;
- фактор внешней конкуренции на рынке финансовых услуг для основной массы домохозяйств с инвестиционным потенциалом пока не является серьезной угрозой для российских компаний, за исключением сегмента услуг для состоятельных, «красных домохозяйств», с благосостоянием свыше 1 млн долл., где уровень конкуренции с глобальными банками и финансовыми компаниями является очень высоким;
- в руках у населения находятся инвестиционные активы, стоимостью около 610 млрд долл., или около 11,5 тыс. долл. на домохозяйство (для примера в США эта сумма составляет около 0,5 млн долл.);
- основную часть своих активов население предпочитает хранить в виде банковских депозитов, недвижимости и в наличных деньгах; доля ценных бумаг в накоплениях населения составляет лишь около 4% и в лучшем случае возрастет до 10–11% в 2014 году.

3. Индивидуальные клиенты финансовых посредников

В настоящее время на фондовом рынке насчитывается около 1 млн индивидуальных клиентов: около 700 тыс. брокерских клиентов и 300 тыс. розничных инвесторов паевых инвестиционных фондов. Число розничных инвесторов динамично растет, прежде всего за счет роста числа индивидуальных клиентов брокеров. Однако круг клиентов, обладающих инвестиционным потенциалом, куда уже. На рис. 4 приводится анализ структуры индивидуальных клиентов российских брокеров. Из 672 тыс. клиентов брокеров в 2009 году лишь немногим больше 21%, или около 150 тыс., обладали инвестиционным потенциалом.



Источник: оценки автора на основании данных статистики и социологических опросов.

Рис. 4. Структура розничных клиентов брокеров (%)

Из-за отсутствия внятной программы действий в рамках накопительной пенсионной системы, повышенной волатильности российского фондового рынка и неопределенностей в сфере экономической политики брокерские счета еще долгое время не смогут стать средством аккумуляции долгосрочных накоплений граждан. При сохранении нынешней ситуации рост клиентской базы брокеров, скорее всего, будет происходить за счет вовлечения в операции на фондовом рынке все большего числа инвесторов, готовых рисковать небольшими деньгами для извлечения краткосрочной прибыли.

Несмотря на то что «красные», «оранжевые» и «желтые» клиенты составляют всего четверть от общего числа клиентов брокеров, основная масса клиентских активов сосредоточена именно у данных категорий инвесторов. Сведения о стоимости и структуре клиентских активов у брокеров приводятся на рис. 5.



Источник: оценки автора на основании данных статистики и социологических опросов.

Рис. 5. Структура активов розничных клиентов брокеров (%)

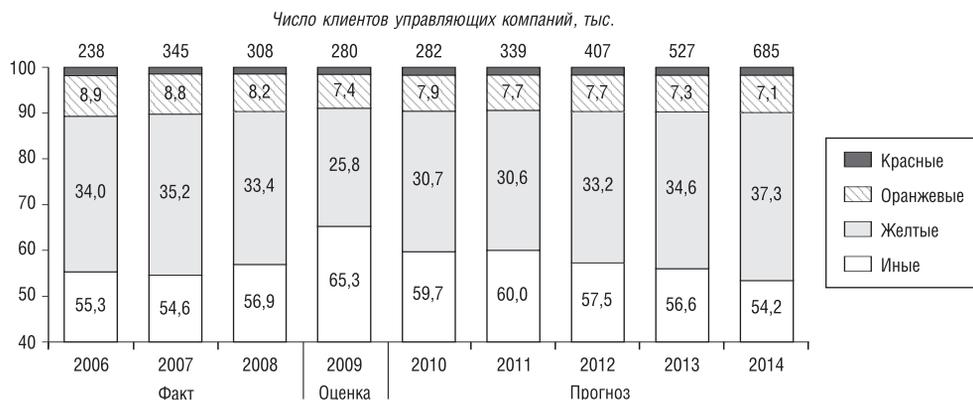
В 2009 году, по нашим оценкам, общая стоимость активов розничных клиентов на счетах у российских брокеров составляла примерно 21 млрд долл.⁵ Лишь немногим более 6% стоимости данных активов остается на долю «прочих» розничных клиентов. Основная часть — 45%, 28% и 21% — приходится соответственно на «красных», «оранжевых» и «желтых» клиентов. Подобная диспропорция в распределении клиентских активов является источником повышенных рисков для брокерских компаний и их инвесторов. Поскольку доходы брокеров во многом зависят от суммы клиентских активов, масса брокеров вынуждена агрессивно конкурировать за относительно небольшой круг клиентов, обладающих инвестиционным потенциалом. Чтобы получить хоть какой-то доход с «прочих» клиентов с небольшими активами, брокеры вынуждены «раскручивать» их на активную операционную деятельность и краткосрочные спекуляции. Это крайне неблагоприятно с точки зрения результативности инвестиций наименее состоятельных клиентов: чем выше операционная активность участников рынка, тем, как правило, хуже их результаты. По нашим расчетам, в 2007 и 2008 годах средний портфель индивидуального клиента у брокеров полностью обновлялся примерно 20 раз в год. Это весьма опасная черта, если учитывать, что, например, у самых крупных активно управляемых ПИФов акций в эти же годы портфель обновлялся в среднем 1,5 раза в год, а у индексных ПИФов — около 0,7 раз.

Высокая концентрация клиентских активов среди относительно ограниченного круга клиентов создает риски для доходной базы брокеров, которая все больше привязывается к спекулятивным источникам, зависящим от торговой активности клиентов — брокерской комиссии и процентов по маржинальным

⁵ Данная цифра является расчетной, полученной исходя из оценки средней стоимости активов одного клиента у крупнейших брокерских компаний. К сожалению, ФБ ММВБ, не раскрывает данные о стоимости активов участников торгов, резервируемых на их торговых счетах в расчетной палате и расчетном депозитарии. Раскрытие подобной информации имело бы огромное значение для аналитических целей, например для оценки оборачиваемости портфелей клиентов брокерских компаний.

кредитам. Например, в США, где розничные брокеры в большей мере ориентированы на долгосрочных инвесторов, наблюдается иной процесс. Доходная база крупнейших брокерских компаний (*Schwab, TD Ameritrade, E*Trade* и др.) все более привязывается к стоимости активов клиентов и взимается в виде платы за управление и инвестиционное консультирование клиентов.

На рис. 6 приводится оценка числа розничных инвесторов на рынке паев ПИФов и индивидуального доверительного управления. В 2009 году из примерно 280 тыс. инвесторов около 35% приходилось на домохозяйства с инвестиционным потенциалом, в том числе 26% на «желтых», 7% на «оранжевых» и 2% на «красных».



Источник: оценки автора на основании данных статистики и социологических опросов.

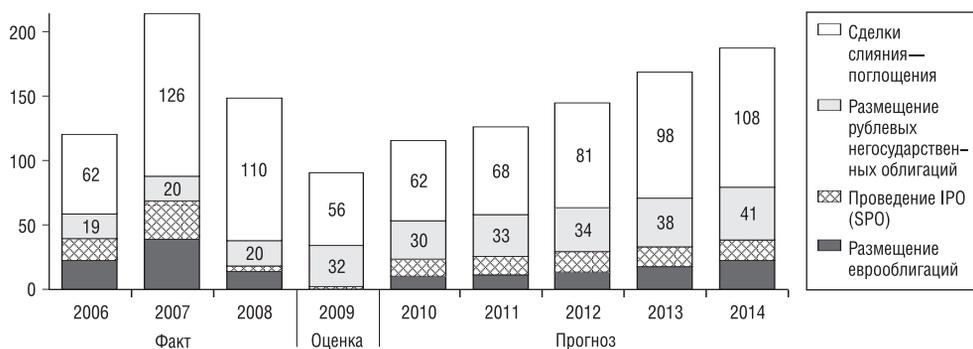
Рис. 6. Структура розничных клиентов доверительных управляющих (%)

Подобно рынку брокерских услуг, относительно немногочисленный круг домохозяйств с инвестиционным потенциалом приносит основную массу активов и в доверительное управление (рис. 7). В 2009 году в доверительном управлении находилось примерно 5 млрд долл. активов домохозяйств. Из них соответственно 36%, 52% и 14% приходилось на категории «красных», «оранжевых» и «желтых инвесторов». Во время кризиса население вывело значительные активы из открытых и интервальных ПИФов, а индивидуальное доверительное управление остается услугой преимущественно для



Источник: оценки автора на основании данных статистики и социологических опросов.

Рис. 7. Структура активов розничных клиентов доверительных управляющих (%)



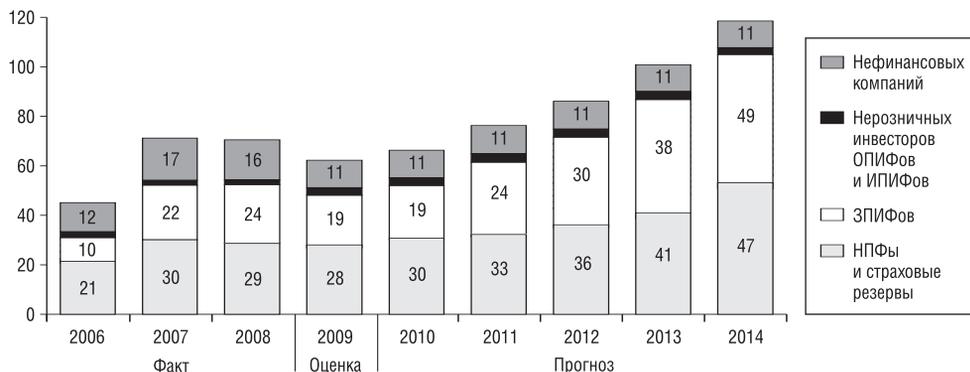
Источник: оценки автора на основании данных BIS, ФБ ММВБ, НАУФОР, ресурсов www.mergers.ru и www.cbonds.ru и прогнозов Минэкономразвития России.

Рис. 9. Инвестиционные сделки (млрд долл.)

од будет быстро расти и в 2014 году достигнет 108 млрд долл. Размещения рублевых корпоративных и региональных облигаций в 2009 году составили 32 млрд долл. В 2014 году объем их размещений может достигнуть 41 млрд долл. Умеренный рост данного сегмента рынка в 2010—2014 годах будет связан с постепенным восстановлением кредитования бизнеса банками и соответственно со снижением спроса заемщиков на облигации, а также с постепенным сокращением мер по антикризисной поддержке данного сегмента рынка со стороны Банка России и государственных банков. После двух лет провала в 2010 году ожидается бурное восстановление рынка IPO-SPO акций российских компаний. В 2010 году объемы размещений акций в форме IPO и SPO составили около 5 млрд долл. Однако в последующие годы рынок сделок IPO и SPO российских эмитентов будет расти умеренно из-за более медленного восстановления российской экономики по сравнению с экономикой других крупнейших развивающихся стран. С 2010 году начнет восстанавливаться внешний рынок облигационных заимствований российских компаний. За рассматриваемые годы данный рынок вряд ли восстановится до докризисного уровня из-за умеренных темпов восстановления российской экономики, ужесточения государственного контроля за внешними заимствованиями предприятий, имеющих стратегическое значение, а также из-за возврата крупнейшими иностранными банками ресурсов, полученных в период острой фазы кризиса, государству. Таким образом, рынок обслуживания инвестиционных сделок российских компаний будет серьезным источником доходов российских финансовых фирм.

Рынок посреднических услуг при осуществлении инвестиционных сделок является одним из наиболее привлекательных сегментов для финансовых посредников. Однако здесь необходимо учитывать, что на рынке посреднических услуг при проведении IPO-SPO, размещении облигаций на внешних рынках и сделок слияний—поглощений российским инвестиционным банкам приходится вступать в жесткую конкуренцию с глобальными инвестиционными банками и их российскими «дочками». Например, данные *Thomson-Reuter* о комиссиях наиболее активных анддерайтеров на рынке IPO-SPO услуг для российских эмитентов в 2009 году, опубликованные в «Коммерсанте» 14 января 2010 года, свидетельствуют, что из общей суммы комиссий, полученной пятеркой лидеров, лишь 10% приходится на российскую инвестиционную компанию «ВТБ Капитал», а все остальные — на иностранные банки или на их российские «дочки».

Другим сегментом рынка финансовых услуг для институциональных и корпоративных клиентов являются брокерские услуги и услуги по доверительному управлению активами (рис. 10).



Источник: оценки автора на основании данных Росстата, НЛУ, Банка России, ФСФР России и ресурса www.investfunds.ru и прогнозов Минэкономразвития России.

Рис. 10. Активы институциональных и корпоративных клиентов брокеров и УК (млрд долл.)

Активы НПФов и страховые резервы составили в 2009 году 28 млрд долл. К 2014 году они примерно удвоятся. Доходы небанковских финансовых компаний на данном сегменте рынка будут формироваться за счет оказания услуг по доверительному управлению данными активами и брокерских услуг. Значительные объемы активов институциональных и корпоративных клиентов будут сосредоточены в ЗПИФах, в 2009 году они составляли около 19 млрд долл., а в 2014 году достигнут примерно 47 млрд долл. По нашему мнению, в условиях нынешнего архаичного российского законодательства об инвестиционных фондах, игнорирующего мировой опыт создания эффективных форм закрытых инвестиционных фондов, привлекательных для розничных инвесторов, ЗПИФы еще долгое время будут оставаться формой коллективных инвестиций, недоступной для массового инвестора. В сумму около 1 млрд долл. оцениваются активы нерозничных инвесторов в открытых и интервальных ПИФах. В предстоящие годы их величина не будет существенно меняться. Средства нефинансовых компаний, которые они хранят у брокеров и доверительных управляющих, оцениваются в размере 11 млрд долл. они также будут относительно стабильными.

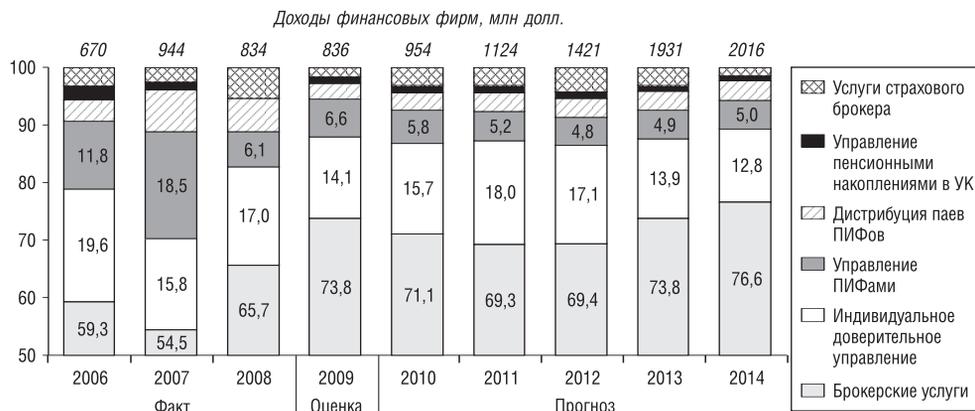
В своих расчетах мы не учли собственные средства брокеров и инвестиционных банков, которые, судя по публичным данным отчетности некоторых крупных финансовых холдингов (например, «Тройки Диалог»), могут составлять более 70% их доходов⁷. Не учитываются также активы нерезидентов, являющихся клиентами брокеров и управляющих компаний, из-за отсутствия какой-либо информации на этот счет.

5. Оценка доходов финансовых посредников

Имея данные об активах клиентов финансовых компаний, зная примерный уровень их рентабельности (*margin*) для посредников, можно оценить доходы (выручку) отрасли небанковских финансовых услуг.

⁷ Аскер-заде Н. «Тройка Диалог» ушла на бонусы. //Коммерсантъ, 24 декабря 2009 г.; Желобанов Д., Сафронов Б. «Тройка» с минусом // Ведомости, 25 декабря 2009 г.

На рис. 11 приводятся данные по доходам от оказания небанковских финансовых услуг индивидуальным клиентам.



Источник: оценки автора на основании данных статистики и экспертных опросов.

Рис. 11. Структура доходов от услуг розничным инвесторам (%)

В 2009 году от оказания финансовых услуг индивидуальным инвесторам посредники получили доход в сумме около 0,8 млрд долл. Данные услуги включали брокерское обслуживание, доверительное управление, услуги по купле—продаже паев ПИФов и страхового брокера. Основная часть доходов, около 73%, была получена от оказания брокерских услуг в виде брокерских комиссионных и процентных доходов по маржинальным кредитам. 14% составили доходы от индивидуального доверительного управления, 7% — вознаграждения за управление активами ПИФов, 3% — комиссионных при дистрибуции паев ПИФов и 3% от оказания прочих услуг. Ожидается, что к 2014 году доходы от оказания услуг небанковскими финансовыми посредниками может составить около 2 млрд долл., увеличившись примерно в 2,5 раза. При этом в отсутствие каких-либо внятных инициатив в области пенсионной реформы структура доходов от услуг индивидуальным инвесторам практически не изменится.

На рис. 12 показана структура доходов посредников от оказания услуг индивидуальным инвесторам в разрезе разных категорий клиентов.



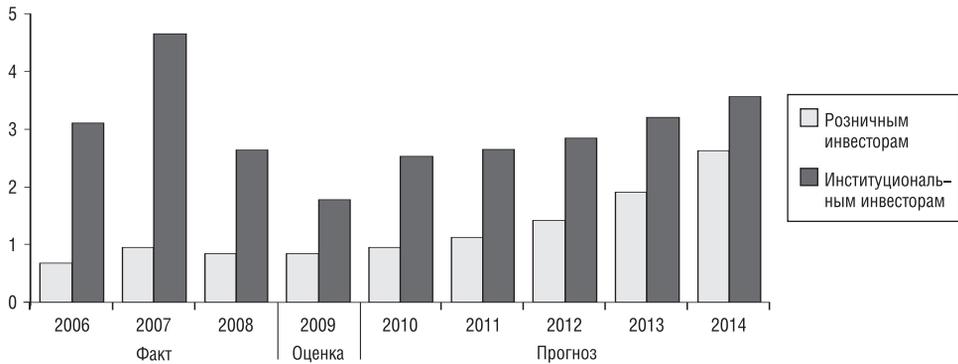
Источник: оценки автора на основании данных статистики и экспертных опросов.

Рис. 12. Структура доходов от услуг розничным инвесторам (%)

Основную часть доходов финансовым компаниям приносит оказание услуг домашним хозяйствам, обладающим инвестиционным потенциалом. По оценкам данных за 2009 год, на «красных» приходится 18% доходов, «оранжевых» 21% и «желтых» 55%. На прочие домохозяйства приходится только 6% доходов. В течение нескольких последующих лет ситуация со структурой доходов от обслуживания разных категорий индивидуальных инвесторов вряд ли изменится серьезным образом. Это объясняется тем, что, как было показано на рис. 5 и 7, более 94% клиентских активов у брокеров и доверительных управляющих приходится как раз на «красных», «оранжевых» и «желтых» клиентов.

Подобная структура доходов порождает высокие риски. Численность домохозяйств с инвестиционным потенциалом составляет от 4% в 2009 году до 9% в 2014 году от общего числа домохозяйств в России. Клиенты с инвестиционным потенциалом составляют лишь 26% от общего числа клиентов брокеров и 35% от числа учредителей доверительного управления. Тем самым доходная база финансовых посредников существенным образом зависит от весьма ограниченного круга клиентов. И эта зависимость сохранится в перспективе. Кроме того, за доходы от обслуживания «красных» клиентов, составляющих 18% доходов от услуг розничным клиентам, российским финансовым структурам зачастую приходится вести неравную борьбу с иностранными банками и управляющими компаниями.

На рис. 13 показано предполагаемое соотношение доходов финансовых посредников от оказания услуг розничным и институциональным инвесторам.



Источник: оценки автора на основании данных статистики и экспертных опросов.

Рис. 13. Доходы от оказания небанковских финансовых услуг (млрд. долл.)

В 2009 году доходы от оказания услуг розничным инвесторам составили 0,8 млрд долл., услуг институциональным инвесторам — 1,8 млрд долл. Таким образом, из общей массы доходов финансовых посредников около 69% приходится на институциональных и 31% розничных клиентов. В 2014 году выручка от оказания услуг розничным клиентам может возрасти до 2,8 млрд долл., институциональным клиентам — до 3,6 млрд долл. Доля доходов от услуг индивидуальным инвесторам увеличится до 44%, институциональным инвесторам — снизится до 58%.

Более подробная информация о доходах от оказания услуг институциональным инвесторам и эмитентам отражена на рис. 14. Данные доходы включают поступления от оказания услуг эмитентам при выпуске ценных бумаг и сделках слияний—поглощений, а также брокерских услуг и услуг по доверительному управлению институциональным и корпоративным клиентам.



Источник: оценки автора на основании данных статистики и экспертных опросов.

Рис. 14. Доходы от оказания услуг институциональным инвесторам (%)

По оценкам, в 2009 году услуги по андеррайтингу и организации инвестиционных сделок составляли около 58% из 1,8 млрд долл. доходов от оказания услуг институциональным инвесторам и эмитентам. Оставшиеся 42% приходилась на доходы от оказания брокерских услуг и услуг доверительного управления. В 2014 году 72% доходов из 3,6 млрд долл. будет получено от андеррайтинга, 28% — от брокериджа и доверительного управления активами институциональных и корпоративных клиентов.

Структура доходов от инвестиционных сделок приводится на рис. 15.



Источник: оценки автора на основании данных статистики и экспертных опросов.

Рис. 15. Доходы от андеррайтинга и консультирования (%)

В 2009 году из-за резкого падения рынка IPO-SPO и невозможности массовых заимствований на внешних облигационных рынках львиную долю доходов от организации инвестиционных сделок приносили доходы в виде вознаграждения от организации выпусков рублевых корпоративных и региональных облигаций и содействия в осуществлении сделок слияния—поглощения. На них приходилось соответственно 46,4% и 46,6% доходов от организации инвестиционных сделок. В ближайшие несколько лет по мере восстановления рынка IPO-SPO акций и внешних облигационных заимствований структура доходов станет более диверсифицированной. Так, услуги по проведению IPO-SPO в 2014 году будут приносить около 32% доходов от инвестиционных сделок,

услуги по обеспечению размещения еврооблигаций — около 9% доходов. При этом доля доходов, по которой российским инвестиционным банкам придется жестко конкурировать с глобальными структурами (обслуживания рынков IPO-SPO, размещений валютных облигаций и слияния—поглощения), увеличится с нынешних 40—56% до почти 60—70% в 2014 году.

Доходы от оказания брокерских услуг и услуг по доверительному управлению анализируются на рис. 16.



Источник: оценки автора на основании данных статистики и экспертных опросов.

Рис. 16. Доходы от оказания брокерских услуг и доверительного управления (%)

В 2009 году из 0,9 млрд долл. доходов 69% приходилось на поступления от управления активами нефинансовых компаний, 23% — активами НПФ и страховыми резервами, 6% — активами институциональных и корпоративных клиентов в открытых и интервальных ПИФах и 2% — активами закрытых ПИФов. В 2014 году структура данных доходов станет более диверсифицированной. Прежде всего, доля доходов за управление активами НПФов и страховыми резервами увеличится до 47%; доля поступлений от управления активами нефинансовых компаний снизится до 45%. Доля доходов от управления активами в ОПИФах, ИПИФах и в ЗПИФах составит соответственно 5% и 4%.

Таким образом, относительно доходов финансовых посредников можно сделать следующие выводы:

- наибольшая часть доходов от оказания небанковских финансовых услуг (72% в 2009 году) приходится на услуги для институциональных, корпоративных клиентов и эмитентов;
- обслуживание сегмента розничных клиентов, особенно тех, кто не обладает достаточным инвестиционным потенциалом, может приносить лишь ограниченные по размеру доходы; за 12—18% доходов от обслуживания наиболее состоятельных (красных) клиентов российские финансовые компании будут вести интенсивную конкуренцию с иностранными структурами;
- финансовые услуги для индивидуальных (розничных) инвесторов приносят пока лишь треть доходов финансовых посредников;
- основная часть доходов от обслуживания индивидуальных и институциональных клиентов зависит от оборота — объема торговых операций клиентов, стоимости размещаемых ценных бумаг и объемов сделок слияний—поглощений. В таких условиях доходная база финансовых посредников весьма чувствительна к конъюнктурным изменениям на фондовом рынке и уровню его волатильности;

- доля доходов, по которой российским инвестиционным банкам придется жестко конкурировать с глобальными структурами (андеррайтинг акций и облигаций на зарубежных рынках, сделки слияния—поглощения, управление активами российских институциональных и корпоративных клиентов), увеличится с 40—50% в 2009 году до 60—70% в 2014 году;
- повышение устойчивости доходной базы финансовых посредников в перспективе предполагает ее переориентацию с объемов сделок клиентов на стоимость их активов.

6. Капитализация небанковских финансовых компаний

В предыдущих разделах дана оценка доходной базы финансовых посредников от оказания небанковских финансовых услуг. Оценить, насколько данные доходы достаточны для полноценного развития отрасли небанковского финансового посредничества в России, можно, подсчитав сводную капитализацию данного бизнеса. Учитывая, что практически все небанковские финансовые холдинги в России не публикуют сводной финансовой отчетности по МСФО, сделать указанные расчеты можно, конечно, только приблизительно.

При оценке стоимости бизнеса финансовых посредников путем дисконтирования денежного потока использовались следующие предположения:

- оценка стоимости бизнеса произведена отдельно по финансовым услугам для индивидуальных и институциональных инвесторов;
- в обоих случаях средневзвешенные затраты на капитал (WACC) оценены в размере 15%, ожидаемые темпы роста операционного потока на постпрогнозный период составляют 10%;
- прибыль, остающаяся в распоряжении компании после уплаты налога на прибыль, равна 45%, амортизация 3%, инвестиции 5% годовой суммы выручки.

Чтобы быть конкурентоспособными на глобальных рынках российские финансовые структуры должны быть такими же крупными по капиталу, как их иностранные конкуренты. Уже сейчас за ряд сегментов рынка финансовых услуг, в частности, услуг для состоятельных индивидуальных клиентов, услуг по андеррайтингу и инвестиционному консультированию, российским участникам приходится вести зачастую неравную борьбу с глобальными конкурентами.

Итоговые данные оценки приводятся на рис. 17.

Бизнес по оказанию небанковских финансовых услуг розничным инвесторам оценивается в сумме 6 млрд долл., услуг инвестиционным клиентам 13 млрд, всего 19 млрд долл. Из общей капитализации в сумме 19 млрд долл.

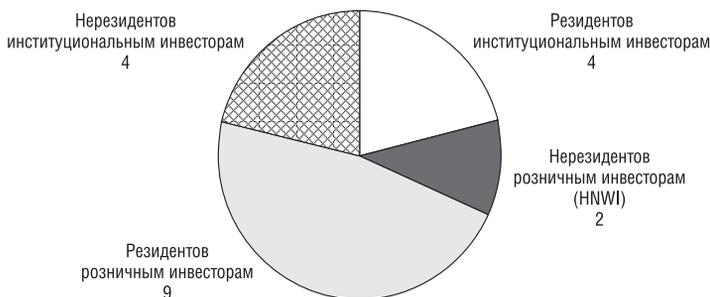


Рис. 17. Капитализация небанковских посредников млрд долл. от оказания услуг (всего 19 млрд долл.)

6 млрд долл. скорее всего придется на капитализацию иностранных банков и инвестиционных компаний, оказывающие услуги в сегментах финансового рынка с высоким уровнем глобальной конкуренции. Итого на российские структуры приходится около 13 млрд долл. капитализации.

По нашему мнению, полученный результат сводной оценки стоимости небанковского финансового бизнеса свидетельствует о чрезвычайно низком в сложившихся условиях потенциале данного бизнеса в России. В России действуют около 100 брокерских компаний и примерно столько же управляющих компаний⁸. Несмотря на то, что брокерский бизнес, деятельность по доверительному управлению и инвестиционно-банковская деятельность сконцентрированы в относительно небольшом круге компаний, тем не менее, на сегодняшнем российском финансовом рынке вряд ли можно найти небанковский финансовый холдинг, который стоит более 1 млрд долл.

Чтобы российские финансовые посредники были конкурентоспособными и могли оказывать финансовые услуги на уровне мировых стандартов, необходимо, чтобы их капитализация стремилась бы к показателям зарубежных конкурентов. По состоянию на 8 февраля 2010 г. капитализация небанковских холдингов в США, специализирующихся на оказании финансовых услуг населению, *Charley Schwab Corp.* и *TD Ameritrade* составляла соответственно 21,0 млрд долл. и 10,0 млрд долл. Крупнейшие управляющие инвестиционными фондами имели рыночную стоимость — *Prudential Financial Inc.* 22,5 млрд долл., *BlackRock Inc.* 39,4 млрд долл., *Invesco Ltd.* 8,0 млрд долл. Американские банковские холдинги, работающие преимущественно как инвестиционные банки, например, *Goldman Sachs Group Inc.* и *Morgan Stanley*, обладали капитализацией 83,7 млрд долл. и 37,1 млрд долл. Универсальные банковские холдинги США имели рыночную стоимость: *Bank of America Corp.* 129 млрд долл., *Citigroup Inc.* 91,7 млрд долл.

7. Практические выводы для стратегии развития финансовых посредников

Ключевой проблемой российского рынка небанковских финансовых услуг является его низкая емкость, выражаемая в суммах потенциальных доходов от оказания финансовых услуг и ожидаемой капитализации компаний отрасли. Не помогут решить данную проблему и меры ФСФР России по существенному повышению минимальной стоимости собственных средств, вводимые с 1 июля 2010 года и с 1 июля 2011 года. Даже если собственникам компаний удастся повысить их капитализацию, при действующем сценарии развития финансовых услуг они не получат позитивной отдачи на вложенные средства.

Низкая емкость рынка финансовых услуг — источник повышенных рисков для инвесторов, брокеров и регуляторов. Сложившаяся структура доходов от оказания услуг индивидуальным инвесторам мотивирует брокеров и управляющих компаний на стимулирование повышенной операционной активности клиентов, которая часто сопряжена с потерями для неискушенных инвесторов

⁸ По мнению главы компании «Третий Рим» А. Мовчана, который ранее возглавлял управляющей компании «Ренессанс», одной из ошибок стратегии данной компании «было то, что мы пошли в ритейл, потому что в России это не приносит прибыли, то, что мы стали управлять активами пенсионных фондов, — этот бизнес не дал такой отдачи, которую мы могли получить за то же время от других направлений деятельности» (Мовчан А. Все произошло как в хорошем шпионском романе. Глава компании «Третий Рим» Андрей Мовчан об уходе из «Ренессанса» и своем новом бизнесе // Коммерсант. 2010. 25 марта. С. 14).

и нанесением непоправимого ущерба их психике. Кроме того, данная структура доходов делает брокеров уязвимыми при росте волатильности рынка, что нередко сопровождается снижением операционной активности клиентов. Но, главное, низкий внутренний спрос и низкая отдача от капитала, вложенного в отрасль, приведет к тому, что финансовые услуги российских посредников будут такими же «убогими», как и отечественные автомобили.

По причине низкой емкости внутреннего финансового рынка, особенно сегмента небанковских услуг, для индивидуальных инвесторов особым образом будут развиваться модели бизнеса посредников. В нынешней ситуации брокерские и управляющие компании, которые ориентируются преимущественно на розничных клиентов, могут столкнуться с наибольшими трудностями в части слабой доходной базы. Развитие розничного направления бизнеса требует значительных вложений на IT, рекламу и маркетинг, содержание региональных структур, инфраструктуру, которые оправдаются лишь в том случае, если будет привлечено достаточное число клиентов.

При низкой емкости рынка более эффективными являются стратегии обслуживания клиентов банками, когда небанковские финансовые услуги продаются с помощью «кросс-продаж», то есть в нагрузку к основным банковским продуктам. Другой вариант эффективной стратегии — услуги «нишевых брокеров». Как показывает опыт американских брокеров, у ограниченной по численности группы состоятельных, склонных к рискам клиентов или менее состоятельных, но активно торгующих на рынке спекулянтов большей популярностью пользуются услуги сравнительно небольших по размерам брокерских компаний (например, *Thinkorswim*, *Interactivebroker*, *TradeStation*, *OptionExpress* и др.), которые специализируются на обслуживании, например, только активно торгующих участников рынка. В России резкое повышение требований к капиталу российских брокеров начиная с 1 июля 2010 года может вообще поставить под угрозу существование «нишевых» брокеров, что отрицательно скажется на инновациях в отрасли.

Стратегии финансовых компаний и политика регулятора рынка в отношении новых продуктов и услуг должны предусматривать постепенную переориентацию доходной базы брокеров на доходы, привязанные к стоимости активов клиентов. В свою очередь, это требует корректировки моделей бизнеса брокеров и управляющих компаний — повышения роли в бизнесе услуг по портфельному управлению и консультированию, ориентации на долгосрочных, преимущественно пассивных инвесторов.

Как повысить емкость рынка финансовых услуг?

Во-первых, развивать частные пенсионные накопления. Выход из тупика в сфере обязательных пенсионных накоплений, на наш взгляд, лежит в расширении прав и ответственности самих граждан при инвестировании их пенсионных накоплений. Необходимо дать гражданам возможность открывать индивидуальные пенсионные счета не только у управляющих компаний, но и напрямую у брокеров в случае, если гражданин готов будет принять на себя ответственность за рыночные риски инвестирования учитываемых на его счете пенсионных накоплений. Опыт проведения подобной реформы пенсионного обеспечения в США в 1980-х годах, связанный с введением плана 401(k) и индивидуальных пенсионных счетов (IRAs), принес позитивные результаты. Сегодня, несмотря на недавний кризис, индивидуальные пенсионные счета у брокеров продолжают расти. Их обслуживание является одним из перспективных направлений развития брокерского бизнеса.

Во-вторых, потенциал создания крупных по капитализации финансовых посредников может способствовать выходу российских компаний на обслу-

живание клиентов на зарубежных рынках. Первые подобные достижения есть в компаниях «Открытие», «Тройка Диалог», «Ренессанс Капитал» и у других.

В-третьих, для того, чтобы экспортная экспансия финансовых услуг российских компаний стала на поток, необходимо применение методов продвижения инноваций, которые используются в разных отраслях в таких странах, как Чили, Сингапур, Финляндия, Ирландия, Израиль и другие. Суть их в том, что при партнерстве с государственными структурами участники рынка совместно находят незанятые ниши и цепочки стоимости на зарубежных рынках и применяют согласованную стратегию продвижения на эти рынки. Например, в последние годы Китай, включая его материковую часть, стал одним из международных финансовых центров, где регистрируются и осуществляют деятельность глобальные хедж-фонды, специализирующиеся на инвестициях в страны Юго-Восточной Азии. Структуры из Индии заняли достойное место на рынке услуг по портфельному управлению с использованием математических алгоритмов и рынке ПО для организаторов торговли и расчетно-клиринговых организаций на глобальном рынке.

Другое направление развития рынка — сделать его более инновационным для инвесторов. Например, в настоящее время трудные времена переживает рынок коллективных инвестиций в России; в 2009 году, несмотря на то, что российские фондовые индексы выросли более чем на 100%, внутренние инвесторы вывели из открытых ПИФов около 14 млрд руб. Одна из причин кризиса в отрасли состоит в том, что здесь практически перестали применяться новые сервисы и технологии, помогающие сделать рынок привлекательным для инвесторов. При поддержке государства здесь можно было бы реализовать проект по созданию централизованной системы расчетов выдачи—погашения паев ПИФов, аналогичной американской Fund/Serv. На новый уровень должен быть выведен процесс раскрытия информации о ПИФах и управляющих компаниях. В России нужны информационные системы о коллективных инвестициях, использующие опыт и технологии признанных лидеров в этой области, таких как информационное агентство *Morningstar* (США). Это одно из действенных средств восстановления института доверия россиян к коллективным инвестициям и повышения емкости данного рынка.

Особого внимания заслуживает вопрос о стимулировании сделок слияния—поглощения финансовых компаний, их выхода на IPO. Первым шагом для этого может стать введение правила об обязательном составлении всеми брокерами и управляющими компаниями консолидированной финансовой отчетности по МСФО и ежеквартальном раскрытии этой информации рынку. Также необходимо ввести требование о ежеквартальном раскрытии финансовыми компаниями ключевой операционной статистики — численности клиентов, стоимости их активов на брокерских счетах и в доверительном управлении, количестве торговых операций. Публичность указанной информации о брокерах важна с точки зрения ускорения процессов сбора и обработки маркетинговой информации, составления осознанных и информированных стратегий развития бизнеса на уровне компаний и отрасли в целом.

И последнее. В качестве шага к изменению форм и методов взаимоотношения государственных органов с участниками рынка можно было бы вернуться к пятилетним планам развития отраслей. Речь, конечно, не идет о восстановлении административных рычагов управления, новые пятилетние планы развития могли бы стать аналогами стратегий развития бизнеса, которые разрабатываются на уровне компаний. В 5-летнем отраслевом плане в цифровом выражении должны материализоваться («оцифровываться») долгосрочные стратегии развития, которые в настоящее время приняты в каждой отрасли.

В этих планах должен содержаться анализ рынка, его сегментов, спроса на финансовые услуги разных секторов экономики, влияние принимаемых государством мер по развитию рынка на доходы его участников, рост их капитализации. Исчисление плановых показателей на годовой основе придало бы большую реалистичность и эффективность мерам по развитию финансового рынка. Для участников рынка это был бы документ, с которым они могли бы сверять собственные стратегии развития, и с помощью которого координировать свои усилия по осуществлению проектов, значимых для всего рынка.

Формат данной статьи не позволяет перечислить все меры, которые необходимы для модернизации рынка финансовых услуг в России. Главное в том, что необходима современная стратегия его развития, направленная не на повышение конкурентоспособности абстрактного фондового рынка, а на создание конкурентоспособных на глобальном рынке российских брокеров, управляющих компаний и инвестиционных банков.