Дзитиев, Георгий Муратович. Механизмы обеспечения устойчивости инвестиционно-банковских институтов в России : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Дзитиев Георгий Муратович; [Место защиты: Рос. акад. нар. хоз-ва и гос. службы при Президенте РФ].- Москва, 2012.- 213 с.: ил. РГБ ОД, 61 13-8/150

**Содержание к диссертации**

Введение

**Глава 1: Сущность деятельности инвестиционно-банковских институтов 7**

1.1 Роль и место инвестиционно-банковских институтов в системе финансового посредничества 7

1.2 Нестабильность финансовой системы в свете её исторического развития 16

1.3 Основы инвестиционно-банковской деятельности и текущее состояние отрасли 20

**Глава 2: Основные тенденции и направления развития инвестиционно-банковской деятельности 32**

2.1 Эволюция регулирования деятельности инвестиционно-банковских институтов 35

2.2 Рост нестабильности деятельности инвестиционно-банковских институтов как прямое следствие их развития 43

2.3 Текущее состояние финансового рынка РФ как институциональной среды функционирования инвестиционно-банковских институтов 70

2.4 Развитие инвестиционно-банковских операций в России 79

**Глава 3: Обеспечение развития и стабильности деятельности инвестиционно-банковских институтов в России 92**

3.1 Создание и продвижение новых финансовых продуктов как основное направление развития инвестиционно-банковской деятельности 92

3.2 Снижение мотивации к риску при организации системы вознаграждения менеджмента инвестиционно-банковских институтов 108

3.3 Основные принципы урегулирования конфликта интересов в инвестиционно-банковских институтах при проведении исследований финансовых рынков 111

3.4 Основные механизмы обеспечения стабильности деятельности инвестиционно-банковских институтов 119

Заключение 152

Список литературы

* [Нестабильность финансовой системы в свете её исторического развития](http://www.dslib.net/finansy/mehanizmy-obespechenija-ustojchivosti-investicionno-bankovskih-institutov-v-rossii.html#5235651)
* [Рост нестабильности деятельности инвестиционно-банковских институтов как прямое следствие их развития](http://www.dslib.net/finansy/mehanizmy-obespechenija-ustojchivosti-investicionno-bankovskih-institutov-v-rossii.html#5235652)
* [Текущее состояние финансового рынка РФ как институциональной среды функционирования инвестиционно-банковских институтов](http://www.dslib.net/finansy/mehanizmy-obespechenija-ustojchivosti-investicionno-bankovskih-institutov-v-rossii.html#5235653)
* [Основные принципы урегулирования конфликта интересов в инвестиционно-банковских институтах при проведении исследований финансовых рынков](http://www.dslib.net/finansy/mehanizmy-obespechenija-ustojchivosti-investicionno-bankovskih-institutov-v-rossii.html#5235654)

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования**. Мировая финансовая система в последние 5 лет находится в фазе повышенной нестабильности. События 2008 года показали, что банкротства крупных финансовых институтов несут в себе существенные риски для экономики и общества. Несмотря на значительные меры по количественному смягчению и выкупу проблемных активов, предпринятые центральными банками Европы, США и Японии, проблемы в Еврозоне остаются, а состояние многих банков далеко от идеала, несмотря на практически неограниченную поддержку центральных банков. Отчетность ряда крупнейших американских универсальных банков, за третий квартал 2012 года достаточно слабая, что вызвано, в том числе существенным падением доходов по торговым операциям. Вероятное дальнейшее ухудшение ситуации с долговыми проблемами в Еврозоне может привести к дальнейшему замедлению мировой экономики и эскалации проблем в финансовом секторе, в том числе в секторе инвестиционно-банковских институтов, что делает задачу обеспечения стабильности их деятельности одной из основных.

Проблемы в мировой финансовой системе негативно отражаются на российских инвестиционно-банковских институтах: компании откладывают размещения ценных бумаг, активность в сфере M&A снижается, объемы торгов финансовыми инструментами существенно сокращаются. В то же время, несмотря на все усилия регуляторов, российские финансовые рынки, а вместе с ними и инвестиционно-банковские институты страны, все еще значительно отстают в своем развитии от основных конкурентов, что затрудняет создание международного финансового центра в Москве. В связи с этим, необходимы дополнительные меры по ускорению развития инвестиционно-банковских операций в стране.

Таким образом, актуальность и значимость исследования, заключается в том, что на основании анализа основных тенденций развития и проблем мировой инвестиционно-банковской отрасли, были выработаны рекомендации для российских финансовых институтов, осуществляющих инвестиционно-банковские операции, направленные на ускорение развития и обеспечение стабильности их деятельности.

**Цель исследования** – научное обоснование способов стимулирования развития инвестиционно-банковских институтов в России и механизмов обеспечения стабильности их деятельности.

Для реализации намеченной цели в диссертации поставлены и решены следующие **задачи**:

1. Исследовать основные направления развития инвестиционно-банковского бизнеса за рубежом.
2. Определить причины нестабильности инвестиционно-банковских институтов на современном этапе развития.
3. Проанализировать текущее состояние инвестиционно-банковской отрасли для выявления основных проблем развития.
4. Определить основные направления развития российских инвестиционно-банковских институтов исходя из выявленных проблем и недостатков сектора
5. Обосновать необходимость введения норматива достаточности собственного капитала для небанковских инвестиционных компаний в зависимости от риска портфеля собственных активов и усовершенствования расчета объема капитала для покрытия фондового риска для кредитных учреждений.
6. Оценить корректность применения существующих методик расчета собственного капитала банковских учреждений для покрытия фондового риска в периоды финансовой нестабильности: стандартной методики Базельского комитета по банковскому надзору, а также моделей на основании показателей Value-at-Risk (далее – VaR) и Expected shortfall (далее – ES).

**Предметом исследования** являются методы стимулирования развития и обеспечения стабильности деятельности инвестиционно-банковских институтов в России. В качестве **объекта исследования**выбраны институты, осуществляющие инвестиционно-банковские операции на финансовых рынках.

**Теоретическая и методологическая основа исследования.** Теоретическую основу исследования составили работы российских и зарубежных авторов, исследующих процессы возникновения и развития финансового посредничества, основные направления деятельности инвестиционных компаний на современном этапе и процессы, происходящие в отрасли, а также ключевые проблемы инвестиционно-банковских институтов.

При написании работы были использованы различные материалы и исследования, проведенные Федеральной Резервной Системой США и входящими в нее федеральными резервными банками, Международного Валютного Фонда, Всемирного Банка, Банка Международных Расчетов, Национального Бюро Экономических Исследований США, Института Инвестиционных Компаний США, НАУФОР (Россия), а также рабочие материалы ведущих

мировых школ бизнеса и университетов, в частности школы бизнеса университета Стерна, школы менеджмента в Йеле и Принстонского университета.

В процессе описания основных направлений деятельности инвестиционных компаний были использованы материалы «Goldman Sachs», «Morgan Stanley», «Merrill Lynch», «Lehman Brothers», «ВТБ Капитал», «Тройка Диалог», «Финам», «Ренессанс Капитал», «Атон», ФК «Открытие», «БрокерКредитСервис» и других компаний.

Методологической базой исследования являются общенаучные методы познания: системный подход, метод аналогий, сравнительный анализ, экспертный анализ, обработка статистической информации для выявления отдельных закономерностей и причинно-следственных связей.

**Научная новизна работы.** Новизна проведенного в диссертации исследования заключается в следующем:

1. Обоснована необходимость развития структурированных финансовых продуктов для стимулирования инвестиционной активности населения и институциональных инвесторов. Предложена новая классификация структурированных продуктов в соответствии с различными целевыми группами и их потребностями. Сформулированы основные принципы продвижения структурированных финансовых продуктов.
2. Разработана концепция функционирования рейтинговой системы инвестиционных аналитиков для урегулирования конфликта интересов в инвестиционно-банковских институтах в области определения ценовых диапазонов размещений ценных бумаг на фондовых биржах, а также при проведении рыночных исследований и присвоении рекомендаций по финансовым активам. Доказано, что расчет публичного рейтинга аналитика и компании по предложенной автором методике позволит увеличить ценность репутации аналитика и финансового института, что приведет к росту качества присваиваемых рекомендаций, адекватности ценовых диапазонов размещений ценных бумаг и доверия к отрасли со стороны потенциальных клиентов.
3. С целью более корректного анализа рисков при принятии решений инвестиционно-банковскими институтами предложены новые механизмы выплаты вознаграждений при внедрении опционных программ компенсаций менеджмента в российских инвестиционно-банковских институтах, включающие в себя ужесточение ограничений на объем акций, которые ежегодно может продать менеджер; ограничение времени продажи акций; использование средней

стоимости акций при исполнении опционов; изъятие части опционов в случае принятия работником решений, способствующих необоснованному увеличению рисков.

4. Доказана необходимость введения норматива достаточности собственного капитала для небанковских финансовых институтов, осуществляющих инвестиционно-банковские операции. При этом обоснована необходимость корректировки применения стандартной методики Банка России и методики на основе показателя VaR для расчета капитала на покрытие фондового риска. Предложено введение норматива достаточности собственного капитала на основании результатов проводимого регулятором стресс-тестирования до момента введения обновленной стандартной методики Базельского комитета по банковскому надзору и методики на основании показателя Expected shortfall. Представлены рекомендации, направленные на повышение эффективности использования методики стресс-тестирования.

**Практическая значимость.** Результаты исследования опыта зарубежных инвестиционно-банковских институтов могут быть использованы российскими компаниями сектора для совершенствования своей деятельности. Кроме того, выработанные предложения и рекомендации будут полезны для регуляторов финансового рынка для выявления основных рисков деятельности инвестиционно-банковских операций и выработке мер по снижению таких рисков и повышению стабильности финансового сектора.

Основные положения исследования могут использоваться в учебном процессе в рамках курса «Рынок ценных бумаг» при подготовке специалистов по специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит».

**Апробация результатов исследования.** Основные положения и выводы научного исследования обсуждались на VIII Всероссийской научно-практической заочной конференции «Актуальные проблемы экономики современной России» и Международной научно-практической конференции «Современная наука: тенденции развития». Тезисы работы опубликованы в сборниках материалов по результатам конференций.

По теме диссертации опубликовано 5 статей, в том числе 3 статьи в изданиях, рекомендованных ВАК. Общий объем печатных работ составляет 4,55 п. л.

**Объем и структура диссертации.** Структура работы обусловлена вышеперечисленными целями и задачами исследования. Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения и списка литературы. Работа изложена на 168 страницах компьютерного текста,

## Нестабильность финансовой системы в свете её исторического развития

В связи с вышеизложенным в диссертационном исследовании инвестиционно-банковским институтом признается любая финансовая компания, предлагающая своим клиентам услуги на финансовых рынках, а также выступающая посредником при привлечении различных видов финансирования, за исключением банковского кредитования, и организатором сделок на рынке М&А. Очевидно, что под такое определение подходят как универсальные банки, такие как Citi, Bank of America, Credit Suisse, Deutsche Bank, UBS, «Газпромбанк», так и небанковские финансовые компании, например Lazard, Raymond James, Oppenheimer, RBC Capital Markets, Rothschild, ИК «Финам», ИК «Ренессанс Капитал», ИГ «Атон» и множество других.

Несмотря на развитие модели универсального банка, инвестиционно-банковское направление в большинстве таких институтов существует относительно обособленно от коммерческого банкинга. Кроме того, в России наблюдается тенденция к созданию инвестиционными компаниями своих коммерческих банков для привлечения более дешевого финансирования в виде кредитов Банка России и депозитов населения. За последнее время коммерческие банки были созданы в рамках холдинговых структур «Финам», ФК «Открытие», «Ренессанс Групп» и ряда других. Однако, созданные таким образом коммерческие банки лишь опосредованно влияют на инвестиционно-банковский бизнес холдинга, в большинстве случаев выступая только как кредитор. Это позволяет сделать вывод о том, что как в универсальных банках, так и в холдинговых структурах, включающих в себя инвестиционную компанию и коммерческий банк, инвестиционно-банковский бизнес существует достаточно обособленно.

Как отмечается в ряде диссертационных работ, инвестиционный банк представляет собой не столько юридически оформленный институт, сколько определенный вид бизнеса, которому присущи свои закономерности7. Коммерческое, инвестиционное и страховое направление банковской деятельности достаточно различны в части отношений с клиентами, управления рисками, принципов предоставления услуг, стратегий развития, кадровой политики, системы компенсаций и множества других факторов. Следовательно, модель универсального банка предполагает существование не единого финансового института, предлагающего полный спектр финансовых услуг, а трех различных институтов, которые координируют свои действия для максимизации прибыли. Поэтому, учитывая обособленность инвестиционно-банковского бизнеса универсальных банков, существующее в универсальных банках инвестиционно-банковское направление деятельности в работе отождествляется с отдельно функционирующей финансовой компанией.

Таким образом, объектом проводимого исследования может быть признана совокупность инвестиционно-банковских операций финансовых компаний вне зависимости от их структуры и организационно-правовой формы. Однако, для формализации предложенных мероприятий, необходима привязка к институту, который осуществляет такие операции. В связи с этим в работе исследуется инвестиционно-банковская деятельность в привязке к институтам, которые её осуществляют, - универсальным банкам и небанковским финансовым компаниям. В контексте данной работы термины «инвестиционно-банковский институт», «инвестиционный банк» и «инвестиционная компания» следует считать синонимами, если не указано иное.

В основе деятельности инвестиционно-банковских институтов лежит теория финансового посредничества. Основой данной, которая зародилась в 20-е годы прошлого столетия, являются работы таких экономистов как А. Пигу, Дж. Герли, Е. Шоу, Р. Голдсмит, Б. Фридман, У. Зилбер, Й. Шумпетер, Р. Коуз и другие. Теории финансового посредничества можно условно разделить на две категории, которые по-разному объясняют природу существования финансовых посредников. Одни исследования объясняют существование финансовых посредников через призму наличия транзакционных издержек. Р. Коуз и Дж. Герли и Е. Шоу в своих работах показали, что финансовые посредники позволяют минимизировать транзакционные издержки, что повышает эффективность инвестиций.

Согласно другой группе работ появление финансовых посредников обусловлено ассимитричностыо финансовой информации. Среди них следует выделить исследования профессора экономики чикагского университета Дугласа Даймонда. Согласно его публикациям, финансовым посредникам делегируют полномочия по мониторингу кредитных договоров между инвестором и заемщиком. При этом делегирование полномочий намного эффективней, чем самостоятельный сбор информации или не отслеживание финансового состояния заемщиков. Однако передача полномочий по мониторингу приводит к появлению так называемых расходов на делегирование у инвесторов. В случае если такие расходы слишком высоки, преимущество инвестирования через финансовых посредников нивелируется. В своей работе, Д. Даймонд показал, что расходы на делегирование будут всегда ниже выгод от использования финансовых посредников при должном уровне диверсификации кредитного портфеля. Именно возможность диверсификации портфеля финансового посредника позволяет ему осуществлять мониторинг заемщика намного более эффективно, чем это может делать инвестор . Стоит также отметить исследование X. Лнланда и Д. Пайла, в котором экономисты доказали, что финансовые посредники также могут решать проблему достоверности информации: инвестируя свои средства в ценные бумаги компании финансовый посредник сигнализирует инвесторам о её перспективности .

Таким образом, финансовый посредник не только обеспечивает эффективный сбор необходимой информации, но и позволяет оценить её достоверность.

По мере развития экономики все большую значимость имеет не физические, а интеллектуальные активы. Одним из видов таких активов является информация. Информация выполняет две важные функции. Во-первых, она способствует эффективному распределению ресурсов. Не имея должной информации, инвесторы не будут инвестировать свои средства в сферы экономики, нуждающиеся в новом капитале. Вторая роль — стимулирование инноваций. В отсутствии необходимой информации компании не будут иметь достаточно стимулов для развития новых продуктов, так как они не смогут привлечь необходимый капитал для финансирования новых проектов.

Поиск информации компаниями и инвесторами не эффективен, так как требует значительных финансовых ресурсов и времени. Здесь мы подходим к необходимости создания информационного посредника, получение информации через которого эффективнее чем самостоятельный её поиск. Информационные посредники должны иметь необходимые стимулы для сбора и распространения информации. Создание таких стимулов возможно благодаря системе прав собственности. Обладая правом собственности на какую-либо информацию, её владелец может обменять такую информацию на другой актив. Ценность создаваемой информации объясняется тем, что инвесторы могут использовать её для получения дополнительного дохода, в то время как компании — для более эффективного привлечения капитала и осуществления других операций. Но прямой обмен информации между продавцами и конечными пользователями затруднен из-за отсутствия единого места обмена информацией. Однако создания такого места обмена недостаточно для эффективного использования информации, а значит и корректной оценки её стоимости. Необходимо систематизировать и структурировать такую информацию, распределить её относительно различных потребительских групп, которыми являются как инвесторы, так и компании. Это позволяет максимизировать стоимость информации и её ценность для потребителя, а значит, способствует эффективному использованию ресурсов. Всю вышеперечисленную работу выполняют финансовые посредники, среди которых особое место занимают инвестиционно-банковские институты. Именно они создают ценность информации, являясь посредником между её производителями и потребителями.

Одной из основных отличительных черт рыночной экономики по сравнению с командно-административной - важность узкоспециализированной информации для принятия экономических решений. Информация, как и любой физический актив, имеет свою ценность. При этом по мере усложнения окружающего мира и взаимосвязей в нем, и в тоже время повышения сегментации экономики и других сфер деятельности, ценность такой информации возрастает. Информация может влиять на эффективность распределения и использования ресурсов, в том числе финансовых, а значит, в современном мире она может являться таким же товаром как нефть или земля.

## Рост нестабильности деятельности инвестиционно-банковских институтов как прямое следствие их развития

Одним из катализаторов развития синтетических продуктов стало появление кредитно-дефолтных свопов. Кредитный дефолтный своп - это внебиржевой контракт, обязывающий покупателя кредитной защиты регулярно уплачивать премию (спрэд), как правило, поквартальную или полугодовую, продавцу кредитной защиты, а продавца кредитной защиты - компенсационный платеж в случае наступления кредитного события, например, дефолта, по базовому обязательству определенного эмитента. CDS представляет собой синтетический эквивалент облигации, где покупатель защиты занимает короткую позицию по облигации, а продавец - длинную.

В основе синтетических продуктов лежит возможность воссоздать кредитный инструмент с помощью сочетания различных активов, в большинстве случаев деривативов и безриковых обязательств. Так, например, создать облигацию компании А можно путем покупки безрискового актива и продажи CDS на облигацию компании А. Таким образом, основной особенностью синтетических CDO является то, что в их основе лежит не наличный, а синтетический долговой портфель. Структура выплат по синтетическим CDO ничем не отличается от наличных CDO: на выплату процентов идет более низкий процент по безрисковому активу и премия по CDS.

Часто синтетические CDO создаются только за счет продажи CDS без включения в портфель безрискового актива. Такие CDO называют нефондированными, так как инвестор в подобные инструменты не уплачивает номинал приобретаемого инструмента. Инвестор в нефондированные транши CDO получает процентный доход, который выплачивается исходя из получаемых оригинатором премий по проданным CDS. В случае дефолта эмитента долговых обязательств, на которые проданы кредитно-дефолтные свопы, инвестор нефондированных CDO обязуется возместить оригинатору убытки, связанные с выплатой страховки по проданным CDS. Таким образом, продажа нефондированных CDO позволяет оригинатору захеджировать свои кредитные риски и в случае разделения выпуска на транши заработать на секыоритизации.

Похожий механизм используется при создании CLN - привязанных к кредиту нот. Специально созданный SPV продает ноты инвесторам, а на полученные средства покупает высоконадежные облигации, которые и служат обеспечением выпущенных нот. Одновременно, SPV продает кредитно-дефолтные свопы на купленные низкорисковые активы. В результате для выплаты процентов по нотам используются получаемые по высоконадежным облигациям купонный доход и премия по проданным CDS. Таким образом, в случае необходимости CLN используются для превращения нефондированных траншей CDO в фондированные.

Появление CDO позволило банкам и финансовым компаниям решить важную задачу - убрать риски части своих активов путем продажи CDO под данные активы или покупки CDS. Проводимая для таких целей секыоритизация называется балансовой секыоритизацией. С помощью нее банки и финансовые институты снижают установленные Базелем 2, а теперь и Базелем 3, требования к собственному капиталу, величина которого зависит от объема активов, взвешенных с учетом риска. Если риск активов с помощью синтетической секыоритизации был перенесен на инвесторов, подобные активы будут являться безрисковыми. Стоит отметить, что в связи с меньшими затратами на создание, в случае с балансовой секыоритизацией намного больше распространены именно синтетические CDO.

Еще одна задача синтетических CDO - получение прибыли посредством арбитражной секыоритизации. В случае с арбитражной секыоритизацией оригинатор зарабатывает на арбитраже между рынком наличных долговых обязательств и кредитно-дефолтных свопов на них. Положительная разница между CDS-премией и спрэдом по обязательствам обуславливает дополнительную доходность синтетических CDO. Создание синтетических продуктов привело к появлению нового рынка-рынка кредитной корреляции.

В первое время после создания синтетические CDO подобно наличным CDO были многотраншевыми. Каждый из созданных траншей приобретался инвесторами с разными предпочтениями в соотношении доходности и риска: главные транши покупают взаимные и пенсионные фонды и страховые компании, equity-транши - хедж-фонды. Однако прежде чем выпускать CDO оригинаторы должны найти покупателей на каждый из траншей, что не всегда удается сделать быстро. Это ограничивает возможности инвестиционных компаний по созданию больших мультитраншевых секьюритизированных активов. Решить проблему низкого спроса на транши позволяют монотраншевые синтетические CDO. При создании монотраншевых синтетических CDO оригинатору не нужно искать пул инвесторов и осуществлять синдикацию всех траншей одновременно. Однотраншевые CDO или STCDO представляют собой соглашение между оригинатором и инвестором, который полностью приобретает только один обычно мезонинный транш в фондированной (CLN) или нефондированной (CDS) форме. Создание STCDO обусловлено более точным удовлетворением потребностей инвестора. То есть оригинатор создает актив, в наибольшей степени отвечающий требованиям конкретного инвестора по ряду основных характеристик.

Синтетические CDO активно используются для создания CDOA2 - вторых производных. Конечным обеспечением по CDOA2 будут являться те же активы, что и для CDO, на основании которых он был создан. Однако изменения базового актива, в данном случае CDS, по разному отражаются на первых и вторых производных. Вторые производные лучше защищают инвесторов при нормальном состоянии кредитного рынка - кол-во дефолтов, которые может выдержать транш выше, в то время как вероятность нулевых убытков по траншу выше. Однако распределение убытков в случае с CDOA2 имеет более длинные хвосты. Это значит, что при ухудшении состояния кредитного рынка убытки по вторым производным будут намного вше, чем по обычным CDO. В результате процентная ставка по CDOA2 обычно выше, чем по первым производным. Тем не менее перемешивание мезанннных траншей CDO в CDOA2 позволяет оригинатору создавать транши с более высоким рейтингом, а значит низкой доходностью. В результате инвесткомпания зарабатывает дополнительный доход.

Таким образом, в последнее время финансовый инжиниринг вышел на новый уровень - уровень создания целых рынков. Новые синтетические инструменты позволили не только трансформировать кредитный риск но и разделять его на составляющие - риск изменения кредитных корреляций, риск волатилыюсти кредитного спрэда и другие. Простые наличные и синтетические инструменты позволили инвестиционным компаниям торговать риском дефолта и риском изменения кредитного спрэда. Торговля корреляциями стала возможной после создания нефондированных и монотраншевых CDO, а также корзинных CDS.

Финансовый инжиниринг сделал ВОЗМОЖЕІЬІМ создание синтетических шютрументов с характеристиками, полностью идентичными любым традиционным долговым обязательствам. Теперь чтобы торговать риском дефолта любой публичной компании не нужно покупать её долговые обязательства в наличной форме. Но самое главное объем синтетических инструментов неограничен. Если на финансовых площадках торгуется 100 облигаций какой-либо компании, финансовые инженеры могут создать миллионы продуктов, идентичных таким облигациям. К середине 2005 года объем рынка CDS в 2,5 раза превышал объем рынка корпоративных долговых обязательств. Основную роль на рынке синтетических финансовых инструментов играют инвестиционные компании и универсальные банки США и Европы. В Таблице 3 приведены основные контрагенты рынка CDS по состоянию на конец 2011 года по данным CreditFlux ".

## Текущее состояние финансового рынка РФ как институциональной среды функционирования инвестиционно-банковских институтов

Таким образом, дальнейшее развитие национальных инвестиционных компаний затруднено в связи с плохим инвестиционным климатом, который существенно ограничивает привлекательность российского финансового сектора для иностранных инвесторов, и высоким уровнем коррупции, что в значительной степени тормозит развитие компаний и инвестиций внутри страны. Две основные проблемы финансового сектора России: недостаток долгосрочных инвесторов и финансовых инструментов. При этом в настоящее время наблюдается ухудшение ситуации, как в области появления новых продуктов, так и в части увеличения количества инвесторов. Домохозяйства предпочитают инвестировать в недвижимость и депозиты, в то время как иностранные инвестиции носят больше спекулятивный характер. Российские эмитенты все чаще предпочитают размещаться за рубежом, а некоторые компании, например Полюс Золото и Полиметалл, переводят торговлю акциями в Лондон. Капитализация российского рынка акций за первую половину 2012 года снизилась на 27%, объем биржевых сделок уменьшился на 23%, коэффициент оборачиваемости акций упал с 16,8% в 2011 году до 12,9%, соотношение торгов акциями российских компаний на внутреннем и зарубежных рынках с пропорции 70 на 30 сдвинулось к паритету, объем сделок на срочном рынке снизился на 9,7% ".

Без привлечения частного капитала развивать национальный финансовый рынок будет практически невозможно. По мнению экспертов, существующая на сегодняшний день модель организации сбережений населения не может обеспечить экономику длинными деньгами. Большая часть сбережений инвестируется в валюту и недвижимость, что поддерживает высокие цены на рынке жилья в основных регионах. При этом объем денег, аккумулированных в наших пенсионной и страховой системах, не адекватен размерам страны. Привлечь на российские площадки иностранных эмитентов и инвесторов можно только путем построения сильного внутреннего рынка.

В финансовой системе все взаимосвязано. Развитие инвестиционных компаний зависит от развития самого рынка и финансовых продуктов. В свою очередь развитие рынка затруднено без стабильной базы местных и иностранных инвесторов. Отсутствие долгосрочных инвесторов создает стимулы к оттоку размещений в Нью-Йорк, Лондон и Гонгконг. Но увеличение числа инвесторов невозможно без роста количества торгуемых инструментов. Таким образом, система зашла в тупик. На рынке нет инвесторов из-за ограниченного объема инструментов. При этом на рынке не происходит увеличения объема торгуемых традиционных инструментов, так как нет широкой базы инвесторов. В данном случае очевидна необходимость вмешательства государства. Такое вмешательство должно идти с обеих сторон: стимулирование развития института частных и институциональных инвесторов и стимулирование появления новых финансовых инструментов и увеличения количества размещений акций и облигаций на площадках в России.

Подводя итог, стоит отметить, что развитие инвестиционных компаний в России будет зависеть от развития всего финансового сектора. Поэтому основной задачей государства, регуляторов, СРО и участников рынка должно стать стимулирование создания широкой базы инвесторов и расширения числа торгуемых инструментов. В тоже время, основной задачей ФСФР и СРО, регулирующих деятельность инвестиционных компаний, будет являться повышение стабильности их деятельности.

Важным элементов создания базы частных инвесторов может стать введение системы стимулирования персонала в соответствие с планами по наделению сотрудников акциями. Подобные планы в настоящее время являются частью пенсионного обеспечения граждан в США и Европе. Программы участия работников в собственности компаний широко распространены во многих развитых странах. Размеры пакетов акций, принадлежащих персоналу, постоянно увеличивается, что становится одним из ключевых драйверов роста популярности биржевого рынка. Наиболее наглядным примером является реализуемая в США Программа развития акционерной собственности рабочих и служащих (ESOP). В рамках ESOP работодатель учреждает специальный траст, куда перечисляется часть бонусов и премиальных выплат работникам. Эти средства используются для покупки акций компании. Форма траста позволяет работникам управлять компанией в соответствие с размером принадлежащих работникам акций. Отчисления в траст, а также проценты по кредитам, привлекаемым для приобретения акций компании для траста, являются расходами для целей налогообложения прибыли, что позволяет компаниям минимизировать налогообложение. В случае увольнения работника или выхода на пенсию компания передает ему часть приобретенных в траст акций. Кроме того, в ряде случаев работник может получить право самостоятельно распоряжаться акциями. Обычно право распоряжения предоставляется на часть полагающихся работнику акций. Стоит отметить, что подобные планы распространены не только в крупных корпорациях, но и в компаниях средней и малой капитализации. Введение подобных планов в России будет подогревать интерес работников к финансовому рынку, стимулировать более эффективное управление капиталом и способствовать росту эффективности труда работников.

Еще одним вектором, направленным на появление в стране длинных денег должна стать пенсионная реформа, а также дальнейшее развитие страхового рынка. Именно здоровая пенсионная система является основным поставщиком длинным денег на финансовые рынки. Недавнее размещение ряда украинских компаний в Варшаве обусловлено высоким спросом именно со стороны польских пенсионных фондов. По мере повышения финансовой грамотности населения хорошим механизмом повышения интереса к финансовым инструментам может стать введение частных и личных пенсионным счетов по принципу действующего в США пенсионного плана 401 (к).

В настоящее время Москва по ряду критериев, например количеству занятого в финансовом секторе населения, количеству финансовых институтов, концентрации капитала в стране, уже функционирует как финансовый центр. Тем не менее, за последнее время шансы Москвы стать одним из МФЦ заметно снизились. Основные страны БРИК заметно опережают нас в развитии финансового рынка. А ведь именно с Сан-Паулу, Бомбеем и Шанхаем Москва конкурирует за право считаться новым финансовым центром. В период 2008-2010 гг. в рейтинге Всемирного экономического форума Россия опустилась с 36 на 40 место, в то время как Бразилия поднялась с 40 на 32 место. Индия и Китай также стоят в рейтинги выше нашей страны. Доля России в IPO стран БРИКС упала за 2006-2010 годы в 18 раз (в то время как доля Китая увеличилась с 27 до 51 %, а доля Бразилии — с 19 до 35%); в объеме торговли акциями наша доля сократилась в 3,3 раза, в стоимости чистых активов взаимных фондов — в 2,8 раза, а в капитализации — почти в 2 раза .

Индекс мировых финансовых центров, рассчитываемый Z/Yen Group, также свидетельствует об ухудшение перспектив Москвы в качестве нового МФЦ. По состоянию на сентябрь 2012 года в рейтинге мировых финансовых центров Москва занимает скромное 64 место по сравнению с 45 местом в марте 2007 года, в то время как Сан-Паулу находится на 48 месте . Даже Варшава и Прага занимают в рейтинге место выше Москвы: 59 и 53, соответственно. По мнению экспертов одним из главных национальных недостатков России является неэффективное использование значительных накоплений населения. Неучастие средств населения в финансировании реального сектора существенно ограничивают объемы долгосрочных инвестиций, а значит и темпы развития экономики страны. При этом зарубежные инвестиции также обходят Россию стороной вследствие неблагоприятного инвестиционного климата.

Активное развитие городов-конкурентов может поставить под угрозу саму возможность создания МФЦ в Москве, а вместе с ней и будущее инвестиционно-банковского бизнеса в стране. В настоящее время существует практическая прямая зависимость между развитием инвестиционно-банковских институтов и развитием финансовой системы. У нас никогда не будет сильных и эффективных инвестиционных компаний без конкурентоспособной финансовой системы. Если в ближайшее время нам не удастся сделать качественный рывок вперед, место МФЦ в Восточной Европе займет кто-то другой, например Варшава. В этом случае наш финансовый рынок, а вместе с ним инвестиционные компании страны, рискуют на долгое время остановиться в своем развитии. Иностранные инвесторы будут вкладывать в развитие стран СНГ и Восточной Европы через Варшаву, что приведет к концентрации иностранного капитала в Польше, а не в России. Это также чревато снижением не только экономической, но и политической силы страны.

## Основные принципы урегулирования конфликта интересов в инвестиционно-банковских институтах при проведении исследований финансовых рынков

Для повышения интереса населения к финансовым продуктам нужны переходные инструменты, в роли которых могут выступить структурированные продукты. Такие продукты сочетают в себе основные преимущества депозитов - простота использования, понятность инструмента и полная сохранность сбережений, и биржевых продуктов -возможность получения сверхдохода при принятии дополнительных ограниченных рисков. При этом инвестиционные компании на первом этапе должны создавать простейшие стандартизированные структурированные продукты с полной сохранностью капитала. Резкий переход домохозяйств от инвестиций в недвижимость и банковские депозиты к вложениям в биржевые активы вряд ли возможен. Структурированные продукты должны помочь преодолеть существующий барьер и привить российским частным инвесторам культуру инвестирования в биржевые активы.

Наиболее подходящей основой структурированных продуктов в первое время будет являться структура банковский депозит + биржевой продукт. Банковский депозит должен стать основой всех продуктов для физических лиц, так как данный инструмент уже хорошо знаком и понятен инвесторам. Для институциональных инвесторов депозит может быть заменен на корзину высококлассных облигаций. Остальные формы выпуска, например структурированные ноты и векселя, могут отпугнуть инвестора, так как используют немного другие механизмы создания продукта. В роли биржевого продукта может выступать практически любой актив, но он должен быть широко известным и понятным инвесторам. Таким критериям удовлетворяют в первую очередь нефть, золото, индекс РТС. С помощью опционов на такие активы можно достаточно легко создавать структурированные продукты. Подобная структура также позволит легко сочетать несколько биржевых активов в рамках одного структурированного продукта, например опционы на золото и нефть. Невысокая или отрицательная корреляция используемых биржевых активов позволит обеспечить дополнительную сохранность вложений. Изменение долей депозита (безрискового низкодоходного актива) и биржевого актива (более доходного инструмента с повышенным риском) позволит создавать продукты с различным соотношением риска и доходности, однако на начальном этапе имеет смысл сосредоточиться на продуктах с 100% сохранностью капитала. Большая доля депозита в структуре продукта позволит обеспечить заданный процент сохранности сбережений. Кроме того, платформа депозита, индексируемого в соответствии с изменениями цен на базовый актив, сделает продукт понятным и удобным.

Другие биржевые компоненты структурированных продуктов, такие как процентные ставки, кредитные и другие сложные деривативы и синтетические продукты, следует использовать только для создания продуктов для более опытных инвесторов в рамках брокерского обслуживания или доверительного управления. Кроме того, большинство структурированных продуктов должны быть направлены на получение дополнительного дохода от роста цены на биржевой актив. Структурированные продукты, в основе которых лежат компоненты, позволяющие зарабатывать на снижении котировок, изменении процентных ставок, волатильности или корреляции между активами, в первое время также не должны носить массовый характер.

По итогам 2007 года общий объем выпуска розничных структурированных финансовых продуктов на рынках развитых стран составил почти $325 миллиардов. При этом в последнее время наблюдается тенденция увеличения количества компонентов, используемых при создании продуктов, а также увеличение объемов рынка и доли инструментов, не гарантирующих полной защиты капитала78. Стоит отметить, что ряд российских финансовых компаний уже пытался предлагать инвесторам структурированные продукты, однако не слишком удачно. Розничные структурированные продукты на российском рынке впервые были выпущены банком «Юниаструм» в 2005 году и предлагались инвесторам в форме векселей, а немного позже и в виде индексируемых депозитов. Однако данные инструменты ориентированы на крупных клиентов: минимальная сумма инвестиций в подобные продукты у Юниаструма составляла $100 тысяч . Таким образом, огромное количество небольших инвесторов, которые держат свои накопления на обычных банковских вкладах, фактически не имели возможность приобрести структурированные продукты, что существенно ограничивало потенциал роста рынка. В результате направление структурированных продуктов у Юниаструм-банка было закрыто вскоре после начала финансового кризиса. По данным информационно-консалтингового агентства «Структурированные продукты» по состоянию на сентябрь 2012 года структурированные продукты предлагают своим клиентам КИТ Финанс, ИК Риком-Траст, ИФК Солид, ЛенМонтажСтрой, Олма, Финам, Юникредит и Тройка Диалог. Всего на рынке представлено 148 продуктов, из которых 140 приходится на долю инвестиционного банка КИТ Финанс. КИТ Финанс предлагает своим клиентам структурированные продукты в форме индексируемых депозитов, которые имеют в качестве биржевого актива не только, золото, нефть и индекс РТС, но и товарную, аграрную, продовольственную, зерновую и шоколадную корзину . Также вкладчик имеет возможность получить доход не только от роста, но и от падения цен на вышеперечисленные активы. Клиент может выбрать долю участия в изменении цены актива из предложенных вариантов путем изменения срока вклада и базового актива. Минимальная сумма инвестиций составляет 100 тысяч рублей. Основной минус данного продукта КИТ Финанса - очень низкая гарантированная доходность: по индексируемым депозитам инвестиционный банк обещает всего 0,1% годовых. Таким образом, предлагаемый продукт предполагает полную сохранность капитала, но позволяет получить очень небольшой гарантированный доход, что вероятно не позволит ему привлечь большое количество клиентов, учитывая значительные темпы инфляции в стране. Минимальная сумма инвестиций у остальных компаний, предлагающих структурированные продукты, составляет от 1 млн. рублей, что не позволяет расчитывать на массовый спрос.

В 2009 году Тройка Диалог запустила новый структурированный продукт в форме облигаций Troika Index Bond с привязкой к индексу РТС и коэффициентом участия 45%. Номинал данного инструмента 1 000 рублей, что при правильном маркетинге продукта позволит . Единственный минус - отсутствие гарантированной доходности. Объем выпуска первой серии облигаций сроком на 1 год составил 176 555 тыс. рублей. Доходность на момент погашения в 2010 году - 17,99% годовых, что значительно выше ставок по обычным депозитам.

Конечно, учитывая фиксированные издержки инвестиционных компаний при создании структурированных продуктов, им выгоднее привлечь одного крупного клиента, чем несколько розничных. Однако, иностранные инвестиционно-банковские институты выпускают структурированные продукты, которые имеют более низкий минимальный порог инвестиций. Большинство продуктов выпускается в виде облигаций и нот с номиналом $1 000. Поэтому в ряде случаев отечественные инвестиционные компании могут приобретать структурированные продукты у иностранных финансовых институтов для последующей перепродажи частным и институциональным инвесторам. Долларовый номинал большинства таких инструментов также будет способствовать повышешюму спросу на структурированные продукты, учитывая высокий интерес населения к американской валюте.

Нужно также отметить отличие структурированных продуктов от простой комбинации инструментов. Например, индексируемый депозит по своим характеристикам отличается от комбинации 75% обычный депозит + 25% ETF. На рисунке ниже представлен пример поведения индексируемого депозита и вышеуказанной комбинации .