

О. М. Скапенкер¹

эксперт государственной корпорации «Агентство по страхованию вкладов» (Москва)

БАНКИ И ДОВЕРИТЕЛЬНОЕ УПРАВЛЕНИЕ: ДЕЗИНТЕРМЕДИТАЦИЯ ИЛИ ВНУТРЕННЯЯ СМЕНА ПРИОРИТЕТОВ?

Доверительное управление — популярное решение проблемы инвестирования временно свободных средств. Однако под этим объединяющим термином работают и профессиональные участники рынка ценных бумаг, и представители лицензируемых видов деятельности в области коллективных инвестиций, и банки, и сомнительные организации, предоставляющие услуги, не поддающиеся классификации.

Именно четкое понимание различий между видами деятельности в области доверительного управления и есть залог формирования доверия к этому сектору финансового рынка и, как следствие, максимизации объема временно свободных средств, привлеченных в реальный сектор экономики через инструменты доверительного управления. Вместе с тем нельзя не отметить конкурентное влияние этих институтов на основополагающий сектор финансового рынка — банковский. Исходя из формальной логики, развитие сектора доверительного управления есть фактор снижения объемов деятельности банковских учреждений в части «классической» кредитно-депозитной деятельности. Однако, на наш взгляд, темпы развития двух этих секторов финансового рынка прямо пропорциональны. Что заставило нас прийти к данному выводу?

Во-первых, в рамках реалий отечественного финансового рынка было бы ошибочным подразумевать под банковским сектором и сектором доверительного управления две различные группы финансовых институтов. Практически все доверительные управляющие, каким бы именно видом доверительного управления они ни занимались, либо сами являются банковскими структурами, либо входят в банковскую группу. Это объясняется особенностями развития нашей экономики. В силу того что вплоть до начала девяностых годов прошлого века экономика в нашей стране была командной, начавшееся в мире во второй половине двадцатого века активное развитие фондового рынка и как одного из его направлений рынка услуг доверительного управления на фондовом рынке обошло нашу экономику стороной. А вот банковский сектор, хоть и в модифицированном, ограниченном и национализированном состоянии, существовал в течение всего советского периода отечественной истории и развивался в рамках потребностей социалистической государственности. Поэтому, когда в России начала строиться рыночная экономика, именно банковская система в первую очередь трансформировалась

¹ Эл. адрес: o_skapenker@mail.ru

под новые потребности, являясь на начальном этапе единственным сектором финансовой сферы экономики. С развитием рыночных отношений возникла необходимость формирования всех тех институтов финансового рынка, которые функционировали к тому моменту на развитых капиталистических рынках. Однако для создания таких институтов требовались значительные по объемам и, что немаловажно, временно свободные средства. Тут-то и пригодились накопленные за годы «перестроечного» бизнеса банковские капиталы. Таким образом, создание отечественного фондового рынка происходило под контролем, на средства и при участии крупнейших банковских структур. Не стали исключением и направления деятельности сектора доверительного управления: индивидуальные доверительные управляющие, чековые, акционерные и паевые инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды, управляющие компании — все эти институты прямо или косвенно принадлежали банкам. Такая структура собственности сохранилась в практически неизменном виде до сегодняшнего дня. Именно поэтому противопоставление банковского сектора и сектора доверительного управления представляется нам несправедливым. Целесообразно в данном случае говорить о совместном создании в рамках банковской группы возможности для предоставления клиентам наиболее широкого спектра услуг с тем, чтобы удовлетворить все потребности и исключить обращения в иные компании финансового сектора.

Во-вторых, при анализе какого-либо бизнеса в нашей стране нельзя абстрагироваться от территориального распределения населения и производственных мощностей. Безусловно, наибольшее количество населения и финансовых потоков приходится на центральные регионы. В то же время именно ресурсы отдаленных районов страны и работа проживающих там людей есть залог экономической мощи нашего государства. Таким образом, очевидна необходимость создания филиальной сети финансовых учреждений, создающей мобильность инвестиций, способной предложить полный спектр финансовых услуг, включая возможность инвестирования временно свободных средств и получения на долговой или долевой основе ресурсов для развития бизнеса, на всей территории страны. С учетом размеров и неравномерности заселения нашего государства лишь крупным структурам либо объединениям финансовых учреждений под силу создание такой сети. В связи с этим очевидны преимущества функционирования банковского сектора и сектора доверительного управления в качестве одной структуры, направляющей свои ресурсы на совместное решение поставленных задач.

В-третьих, в пользу параллельного развития двух рассматриваемых нами секторов говорит и тот факт, что их совместное существование создает диверсифицированный канал перераспределения средств в экономике между инвесторами, то есть обладателями временно свободных средств, и теми, кто нуждается в инвестициях. Казалось бы, в рамках естественного отбора должен остаться лишь один вид финансовых учреждений. Тому сектору, который в соревновании эффективности одержит победу, и суждено стать единственным. Данный тезис не кажется нам ни реалистичным, ни справедливым. Природа на протяжении своего развития демонстрирует приоритет принципа диверсификации над принципом естественного отбора. Так, тысячелетиями совершенствуются виды животных и растений, некоторые виды отмирают, формируются новые. Тем не менее не сформировалось одного, наиболее эффективного организма, который бы стал единственным. Так и на финансовых рынках: проходя естественный отбор, лучшие из инвестиционно-финансовых

видов деятельности сохраняют свое место. Очевидно, что их осуществление в рамках единых структур позволит максимизировать их эффективность.

Таким образом, параллельное и совместное развитие банковского сектора и сектора услуг по доверительному управлению является необходимым, логичным и экономически обоснованным. Если продуктовая линейка банков на рынке перераспределения временно свободных средств из века в век состоит из разновидностей двух продуктов — кредитов и депозитов, то рынок доверительного управления оперирует большим количеством услуг, разнообразие которых вытекает из многообразия форм оказания данных услуг. Несмотря на то что наш финансовый рынок до сих пор относится к развивающимся, бесспорно, что мы уже миновали первый этап развития. Такие самобытные формы доверительного управления, как чековые инвестиционные фонды и пирамидальные структуры, активно работавшие в первые постсоветские годы, уступили место на финансовом рынке хорошо регулируемым, прозрачным и экономически оправданным механизмам. Индивидуальное доверительное управление, паевые инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды и общие фонды банковского управления — четыре формы доверительного управления, на данный момент, по нашему мнению, составляющие костяк системы услуг доверительного управления.

При индивидуальном доверительном управлении средства, инвестируемые физическим или юридическим лицом, зачисляются на соответствующий счет, открытый в кредитной организации для своего клиента профессиональным участником рынка ценных бумаг — доверительным управляющим (если управляющий является кредитной организацией, счет, как правило, открывается в ней самой). Далее в рамках определенной договором стратегии инвестирования средства направляются на покупку тех или иных ценных бумаг. Если ценные бумаги приобретаются на первичном рынке, то средства перечисляются на счет компании-эмитента и являются в зависимости от вида бумаг уставным капиталом или кредиторской задолженностью. В противном случае эти средства положительно влияют на ликвидность бумаг, повышая привлекательность эмитента и открывая для него возможность дополнительных эмиссий в будущем. Привлекательность механизмов инвестирования, возможность одновременного удовлетворения интересов инвесторов и эмитентов, высокий уровень регулирования и, как следствие, снижение некоторых видов рисков делают этот способ инвестирования важным для экономики страны, позволяя направлять максимальный объем временно свободных средств на развитие отечественных производственных отраслей и сферы услуг (Скапенкер, 2010).

Паевой инвестиционный фонд — форма осуществления услуг по доверительному управлению, предполагающая объединение временно свободных средств нескольких инвесторов и управление ими управляющей компанией, обладающей соответствующей лицензией. Планомерное увеличение количества видов паевых фондов указывает на объективность тенденции расширения круга инвестиционных задач, которые можно решить посредством данного инструмента. Если открытые фонды акций и смешанных инвестиций ориентированы на спекулятивное инвестирование и заработок на коротких, часто даже на внутридневных колебаниях фондового рынка, то закрытые венчурные фонды призваны решать проблемы привлечения средств в новые, часто наукоемкие виды деятельности на годы, а иногда и на десятилетия. Отозвался рынок паевых инвестиционных фондов и на кризис: так, в законодательство введены понятия кредитных и хедж-фондов. Параллельно решается и вопрос инвестирования через данный инструмент в те виды активов, которые до этого были объектом инвестиций лишь для узкой группы специалистов и цените-

лей (Прямая речь..., 2009). Речь идет о паевых инвестиционных фондах художественных ценностей, первые из которых были зарегистрированы в августе 2010 г. (Ажиотажа не будет, 2010). Все многообразие паевых инвестиционных фондов в совокупности решает как проблемы сбережения и приумножения временно свободных средств, так и проблему несоразмерности потребностей среднего и крупного бизнеса в долговом и долевым капитале и объемах возможных инвестиций малого бизнеса и частных лиц.

Негосударственные пенсионные фонды — весьма специфичная форма доверительного управления. Являясь социально важным элементом системы пенсионного обеспечения, с точки зрения процесса инвестирования средств на фондовом рынке негосударственные пенсионные фонды — институты, порождающие отношения двойного доверительного управления. Суммы, передаваемые участниками и вкладчиками по договорам пенсионного страхования, по экономическому смыслу являются суммами, передаваемыми фонду в доверительное управление. Второе звено этих отношений — передача большей части средств фонда в доверительное управление управляющей компании. Разделение функций по сбору средств и непосредственному их инвестированию на фондовом рынке, а также участие в инвестиционном процессе специализированного депозитария снижает риски функционирования данной системы, а специфика отношений пенсионного страхования позволяет привлекать для инвестирования большой объем денежных средств на длительный срок. Совокупностью данных характеристик деятельности негосударственных пенсионных фондов обусловлено важное место данного института на рынке услуг доверительного управления и фондовом рынке в целом. В мировой практике пенсионные фонды являются одними из основных институциональных инвесторов; развиваясь, отечественные пенсионные фонды постепенно занимают те же позиции, что и их иностранные аналоги.

Общие фонды банковского управления — одна из двух возможных форм осуществления деятельности по доверительному управлению непосредственно банками. От индивидуального доверительного управления, если такое управление осуществляет банк, общий фонд банковского управления отличается, во-первых, объединением средств нескольких инвесторов и, во-вторых, наличием некоторого ограничения спектра возможных объектов инвестиций. Оба вида деятельности осуществляются в рамках одной и той же лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг. Сравнимы общие фонды банковского управления и с открытыми паевыми инвестиционными фондами: несмотря на абсолютные разные формы организации работы фондов, основополагающие компоненты их работы — сбор средств и их инвестирование на фондовом рынке — идентичны. При этом паевых инвестиционных фондов, даже без учета фондов для квалифицированных инвесторов, на порядок больше, чем общих фондов банковского управления. Каковы же преимущества паевых инвестиционных фондов? Во-первых, эта сфера хорошо регулируется, поскольку с самого начала качественно созданный закон «Об инвестиционных фондах» уже прошел проверку временем, тогда как общие фонды банковского управления существуют на основании лишь нормативных документов Банка России (Приказ Банка России, 1997). Во-вторых, система функционирования паевого инвестиционного фонда дает гарантию сохранности средств и соблюдения законности при их инвестировании. В-третьих, спектр объектов инвестирования, определенный для паевых инвестиционных фондов, позволяет хотя бы в какой-то мере устраниваться от рыночного риска, тогда как практически полная свобода управляющих общими фондами банковского управления порождает неприемлемый для большинства инвесторов

уровень риска. Отметим, что общие фонды банковского управления ориентированы на более длительные сроки инвестирования, чем паевые инвестиционные фонды (Пухов, 2008). Также нельзя не учитывать того, что клиент управляющего банка подвержен и рискам, возникающим вследствие работы банка по основным направлениям его деятельности — кредитно-депозитной работе и операционно-кассовому обслуживанию. У клиентов управляющей компании такие риски отсутствуют. Таким образом, значительные преимущества паевых инвестиционных фондов оставляют общим фондам банковского управления лишь узкий круг инвесторов, заинтересованных в валютных активах, а также драгоценных металлах и камнях, которые являются разрешенными инвестиционными активами лишь для общих фондов банковского управления. При такой узкой специализации активное развитие данного направления представляется нам маловероятным.

Каждый из рассмотренных нами видов доверительного управления с учетом своей специфики решает задачу по перераспределению временно свободных средств в экономике. Говоря о доверительном управлении на рынке ценных бумаг в широком смысле этого слова, нельзя не отметить схожесть услуг по доверительному управлению и брокерских услуг по экономическому смыслу. Лучше всего их сходство можно выявить при рассмотрении взаимоотношений клиента с профессиональным участником фондового рынка в рамках договора доверительного управления и брокерского договора. В первом случае профессиональный участник получает задание от клиента приобрести некие активы, удовлетворяющие определенным критериям, в объемах, позволяющих сформировать отвечающий инвестиционной стратегии портфель. Во втором случае профессиональный участник получает приказ приобрести конкретные бумаги по цене, отвечающей заданным критериям, в имеющихся на рынке объемах, но не более определенного количества. Следовательно, с точки зрения взаимоотношений между участниками рынка и их клиентами мы можем рассматривать брокерские услуги как частный случай услуг по доверительному управлению.

Рассмотренные нами услуги на фондовом рынке в совокупности создают альтернативу классическому и наиболее популярному среди отечественных инвесторов направлению инвестиций — банковскому депозиту. Почему же перевес в соревновании за временно свободные средства по-прежнему на стороне классических банковских услуг? Если говорить о физических лицах и небольших компаниях, то нельзя не отметить их недоверие ко всему, что связано с фондовым рынком. Причины такого недоверия, вероятно, в недостатке информации. Даже тот факт, что еще в советские времена банковская система отказывалась от своих обязательств, не может изменить более высокий уровень доверия к банковскому сектору по сравнению с доверием к секторам фондового рынка. Нельзя не отметить и огромную роль в укреплении доверия к банковскому сектору системы страхования вкладов (Хандруев, Чумаченко, 2010). Созданная в 2004 г., она стала отличным примером эффективной деятельности государства в области защиты своих граждан. Тот факт, что за шесть лет существования ни один отвечающий установленным критериям вкладчик не остался без положенной компенсации, повысило доверие к банковской системе в целом, при этом степень уверенности в стабильности участников этой системы повысилась не только у физических лиц, но и у представителей бизнеса. А вот фондовый рынок компенсационного механизма на данный момент не имеет, хотя работа в этом направлении с разной степенью эффективности ведется в соответствующих органах исполнительной власти уже не первый год (Интервью..., 2008). А какой вид инвестиций предпочтительней для инвесторов с точки зрения экономической логики?

Обратимся к экономической сути рассматриваемых нами инвестиций. Депозит в конечном итоге является займом лицу или группе лиц, о которых кредиторы ничего не знают. Соответственно, степень риска зависит от искусства работников банка увязать объемы привлеченных и размещенных средств. Что же такое вложение на рынке доверительного управления? Абстрагируясь от сложных и разнообразных механизмов функционирования различных форм доверительного управления, имеем следующее: инвестор вкладывает свои деньги, увеличивая уставный капитал либо предоставляя займы организациям, которые являются эмитентами бумаг, приобретаемых на средства учреждений управления. Также имеет место направление небольшой части средств в депозиты и на приобретение недвижимости. Исходя из вышеизложенного, и в случае открытия депозита, и в случае инвестирования средств через механизмы доверительного управления происходит финансирование на долговой основе тех, кто нуждается в средствах. Если речь идет о покупке акций, то по окончании срока финансирования акции переходят к новому инвестору, таким образом, предприятие неизменно остается со своим увеличенным капиталом. Разница между доверительным управлением и банковским депозитом заключается в том, что в первом случае инвестор выбирает конкретные компании, отрасли, регионы, инвестиции в которые отвечают его моральным требованиям и толерантности к риску, а во втором случае направления размещения банком средств остаются для инвестора неизвестными.

Также неодинаковы и принципы формирования доходности инвестиций в двух рассматриваемых нами секторах финансового рынка: если банковский депозит почти всегда предполагает фиксированный процент, то на рынке услуг доверительного управления модуль и знак ставки доходности зависят лишь от сочетания волатильности рынка и искусства управляющих. Таким образом, с точки зрения инвестора, и услуги банковского сектора, и услуги доверительного управления обладают как достоинствами, так и недостатками.

А какой вид инвестиций физических и юридических лиц является более приемлемым для государства в целом с точки зрения перераспределения временно свободных средств? Исходя из длины пути, который средства проходят от инвестора к получателю, схема депозита, безусловно, оптимальна. В ней участвуют всего три лица: инвестор, банк и заемщик. На фондовом рынке в этом процессе принимают участие в зависимости от схемы доверительного управления, помимо инвестора, доверительного управляющего и эмитента, регулирующий орган, биржа, клиринговая организация, депозитарий, регистратор, специализированный депозитарий. С другой стороны, именно четко выстроенная система взаимодействия всех вышеперечисленных участников рынка порой позволяет инвестициям достичь цели быстрее, чем это происходит в банковском секторе. Отличительная особенность инвестиций на фондовом рынке вне зависимости от избранной формы доверительного управления — «стандартизированность» инвестиций, ведь, за редким исключением, доверительные управляющие оперируют эмиссионными бумагами. Сравнивая объемы инвестирования посредством услуг двух рассматриваемых секторов, следует отметить, что оба сектора дают возможность инвестировать практически любые суммы. А вот для получателей средств ситуация неодинакова. Так, суммы менее 500—1000 млн руб. рентабельнее получить в виде банковского кредита, для получения больших сумм имеет смысл заняться эмиссией облигаций (Заем для своих, 2007; Абсолют Банк, 2010). Особняком в данном случае стоит эмиссия акций: в отличие от долговых бумаг, эмиссия акций — это важное для управления компанией мероприятие, связанное с возможным снижением уровня контроля над ней. Вместе с тем именно рынки долевых

бумаг являются наиболее интересными для доверительных управляющих, поскольку это рынки нефиксированной доходности, следовательно, существует возможность значительно приумножить средства учредителей управления.

Рассмотрев услуги по доверительному управлению, а также сходства и отличия этих услуг от депозитных операций банков, мы пришли к выводу, что, обладая некоторыми особенностями, имея сильные и слабые стороны, в совокупности эти услуги создают возможность привлечь в экономику максимальный объем временно свободных средств. Основой такой максимизации служит именно разнообразие возможных форм привлечения и размещения средств.

В последние годы стало популярно говорить о дезинтермедиации (Банк России на старте..., 2005). Бурное развитие фондового рынка, появление новых, сложных инструментов — все это дает основания думать о неоспоримых преимуществах перераспределения временно свободных средств посредством фондового рынка. Таким образом, время преобладания кредитно-депозитных операций прошло. Банкам остается лишь выдавать мелкие кредиты и заниматься операционно-кассовым обслуживанием. Такая позиция не кажется нам верной.

Во-первых, именно параллельное существование кредитно-депозитных услуг и различных форм инвестирования средств на фондовом рынке позволяет удовлетворить все потребности в финансировании — от кредитования физических лиц на неотложные нужды до заимствований для осуществления проектов международных масштабов.

Во-вторых, широкая линейка услуг доверительного управления при всем своем разнообразии не может предложить клиентам продукта, идентичного классическому банковскому депозиту. Наличие срочного инвестиционного инструмента с фиксированной доходностью открывает экономике доступ к средствам физических и юридических лиц, имеющих крайне низкий уровень доверия к финансовой системе и нулевую толерантность к риску. Также способствует вовлечению этой категории инвесторов в инвестиционный процесс успешно функционирующая система страхования вкладов.

Наконец, как уже отмечалось ранее, говорить о секторе банковских организаций и о секторе доверительных управляющих как о двух сепаратных группах, организаций в рамках реалий отечественного финансового рынка несправедливо. Все рассмотренные нами в настоящей статье услуги оказываются в подавляющем большинстве случаев организациями, состоящими в банковских группах, или самими банками.

Таким образом, говоря о дезинтермедиационных процессах в современной отечественной финансовой системе, следует понимать под ними не вытеснение организациями фондового рынка банковского сектора из системы перераспределения временно свободных средств, а смещение акцентов в деятельности банковских организаций с осуществления классической банковской деятельности на оказание в рамках банковских групп различных видов услуг по доверительному управлению на фондовом рынке.

Источники

Абсолют Банк. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.absolutbank.ru>
Ажиотажа не будет // Ведомости. 2010. 13 авг.

Банк России на старте XXI века: тенденции и проблемы // Оперативное управление и стратегический менеджмент в коммерческом банке. 2005. № 5.

Заем для своих. «Адмирал-Лизинг» выходит на публичный долговой рынок // Коммерсантъ (Ростов). 2007. 14 нояб. № 209 (3785).

Интервью с начальником управления регулирования и контроля над коллективными инвестициями ФСФР России Александром Бескровным // РЦБ. 2008. № 17.

Приказ Банка России от 02.07.1997 № 02-287 «Об утверждении инструкции “О порядке осуществления операций доверительного управления и бухгалтерском учете этих операций кредитными организациями Российской Федерации”».

Прямая речь: эксперты о ПИФах художественных ценностей. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.slou.ru>.

Пухов А. В. Альтернативные инструменты привлечения/размещения денежных средств — ПИФ и ОФБУ // Организация продаж банковских продуктов. 2008. № 1.

Скапенкер О. М. Доверительное управление: квазидеятельность или стимулятор денежных потоков? // Материалы ежегодного молодежного экономического и финансового форума студентов и аспирантов. М., 2010.

Федеральный закон от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах».

Хандруев А. А., Чумаченко А. А. Конкурентная среда и модернизация структуры российского банковского сектора // Банковское дело. 2010. № 11.