MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

Всероссийская академия внешней торговли

Международный коммерческий факультет

Кафедра финансов и валютно-кредитных отношений

Слушатель Шиповских М.В._____

Дипломная работа

Деятельность инвестиционных банков на мировом финансовом рынке

Зав. кафедрой

д.э.н., профессор

_____Соколова О.В.

« »_____2009 г.

Научный руководитель:

д.э.н., профессор

_____ Чалдаева Л.А.

« »_____2009 г.

Москва - 2009

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

ОГЛАВЛЕНИЕ Стр.

Введение ……... 3
Глава 1 Понятие и сущность инвестиционного банка……..... 6
1.1 Понятие «инвестиционный банк»……... ……. 6
1.2 Функции инвестиционного банка……. 13
1.3 Роль инвестиционного банка в экономике……... 19
Глава 2 Технология операций инвестиционного банка……..... 22
2.1 Сектор инвестиционно-банковских операций…… 22
2.2 Сектор торговых операций…… 39
2.3 Сектор управления капиталом…… 43
Глава 3 Деятельность инвестиционных банков на мировом финансовом рынке…… 51
3.1 Инвестиционные банки в разных финансовых системах…….. 53
3.2 Инвестиционные банки на формирующихся рынках……. 66
3.3 Инвестиционные банки в условиях глобализации..... 74
Заключение ……... 87
Список использованной литературы ……. 92
Приложения ……..... 97

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

ВВЕДЕНИЕ

Мировой финансовый рынок - это достаточно сложная система, имеющая разветвленную и разнообразную инфраструктуру; оперирующая множеством финансовых инструментов и обслуживающаяся различными финансовыми институтами. Основная функция мирового финансового рынка заключается в том, чтобы с его помощью участники рынка (физические и юридические лица, государство) могли получать необходимые им заёмные средства.

Эффективность работы мирового финансового рынка не в последнюю очередь характеризуется тем, каким образом и с какими затратами проходят встречи кредиторов и заемщиков. Способствовать оптимизации этого процесса призваны финансовые посредники - финансовые институты, являющиеся профессиональными участниками финансового рынка. К таким посредникам относят так называемые инвестиционные банки.

В настоящее время понятием «инвестиционный банк» широко оперируют участники мирового финансового рынка (от представителей широкой публики, до глав государств, членов всевозможных международных организаций и сотрудников финансовых учреждений). Это понятие успешно закрепились и в обиходе российских СМИ, в экономических научных и деловых кругах, на российском финансовом рынке. Поэтому игнорировать это понятие и отрицать возможность анализа этих финансовых институтов и их деятельности представляется неразумным.

Пройдя длинный путь становления, инвестиционные банки только во второй половине XX века превратились в финансовые институты, способные оказывать значительное влияние на мировой финансовый рынок и демонстрировать широкие возможности для аккумуляции и распределения свободного капитала между его конечными потребителями. Постепенно эти финансовые институты сформировали глобальную инвестиционно-банковскую олигополию.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

В последнее время пристальное внимание уделялось деятельности инвестиционных банков в условиях разразившегося мирового финансового и экономического кризиса. Многие задаются вопросами: какова роль инвестиционных банков в этом кризисе и есть ли будущее у этих финансовых институтов после стабилизации мирового финансового рынка и преодоления мирового экономического кризиса?

Таким образом, выбор темы исследования и её актуальность продиктованы назревшей потребностью в определении понятия «инвестиционный банк»; в выделении сущности, функций и операций этого финансового института; в исследовании глобального значения деятельности инвестиционных банков, их роли в изменении структуры и функционирования мирового финансового рынка.

Кроме того, написанию дипломной работы на эту тему послужил тот факт, что становление современного российского финансового рынка основывается на многолетнем мировом опыте, поэтому так важно иметь представление о деятельности основных финансовых институтов зарубежных стран, в том числе инвестиционных банков.

Обоснованность выбора темы исследования вытекает также из отсутствия в отечественной литературе системных теоретических исследований, касающихся деятельности инвестиционных банков как на отдельных национальных рынках, так и на мировом финансовом рынке, и содержащих анализ тех сторон их деятельности, которые было бы полезно учитывать для развития российского финансового рынка.

Целью настоящей работы является разностороннее изучение инвестиционных банков (понятия, сущности, функций, технологии операций и роли в экономике); выявление особенностей деятельности инвестиционных банков на мировом финансовом рынке, в условиях глобализации и мирового финансового кризиса.

Для достижения указанной цели были поставлены следующие задачи, определившие логику исследования и структуру дипломной работы:

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

- дать определение понятиям «инвестиционный банк» и «мировой финансовый рынок»;
- выявить сущность инвестиционного банка как специализированного финансового института;
- описать основные функции инвестиционных банков и определить роль этого финансового института в экономике;
- выявить и систематизировать основные операции инвестиционных банков, описать их технологию;
- проследить эволюцию инвестиционных банков в развитых странах;
- проанализировать особенности деятельности инвестиционных банков на формирующихся финансовых рынках;
- определить место инвестиционных банков в финансовых системах выбранных для сравнения стран;
- исследовать деятельность глобальных инвестиционных банков в сегментах мирового финансового рынка;
- выявить влияние мирового финансового кризиса на инвестиционные банки;
- предложить меры, которые следует предпринять для оздоровления и развития инвестиционно-банковского сектора РФ.

Объектом исследования являются ведущие инвестиционные банки США, Великобритании, Германии, Японии, Китая, Индии, Бразилии и России. Предметом исследования служат особенности деятельности инвестиционных банков указанных стран на национальных и мировом уровнях.

Информационную базу дипломной работы составили теоретические разработки отечественных и зарубежных экономистов, материалы общих и специальных изданий экономического и финансового характера, данные ведущих исследовательских экономических и финансовых институтов и организаций, а также законодательные и нормативные акты ряда стран. Широко использовались источники из сети Интернет.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

ГЛАВА 1. ПОНЯТИЕ И СУЩНОСТЬ ИНВЕСТИЦИОННОГО БАНКА

1.1Понятие «инвестиционный банк»

Дать определение, раскрывающее полностью суть и значение для экономики универсального банка, равно как и отдельных специализированных банков, не так-то просто. Это происходит по ряду причин. Во-первых, в силу того, что в различных странах сформированы разные финансовые системы, элементы которых могут значительно отличаться друг от друга. Во-вторых, в правовых системах различных стран подобные денотаты могут трактоваться по-разному, что только усугубляет общую терминологическую путаницу. В-третьих, потому что понятия и термины не являются статическими единицами и вслед за изменением консигнатов, лежащих в их основе, они тоже модифицируются. То есть происходит некая терминологическая эволюция. В-четвертых, в последнее время прослеживается тенденция того, что ассимиляция иностранных заимствований (как правило, из германских языков), обозначающих те или иные финансовые и экономические консигнаты, по понятным причинам идет быстрее, чем «чеканка» соответствующих национальных терминов и понятий.

Еще труднее обстоит дело с определением консигнатов, которые существуют в национальной среде или на глобальном уровне только де-факто. Например, так обстоит дело с понятием «инвестиционный банк». Для того чтобы определить это понятие, мы не сможем прибегнуть к правовым определениям, так как они просто отсутствуют в правовых системах большинства стран.

Многие исследователи полагают, что прародителем инвестиционных банков являются США, однако даже в правовой системе США понятие «инвестиционный банк» (investment bank) не фигурирует. Если мы обратимся

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

к основным документам банковского законодательства США[1], непосредственно касающихся темы нашего исследования, то обнаружим, что понятие «инвестиционный банк» (investment bank) в этих документах не зафиксировано. Его нет даже в известном Законодательном акте Гласса-Стигалла (Glass-Steagall Banking Bill of 1933), разделившем в 1933 году в США коммерческую и инвестиционную банковскую деятельность.

Что касается словарных и теоретических источников, как отечественных, так и зарубежных, то в них предлагаются разные определения понятия «инвестиционный банк», но, как правило, все они основываются на перечислении операций, которые выполняют эти финансовые институты. Приведем лишь несколько из них.

«Инвестиционный банк - это институт, специализирующийся на организации выпуска, гарантировании размещения и торговле ценными бумагами, осуществляющий также консультации клиентов по различным финансовым вопросам (в первую очередь, по слияниям и поглощениям), ориентированный при этом в основном на оптовые финансовые рынки (для условий США)» - и как - «неклиринговый банк, специализирующийся на средне- и долгосрочных инвестициях в мелкие и средние компании (для условий Великобритании)»[2].

«Инвестиционный банк - это крупная универсальная коммерческая организация, сочетающая большинство допустимых видов деятельности на рынке ценных бумаг и на некоторых других финансовых рынках»[3].

«Инвестиционный банк - это финансовое учреждение, специализирующееся на операциях с долгосрочными капиталовложениями, преимущественно в сфере создания новых основных фондов, приобретении

---

[1] Glass-Steagall Act of 1933 [Banking Act]; Securities Act of 1933; Emergency Banking Relief Act of 1933; Securities Exchange Act of 1934; Investment Advisers Act of 1940; Investment Company Act of 1940; Bank Holding Company Act of 1956; Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act of 1989; Gramm-Leach-Bliley Act of 1999.

[2] Федоров Б.Г. Англо-русский банковский энциклопедический словарь. – СПб.: Лимбус Пресс, 1995, СС. 212, 214.

[3] Данилов Ю.А. Создание и развитие инвестиционного банка в России. – М.: Дело, 1998, С. 16.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

акций промышленных корпораций, реализации отдельных инвестиционных проектов»[4].

«A bank dealing in securities and offering financial services like trading of securities, the raising of capital, or managing mergers and acquisitions is an investment bank»[5] (Банк, оперирующий на фондовом рынке и предлагающий финансовые услуги, такие как торговлю ценными бумагами, привлечение денежных средств или управление сделками по слияниям и поглощениям, является инвестиционным банком[6]).

«Investment bank is an institution which acts as an underwriter or agent for corporations and municipalities issuing securities»[7] (Инвестиционный банк - это организация, действующая как андеррайтер или агент корпоративных клиентов или муниципалитетов во время эмиссии ценных бумаг)[8].

Таким образом, на основе приведенных определений можно предположить, что понятию «инвестиционный банк» присущи частное и общее определения. Так, в ряде определений прослеживается мысль, что инвестиционный банк - это финансово-кредитное учреждение, занимающееся вложением капитала в промышленность, сельское хозяйство, строительство и другие отрасли экономики[9]. При этом инвестиции осуществляются, скорее всего, в форме прямых, реальных денежных вливаний в основной и оборотный капитал хозяйствующего субъекта.

Эта мысль находит подтверждение на практике. Например, существует Европейский Инвестиционный Банк (ЕИБ)[10]. Он был учрежден в 1958 году в соответствии с Римским договором о создании «Общего рынка». ЕИБ обслуживает несколько европейских стран, выпускает облигации и предоставляет кредиты государственным и частным предприятиям этих

---

[4] Большой экономический словарь. – М.: Научное издательство Большая российская энциклопедия, 2000, С. 147.
[5] www.financialinvestmentplanner.com, 2008.
[6] Перевод автора – М.Ш.
[7] www.investorwords.com, 2008.
[8] Перевод автора – М.Ш.
[9] Такие банки иногда называют банками развития (см., например: Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг: Учебное пособие. – М.: Альпина Паблишер, 2002, С. 56).
[10] www .bibliotekar.ru, 2008.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

стран и ряду африканских государств. Большая часть кредитов Банка идет «на создание и улучшение инфраструктуры (строительство железных и автомобильных дорог, гаваней, предприятий связи) и на развитие сельского хозяйства»[11].

Кроме того, существует, например, Китайский Инвестиционный Банк (КИБ), который был учрежден в 1981 году при поддержке Всемирного Банка[12]. Основная задача КИБ - вливание инвестиций в реальный сектор экономики для развития и модернизации малых и средних предприятий легкой промышленности. Путем инвестирования в этот сектор экономики КИБ пытается сгладить дисбаланс, который наблюдается между секторами тяжелой и легкой промышленности в КНР. Помимо Китая, государственные инвестиционные банки, капиталы которых формируются за счет бюджетных средств, есть в Германии, Японии, Италии, Турции и некоторых других странах[13].

Таким образом, если исходить из частного определения инвестиционного банка, то это крупный финансовый институт, функционирующий на межгосударственном, государственном (национальном) и региональном уровнях и привлекающий прямые денежные инвестиции в реальный сектор экономики или экономику отдельной страны и регулирующий их целевое использование.

Что касается общего определения, то мы полагаем, что определять понятие «инвестиционный банк» только операциями, которые этот финансовый институт осуществляет, неверно. Определения, которые основываются на операциях какого-либо института, могут быть оправданы с юридической точки зрения. Известно, что многие правовые понятия базируются на выделении отдельных операций финансовых институтов, без которых их просто невозможно представить. Это ядро операций как бы отделяет, отграничивает эти финансовые институты от всех других. Однако,

[11] www.bibliotekar.ru, 2008.
[12] www.lnweb90.worldbank.org, 2008.
[13] www.bibliotekar.ru, 2008.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

как мы уже упоминали, инвестиционный банк как финансовый институт не имеет юридического статуса (в финансовых системах большинства стран), а, значит, понятие «инвестиционный банк» в большинстве стран не имеет правового определения, которым можно было бы воспользоваться.

Кроме того, выделение операций, которые осуществляет инвестиционный банк, не раскрывает сущность инвестиционного банка, а лишь приближает к ее раскрытию. Сразу отметим, что мы разделяем точку зрения ученых, которые полагают, что для всестороннего анализа того или иного финансового института или экономического явления необходимо выявить его сущность. Вопрос сущности (сути) банковского института неоднократно поднимался в отечественной экономической литературе[14]. Мы под сущностью инвестиционного банка понимаем самое главное, существенное, что определяет внутреннее содержание инвестиционного банка как финансового института и проявляется на внешнем уровне.

Как и некоторые другие исследователи[15], мы считаем, что для определения сущности инвестиционного банка необходимо обращаться не к выполняемым банком операциям, а «к макроуровню отношений банка с хозяйством, …к качественной стороне, проявляющейся на макроуровне[16]», к функциям, которые призван осуществлять инвестиционный банк. Для раскрытия сущности инвестиционного банка необходимо рассмотреть специфические характеристики, которые присущи только или в большей мере инвестиционным банкам; его основополагающее качество на макроуровне, его структуру, его характеристики как экономического института, его функции.

Прежде всего, инвестиционный банк - это финансовый институт, производительный характер деятельности которого заключается в том, что инвестиционный банк создает свой специфический продукт. Эту мысль

---

[14] См., например, работы О.И. Лаврушина, Л.Н. Красавиной, Н.А. Московской, Б.Б. Рубцова, Я.М. Миркина, В.Г. Толмачевой, А.Е. Егорова, Д.С. Ульяновой, В.А. Тарачева, И.Н. Рыковой и др.

[15] О.И. Лаврушин, М.М. Ямпольский, Ю.П. Савинский, Г.С. Панова, М.П. Березина, Л.Н. Красавина, Н.А. Московская, Е.И. Мешкова, А.Н. Новиков, В.Н. Шенаев, Л.Н. Зайцева и др.

[16] Деньги, кредит, банки: Учебник / Под ред. О.И. Лаврушина. – М.: Финансы и статистика, 2000, С. 181.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

разделяют и зарубежные исследователи, например, профессор Гарвардского университета Бхарад Н. Ананд считает, что инвестиционные банки - это «мультипродуктовые компании» (investment banks are multiproduct firms)[17]. К продуктам, производимым инвестиционными банками, можно причислить:

- ценные бумаги, в процессе эмиссии которых участвуют инвестиционные банки, а также производные и структурные финансовые инструменты, которые создаются непосредственно в рамках того или иного инвестиционного банка;
- денежные средства, которые инвестиционные банки привлекают для тех или иных хозяйствующих субъектов и превращают свободные, неработающие средства в работающие. Тем самым, инвестиционные банки «подпитывают» экономику и стимулируют обмен продуктами труда и процесс воспроизводства;
- кредиты, которые инвестиционные банки предоставляют своим клиентам (частным и институциональным инвесторам) в виде денежных средств и ценных бумаг и которые возвращаются в инвестиционные банки, «к своей исходной точке с приращением в виде вновь созданной стоимости»[18];
- разнообразные услуги, которые инвестиционные банки оказывают своим клиентам и «производительный характер которых подтверждается органическим включением прибыли в общий размер совокупного общественного продукта, создаваемого в соответствующий период времени»[19].

Как представляется, основополагающим качеством современного инвестиционного банка на макроуровне является мобилизация денежных ресурсов на фондовом рынке с целью кредитования и/или долгосрочного финансирования хозяйствующих субъектов различного уровня. Мобилизация денежных ресурсов на фондовом рынке позволяет осуществлять

[17] Anand D.N., Galetovic A. Investment Banking and Security Market Development: Does Finance Follow Industry? – Harvard: HUP, 2001, P. 9.
[18] Деньги, кредит, банки. Там же. С. 182.
[19] Деньги, кредит, банки. Там же. С. 182.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

заимствования не путем классического кредитования через коммерческие банки, а путем эмиссии ценных бумаг (секьюритизации в широком смысле) и способом структурированного финансирования.

Рассуждая о структуре инвестиционного банка, что тоже немаловажно для раскрытия его сущности, можно выделить несколько структурных блоков, которые находятся в тесном взаимодействии друг с другом. Первый блок - это капитал инвестиционного банка, который существует и функционирует независимо от торгового и промышленного капитала. Капитал инвестиционного банка - это собственный капитал и заемный капитала, полученный путем выпуска ценных бумаг и структурных продуктов, векселей и в рамках операции РЕПО. Капитал инвестиционного банка, как и капитал любого другого банка, должен находиться в постоянном движении, которое бы повышало доходность, конкурентоспособность и рыночную стоимость самого инвестиционного банка; определяло бы его финансовую устойчивость и платежеспособность.

Второй блок - это продукты, которые производит инвестиционный банк и о которых мы писали выше. Третий блок - это человеческий капитал банка, его сотрудники, обладающие знаниями и опытом в области инвестиционно-банковского дела. Четвертый блок - это производственный блок, который охватывает здания и сооружения банка, технику, средства связи, принадлежащие банку и проч.

Если говорить о характеристиках инвестиционного банка как экономического института, то следует отметить, что каждый инвестиционный банк - существует он в той или иной юридической форме - является хозяйствующим субъектом, который обладает материальной дееспособностью. Дееспособность любого банка, в том числе и инвестиционного, «подчинена общим и специфическим экономическим законам, игнорирование которых им самим и с внешней стороны чревато крупными потерями и убытками»[20].

[20] Деньги, кредит, банки. Там же. С. 181.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

Помимо этого, исследователи говорят и о «политической стороне деятельности банка (на макро- и микроуровнях)»[21], которая, в свою очередь, обусловлена экономическими условиями, при этом влияние самих банков - в том числе и инвестиционных - на экономику очень ощутимо и не имеет негативных последствий только в том случае, когда аспекты деятельности банков определяются интересами стабилизации производства, экономики в целом и денежной единицы.

Более того, рассмотрение функций инвестиционного банка тоже относится к исследованию его сущности, потому что функции инвестиционного банка - это именно то, что свойственно данному финансовому институту. И даже если различным экономическим субъектам будут присущи одни и те же, на первый взгляд, функции, они все же будут иметь пусть и незначительные но отличия.

1.2 Функции инвестиционного банка

Часто функции отождествляют с операциями. Однако, как отмечают исследователи, с методологической точки зрения, такой подход неверен. Так как функции необходимо рассматривать не с позиций «банк-клиент», не на микроуровне, а их необходимо анализировать[22]:

- на макроуровне отношений между инвестиционным банком как экономическим субъектом и экономикой в целом;
- по отношению к инвестиционному банку как к единому целому и с учетом его специфики.

Такой подход предполагает, что из множества разнообразных операций, которые выполняет регулярно инвестиционный банк, необходимо выбрать такие операции, которые бы имели «общеэкономическую окраску[23]», при которой место нахождения банка, рынок, на котором банк

[21] Деньги, кредит, банки. Там же. С. 181.
[22] Деньги, кредит, банки. Там же. С. 184.
[23] Деньги, кредит, банки. Там же. С. 184.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

оперирует, уровень специализации или универсализации банка и прочие характеристики каждого отдельного банка не имели бы значения. То есть в отличие от операции функция - это такая форма взаимодействия банка с внешней средой, которая способствует сохранению и укреплению целостности инвестиционного банка. Основываясь на этом положении, мы попытаемся выделить основные функции инвестиционного банка.

Одной из первых и самых важных, на наш взгляд, функций инвестиционного банка является посредническая функция. Американские авторы пишут: «At their core, investment banks are middle men, lining up buyers and sellers of stock, bonds and all matter of exotic securities»[24] (По своей сути, инвестиционные банки - посредники, связующие покупателей и продавцов акций, облигаций и всевозможных экзотических ценных бумаг)[25]; «Investment banks act as go-betweens in trading and finance»[26] (Инвестиционные банки действуют как посредники в трейдинге и при решении финансовых вопросов)[27]. Инвестиционный банк, будучи финансовым посредником, призван осуществлять сразу несколько подфункций:

- аккумуляция денежных средств: инвестиционный банк, выступая в качестве доверительного управляющего (сегменты ДУ, ИФ), аккумулирует значительные денежные ресурсы клиентов, а затем направляет их кредиторам. Посредством этого происходит «превращение» розничных сбережений отдельных экономических субъектов в оптовые[28]. При этом процесс аккумуляции денежных ресурсов инвестиционным банком отличается от аккумуляции ресурсов другими финансовыми институтами. Так, собственность на аккумулированные денежные ресурсы остается у кредиторов (клиентов инвестиционного банка); банк не может использовать эти денежные средства для своих целей и на свои нужды; банк использует

[24] Dennis K. Berman. Imagining a World without Investment Banks. – Berkley: Berkley Publishing, 2007, P. 4.
[25] Перевод автора – М.Ш.
[26] www.financialinvestmentplanner.com, 2008.
[27] Перевод автора – М.Ш.
[28] Ульянова. Д.С. Инвестиционное банковское дело на российском рынке ценных бумаг: Дипл. работа. – М., 2003, С. 26.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

аккумулированные средства только по назначению, которое было заранее оговорено с клиентами и в интересах клиентов.

- перераспределение денежных средств:

а) Инвестиционные банки в процессе эмиссии ценных бумаг привлекают денежные ресурсы кредиторов, которые идут на покупку ценных бумаг заемщиков. Таким образом, происходит перелив, движение денежных ресурсов от имеющих денежные средства к нуждающимся в них.

б) Инвестиционные банки сами могут увеличить размер денежных фондов, так как они выпускают на рынок и собственные долговые обязательства (корпоративные бумаги, векселя, структурные продукты). На деньги, вырученные от продажи этих обязательств, инвестиционные банки могут купить долговые обязательства и ценные бумаги других экономических субъектов. Таким образом, происходит как бы двойной обмен долговыми обязательствами. А именно это, по мнению некоторых экспертов[29], является отличительной чертой финансовых посредников от иных финансовых субъектов (например, брокерско-дилерских компаний, которые не выпускают собственных обязательств, но способствуют движению денежных средств от кредиторов к заемщикам).

- уменьшение риска путем его диверсификации:

а) Инвестиционные банки через секторы ДУ и ИФ управляют не отдельными финансовыми инструментами, а крупными портфелями финансовых инструментов, приобретенных на деньги клиентов. Таким образом, они хотя бы отчасти могут снизить некоторые несистемные риски, что практически невозможно сделать, если отдельный частный инвестор управляет сравнительно небольшим портфелем ценных бумаг.

б) Инвестиционные банки, выступая в качестве андеррайтеров и/или организаторов выпуска, гарантируют эмитентам размещение ценных бумаг и поддержание их ликвидности в оговоренный период времени, тем самым они

[29] www.bibliotekar.ru, 2008.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

берут на себя риски, связанные с «неразмещением» эмиссионных ценных бумаг.

с) Инвестиционные банки, выступая в качестве андеррайтеров, своей репутацией гарантируют ценность выпускаемых бумаг, тем самым снижая некоторые несистемные риски для потенциальных инвесторов, возникающие при покупке бумаг тех или иных эмитентов. По сути, инвестиционные банки выступают как «делегированные контролеры», восполняя неполноту информации у инвесторов.

- уменьшение издержек обращения: инвестиционные банки, являясь финансовыми посредниками, способствуют снижению издержек обращения (своих собственных и своих клиентов) путем специализации на определенных видах финансовых операций (инвестиционные бутики), благодаря широким масштабам своей деятельности (крупные инвестиционные банки), благодаря наличию консультационных и аналитических отделов в составе инвестиционного банка и проч.

Таким образом, вследствие выполнения всех перечисленных выше подфункций, инвестиционные банки разработали такой механизм финансового посредничества, с помощью которого аккумуляция и перераспределение от кредитора к заемщику денежных ресурсов происходит наиболее эффективно.

Однако инвестиционные банки выполняют и другую ключевую макроэкономическую функцию, которая заключается в регулировании сегментов финансового рынка.

а) Выступая как маклеры (маркет-мейкеры), инвестиционные банки способствуют установлению справедливой цены на те или иные финансовые инструменты, поддержанию ликвидности этих инструментов (на биржевом или внебиржевом рынках).

б) Выступая как брокеры/дилеры (крупные продавцы-покупатели финансовых инструментов), инвестиционные банки в состоянии значительно повлиять на цену финансовых инструментов (особенно на не ёмких рынках).

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

При этом инвестиционные банки должны действовать «на честной и справедливой основе в интересах, прежде всего, своих клиентов и прилагать все усилия для сохранения честного и справедливого характера рынка»[30].

с) Выступая как профессиональные участники финансового рынка, инвестиционные банки способствуют поддержанию самого рынка (биржевого или внебиржевого), так как рынок существует только тогда, когда есть продавцы и покупатели, то есть участники торговли.

г) Выступая как андеррайтеры, эмитенты собственных корпоративных бумаг и «производители» деривативов и структурных инструментов, инвестиционные банки создают финансовые продукты, которые, обладая определенной ликвидностью, обращаются и являются предметом торговли на фондовом рынке. То есть инвестиционные банки являются производителями финансовых инструментов.

К другим, как мы считаем, менее значимым и менее важным функциям инвестиционного банка исследователи относят функцию перераспределения информации, функцию превращения оптовых ценных бумаг в розничные, функцию создания информационного рыночного пространства.

Мысль о том, что инвестиционные банки участвуют в процессе «перераспределения информации», находит свое отражение и в отечественных, и в зарубежных источниках. «Перераспределение информации», по мнению Д.С. Ульяновой[31], происходит в процессе подготовки эмиссии ценных бумаг, когда инвестиционные банки консультируют эмитента по всем вопросам, связанным с выпуском бумаг.

Зарубежные исследователи несколько по-другому трактуют вопрос о перераспределении инвестиционными банками информации. Они утверждают[32], что финансовые рынки не могут эффективно функционировать, если ценная информация не будет доходить до тех, кому

[30] Ульянова. Там же. С. 24.
[31] Ульянова. Там же. СС. 26-27.
[32] Morrison, Wilhelm. Там же. С. 10.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

она необходима. Созданное инвестиционными банками информационное рыночное пространство способствует более гладкому и эффективному протеканию транзакций, связанных с информационно-чувствительными ценными бумагами[33]. Инвестиционные банки являются ядром информационного пространства и выступают как посредники, агенты, соединяя тех, кто заинтересован в покупке информации, и тех, кто заинтересован в ее продаже (Приложение А).

Еще одной функцией инвестиционных банков называют «превращение оптовых ценных бумаг в розничные»[34]. Это происходит, когда инвестиционный банк покупает крупный пакет корпоративных бумаг, затем выпускает собственные бумаги меньшим номиналом и размещает их среди своих клиентов или путем операции стриппирования. Однако мы бы с осторожностью говорили о данных операциях инвестиционного банка как о его функции. Как представляется, это, скорее, единичные операции инвестиционного банка, а не его функция, которая бы указывала на специфику этого финансового института и способствовала бы укреплению его целостности. Отметит лишь, что, как и вопрос сущности банка, вопрос его функций вызывает много споров и разногласий.

Таким образом, основываясь на проведенном исследовании сущности инвестиционного банка, мы можем определить инвестиционный банк как крупный производительный финансовый институт, занимающийся финансовым посредничеством и мобилизацией денежных ресурсов на финансовом рынке с целью кредитования и долгосрочного финансирования хозяйствующих субъектов различного уровня; регулирующий оборот финансовых инструментов (прежде всего, ценных бумаг, производных и структурных продуктов) посредством создания новых продуктов и торговли ими на биржевом и внебиржевом рынках.

---

[33] Investment banks exist because they maintain an information marketplace that facilitates information-sensitive security transactions.

[34] Ульянова. Там же. С. 26.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

Данное определение не претендует на универсальность, понятию «инвестиционный банк» можно давать и другие определения, которые бы освещали те или иные характеристики этого финансового института. Мы попытались дать определение, которое бы раскрывало отдельные составные сущности инвестиционного банка, если другие определения будут касаться других сторон его сущности, то можно будет полнее понять, что представляет собой инвестиционный банк.

1.3 Роль инвестиционного банка в экономике

Сущность и функции инвестиционного банка определяют его роль в экономике. Роль инвестиционного банка - это его предназначение, то есть то, ради чего он был создан и для чего функционирует. Назначение инвестиционного банка состоит в том, что он аккумулирует и перераспределяет денежные ресурсы и определенным образом регулирует отдельные сегменты финансового рынка.

Инвестиционные банки являются «собирателями» временно свободных денежных ресурсов, которые в дальнейшем идут на удовлетворение потребностей производства, распределения, обмена и потребления. Таким образом, инвестиционные банки способствуют обеспечению непрерывности производства и обращения продукта, ускорению воспроизводственного процесса в целом.

Кроме того, инвестиционные банки, размещая свои и привлеченные денежные средства в различные инвестиционные проекты, способствуют созданию новых отраслей производства, скорейшему внедрению в производство научно-технологических идей и достижений, переоснащению современной техникой и технологиями уже существующих отраслей производства.

Не стоит забывать и о том, что инвестиционный банк - это производительный институт, отдельный хозяйствующий субъект, который, в

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

свою очередь, создает свой специфический товар. Продукты и услуги инвестиционных банков, как уже было отмечено, «подпитывают» экономику и стимулируют обмен продуктами труда и процесс воспроизводства, способствуют приращению стоимости и совокупного общественного продукта, создаваемого в соответствующий период времени.

Более того, инвестиционный банк - это некий регулятор отдельных сегментов финансового рынка, как представляется, его можно назвать структурообразующим элементов финансового рынка. В этом качестве инвестиционный банк призван отчасти упорядочить и рационализировать оборот финансовых инструментов (к сожалению, на практике инвестиционные банки не всегда справлялись с этой ролью).

В заключение данной главы можно сделать следующие выводы:

1. Сложно дать определение консигнатов, которые существуют в национальной среде или на глобальном уровне де-факто. Именно так обстоит дело с понятием «инвестиционный банк».
2. Понятию «инвестиционный банк» присущи частное и общее определения. Согласно частному определению инвестиционный банк - это крупный финансовый институт, функционирующий на межгосударственном, государственном (национальном) и региональном уровнях и привлекающий прямые денежные инвестиции в реальный сектор экономики или экономику отдельной страны и регулирующий их целевое использование.
3. Согласно общему определению, инвестиционный банк - это крупный производительный финансовый институт, занимающийся финансовым посредничеством и мобилизацией денежных ресурсов на финансовом рынке с целью кредитования и долгосрочного финансирования хозяйствующих субъектов различного уровня; регулирующий оборот финансовых инструментов посредством создания новых продуктов и торговли ими на биржевом и внебиржевом рынках.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

4. Ключевыми функциями инвестиционного банка являются посредническая функция и функция регулирования сегментов финансового рынка.
5. Осуществляя финансовое посредничество, инвестиционный банк реализует сразу несколько подфункций, а именно: аккумуляцию и перераспределение денежных средств, уменьшение риска путем его диверсификации и снижение издержек обращения.
6. К другим, менее значимым функциям инвестиционного банка относят функции перераспределения информации, превращения оптовых ценных бумаг в розничные, создания информационного рыночного пространства.
7. Роль современного инвестиционного банка в экономике сводится к следующему: создавать специфический продукт, способствующий приращению стоимости и совокупного общественного продукта; являться структурообразующим элементов финансового рынка, упорядочивая и рационализируя оборот определенных финансовых инструментов; способствовать обеспечению непрерывности производства и обращения продукта, ускорению воспроизводственного процесса в целом; способствовать созданию новых отраслей производства, скорейшему внедрению в производство научно-технологических идей и достижений, переоснащению современной техникой и технологиями уже существующих отраслей производства.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

ГЛАВА 2. ТЕХНОЛОГИЯ ОПЕРАЦИЙ ИНВЕСТИЦИОННЫХ БАНКОВ

Под операциями инвестиционных банков мы понимаем спектр услуг, которые эти финансовые институты оказывают частным и институциональным инвесторам, корпоративным клиентам и государственному сектору. Как правило, на сайтах инвестиционных банков операции последних представлены в разделах «услуги» или «область нашей экспертизы», в англоязычном варианте - соответственно, services и expertise.

Мы предлагаем рассмотреть технологию операций инвестиционных банков, объединив операции по секторальному принципу. Согласно этому принципу мы выделили в отдельные секторы основные операции банков в зависимости от их направленности и особенностей, присущих всем операциям каждого отдельного сектора. Таким образом, будут рассмотрены сектор инвестиционно-банковских операций, сектор торговых операций и сектор управления капиталом.

2.1 Сектор инвестиционно-банковских операций

Сектор инвестиционно-банковских операций следует признать наиболее значимым для исследуемых финансовых институтов в силу того, что специфика последних заключалась и заключается, прежде всего, в осуществлении инвестиционно-банковского дела. В зарубежной литературе сектор инвестиционно-банковских услуг называют «bread and butter of a traditional investment bank»[35] (хлеб с маслом традиционного инвестиционного банка), подчеркивая его важность и прибыльность для инвестиционно-банковского бизнеса.

Мы рассмотрим в инвестиционно-банковском секторе операции по привлечению долгового и акционерного капитала (облигационные займы,

[35] Lott T., Loosvelt D. Vault Career Guide to Investment Banking. – New-York: Vault Inc., 2005, P. 5.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

частное/закрытое размещение [private placement], IPO, SPO); операции по реорганизации (сделки по слияниям и поглощениям, сделки по реструктуризации); структурированное финансирование (финансирование с рычагом [leveraged finance, gearing finance], секьюритизация [securitization]). Таким образом, в данный сектор входят те операции инвестиционного банка, которые направлены на привлечение капитала, оптимизацию организационной и финансовой структуры компании (клиента инвестиционного банка) как с целью привлечения дополнительного финансирования, так и с целью повышения эффективности работы компании и улучшению перспектив ее развития. Рассмотрим перечисленные операции подробнее.

Привлечение долгового и акционерного капитала

Привлечение долгового капитала происходит путем размещения на фондовом рынке долговых инструментов. Клиент инвестиционного банка, решивший прибегнуть к такой форме привлечения капитала, может выпустить облигационные займы как на внутреннем фондовом рынке, так и на международных фондовых рынках.

Размещение облигационных займов происходит при непосредственном участии инвестиционных банков или инвестиционно-банковских подразделений универсальных банков. По статистике крупнейшими организаторами[36] (по величине полученных доходов на мировом рынке) облигационных займов в 2000-2005 гг. были J. P. Morgan, Citigroup, CSFB, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Deutsche Bank, UBS, Bank of America, Banco Santander Central Hispano[37].

[36] Организатор – профессиональный участник рынка ценных бумаг, отвечающий за организацию инфраструктуры размещения облигационного займа.
[37] Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки: Учебное пособие для вузов. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2007, С. 749.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

Услуги инвестиционного банка по размещению и обращению облигационных займов сводятся к следующему[38]:

- структурирование (разработка параметров и структуры) облигационного займа;
- формирование стратегии поведения эмитента на фондовом рынке;
- подготовка всех регистрационных документов;
- консультирование в процессе прохождения эмитентом процедуры присвоения облигационного рейтинга;
- информационная поддержка облигационного займа и проведение презентаций для инвесторов («роад-шоу» - представление облигационного выпуска потенциальным инвесторам).
- проведение размещения облигационного займа в оговоренные сроки;
- подготовка и государственная регистрации отчета об итогах выпуска;
- дальнейшее сопровождение размещенного облигационного выпуска;
- организация и поддержания рынка вторичных котировок;
- исполнение функций агента при исполнении оферт эмитента в период обращения выпуска и функций платёжного агента.

Однако не все компании могут прибегнуть к долговому финансированию в силу того, что не обладают достаточным собственным капиталом для выплаты процентов по облигациям и дальнейшего погашения основного долга. Такие компании могут произвести заимствование на финансовом рынке путем привлечения акционерного капитала - выпуска простых или привилегированных акций или близких к акциям финансовых инструментов (например, конвертируемых облигаций, которые в дальнейшем могут быть обменены на определенное количество простых акций данного эмитента).

Привлечение акционерного капитала происходит тремя способами: путем частного (закрытого) размещения (private placement), путем первичного публичного размещения (IPO, initial public offering), путем

[38] По информационным материалам инвестиционного банка «Кит-Финанс», 2008.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

вторичного (повторного) размещения (SPO, SEC, second public offering, follow-on offering, seasoned public offering).

Частное размещение - это продажа (или обмен) ценных бумаг ограниченному и заранее установленному кругу заинтересованных инвесторов, без публичного предложения продажи бумаг. В этом случае специалисты инвестиционных банков определяют потенциальных инвесторов и согласуют их список со своим клиентом (эмитентом).

Компания, как правило, прибегает к IPO, если объемы необходимого ей финансирования значительны; если она стремится стать публичной, заинтересована в создании определенного имиджа и повышении своей узнаваемости. IPO - это «первый выход» компании на фондовый рынок, который чаще всего происходит на определенном этапе развития компании (завершена стадия венчурного финансирования, созданы продуктовые линейки, занята минимальная рыночная ниша, создано и функционирует базовое производство, компания переходит к расширению своей деятельности, производства).

Вторичное частное размещение (SPO, SEC) - это повторный выход компании на фондовый рынок (на вторичный рынок). Причин для SPO может быть несколько: расширение бизнеса (путем увеличения внутренних производственных мощностей или путем поглощения какой-либо другой компании), продажа значительного пакета акций, как правило, крупнейшим акционером компании, который не разместил свои акции во время IPO (это так называемые в западной литературе pre-IPO shareholders[39]).

Вторичное размещение ценных бумаг, как отмечают специалисты, мало чем отличается от первичного размещения, однако сам процесс проходит быстрее и легче, так как «underwriters have already represented the company in an IPO, a company often chooses the same managers, thus making the hiring the manager or beauty contest phase much simpler. Also, no real valuation work is required (the market now values the firm's stock), a prospectus has already

[39] Lott, Loosvelt. Там же. С. 45.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

been written, and a road-show presentation already prepared»[40] (андеррайтеры уже представили компанию во время первичного размещения; компания часто выбирает тех же организаторов размещения, что ощутимо облегчает процесс найма организаторов или делает фазу «конкурса красоты» намного проще. Кроме того, практически не требуется оценки компании и акций (рынок теперь сам устанавливает цены на акции эмитента); проспекты уже написаны, а роад-шоу и презентации подготовлены)[41].

Услуги, которые оказывают инвестиционные банки, в процессе привлечения акционерного капитала, можно условно разбить на два основных блока: финансовое консультирование и организация выпуска ценных бумаг.

При оказании клиенту финансового консультирования инвестиционный банк обычно проводит полный анализ учредительных, уставных и бухгалтерских документов клиента, по результатам которого оценивает финансовое положение и проверяет правоспособность эмитента, консультирует его по возможным способам привлечения капитала. Далее инвестиционный банк определяет вместе с клиентом примерные сроки, структуру (объем, тип и вид ценных бумаг) и способы размещения выпуска.

Кроме того, на данном этапе инвестиционный банк начинает собирать материал для презентаций клиента, разрабатывает предварительный график роад-шоу (всех мероприятий с участием эмитента, направленных на создание его положительного имиджа в глазах потенциальных инвесторов) и предлагает пошаговый план организации выпуска с возможностью внесения некоторых изменений. Данный этап инвестиционный банк осуществляет в рамках договора финансового консультирования или договора об оказании услуг финансового/инвестиционного консультанта.

[40] Lott, Loosvelt. Там же. С. 47.
[41] Перевод автора – М.Ш.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

При организации выпуска ценных бумаг инвестиционный банк оказывает следующие услуги, которые также условно можно разбить по этапам:

а) начальный этап: консультирует клиента по вопросам организации деятельности сотрудников клиента, привлеченных к размещению ценных бумаг, и далее координирует их деятельность; публикует сообщение о решении разместить ценные бумаги на фондовом рынке; готовит проспекты эмиссии ценных бумаг, собирает пакет других необходимых документов и предоставляет их в регистрирующий орган; публикует сообщение о регистрации ценных бумаг; осуществляет раскрытие информации на всех стадиях размещения ценных бумаг в соответствии с требованиями законодательства; готовит инвестиционный меморандум, портфолио и презентации эмитента, имеющие целью привлечение к выпуску потенциальных инвесторов; утверждает окончательный маршрут роад-шоу, организует публичные презентации и пресс-конференции эмитента, его встречи с инвесторами; организует и координирует встречи эмитента с представителями фондовых бирж или другими организаторами торговли на рынке ценных бумаг; выбирает вместе с клиентом депозитарий, платежного агента, регистратора и другие стороны, участвующие в размещении выпуска ценных бумаг и их дальнейшем обслуживании на рынке, и организует взаимодействие клиента с ними.

б) этап непосредственного размещения ценных бумаг: подает заявление об оказании услуг по первичному размещению ценных бумаг на бирже и заключает договор о проведении биржей (отделом допуска к обращению ценных бумаг и финансовых инструментов) экспертизы предоставленных документов на предмет их соответствия требованиям биржи и действующему законодательству; получает решение котировального отдела биржи; заключает договор о предоставлении услуг по первичному размещению ценных бумаг между эмитентом и биржей; размещает ценные бумаги среди эмитентов; готовит и регистрирует отчет об итогах выпуска ценных бумаг;

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

публикует информацию о регистрации отчета об итогах выпуска (в случае открытой подписки).

в) заключительный этап: заключает договор с маркет-мейкерами о поддержании вторичного рынка ценных бумаг; готовит документы и заключает договоры с выбранными платежным агентом (расчетной организацией), депозитарием, клиринговым отделом и отделом организации торгов ценными бумагами биржи; предоставляет эмитенту отчетность по результатам торгов ценными бумагами и дает рекомендации о возможности проведения процедуры листинга; подает заявление о прохождении ценными бумагами процедуры листинга в котировальный отдел биржи и получает официальное уведомление этого отдела о внесении ценных бумаг в котировальный лист соответствующего уровня.

Однако обычно организацию выпуска осуществляет не один инвестиционный банк, а их группа, которая получает название андеррайтинговый или эмиссионный синдикат. Инвестиционный банк привлекает других участников фондового рынка с двумя целями: распылить риск и добиться размещения ценных бумаг наилучшим образом. Другие участники синдиката помогают обеспечить как рост курсовой стоимости в ближайшем будущем, так и ликвидность акций в период после эмиссии[42]. По законодательству многих стран такой синдикат не является юридическим лицом. Это лишь временное объединение юридических лиц, объединившихся для размещения крупных эмиссий ценных бумаг (Приложение Б).

Андеррайтинговый синдикат получает определенное вознаграждение: «Investment banks earn fees by taking a percentage commission (called the «underwriting discount», usually around 8 percent for an IPO) on the proceeds of the offering»[43] (Инвестиционные банки зарабатывают вознаграждение - комиссию по результатам размещения ценных бумаг, получившую название

[42] www.koshechkin.narod.ru, 2009.
[43] Lott, Loosvelt. Там же. С. 45.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

«андеррайтинговый дисконт» и исчисляемую в процентах (обычно равную 8% от IPO))[44]. В завершении данного параграфа необходимо отметить, что привлечение долгового и долевого капитала является одним из самых традиционных, старейших и прибыльных видов операций инвестиционных банков.

Операции по реорганизации

Следующий блок сектора инвестиционно-банковских услуг - это операции по реорганизации, к которым мы отнесли сделки по слияниям и поглощениям (M&A) и сделки по реструктуризации.

Подчеркнем, что мы считаем сделки по слияниям и поглощениям отдельными сделками, не являющимися видовыми понятиями родового понятия «реструктуризация». Напротив, мы рассматриваем все три вида сделок (слияния, поглощения, реструктуризация) в рамках более широкого понятия «реорганизация». Хотя семантически понятия «реорганизация» и «реструктуризация» очень трудно (если вообще возможно) разделить. Интересно отметить, что и в западной литературе нет разграничения понятий «reorganization» и «restructuring», они взаимозаменяемы. Тем не менее, условно предположим для целей данной работы, что реструктуризация влечет изменения, которые касаются одной, отдельно взятой компании, в то время как реорганизация затрагивает не одну, а более компаний.

Инвестиционные банки могут участвовать в сделках M&A в качестве посредника - финансового консультанта - или в качестве непосредственного участника сделки, предоставляя собственные ресурсы для подобных сделок или проводя сделки M&A в своих интересах.

Роль инвестиционного банка как финансового консультанта при сделках M&A трудно переоценить, потому что, как отмечают исследователи,

[44] Перевод автора – М.Ш.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

она «колоссальна»[45]. Сделки M&A считаются достаточно сложными, поэтому их успех зависит напрямую от профессионализма финансового консультанта (инвестиционного банка), который является организатором и координатором всего процесса сделки, и проявляется в правильно выбранной стратегии и тактике; в правильном выборе других ассистирующих сторон сделки (представителей юридических, оценочных, аудиторских и консалтинговых компаний); в умении вовремя привлечь ресурсы, необходимые для осуществления сделки.

Инвестиционные банки как финансовые консультанты в процессе осуществления сделок M&A должны пройти следующие этапы[46]:

а) финансовое консультирование и анализ:

- провести детальный анализ интересной для клиента отрасли и выделить компании-мишени (поглощение) или компании, интересные клиенту для организации «альянса» (слияние);
- разработать и согласовать с клиентом стратегию, тактику, сценарий (план) сделки, а также проанализировать пути дальнейшего развития новой компании (альянса);
- разработать возможные схемы финансирования сделки.

б) оценочная деятельность:

- установить справедливую цену - при слиянии необходимо доказать акционерам, что цена, предложенная компанией, инициирующей сделку, является справедливой; при поглощении необходимо доказать компании-мишени, что предложенная покупателем цена не является заниженной.

в) организационная деятельность:

- выбрать и заключить договоры с ассистирующими сторонами сделки;
- реализовать поглощение одним из способов (скупка акций или скупка активов/пассивов) либо провести слияние компании клиента и компании-

[45] Толмачева В.Г. Принцип взаимодействия инвестиционных банков с предприятиями реального сектора в условиях российской экономики: Дипл. работа. – М., 2007, С. 46.
[46] Алексеев В.Л. Слияния и поглощения. - М.: Финансы и статистика, 1998, С. 56.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

мишени, при этом осуществляя непрерывную координацию всего процесса и контроль всех участников сделки.

г) защита компаний-мишеней от враждебного поглощения:

- найти «белого рыцаря» (white knight) - компанию, которая в состоянии сделать контрпредложение о покупке компании-мишени по более выгодной для последней цене;
- доработать уставные документы компании-мишени и внести дополнения/поправки, которые предотвратят или отсрочат поглощение;
- подать судебные иски (в надежде на антимонопольный комитет).

д) организационное консультирование:

- реструктуризировать вновь созданную компанию (альянс), разработать систему ее финансовой отчетности и стратегического планирования.

Данный перечень услуг, оказываемый инвестиционным банком клиентам при сделках M&A, нельзя назвать полным. Более детальный перечень можно составить в зависимости от того, на чьей стороне «играет» инвестиционный банк - на стороне компании-мишени или компании-покупателя.

Сделки M&A длятся по несколько месяцев и приносят инвестиционным банкам значительную прибыль: «Typical fees of an investment bank depend on the size of the deal, but generally fall in the 1 percent range. For a $100 million deal, an investment bank takes home $1 million. Not bad for a few months' work»[47] (Традиционное вознаграждение инвестиционного банка зависит от размера сделки, однако обычно составляет 1% от суммы сделки. При сделке в 100 миллионов долларов США инвестиционный банк получит 1 миллион долларов. Неплохо для нескольких месяцев работы)[48].

Далее мы рассмотрим сделки по реструктуризации, которые традиционно делят на сделки по финансовой реструктуризации и сделки по организационной реструктуризации. В большинстве случаев компания

[47] Lott, Loosvelt. Там же. С. 51.
[48] Перевод автора – М.Ш.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

прибегает к реструктуризации, когда не может отвечать своими активами по своим обязательствам, например, не в состоянии рассчитаться с партнерами или выплатить проценты по выпущенным облигациям. В этом случае у компании есть выбор - начать процедуру банкротства или остаться в бизнесе и заняться реструктуризацией. Кроме того, реструктуризация может быть востребована в случае привлечения инвестиций, продажи бизнеса или его части, сделок M&A, выхода на публичный рынок долгового и акционерного капитала, а также построения прозрачной корпоративной структуры.

В сделках по реструктуризации операции инвестиционных банков заключаются в финансовом и организационном консультировании, а именно:

- подготовка рекомендаций по продаже некоторых активов компании (неосновных или малозначимых) и оказание помощи при продаже этих активов (поиск покупателя, определение справедливой цены для активов);
- подготовка и осуществление операций с акциями, долями, направленных на изменение структуры собственности компании, на увеличение/уменьшение уставного капитала (консолидация, дробление);
- реализация изменений в структуре управления компании/холдинга (пересмотр состава, компетенции, численности, порядка формирования и деятельности управления компании);
- внесение изменений в учредительные документы, внутренние положения, регламенты, договоры с членами органов управления;
- проведение экспертизы осуществленных ранее корпоративных действий на предмет их неоспоримости, легитимности;
- выпуск новых долговых инструментов (как правило, конвертируемых акций или облигаций), необходимых для привлечения капитала и покрытия существующего долга - инвестиционный банк действует как организатор и финансовый консультант в рамках размещения ценных бумаг;
- подготовка и проведение сделки M&A обычно с целью продать компанию со всеми ее долгами - инвестиционный банк выступает в качестве организатора такой сделки.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

Вознаграждение инвестиционного банка в операциях по реструктуризации во многом зависит от того, какую стратегию «выживания» выбирает компания. Нельзя забывать, что такая компания (на грани банкротства) уже имеет солидную задолженность и столкнулась с серьезными проблемами в отношении каких-либо выплат, поэтому инвестиционные банки чаще всего взимают минимальные месячные платежи в качестве вознаграждения, надеясь «нажиться» на спрэде при размещении ценных бумаг или при продаже компании.

Операции по реорганизации инвестиционные банки начали осуществлять несколько позже, чем операции, связанные с привлечением капитала, и на сегодняшний день инвестиционные банки занимают первое место в рэнкинге финансовых посредников, привлекаемых к таким сделкам. Как и эмиссионные операции, операции по реорганизации могут быть весьма доходным и стабильным бизнесом.

Структурированное финансирование

В данном параграфе мы рассмотрим основные механизмы структурированного финансирования. Структурированное финансирование (structured finance) - это «механизм для переноса риска, снижения процентных ставок по задолженности и максимизации потоков капитала»[49]. Первые структурированные продукты (структурные, гибридные, комплексные, комбинированные продукты, structured products) появились в 80-ых годах прошлого века. При этом механизм их создания и использования намного опережал развитие системы надзора и регулирования структурированного финансирования, что, по мнению многих экспертов, привело к «unchecked degradation in underwriting standards, giving rise to both the credit bubble of the mid-2000s and the credit crash and financial crisis of 2007-

[49] www.visocap.com, 2009.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

2008»[50] (неконтролируемому упадку стандартов андеррайтинга, положив начало созданию как пузыря на кредитном рынке в середине 2000-ых годов, так и коллапсу кредитного рынка и финансовому кризису в 2007-2008 годах)[51]. Для инвестиционных банков на сегодняшний день это самый инновационный и динамично развивающийся вид бизнеса.

Два основных механизма структурированного финансирования - это финансирование с рычагом (леверидж-финансирование, leveraged financing, gearing financing) и секьюритизация. Важно подчеркнуть, что механизмы структурированного финансирования в большинстве случаев тесно переплетаются с операциями IPO, SPO и частным размещением ценных бумаг (как правило, предшествуют этим операциям), а также необходимы при операциях, касающихся реорганизации компании-клиента.

Финансирование с рычагом - это финансирование компании или ее отдельного подразделения путем привлечения заемного капитала в большем объеме, чем это признается нормальным для данной компании или отрасли[52] («funding a company or business unit with more debt than would be considered normal for that company or industry. More-than-normal debt implies that the funding is riskier, and therefore more costly, than normal borrowing»[53]). Таким образом, под рычагом понимается и показатель, отражающий финансовые результаты деятельности компании, и заемные средства, привлекаемые тем или иным способом и способствующие приросту рентабельности собственного капитала.

В большинстве случаев к финансированию с рычагом обращаются для краткосрочного привлечения дополнительных ресурсов, необходимых для достижения определенных целей. Инвестиционные банки в перечень способов финансирования с рычагом включают различные операции. Однако чаще всего в этом перечне фигурируют банковские займы (bank loans, старшее финансирование, senior financing, loan financing), мезонинное

[50] Structured products: http://en.wikipedia.org, 2009.
[51] Перевод автора – М.Ш.
[52] Перевод автора – М.Ш.
[53] Giddy I. What is Leveraged Financing? – New-York: New-York University Press, 2007, P. 4.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

финансирование[54] (mezzanine financing, hybrid debt), бридж-финансирование[55] (bridge financing) и выпуск высокодоходных (бросовых, мусорных) облигаций (high-yield bonds, junk bonds).

Операции инвестиционных банков при обеспечении клиенту финансирования с рычагом перечислим ниже:

- проведение финансовой экспертизы компании-клиента. От того, насколько точно оценена компания, во многом зависит исход леверидж-финансирования. Если инвестиционный банк переоценит возможности компании по обслуживанию долга, то компания рискует остаться с неликвидными облигациями или попасть в затруднительное положение при выплате основной суммы долга и/или процентов по нему. Если же инвестиционный банк недооценит компанию-клиента, то велика вероятность не найти «финансовых доноров» для клиента.

- оценка и сравнение возможных способов привлечения леверидж-финансирования. Этот этап также немаловажен, к его реализации привлекаются опытные профессионалы, специализирующиеся на финансовом инжиниринге. На этом этапе инвестиционные банки должны рассчитать возможные результаты хозяйственной и финансовой деятельности, оценить варианты развития компании-клиента и последствия того или иного способа финансирования.

- оценка рисков, возможных при финансировании с использованием рычага. На этом этапе инвестиционные банки должны оценить системный,

[54] Мезонинное финансирование – это «способ финансирования венчурных проектов, когда инвестор не входит в капитал компании, а представляет ресурсы для ее развития через долговые обязательства с одновременным приобретением опциона с правом приобретения акций заемщика в будущем по определенной заранее цене. Данный способ финансирования способен снизить риски обеих сторон: долговые обязательства имеют более высокий приоритет в конкурсной очереди, что выгодно венчурному финансисту, а опционное соглашение позволяет заемщику в будущем рассчитаться с кредитором в удобной для него форме - выплата прибыли держателю опциона или размещение в его пользу акций» (www.ibk.ru, 2009). Компании-доноры, предоставляющие мезонинное финансирование, как правило, устанавливают процентную ставку в размере 14-20% годовых. На мезонинном финансировании специализируются мезонинные фонды, инвестиционные и универсальные банки, реже - крупные частные инвесторы.

[55] Бридж-финансирование – это способ финансирования, направленный на привлечение и использование необходимых средств в период ожидания планируемых денежных поступлений. Как правило, срок бридж-финансирования не превышает трех месяцев. Часто бридж-финансирование предшествует эмиссии ценных бумаг и является источником средств для осуществления процедуры размещения ценных бумаг. Существуют два вида бридж-финансирования: закрытое (известна дата погашения основного долга и процентов по нему) и открытое (дата погашения основного долга и процентов по нему не известна).

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

валютный, кредитный, инфляционный, процентный риски, риск законодательных изменений, риск урегулирования расчетов, риск, связанный с «восстановлением» ликвидности у компании-донора[56], а также разработать механизмы их минимизации.

- разработка структуры и параметров леверидж-финансирования и согласование их с клиентом.
- выбор финансового донора и презентация ему компании-клиента. На данном этапе инвестиционный банк проводит ряд презентаций своего клиента, организует встречи с потенциальными донорами. Однако этап «знакомства» компании-клиента и финансового донора значительно короче, чем, например, этап презентации компании-эмитента потенциальным инвесторам при размещении ценных бумаг. Это и объясняет более высокий процент риска и более высокую доходность привлечения леверидж-финансирования для компаний-доноров.
- согласование структуры и параметров леверидж-финансирования с компанией-донором.
- координация всех сторон леверидж-финансирования на последующих этапах;
- контроль своевременности погашения долга компанией-клиентом.

Еще один механизм структурированного финансирования, который мы бы хотели рассмотреть, называется секьюритизация. Сразу подчеркнем, что мы имеем в виду секьюритизацию в узком смысле слова[57], то есть «инновационную технику финансирования, при которой происходит списание балансовых активов с баланса предприятия, отделение от основного имущества и передача… финансовому посреднику, а затем их рефинансирование посредством выпуска ценных бумаг (asset-based securities,

[56] Securitization:www.wikipedia.org, 2009.

[57] Различают четыре вида секьюритизации: секьюритизация бизнеса, секьюритизация государственного сектора, секьюритизация на основе «действительной продажи» и синтетическая секьюритизация (Егоров А.Е. Секьюритизация банковских активов: зарубежный опыт и перспективы развития в России: Дипл. работа. – М., 2007, С. 104).

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

ABS) на международном денежном рынке и рынке капиталов, либо путем получения синдицированного кредита (asset-based loan)»[58].

Об этом виде секьюритизации впервые заговорили в конце 1980-ых годов, когда произошло первое размещение ценных бумаг, обеспеченных залогом прав требования по ипотечным кредитам. Отцом синтетической секьюритизации считается Льюис Раньери, топ-менеджер инвестиционного банка Salomon Brothers, которой смоделировал и организовал данное размещение. Постепенно секьюритизация охватила многие виды активов: «ссуды на автомобильную технику, суда, трейлеры, потребительские кредиты, дебиторские счета по кредитным карточкам, по торговому финансированию, кредиты под недвижимость коммерческого и производственного характера, муниципальные займы (в США), обеспеченные бюджетными поступлениями»[59], кредиты на обучение и проч. К настоящему времени механизм синтетической секьюритизации считается достаточно сформированным (несмотря на то, что продуктовая линейка продолжает пополняться), появились отдельные рынки для торговли структурными продуктами.

Операции инвестиционного банка в процессе секьюритизации активов могут быть очень разнообразны в силу того, что этот процесс достаточно сложен и многоэтапен, к его реализации могут быть привлечены различные посредники и использоваться различные инструменты финансового рынка. В базовой (классической) схеме секьюритизации активов инвестиционный банк последовательно проходит следующие основные этапы:

- заключает договор с компанией (оригинатором), которая намерена выделить активы, дающие право на получение денежных выплат. Оригинатором может быть как финансовая компания, так и нефинансовое предприятие.

[58] Егоров А.Е. Секьюритизация банковских активов: зарубежный опыт и перспективы развития в России: Дипл. работа. – М., 2007, С. 8.
[59] Егоров. Там же. С. 3.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

- создает специальное юридическое лицо (SPV, special purpose vehicle) с минимальным собственным капиталом, которое обычно учреждается в юрисдикции без серьезных надзорных ограничений и с «налоговой нейтральностью» к транзакциям.

- контролирует списание активов с баланса оригинатора (off-balance sheet procedure) и их продажу спецюрлицу. То есть цель секьюритизации, а, соответственно, и задача инвестиционного банка состоит в том, чтобы организовать посредством спецюрлица «юридически самостоятельный, диверсифицированный пул, содержащий однородное имущества (права требования) и насколько это возможно «отделить процесс рефинансирования от первоначального собственника капитала»[60]. Так как спецюрлицо независимо от оригинатора, то оно освобождается от всех оперативных и хозяйственных рисков, связанных с деятельностью последнего. Процентные и капитальные платежи при обслуживании выпущенных структурных продуктов (asset based securities, ABS) или полученного кредита привлекаются из потока платежей, генерируемых переданными спецюрлицу активами.

- организует дальнейшее рефинансирование либо путем размещения структурных продуктов либо путем получения синдицированного еврокредита.

- координирует деятельность оригинатора в рамках агентского договора по обслуживанию переданных активов (service agent agreement), согласно которому оригинатор продолжает выполнять некоторые действия, которые он выполнял до списания активов с баланса (например, действия по отражению операций в бухгалтерском учете, инкассо, по взысканию непогашенной задолженности, по контролю за состоянием денежных требований и проч.). Однако инвестиционный банк может заключить такой договор не с оригинатором, а со сторонней организацией.

[60] Егоров. Там же. С. 29.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

- привлекает к сделке доверенное лицо (trustee), которое является платежным агентом по выпущенным структурным продуктам (ABS) и «имеет приоритетное право распоряжения активами спецюрлица»[61].

- привлекает крупнейшие рейтинговые агентства для того, чтобы оценить надежность выпусков ABS, а, соответственно, и привлечь потенциальных инвесторов. Рейтинговые агентства на постоянной основе отслеживают и оценивают ход сделки секьюритизации и по итогам своих наблюдений и оценок присваивают ABS-продуктам рейтинг.

Выше описаны лишь основные этапы классической схемы секьюритизации активов, которые, в свою очередь, делятся на множество подэтапов, шагов и операций. Однако на основе приведенной схемы секьюритизации становится понятно, что инвестиционный банк может играть несколько ролей: он может быть привлечен к сделке в качестве финансового консультанта, в качестве организатора и координатора самой сделки секьюритизации, а также в качестве организатора выпуска структурных инструментов.

2.2 Сектор торговых операций

К сектору торговых операций мы отнесли все операции инвестиционных банков, которые непосредственно связаны с торговлей (трейдинг и продажа) финансовыми инструментами: ценными бумагами, валютой, производными, структурными и экзотическими продуктами, а также с торговлей инвестиционных банков на товарных рынках.

Трейдинговые операции считаются одними из самых рискованных операций (если не самыми рискованными) инвестиционных банков. Недаром на Wall-Street бытует поговорка: «Trading can make or break an investment bank»[62] (Благодаря трейдингу инвестиционный банк либо пан, либо пропал:

[61] Егоров. Там же. С. 30.
[62] Lott, Loosvelt. Там же. С. 87.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

трейдинг либо обогащает, либо разоряет инвестиционный банк)[63]. Подчеркивая важность трейдинга для инвестиционного банка, западные исследователи отмечают: «Without traders it is impossible to execute, buy and sell transactions; no public deal would get done, no liquidity would exist for securities, and no commissions or spreads would accrue to the bank»[64] (Без трейдеров невозможно осуществить транзакцию, что-либо купить или продать; ни одна публичная сделка не была бы проведена, не было бы ликвидного рынка для ценных бумаг, никакие комиссионные или спрэды не поступали бы в банк)[65].

Традиционно торговые операции инвестиционных банков распадаются на два класса: на клиентский трейдинг (client trading, sales trading) и трейдинг на собственный счет (proprietary trading, flow trading).

Трейдинг на собственный счет - это трейдинг, который осуществляется с использованием собственных денежных средств инвестиционного банка, в интересах и в пользу последнего. Трейдеры на собственный счет получают карт-бланш на спекулятивные и арбитражные биржевые операции на всех рынках, на которых присутствует инвестиционный банк, используя при этом капитал банка. Эти трейдеры не работают с клиентами банка, их операции сопряжены с наивысшей степенью риска для банка. Как отмечают специалисты, это трейдинг для избранных, только трейдеры с многолетним опытом работы и безупречной «торговой» репутацией допускаются до трейдинга на свой счет.

Клиентский трейдинг направлен на обслуживание клиентов инвестиционных банков. Около 90% сотрудников отдела торговых операций работают в клиентском трейдинге. Клиентский трейдинг, с точки зрения клиентов инвестиционного банка, выражается в предоставлении клиентам брокерского обслуживания (брокериджа). В рамках брокерских услуг инвестиционные банки осуществляют следующие операции:

---

[63] Перевод автора – М.Ш.
[64] Lott, Loosvelt. Там же. С. 87.
[65] Перевод автора – М.Ш.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

- поиск и привлечение клиентов на брокерское обслуживание;
- согласование с клиентом условий и тарифов на обслуживание и заключение договора поручения или комиссии;
- открытие и дальнейшее обслуживание клиентского (брокерского) счета и счета-депо, при этом брокерский счет может быть открыт в нескольких валютах;
- подключение рабочего места клиента к рабочему шлюзу инвестиционного банка, обеспечение бесперебойной работы технических средств связи в канале «банк-клиент» и гарантирование клиенту конфиденциальности передачи данных в канале с использованием цифровых подписей и других средств цифровой криптографии (криптографических протоколов);
- предоставление клиенту персонального менеджера, который будет поддерживать связь с клиентом по телефону, электронной почте, ICQ, mail-agent и с помощью других средств (по договоренности с клиентом);
- осуществление транзакций по поручению клиента в период действия договора поручения/комиссии;
- предоставление клиенту рекомендаций по покупке/продаже финансовых инструментов, статистических и аналитических данных;
- разработка и реализация инвестиционных стратегий, предоставление рекомендаций по формированию и управлению портфелем ценных бумаг, по управлению рисками в рамках консультационного счета;
- предоставление клиенту кредитов в виде денежных средств и/или ценных бумаг (маржинальные сделки);
- привлечение клиентов к участию в фондах коллективного инвестирования;
- предоставление клиентам возможности хеджирования открытых позиций;
- предоставление клиенту на регулярной основе информации по остаткам денежных средств и ценных бумаг на его счетах;
- проведение от имени клиента процедуры клиринга;

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

- взимание с клиентского счета путем безналичных расчетов причитающихся инвестиционному банку комиссионных и иных платежей (например, по обслуживанию счетов, за услуги депозитария и проч.);
- удержание налогов, обязательных к уплате в конце налогового периода (в данном случае инвестиционный банк действует как налоговый агент клиента).

Этот перечень операций нельзя признать исчерпывающим хотя бы потому, что финансовый рынок - это живой, динамично развивающийся институт, он регулярно ставит профессиональных участников финансового рынка в положение, когда им необходимо «подстраиваться» под изменения рынка, расширять и видоизменять перечень операций, которые они могут предоставить своим клиентам. Ярким примером тому может служить появление Интернет-трейдинга.

Интернет-трейдинг (E-Trading, I-Trading, on-line trading) - это «удаленный доступ к торговым (инвестиционным) счетам посредством персонального компьютера и Интернета с возможностью совершения операций по покупке/продаже акций и других фондовых ценностей»[66]. Интернет-трейдинг появился в конце прошлого века в США и стал возможен благодаря развитию глобальной сети Интернет и появлению так называемых он-лайн брокеров.

Став клиентом он-лайн брокера, инвестор получает две возможности:
- торговать на биржевом и внебиржевом рынках, используя профессиональные программы Интернет-торговли. Наиболее известные программы Интернет-торговли - это MetaStock (в мире), Quik и Transaq - в России. Отметим, что многие инвестиционные банки разрабатывают собственные системы Интернет-торговли.
- торговать на биржевом и внебиржевом рынках, используя сайт инвестиционного банка. В этом случае инсталляция дополнительных программ Интернет-торговли на рабочее место клиента не требуется. Клиент

[66] www.ifin.ru, 2009.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

получает всю необходимую информацию непосредственно на сайте инвестиционного банка. Все сервисы доступны круглосуточно, с любого компьютера, имеющего выход в Интернет, поэтому независимо от местонахождения клиента, он может осуществлять операции по своему брокерскому счету и отслеживать ситуацию на биржах.

Операции инвестиционных банков по предоставлению клиентам Интернет-трейдинга мало чем отличаются от операций инвестиционных банков по предоставлению клиентам простого брокериджа, однако отличия все же существуют и сводятся к следующему:

- он-лайн брокеры предоставляют клиентам прямой доступ к рынкам для торговли финансовыми инструментами;
- он-лайн брокеры предоставляют клиентам в режиме реального времени информацию о котировках ценных бумаг и курсах валют, аналитические статьи, графическую информацию;
- он-лайн брокеры оказывают не только техническую, но и консультационную поддержку клиентам с целью снижения финансовых рисков. Подчеркнем, что Интернет-трейдинг стал очень популярен, так как клиентов привлекают более низкие издержки использования услуг он-лайн брокера и «элементарность» сервиса. Однако с ростом популярности Интернет-трейдинга «на рынок пришел неподготовленный, непрофессиональный инвестор, плохо разбирающийся в принципах функционирования фондового рынка, порой дестабилизирующий его своими актами купли/продажи, что зачастую является причиной конфликтных ситуаций»[67]. Именно поэтому основная задача он-лайн брокера - минимизировать риски, вызванные он-лайн операциями клиентов.

[67] Янушкина Е.В. Интернет-трейдинг на рынке ценных бумаг: новые возможности и риски в инвестиционной деятельности: Дипл. работа. – М., 2006, С. 53.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

2.3Сектор управления капиталом

К сектору управления капиталом (управление активами, asset allocation, asset management, professional money management, wealth management) мы отнесли операции инвестиционных банков, целью которых является управление капиталом, предоставленным им институциональными и частными инвесторами.

Как правило, для осуществления операций, направленных на управление капиталом, в инвестиционных банках выделены специальные, юридически обособленные компании - управляющие компании (УК). Эти компании могут заниматься управлением капиталом либо группы клиентов (коллективные инвестиции), либо в индивидуальном порядке обслуживая крупных частных инвесторов (доверительное управление). Эти два основных направления управления капиталом мы и рассмотрим в данном параграфе.

Инвестиционные фонды

В силу того, что на финансовых рынках разных стран действуют различные фонды (ПИФы, ЧИФы, hedge-funds, mutual funds, investment trusts и проч.[68]), мы предлагаем для удобства назвать их инвестиционными фондами. Под инвестиционным фондом, как правило, понимают некоммерческую организацию, учрежденную гражданами и/или юридическими лицами на основе добровольных имущественных взносов, которая занимается размещением коллективных инвестиций клиентов на финансовом рынке и дальнейшим управлением ими с целью прироста капитала.

Операции фондов, действующих в составе инвестиционных банков, сводятся к следующему (рассмотрим операции на примере ПИФа):

[68] Заметим, что подробное рассмотрение деятельности фондов (типы, виды, создание, технология их операций и проч.) не является предметом нашего исследования, это тема отдельной работы.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

а) в отношении клиента:

- поиск и привлечение клиентов в фонды;
- консультирование клиента по вопросам организации, классификации фондов, по осуществляемым ими операциям, по вопросам покупки/продажи/обмена паев, расчетов СЧА (стоимость чистых активов), налогообложения прибыли и проч.;
- ознакомление клиента с инвестиционной стратегией фонда;
- проверка пакета документов, предоставленного клиентом в фонд и необходимого для покупки пая;
- заключение договора с клиентом;
- продажа паев клиенту через УК, агентов УК (АИФ);
- предоставление клиенту доступа в личный Интернет-кабинет на сайте УК, в котором размещена информация о портфеле паев клиента (структура портфеля, количество паев, их общая стоимость, динамика стоимости портфеля за выбранный период), обо всех заявках на обмен, покупку и погашения паев; личные данные пайщика;
- обеспечение клиенту доступа к сервису sms-оповещений на платной или бесплатной основе, благодаря которому клиент получает информацию о начислении паев и дальнейших операций с ними;
- предоставление клиенту в открытом режиме на регулярной основе информации о структуре активов и доходности самого фонда, его бухгалтерской отчетности;
- предоставление клиентам в открытом режиме на постоянной основе информации о СЧА и стоимости паев;
- взимание комиссионных платежей с клиентов фонда.

б) операции, нацеленные на управление капиталом:

- разработка инвестиционной стратегии фонда (стратегия длительного инвестирования, стратегия краткосрочных спекуляций, стратегия инвестирования с дальнейшим пассивным управлением портфелем, стратегия инвестирования с дальнейшим активным управлением портфелем);

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

- формирование и регистрация ПИФа;
- формирование инвестиционного портфеля[69] фонда, определение стиля управления портфелем и его модели[70] (портфель роста, портфель дохода, сбалансированный портфель и проч.);
- постоянное отслеживание динамики фондового рынка, своевременное и правильное реагирование на изменения рынка;
- перераспределение активов в портфеле в зависимости от рыночной конъюнктуры;
- управление рисками;
- фиксация финансовых показателей.

Доверительное управление

Доверительное управление капиталом индивидуальных клиентов может осуществляться по нескольким направлениям: создание портфеля ценных бумаг и управление им и альтернативное инвестирование (венчурное, прямое, премьер-инвестирование, эндаумент-инвестирование).

Управление портфелем ценных бумаг индивидуального инвестора и операции инвестиционных банков, связанные с этим, мало чем отличаются от управления портфеля ценных бумаг инвестиционного фонда. К отличиям можно отнести то, что комиссионные по управлению инвестиционным портфелем частного инвестора выше и составляют, как правило, от 3% до 20% (комиссионные по управлению портфелем инвестиционного фонда составляют от 1% до 3%); частный инвестор может активно участвовать в управлении своим портфелем (совместно с управляющим разрабатывать стратегию управления, определять модель и структуру портфеля и проч.); частный инвестор может претендовать на более «внимательное» отношение к

[69] Инвестиционный портфель – это «собрание ценных бумаг разного вида, разного срока действия и разной ликвидности, управляемое как единое целое»: www.pifovik.ru, 2009.

[70] Модель портфеля - это его инвестиционные характеристики, отличающие его от других моделей. Основой для классификации могут служить различные характеристики модели портфеля: выбранная стратегия инвестирования; показатель того, за счёт каких средств получен доход; временные характеристики портфеля; характеристики ценных бумаг, составляющих портфель и проч.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

своим требованиям и пожеланиям в силу того, что он предоставляет УК значительный капитал, управление которым принесет УК высокую прибыль.

Другой способ управления крупным частным капиталом называется альтернативные инвестиции и является относительно новым видом бизнеса для инвестиционных банков. К альтернативным инвестициям можно отнести эндаумент, прямые, венчурные и премьер-инвестиции. Для управления этими инвестициями создаются специальные фонды: эндаумент-фонды, фонды прямых инвестиций, венчурные фонды и др.

Эти фонды нельзя отнести к традиционным инвестиционным фондам, так как они, как правило, не занимаются инвестированием на фондовом рынке и далеко не все инвестиционные банки предоставляют клиентам возможность альтернативных инвестиций. Тем не менее, в последнее время инвесторы все чаще рассматривают возможность инвестировать в области, не связанные с фондовым рынком, они ищут некую альтернативу портфельным инвестициям, чтобы хоть как-то застраховать себя от падения фондового рынка.

Эндаумент-фонды (endowment funds) - это фонды, которые призваны управлять целевым капиталом, сформированным из благотворительных взносов граждан и организаций. Средства, полученные в результате доверительного управления эндаумент-фондом, поступают в качестве дополнительных доходов «в некоммерческие организации, специализирующиеся на оказании услуг в сфере образования, науки, здравоохранения, культуры, физической культуры и спорта (за исключением профессионального спорта), искусства, архивного дела, социальной помощи (поддержки)»[71].

Фонды прямых (стратегических) инвестиций (private equity) - это фонды, нацеленные на инвестирование в уставный капитал предприятия с целью извлечения дохода и получения прав на участие в управлении предприятием. Чаще всего, «конечная цель прямых инвестиций - получение

[71] www.eurofinance.ru, 2009.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

контроля над предприятием и приобретение контрольного пакета акций»[72]. Обычно основную часть прибыли клиенты фонда (пайщики) получают при продаже своей доли при первичном размещении акций на бирже, то есть когда компания меняет свой статус с частной на публичную.

Венчурные фонды - это фонды, ориентированные на инвестирование и управление инвестициями в демонстрирующие потенциал и быстрорастущие предприятия. Как считают экономисты, «этот вид предпринимательства в большой степени характерен для коммерциализации результатов научных исследований в наукоемких и, в первую очередь, в высокотехнологических областях, где перспективы не гарантированы и имеется значительная доля риска»[73]. Цель венчурного финансирования - получение высокого дохода от инвестиций, которые пайщики фонда получают не в виде дивидендов, а при продаже своей доли компании - после нескольких лет успешного развития - партнерам по бизнесу, на фондовом рынке при первичном размещении ценных бумаг или крупной компании-конкуренту.

Премьер-инвестиции - это инвестиции в предметы роскоши: яхты, коллекционные спиртные напитки, произведения искусства и т.п. Как правило, вложения в такие предметы роскоши позволяют рассчитывать на долгосрочный доход, а также «войти в новый мир - коллекций, художников, выставок и аукционов»[74].

Операции УК по управлению альтернативными инвестициями специфичны и требует наличия специалистов в каждой отдельной области. Тем не менее, УК обычно осуществляет следующие операции:

- комплексный анализ отрасли, интересной клиенту для вложения капитала;
- инвестиционное проектирование (подготовка инвестиционного проекта, бизнес-плана, ТЭО с «нуля»);

[72] www.utrade.ru, 2009.
[73] www.bportal.ru, 2009.
[74] www.eurofinance.ru, 2009.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

- анализ, оценка и экономическое обоснование инвестиционных проектов, разработанных заказчиком (компанией, требующей финансирование);
- определение предметов роскоши (премьер-инвестирование), в которые клиент может инвестировать (с учетом пожеланий и возможностей инвестора);
- оценка финансово-хозяйственной деятельности компаний - потенциальных объектов инвестирования (прямое, венчурное инвестирование) и стоимостная оценка предметов роскоши - потенциальных объектов инвестирования (премьер-инвестирование);
- поиск инвесторов и сопровождение проектов по привлечению инвестиций: участие в переговорах, отстаивание позиций заказчика, разработка и реализация юридических и финансовых схем привлечения инвестиций;
- кредитный брокеридж (помощь в привлечении банковских кредитов) и помощь в организации проектного финансирования со стороны банков;
- формирование инвестиционного портфеля из предметов роскоши (премьер-инвестирование);
- инвестиционный консалтинг;
- юридическое консультационное и организационное сопровождение сделок по продаже доли в бизнесе;
- постоянное отслеживание динамики финансового рынка и рынка произведений искусства, своевременное и правильное реагирование на изменения рынка;
- перераспределение активов в портфеле в зависимости от рыночной конъюнктуры (премьер-инвестирование);
- управление рисками;
- оказание аналитической, информационной и консультативной поддержки клиентам.
- фиксация финансовых показателей.

В завершении данного параграфа необходимо подчеркнуть, что кроме основных, базовых операций, которые составляют для инвестиционных

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

банков исключительный вид деятельности, в последнее время инвестиционных банки начинают все больше диверсифицировать перечень своих операций за счет включения в него некоторых дополнительных операций. Эти операции не являются краеугольным камнем для инвестиционных банков и не влияют на их сущность. Однако они не только способны приносить дополнительную прибыль банкам, но и могут являться определенным конкурентным преимуществом. К таким операциям инвестиционные банки относят услуги депозитария, кастодиальные и клиринговые услуги, консультационные и информационные услуги, услуги, связанные со страхованием.

В заключение данной главы можно сделать следующие выводы:

1. Операции инвестиционных банков многочисленны и разноплановы, с каждым годом их перечень расширяется, а технология усложняется.
2. Наиболее важными, прибыльными и традиционными операциями инвестиционных банков остаются операции инвестиционно-банковского сектора и сектора торговых операций.
3. Наиболее технологически сложными и рискованными операциями инвестиционных банков на сегодняшний день являются операции, связанные с секьюритизированными продуктами и трейдингом.
4. Кроме основных операций инвестиционные банки оказывают дополнительные операции, приносящие им прибыль и являющиеся определенным конкурентным преимуществом.
5. В процессе взаимодействия с клиентами инвестиционные банки устанавливают тесные, долгосрочные контакты, предлагая клиентам свой профессионализм, опыт и деловую репутацию в качестве некой гарантии успешности сделок.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

ГЛАВА 3. ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ИНВЕСТИЦИОННЫХ БАНКОВ НА МИРОВОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

Мировой финансовый рынок складывался в течение десятилетий. Исследователи полагают, что первые признаки мирового финансового рынка стали проявляться уже в 1960-х. В основе его формирования была интернационализация национальных рынков ссудных капиталов, которая стала возможна из-за перетока денежных средств из американских банков в неамериканские. Это происходило потому, что в США действовало правило Q в рамках принятого в 1937 году Федерального резервного акта, ограничивающее процентные выплаты по депозитам американских банков, которые были существенно ниже рыночных ставок. Инвесторы были заинтересованы в получении более высоких доходов и переводили депозиты в неамериканские банки, в которых не существовало ограничений по выплатам депозитных процентов. Результатом этого стало появление рынка евродолларов и мирового денежного рынка.

Постепенно стал формироваться спрос на долгосрочные ссуды, которой и положил начало мировому рынку капиталов. С появлением мировых финансовых центров в Нью-Йорке, Лондоне, Цюрихе, Токио возникла мировая финансовая сеть, в основе которой был мировой финансовый рынок. Его становление имело под собой три ключевых аспекта: «глобальное присутствие международных финансовых институтов, международная финансовая интеграция и быстрое развитие финансовых инноваций»[75].

По мере того, как национальные правительства отказывались от вмешательства в экономику, и усиливалась либерализация национальных финансовых рынков (валютных и рынков капитала), рос и процветал мировой рынок ценных бумаг, основными составляющими которого

[75] Савицкий А.А. Специфика деятельности хеджевых фондов на мировом финансовом рынке: Дипл. работа. – М., 2006, С. 8.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

становились рынок международных облигаций, рынок евроакций и рынок производных инструментов. Мировой фондовый рынок, в свою очередь, в несколько раз увеличил объемы мирового финансового рынка.

В настоящее время мировой финансовый рынок состоит из следующих сегментов (Приложение В):

- внебиржевой нерегулируемый валютный рынок, который объединяет валютные рынки и финансовые институты разных стран, и торги на котором осуществляются через компьютерные системы путем электронных переводов.

- фондовый рынок, в свою очередь, состоящий из пяти основных рынков:

а) биржевой и внебиржевой рынок иностранных облигаций, позволяющий инвесторам размещать облигации на рынке одной страны, при этом валюта займа для заемщика является иностранной, а для кредитора - национальной. Финансовые центры этого рынка находятся в США, Великобритании, Японии, Германии, Швейцарии и Люксембурге.

б) рынок еврооблигаций, облигаций «дракон», кредитных и еврокоммерческих бумаг, на котором заемщики имеют возможность привлекать денежные ресурсы крупных институциональных и частных инвесторов.

в) рынок евроакций, на котором размещают долевые ценные бумаги крупнейшие мировые компании;

г) внебиржевой и биржевой рынки производных финансовых инструментов, которые особенно динамично развивались в последнее время благодаря притоку инвесторов и «лавинообразному» появлению новых финансовых продуктов.

д) рынок секьюритизированных финансовых инструментов, появившийся в начале XXI века.

- денежный рынок и рынок ссудного капитала, основу которого составляет рынок синдицированных еврокредитов. Центры расположены в Лондоне, Франкфурте, Цюрихе, Нью-Йорке и Сингапуре.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

Таким образом, мировой финансовый рынок - это ««виртуальное» понятие, не имеющее каких-либо границ или привязки к территории»[76]; это рынок, сложившийся как совокупность национальных и международных финансовых рынков и состоящий из нескольких подчиненных рынков - валютного, денежного, фондового рынков и рынка капиталов. Далее мы рассмотрим деятельность инвестиционных банков на мировом финансовом рынке.

3.1 Инвестиционные банки в разных финансовых системах

Как уже было отмечено, мировой финансовый рынок - это совокупность национальных финансовых рынков, национальных финансовых систем, каждая их которых имеет свои особенности. Эти особенности не могли не оказать влияния на появление и развитие национальных инвестиционных банков. Далее мы проследим эволюцию и деятельность инвестиционных банков в разных финансовых системах.

Традиционно, исследователи выделяли две модели финансовой системы государства:[77]

- рейнская (германская, континентальная, европейская, банковская), характеризующаяся доминированием банков в экономике страны, инсайдерской системой корпоративного управления и более консервативной корпоративной стратегией. Чем больше доля крупных (оптовых) акционерных капиталов, тем значительнее роль банков и незначительнее роль рынков акций в финансировании экономики, тем более «долговой» характер имеет экономика. Такая модель рыночной экономики называется «капитализм крупного собственника» (stakeholder capitalism).

---

[76] Терпецкая А.В. Деятельность российских профессиональных участников на международном рынке ценных бумаг: Дипл. работа. – М., 2002, С. 6.

[77] Павлова А.А. Национальные модели рынка ценных бумаг: сравнительный анализ: Дипл. работа. - М., 2004, СС, 17-18.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

- англо-саксонская (нео-американская, биржевая), характеризующаяся доминированием рынка ценных бумаг в экономике страны, аутсадерской системой корпоративного управления и более гибкой, открытой, инновационной корпоративной стратегией. Чем больше доля розничных инвесторов, тем выше степень дробности капитала, тем рискованнее финансирование экономики через институт рынка ценных бумаг, тем незначительнее роль долговых обязательств и банков в структуре финансирования, но тем разнообразнее набор финансовых инструментов на фондовом рынке. Такая модель рыночной экономике называется «капитализм мелкого акционера» (shareholder capitalism).

Кроме того, существуют страны, которым присущи черты как той, так и другой модели финансовой системы - это страны с так называемой смешанной моделью.

Инвестиционные банки в англо-саксонской финансовой системе

Основными образчиками англо-саксонской модели выступают США и Великобритания. Многие исследователи полагают, что инвестиционные банки, которые явились предтечей современных инвестиционных банков, появились в США в XVIII веке, при этом, они, в свою очередь, берут начало от торговых или «ломбардных» банков (merchant banks, Lombard banks), функционирующих в средневековой Италии[78]. Есть данные, свидетельствующие о том, что в XI-XII веках итальянские торговцы зерном брали кредиты под залог будущего урожая у евреев, бежавших от преследований из Испании в Италию. Христианам было запрещено участвовать в узуфрукте, так как прибыль, полученная от права пользования чужой вещью, считалась по церковным законам греховной. Это правило не распространялось на евреев, которые, выступая узуфруктариями, получали

[78] Однако некоторые исследователи идут еще дальше, заявляя, что первые признаки инвестиционно-банковской деятельности были обнаружены уже в Древней Греции и Риме (Evidence indicates that ancient civilizations such as Greece and Rome engaged in investment-banking operations with practices such as extending long-term credits to governments and to certain industries): www.encarta.msn.com, 2008.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

прибыль с разницы между ценой предполагаемого урожая на момент предоставления кредита и будущей ценой продажи этого урожая (евреи являлись пользователями всех плодов и доходов предмета узуфрукта, то есть урожая зерновых). Процветая, банковские дома начали не только предоставлять кредиты торговцам и земледельцам, но и членам правящих монарших семей, а позже - размещать облигационные займы правительств[79].

Следующие поколения еврейских банкиров, эмигрировавшие в основном в Германию, Францию, Польшу и Великобританию, сохранили связь с первыми еврейскими эмигрантами, тем самым положив начало развитию семейного банковского дела на территории всей Западной Европы. Операции инвестиционных банков в Польше и Германии мало чем отличались от их операций в Италии. В Великобритании инвестиционные банки (merchant banks, acceptance houses) изначально занимались финансированием внешней торговли, только значительно позже они начали заниматься выпуском в Лондоне финансовых инструментов иностранных эмитентов и размещением долгосрочных инвестиций за границей. Среди наиболее значимых еврейских банкирских домов того времени называют - по разным источникам – дома Ротшильдов[80], Шрёдеров (Schroders), Варбургов (Warburgs) и Бэрингов (Barings).

По мере развития торговли между Старым и Новым светом европейские банковские дома все чаще привлекались для финансирования внешней торговли путем учета переводных векселей (bills of exchange) (с середины XVII). Не желая терять наработанные связи с клиентами и самих клиентов, а также в поисках новых рынков сбыта своих услуг, ведущие европейские инвестиционные банки в XVIII века начали открывать свои отделения/филиалы в США. Так, в начале XVIII века развитие некоторых

[79] Банк Baring Brothers принимал участие в размещении облигационного займа с целью обеспечить выплаты репараций Францией после наполеоновских войн; в 1818 году дом Ротшильдов разместил 36-летний облигационный заем правительства Пруссии; голландский банк Mees вместе с банком Baring Brothers «оказали содействие» американским штатам в приобретении Луизианы у Наполеона в 1803 году.

[80] The House of Rothschild attained a dominant position in the financial centers of Europe during the 1800s and was still influential in the 1900s (Дом Ротшильдов приобрел доминантное значение в финансовых центрах Европы в 1800-х годах и все еще не растерял свое влияние в 1900-х): www.encarta.msn.com, 2008.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

отраслей промышленности США всецело зависело от зарубежных инвестиций, которые по большей мере поступали из Великобритании. После Гражданской войны (1861-1865 гг.) инвестиционные банки контролировали торговлю ценными бумагами строящихся конок и железных дорог. Тогда на арену финансового рынка впервые вышли представители американского еврейства и потомки англосаксов: Морганы (Morgans), Кёны (Kuhns), Лоебы (Loebs), Леманы (Lehmans), Голдманы (Goldmans) и Саксы (Sachs).

В начале прошлого столетия и в период Первой мировой войны американские инвестиционные банки развивались невероятными темпами: во-первых, это было вызвано тем, что количество игроков на рынке ценных бумаг (а, соответственно, и клиентов банков) увеличилось в несколько раз, явившись результатом периода процветания 1920-х годов (great prosperity time); во-вторых, тем, что на рынок пришло много новых неискушенных компаний («many new and inexperienced firms»[81]), с азартом играющих на фондовом рынке и пополнивших ряды банкротов в Великую депрессию.

Напомним, что в то время инвестиционные банки не являлись отдельными, независимыми юридическими образованиями, они действовали в рамках коммерческих банков, чаще всего как аффилированные лица последних (компании по ценным бумагам, брокеры, дилеры) или в составе коммерческих банков как внутренние отделы по ценным бумагам. Великая депрессия явилась поворотным моментов в деятельности американских инвестиционных банков.

После депрессии в США была возведена так называемая «великая китайская стена»[82], разделяющая коммерческие банки и биржи - в 1933 году в США был принят закон Гласса-Стигалла (Банковский акт). Во-первых, этот закон отлучил коммерческие банки от деятельности на рынке ценных бумаг и запретил им участвовать в эмиссии ценных бумаг и владеть ими (за исключением нескольких случаев). Во-вторых, на рынок ценных бумаг были

[81] Merchant banking: www.wikipedia.com, 2009.
[82] Ческидов Б.М. Развитие банковских операций с ценными бумагами. - М.: Финансы и статистика, 1997, С. 336.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

допущены только инвестиционные банки (брокерско-дилерские компании, компании по ценным бумагам, андеррайтеры), независимые в юридическом плане от коммерческих банков, что позволило в определенной степени избежать конфликтов интересов, которые возникали раньше.

Важно отметить, что «великая китайская стена» не была возведена в одночасье: банкам давался год (grace period) на то, чтобы они определись, в какой области они продолжат функционировать - в коммерческой или инвестиционной. То есть закон Гласса-Стигалла являлся, по сути, соглашением картельного типа о разделе рынка («a cartel market-sharing agreement»[83]). В период между 1929 и 1933 годами около 200 коммерческих банков отказалось от инвестиционно-банковской деятельности[84].

Период с 1933 по 1945 годы был периодом развития американских инвестиционных банков и упрочения их позиций. Несомненно, это во многом стало возможным благодаря событиям, происходившим в Европе в то время. Финансовые системы и экономики западноевропейских стран и Японии сильно пострадали в военные годы. После войны в результате Бреттон-Вудских соглашений мировое валютное пространство было подчинено доллару США как наиболее жизнеспособной валюте того времени. До 1980-х годов золотодевизный стандарт всех валют стран-членов МВФ был основан на долларе США. Конвертируемость доллар в золото сделало его резервной валютой. Кроме того, доллар США «сыграл роль своеобразного «костыля», опираясь на который европейские страны выбирались из послевоенной разрухи»[85]. Все это обеспечило небывалый подъем экономики США и бурное развитие ее финансового рынка.

К концу прошлого века американские инвестиционные банки представляли собой в юридическом плане крупные компании по ценным бумагам (по терминологии ФРС - брокерско-дилерские компании, security

[83] Shughart. W.F. A Public Choice Perspective of the Banking Act of 1933 / Cato Journal, 1988, vol. 7, No. 3, P. 606.
[84] Shughart. Там же. С. 608.
[85] Шумилов В.М. Международное финансовое право. – М.: Международные отношения, 2005, С. 160.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

brokers&dealers) и относились к небанковскому[86] сектору, судя по статистике финансовых потоков (financial flow accounts). Неофициально они носили название «инвестиционные банки». На их долю от всех финансовых активов страны в 1970 году приходилось 16 млрд. долларов США (1,0%), в 1980 году - 45 млрд. долларов США (0,9%), в 1990 году - 262 млрд. долларов США (1,8%), в 1998 году - 850 млрд. долларов США (2,7%)[87].

Однако банковский сектор США начал претерпевать значительные изменения с конца 1980-х годов, когда некоторым коммерческим банкам - после либерализации Банковского акта - было разрешено работать на фондовом рынке с корпоративными ценными бумагами. Китайская стена была разрушена после принятия в 1999 году Закона о финансовой модернизации (Закон Грэмма-Лич-Блайли), вступившего в силу в марте 2000 года. Согласно этому закону коммерческие банки получили право создавать дочерние компании, занимающиеся страховым бизнесом и ценными бумагами. С того времени коммерческие банки в США стали превращаться в «универсальные коммерческие комплексы»[88], юридический статус которых определялся как «инвестиционно-банковская холдинговая компания» (investment bank holding company). К маю 2000 года в США 270 национальных банков и 17 зарубежных банков были преобразованы в инвестиционно-банковские холдинговые компании[89] (Приложение Г).

Общее количество брокерско-дилерских фирм (независимых инвестиционных банков) неуклонно сокращалось в основном благодаря присоединениям (M&A) их к коммерческим банкам. Так, общее количество брокерско-дилерских компаний в 1990 году было 8437, в 1995 году - 7722, в 2000 году - 7258, в 2005 году - 6015, в 2006 году - 5808[90].

---

[86] Однако на сайте ФРС инвестиционные банки числятся в разделе «banking structure».
[87] Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: проблемы и тенденции развития: Дисс. …док. эконом. наук. - М., 2000, С. 439.
[88] Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: проблемы и тенденции развития: Дисс. …док. эконом. наук. - М., 2000, С. 179.
[89] Cook K. W., Noreen D. Handbook of Modern Finance. - New York: RIA Group, 2001, P. 13.
[90] U.S. Securities and Exchange Commission: «Select SEC and Market Data Fiscal 2007»: www.sec.gov, 2009.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

За последние 16 лет (с 1990 по 2006 годы) доходы инвестиционных банков выросли в 6,4 раз и составили 458,5 млрд. долларов США; расходы выросли в 5,9 раз и составили 419,9 млрд. долларов США; прибыль до выплаты налогов выросла в 48 раз и составила 38,6 млрд. долларов США. Основными статьями доходов инвестиционных банков являются взимаемая за операции комиссия и доходы от трейдинга. При этом на долю американских инвестиционных банков в 2007 году приходилось 53% от общемирового показателя доходов инвестиционных банков, данный показатель вырос на 80% за последнее десятилетие[91] (Приложение Д).

Другим образчиком англо-саксонской модели финансовой системы выступает Великобритания. В Великобритании исторически сложилось два класса банков: торговые (merchant banks) и коммерческие (commercial banks). При этом торговлей ценными бумагами на фондовой бирже занимались небольшие специализированные компании (джобберы и брокеры), которые входили в группу торговых банков. Кроме того, на рынке государственных ценных бумаг функционировали специализированные финансовые компании, получившие название gilt-edged money makers.

Но в 1980-е годы коммерческие банки постепенно начали учреждать дочерние компании, занимающиеся деятельностью на рынке ценных бумаг, или покупать уже функционирующие компании (однако коммерческие банки не занимались непосредственно деятельностью на рынке ценных бумаг, ее осуществляли их дочерние подразделения). Это процесс начался после снятия запрета, согласно которому брокеры и джобберы не могли принадлежать юридическим лицам. В 1986 году на Лондонской фондовой бирже было отменено само деление на брокеров и джобберов. Таким образом, к концу прошлого века многие бывшие брокерские и джобберские компании были куплены торговыми банками Великобритании. А сами торговые банки в процессе либерализации финансовой системы смогли получить так называемую полную лицензию, позволяющую им

[91] www.ifsl.org.uk, 2009.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

преобразоваться в универсальные финансовые учреждения[92]. Следует отметить, что термин «торговые банки» в стране практически не используется, такие банки все чаще называют инвестиционными, хотя для небанковских профессиональных участников обычно используется термин broker-dealer или stockbroker.

Особенностью британских инвестиционных банков является их специализация. Как правило, национальные инвестиционные банки предпочитают выбрать ту или иную область своей экспертизы (корпоративные финансы, инвестиционное консультирование, эмиссия ценных бумаг, реорганизация компаний и проч.) и сосредоточиться на ней. Только немногие национальные инвестиционные банки оказывают услуги во всех перечисленных областях. Кроме того, в последние годы национальные инвестиционные банки начали специализироваться и в других областях: трейдинге на собственный счет, управлении активами (коллективное инвестирование) и доверительном управлении капиталом.

Важно подчеркнуть, что в Великобритании функционирует Лондонская ассоциация инвестиционных банков (LIBA, London Investment Banking Association), основной задачей которой является представлять интересы своих членов (лондонские отделения инвестиционных банков) по всем вопросам их деятельности в Великобритании, Европе и мире («represents the interests of its members (London offices of investment banks) on all aspects of their business… in the UK, in Europe, and worldwide»[93]).

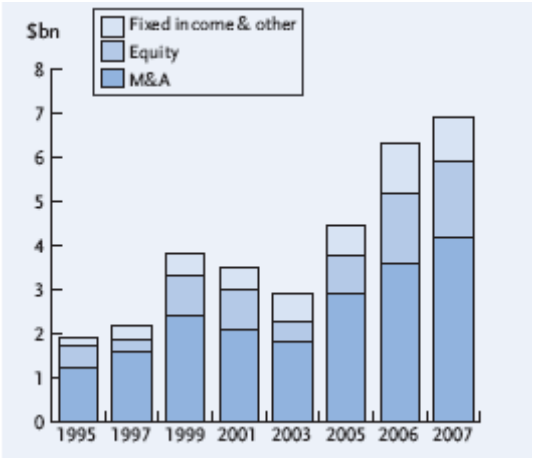
В 2007 году доходу британских инвестиционных банков составили 26% от европейского показателя доходов инвестиционных банков (при расчете общеевропейского показателя доходов учитывались показатели доходов инвестиционных банков стран Африки и Ближнего Востока; общеевропейский показатель составил 32% от общемирового показателя

[92] Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: проблемы и тенденции развития: Дисс. …док. эконом. наук. - М., 2000, СС. 161, 166, 174-175.
[93] www.liba.org.uk, 2009.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

доходов инвестиционных банков)[94]. Основными источниками доходов британских инвестиционных банков в 2007 году являлись комиссионные сборы, полученные в процессе реорганизации компаний (51% = 42,8 млрд. долларов США), эмиссии долевых ценных бумаг (30% = 25 млрд. долларов США), эмиссии долговых ценных бумаг (19%).

График 3.1 - Статьи и показатели доходов британских инвестиционных банков в десятках млрд. долларов США (2007 год)



Источник: IFSL Research, Banking 2008[95].

Рейнская финансовая система

Ярким образчиком рейнской финансовой системы выступает Германия, которая, являясь лидером в Евросоюзе по некоторым экономическим показателям (ВВП, объем экспорта, трудовые ресурсы и проч.), уступает Великобритании по масштабам национального финансового рынка. Фондовый рынок Германии менее развит, чем фондовые рынки в англо-саксонской финансовой структуре. В 1990-е годы правительство Германии попыталось решить проблему недостаточного развития национального фондового рынка. С этой целью была разработана общенациональная стратегия развития финансовых рынков «Финансовая площадка Германия» (Finanzplatz Deutschland). Однако хотя за прошедшие

[94] www.ifsl.org.uk, 2009.
[95] www.ifsl.org.uk, 2009.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

годы Германии и смогла улучшить некоторые свои показатели фондового рынка (например, выросли объемы торговли деривативами), но так и не смогла «перехватить лидерство у Лондона как международного финансового центра»[96].

Доминирующее положение в финансовой структуре страны занимают кредитные учреждения (банки), в структуре активов финансовых институтов Германии на их долю приходится 72%. В 2007 году в Германии функционировало 2277 банков, при этом их число неуклонно снижалось, начиная с 1957 года.

В стране все банки делятся на две группы: универсальные и специализированные. В свою очередь, универсальные банки бывают коммерческие, кооперативные и банки земель (институты общественного сектора). Пять крупнейших коммерческих банков страны образуют так называемую группу «гроссбанков», в которую в настоящее время входят Deutsche Bank, Dresdner Bank, Commerzbank, Postbank и Unicredit (образовался в 2005 году в результате слияния HVB с UniCredito Italiano). Доля гроссбанков в активах банковской системы составляет 25%. Как раз эта пятерка банков и универсальные банки являются основными игроками на фондовом рынке, им разрешены все операции, связанные с выпуском и оборотом ценных бумаг и прочих финансовых инструментов. Специализированные банки могут выступать на фондовом рынке, как правило, только в качестве эмитентов и инвесторов.

Кроме того, к операциям на рынке ценных бумаг допущены компании по ценным бумагам (компании финансовых услуг), которые были созданы в результате принятия Директивы ЕС об инвестиционных услугах (Investment Services Directive 93/22/EEC). Согласно Директиве необходимо было предоставить «равный режим доступа на рынки ценных бумаг стран-членов ЕС банковским и небанковским финансовым посредникам»[97]. Однако важно

[96] Рубцов Б.Б. Финансовый рынок Германии / Портфельный инвестор, № 7-8, 2008, С. 1.
[97] Рубцов Б.Б. Финансовый рынок Германии / Портфельный инвестор, № 7-8, 2008, С. 9.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

подчеркнуть, что для Германии компании по ценным бумагам являются относительно новым видом финансового посредника (учреждения), поэтому по праву, неофициально немецкими инвестиционными банками можно назвать инвестиционно-банковские подразделения универсальных банков и гроссбанков.

Смешанная финансовая система

В качестве примера страны со смешанной финансовой системой рассмотрим Японию. На рынке ценных бумаг Японии традиционно могли функционировать две основных группы финансовых посредников: городские банки и компании по ценным бумагам. Городские банки - это некий аналог немецких гроссбанков. Их число за последнее время сократилось в результате M&A с одиннадцати до шести, среди крупнейших городских банков называют Mitsubishi UFJ Financial Group, Mizuho Holdings, Sumitomo Mitsui Banking Corp., Resona Holdings, Inc.

До последнего десятилетия прошлого века эти банки могли выступать на фондовом рынке только в качестве инвесторов, с 1992 года им было разрешено создавать дочерние копании по ценным бумагам, которые могли оперировать любыми финансовыми инструментами, кроме корпоративных ценных бумаг. В 1993 году городским банкам было разрешено приступить в андеррайтингу процентных ценных бумаг. Все ограничения были отменены к 2001 году, а с 01 декабря 2004 года самим банкам было разрешено «совершать розничные операции с корпоративными ценными бумагами (но как посредники для компаний по ценным бумагам)»[98].

Первые компании по ценным бумагам появились как результат вступления в действие Закона о ценных бумагах и фондовых биржах 1948 года (ст. 65). Закон был разработан при непосредственном участии американских консультантов, и, как и в США, банкам было запрещено

[98] Рубцов Б.Б. Финансовый рынок Японии / Портфельный инвестор, № 5, 2008, С. 11.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

совмещать коммерческую и инвестиционную деятельность (брокерско-дилерские операции, выпуск корпоративных ценных бумаг). Инвестиционной деятельностью могли заниматься только компании по ценным бумагам, получившие лицензию Министерства финансов. Чаще всего японские брокеры-дилеры получали несколько из четырех возможных лицензий (дилерскую, брокерскую, андеррайтинговую, на совершение «розничных» операций с частными инвесторами). Только крупные компании по ценным бумагам имели все четыре вида лицензий. Более того, в 1993 году компаниям по ценным бумагам были разрешены «операции по доверительному банковскому управлению»[99]. К 2007 году в Японии насчитывалось 308 компаний по ценным бумагам.

Крупнейшие компании по ценным бумагам называли инвестиционными домами, «большой четверкой» (Yondai Shoken): Nomura, Daiwa, Yamaichi, Nikko. Они в течение нескольких десятилетий занимали лидирующие позиции среди инвестиционных банков Японии и мира. На них в годы бума «хейсей» (вторая половина 1980-х годов) приходилось 47% всех операций с акциями национальных эмитентов, 75% была их доля в оказании услуг по андеррайтингу, 80% - в торговле облигациями[100]. Интересно отметить, что инвестиционный банк Nomura был в течение нескольких лет крупнейшим инвестиционным банком мира. В 1986 году его собственный капитал (10 млрд. долларов США) превышал совокупный капитал трех ведущих американских инвестиционных банков того времени (Merrill Lynch, Salomon Brothers и Shearson Lehman). В конце 1980-х годов капитализация Nomura равнялась 70 млрд. долларов США, что можно было сравнить с капитализацией целой отдельной страны[101]. Как считает Б.Б. Рубцов, на японском фондовом рынке сложилась олигополия, а большая четверка являлась своеобразным картелем[102].

---

[99] Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: проблемы и тенденции развития: Дисс. …док. эконом. наук. - М., 2000, С. 180.
[100] Рубцов Б.Б. Финансовый рынок Японии / Портфельный инвестор, № 5, 2008, С. 12.
[101] Рубцов Б.Б. Финансовый рынок Японии / Портфельный инвестор, № 5, 2008, С. 12.
[102] Рубцов Б.Б. Финансовый рынок Японии / Портфельный инвестор, № 5, 2008, С. 12.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

Коррективы в расстановку сил на фондовом рынке Японии внесли законодательные акты в рамках реформы Big Bang[103] 1998 года, согласно которым деятельностью на рынке ценных бумаг могли заниматься городские банки и их дочерние компании. При этом создавать компании по ценным бумагам можно было не в разрешительном (как ранее), а в заявительном порядке. Кроме того, финансовый кризис, начавшийся в стране в 1997 году, способствовал разрушению сложившейся олигополии. Банкротство потерпели некоторые финансовые учреждения: банки, страховые компании и компании по ценным бумагам. Уже в ноябре 1997 года объявили себя банкротами Sanyo Securities, городской банк Hokkaido, Takushoku Bank и инвестиционный гигант Yamaichi.

До 1990-х годов основную статью доходов японских инвестиционных банков составляла комиссия, взимая за операции с ценными бумагами. Она составляла примерно 60% от чистой прибыли (net revenue) банков. При этом (как и в США) до 1990 года комиссия была фиксированной, однако в рамках Big Bang ее сделали плавающей (как и в США в мае 1975 года). После того, как основной источник доходов иссяк, японские инвестиционные банки были вынуждены пересмотреть направления своей деятельности. Многие инвестиционные банки переключились «from commission driven business to portfolio advisory, or asset gathering»[104] (с бизнеса, обусловленного комиссией, на управление портфельными инвестициями и привлечение капитала)[105].

Важно подчеркнуть, что управление активами может стать превалирующим видом деятельности национальных инвестиционных банков. По оценкам Министерства здравоохранения и социального развития Японии, к 2020 году доля населения пенсионного возраста (от 65 лет) превысит 25% всего населения страны. Поэтому быстрый рост граждан преклонного возраста создает великолепные возможности для развития деятельности инвестиционных банков в области управления активами и управления

[103] Так реформа была названа по аналогии с английской реформой Big Bang, проводимой в 1986 году.
[104] http://209.85.135.104/search?ru.
[105] Перевод автора – М.Ш.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

пенсионными накопительными планами[106] (Japan's rapidly aging population will create huge business opportunities for investment banks in individual asset management and pension plans[107]).

3.2 Инвестиционные банки на формирующихся рынках

Формирующиеся рынки некоторых стран становятся в последнее время все более значимыми для мировой экономики и, соответственно, для мирового финансового рынка. К странам, которые способны оказать довольно-таки ощутимое влияние в скором будущем, многие экономисты относят страны БРИК. Аббревиатуру БРИК (BRIC) впервые использовал в своем выступлении в 2003 году инвестиционный банкир Goldman Sachs Джим О'Нейл (Jim O'Neill), рассказывая о совокупном влиянии экономик Бразилии, России, Индии и Китая.

Финансовые системы всех стран БРИК можно условно отнести к финансовым системам смешанного типа, даже несмотря на ощутимое влияние, которое оказывали США и Великобритания на формирование национальных финансовых систем всех четырех стран.

Бразилия

В Бразилии реформы, направленные на модернизацию финансового рынка, начали проводиться в 1964-1967 годах. Первоначально было запланировано выстроить финансовую систему по американской модели, с незначительной долей банковского кредитования, развитым фондовым рынком и успешно функционирующими частными финансовыми институтами. Цель проводимых реформ заключалась в развитии частного сегмента национального финансового рынка («the 1964-67 reform tried to

[106] Перевод автора – М.Ш.
[107] http://209.85.135.104/search?ru.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

establish a «private arm» in the Brazilian financial system, to be supported by the capital market, as in the US model»[108]). В результате реформ были созданы четыре основных класса финансовых посредников: Национальный банк экономического развития (BNDE, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico), региональные банки развития, инвестиционные банки и брокерские компании. Важно отметить, что среди рассматриваемых стран Бразилия единственная страна, в которой понятие «инвестиционный банк» является не только экономическим, но и юридическим!

Первые инвестиционные банки появились в Бразилии в 1966 году, в сферу их операций входил андеррайтинг ценных бумаг и предоставление долгосрочного финансирования. В сферу операций брокерских компаний входила полномасштабная деятельность на первичном и вторичном рынках ценных бумаг. Однако несколько лет функционирования созданных финансовых посредников показали, что инвестиционные банки выступают источником не долгосрочного финансирования (как это было задумано), а, скорее, источником пополнения краткосрочного, «рабочего капитала» компаний. Доля финансирования экономики посредством выпуска акций и облигаций была крайне мала (около 2,5% в 1980-х годах). Финансирование реального сектора экономики происходило, как и раньше, за счет государственного и банковского кредитования. Кроме того, произошло укрупнение коммерческих банков за счет того, что они впоследствии поглотили многие из вновь созданных финансовых посредников, превратившись в настоящих «гегемонов» финансового рынка.

Однако им составили конкуренцию инвестиционные банки, которые, согласно «Регламенту-63» могли привлекать инвестиции для своего развития не только на национальном рынке, но и на международном рынке под более низкие проценты (такое право в Бразилии было только у крупных коммерческих банков). Конкуренция дала толчок для серии слияний и

[108] Hermann. J. Financial Structure and Financial Models: the Brazilian Experience over the 1967-1997 Period. – Rio de Janeiro: Federal University of Rio de Janeiro, 2000, P. 4.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

поглощений и появлению финансовых конгломератов, занимающихся как коммерческой, так и инвестиционно-банковской деятельностью.

В настоящее время на финансовом рынке Бразилии весь спектр операций, которые выполняют инвестиционные банки в других рассматриваемых странах, могут выполнять коммерческие банки (частные и государственные), инвестиционные банки и многофункциональные банки (частные и государственные) (Приложение Е). Однако коммерческие и инвестиционные банки Бразилии более активны на международных финансовых рынках, в то время как многофункциональные банки в основном сосредоточены на предоставлении кредитов компаниям и работе с населением.

К концу прошлого века в Бразилии насчитывалось 36 коммерческих банков, 22 инвестиционных банка и 180 многофункциональных банков. Число банков неуклонно продолжило снижаться и в последующие годы за счет продолжившихся укрупнения и концентрации в финансовых центрах страны. К 2006 году в Бразилии уже было 138 многофункциональных банков, 22 коммерческих банка и 20 инвестиционных банков. Кроме того, насчитывалось около 300 компаний по ценным бумагам[109].

Россия

Фондовый рынок России начал развиваться в 1990-1992 годах и рос небывалыми темпами. Как часть этого рынка появились и первые финансовые посредники. В сентябре 1994 года была зарегистрировано более 2700 финансовых институтов, среди которых были финансовые брокеры, инвестиционные консультанты и инвестиционные компании. Кризис 1998 года пережили немногие. В 1999 году было уже 1600 брокеров, а к началу 2002 года - менее 700. Однако формирование финансовых институтов,

[109] www.bcb.gov.br, 2009.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

способных предоставить полный спектр услуг на фондовом рынке, было крайне важно для формирующейся финансовой системы страны.

В силу того, что в первые годы национального фондового рынка в РФ не было какого-либо опыта разработки банковского законодательства и законодательства, регулирующего деятельность на рынке ценных бумаг, то первые попытки его разработки предпринимались на основе американского банковского законодательства. Именно поэтому в Программе приватизации 1994 года, утвержденной Указом Президента РФ № 2284 от 22.12.1993 г., фигурирует понятие «инвестиционный банк». Так как первоначально в России, как и во всех остальных странах БРИК, планировалось разделить коммерческую и инвестиционную деятельность, то в данной Программе были перечислены некоторые ограничения для коммерческих банков в отношении владения ими ценных бумаг акционерных обществ. Было отмечено, что данные ограничения сохраняются вплоть до разработки законодательства, регулирующего деятельность инвестиционных банков.

Законодательные акты, касающиеся деятельности инвестиционных банков, так и не были разработаны, а развитие российских инвестиционных банков в основном было связано с реорганизацией существовавших брокерско-дилерских компаний. В настоящее время на рынке ценных бумаг РФ могут функционировать следующие инвестиционные институты: финансовые брокеры, инвестиционные консультанты, инвестиционные компании.

В РФ к инвестиционным банкам можно отнести, на наш взгляд, только крупные компании по ценным бумагам, функционирующие как брокеры, дилеры и инвестиционные консультанта, а также инвестиционно-банковские подразделения универсальных банков. Важно отметить, что уже в начале XXI века на рынке сложилась группа инвестиционных банков, которые контролировали около 65% рынка[110], причем они находились преимущественно в Москве. Такая олигополия на фондовом рынке

[110] Лялин С.В. Тенденции в развитии российских инвестиционных банков / Индикатор, № 4 (44), 2002, С. 47.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

небольшой емкости могла привести, как считают исследователи, к значительным ценовым колебаниям, к информационной асимметрии, к манипулятивным и инсайдерским сделкам[111]. К 2008 году ситуация несколько изменилась: олигополию сменила монополистическая конкуренция. Несмотря на то, что на рынке можно было выделить 25 крупных игроков (включая глобальные инвестиционные банки), активно развивались средние и мелкие инвестиционные банки, как находящиеся в столице, так и региональные.

Индия

Финансовая структура Индии начала формироваться в период британского господства. С 1991 года в стране начали проводить полномасштабные реформы, затрагивающие всех участников финансового сектора, направленные на либерализацию национального финансового рынка и его дерегулирование, на оптимизацию деятельности фондового рынка страны. Одним из результатов реформ стало разделение финансового сектора на банковский сектор и сектор небанковских финансовых институтов. В банковский сектор входят коммерческие банки (80% которых до сих пор являются государственными) и региональные банки.

В небанковском секторе первоначально выделяли четыре вида небанковских финансовых институтов (non-banking financial institutions, позже - non-banking financial companies), одним из которых была «инвестиционная компания». В настоящее время небанковский сектор является самым динамично развивающимся сектором финансовой системы Индии. Деятельность всех небанковских финансовых компаний (включая инвестиционные компании) регулируется Резервным Банком Индии в рамках

[111] Миркин Я.М. Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития: Дисс. …док. эконом. наук. - М., 2003, С. 405.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

Акта о РБИ (глава III B) 1934 года, Акта о Компаниях 1956 года и последующих подзаконных актов.

Первоначально под инвестиционной компанией в Индии понимали «any financial intermediary whose principal business is that of buying and selling of securities»[112] (любой финансовый институт, чьим основным видом деятельности является продажа/покупка ценных бумаг)[113]. Важно отметить, что любая небанковская финансовая компания (включая инвестиционную) на основе регистрационного сертификата, выданного РЦБ, могла принимать депозиты от населения, то есть заниматься тем, чем традиционно занимаются коммерческие банки. Таким образом, особенностью развития инвестиционно-банковского дела в Индии явилось то, что изначально не было установлено жесткого разграничения между коммерческой и инвестиционной банковской деятельностью.

Итогом реформ, проводимых в Индии в 2003-2004 годах, было расширение видов деятельности инвестиционных компаний, которые могли функционировать не только как брокеры/дилеры, но и как финансовые консультанты и андеррайтеры ценных бумаг. В том числе им было разрешено выступать андеррайтерами при организации и выпуске государственных ценных бумаг. Такие инвестиционные компании получили название Первичные дилеры (Primary Dealers). То есть по мере диверсификации своей деятельности и специализации на инвестиционно-банковском деле, индийские инвестиционные компании начали постепенно превращаться в полносервисные инвестиционные банки. Об этом свидетельствует процесс консолидации, происходящий в небанковском секторе, и отказ инвестиционных банков от коммерческой деятельности. Например, если в 2000 году было 188 инвестиционных компаний, работающих с депозитами населения, то в 2003 году их было уже 170, при

[112] Banking sector in India: www.wikipedia.org, 2009.
[113] Перевод автора – М.Ш.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

этом за тот же период объем депозитов, с которыми работали инвестиционные компании, сократился на 68%[114].

Китай

Значительные преобразования финансовая структура Китая начала претерпеть в конце 1980-х годов (после смерти Мао Цзэ-дуна и прихода к власти Дэн Сяо Пина). Именно к этому времени некоторые исследователи относят начало становления инвестиционно-банковского дела в стране. Однако другие исследователи полагают, что точкой отсчета для появления первых инвестиционных банков в Китае можно считать только учреждение двух первых фондовых бирж (в Шанхае в 1990 году и в Шэньчжене в 1991 году) и начало торговли ценными бумагами на них.

В первые годы фондовый рынок Китая развивался небывалыми темпами, учитывая то, что в Китае (как и в РФ) не было собственного опыта разработки законодательной базы в этой области, долгое время его развитие оставалось практически нерегулируемым. Результатом этого, как и в РФ, стало «наводнение» фондового рынка разными видами финансовых институтов. Уже в 1996 году было зарегистрировано более 400 финансовых институтов, осуществляющих брокерско-дилерские операции. Крупнейшими были компании по ценным бумагам Huaxia Securities и Guotai Securities.

Однако в 1996 году правительство Китая приступило к реорганизации фондового рынка, итогом которой стало разделение коммерческой и инвестиционной деятельности. К операциям на фондовом рынке были допущены компании по ценным бумагам и трастовые компании четверки крупнейших коммерческих банков Китая (Банк Китая, Строительный Банк Китая, Промышленный и Коммерческий Банк Китая и Сельскохозяйственный Банк Китая - Big Four). Всем остальным «под угрозой введения санкций в отношении руководителей было запрещено даже

[114] www.scribd.com, 2009.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

предоставлять кредиты для совершения операций с акциями»[115]. Кроме того, в то время правительство Китая руководило процессом консолидации компаний по ценным бумагам, итогом которого стало появление таких крупных компаний по ценным бумагам как Haitong Securities, Changcheng Securities и Ping An Securities.

Дальнейшем шагом на пути укрупнения финансовых посредников стало принятие в 1998 году Закона о ценных бумагам (PRC Securities Law), который определил стандарты деятельности в области ценных бумаг и продолжил дальнейшее отделение инвестиционно-банковского дела от всех других видов деятельности на финансовом рынке. Согласно этому закону компании по ценным бумагам должны были учреждаться отдельно от банков, трастовых компаний и страховых компаний. Закон был введен в действие в июле 1999. Самым заметным результатом действия этого Закона было слияние трастовых компаний Большой Четверки и Китайской Народной Страховой Компании в крупнейший инвестиционный банк страны - Yinhe Securities.

К концу 2002 года в стране осталось 124 компании по ценным бумагам, при этом только 18 владело полной лицензией на оказание инвестиционно-банковских услуг (андеррайтинг, финансовое консультирование и брокерско-дилерские операции)[116]. В Китае именно крупные компании по ценным бумагам, владеющие полной лицензией, можно назвать инвестиционными банками.

В тот период основным источником доходов компаний по ценным бумагам были комиссионные сборы от брокерских операций (44%) и от трейдинга на собственный счет (38%)[117]. Важно отметить, что до 2001 года компаниям по ценным бумагам было запрещено заниматься доверительным управлением активами или создавать инвестиционные фонды. Но в ноябре

[115] Рубцов Б.Б. Финансовый рынок КРН / Портфельный инвестор, № 10, 2008, С. 16.
[116] Yongbeom K., Ho I.S.M., Giles M. Developing Institutional Investors in Peoples' Republic of China. World Bank Country Study Paper, 2003, P. 26.
[117] Yongbeom, Ho, Giles. Там же. С. 26.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

2001 года запрет был снят специальным постановлением правительства (Notice on the Regulation of Securities Business with Clients' Power of Attorney).

Дальнейшее реформирование финансовой системы Китая было вызвано предстоящим вступлением Китая в ВТО (2006 год) и направлено на повышение конкурентоспособности национальных банков и других финансовых институтов. В ходе реформ были введены некоторые ограничения для зарубежных финансовых институтов. К началу 2008 года в Китае функционировало 106 полносервисных компаний по ценным бумагам, «еще 177 компаний работало на фьючерсном рынке»[118].

3.3 Инвестиционные банки в условиях глобализации

Глобализация является закономерным развитием интернационализации экономической жизни, одним их самых противоречивых и ощутимых явлений нашего времени. Глобализация финансового сектора привела к стиранию границ между национальными финансовыми рынками и формированию международных и мирового (глобального) финансовых рынков.

Глобализации не могла не затронуть структурообразующие элементы финансовых рынков - инвестиционные банки. Как представляется, в процессе глобализации инвестиционные банки прошли несколько ступеней:

а) коммерциализация инвестиционных банков, заключающаяся в том, что они начали размещать свои ценные бумаги на биржах.

б) концентрация инвестиционных банков в национальных финансовых центрах. Например, большинство американских ведущих инвестиционных банков имеет штаб-квартиры в Нью-Йорке (на Wall-Street), британские - в Лондоне (район Citi), японские - в Токио и Осаке, российские - в Москве, бразильские - в Сан-Паулу и Рио-де-Жанейро, китайские - в Пекине (на Finance Street).

[118] Рубцов Б.Б. Финансовый рынок КРН / Портфельный инвестор, № 10, 2008, С. 16.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

в) укрупнение инвестиционных банков, которое происходило чаще всего за счет слияний и поглощений более слабых конкурентов. Как правило, волны M&A отмечаются после финансовых и фондовых кризисов, выявлявших нежизнеспособные компании. Однако необходимо отметить, что процесс консолидации игроков финансового рынка происходил в некоторых странах по директиве и под руководством правящих органов (Китай) и регуляторов финансового рынка (Индия).

г) расширение и диверсификация деятельности инвестиционных банков, происходившие благодаря созданию новых услуг и появлению новых финансовых инструментов.

д) превращение в транснациональные банки с учреждением дочерних компаний в развитых, а затем и в развивающихся странах. Это процесс стал возможен благодаря либерализации финансовых систем, которая начала происходить во многих развитых странах в начале 1980-х годов, а в странах БРИК - в 1990-х годах. Как результат инвестиционные банки, прежде всего, американские, европейские и японские начали либо скупать национальные компании по ценным бумагам (например, лондонских брокеров и джобберов, индийские НБФК, бразильские банки или китайские компании по ценным бумагам), либо открывать свои филиалы в стране.

Создание банков, оперирующих в мировых масштабах, несомненно, обеспечило им ряд преимуществ по сравнению с их локальными конкурентами. У транснациональных инвестиционных банков более значительная клиентская база, они в состоянии обслуживать транснациональных клиентов; у них более широкий охват рынков и отраслей; они предоставляют более полный спектр услуг; им доступны финансовые и человеческие ресурсы иностранных государств. Итогом этого служит то, что эффективность их деятельности неуклонно повышается за счет вертикальной и горизонтальной интеграции, эффекта масштаба.

К началу XIX века сложилась группа транснациональных инвестиционных банков, состоящая примерно из 50 крупнейших банков.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

Рейтинговые агентства и финансовые СМИ ежегодно публиковали рейтинги и рэнкинги этих инвестиционных банков (Приложение Ж). До текущего кризиса первая двадцатка в рэнкингах была практически неизменна и содержала год из года повторяющийся перечень инвестиционных банков. То есть, по сути, сложилась инвестиционно-банковская олигополия, основу которой традиционно составляли Goldman Sachs & Co., UBS Securities LLC, JP Morgan Futures Inc., Citigroup Global Markets Inc., MF Global Inc., Merrill Lynch Pierce Fenner & Smith, Lehman Brothers, Morgan Stanley & Co. Inc., Deutsche Bank Securities Inc., Barclays Capital Inc., Bear Stearns Securities Corp., Banc of America Securities LLC, Credit Suisse Securities, BNP Paribas Commodity Futures Inc., HSBC Securities Inc., Fortis Clearing Americas LLC, Mizuho Securities USA Inc., BNP Paribas Securities Corp.

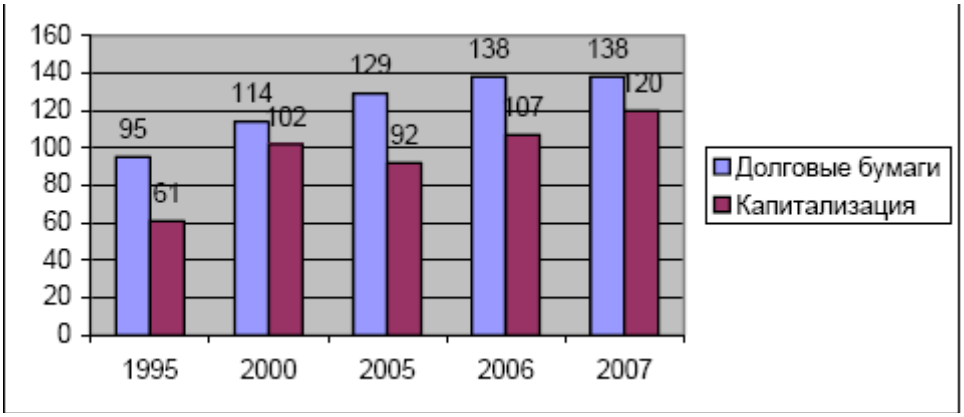
До начала кризиса инвестиционные банки активно осуществляли свою деятельность во всех сегментам мирового финансового рынка: на денежном рынке и рынке ссудных капиталом, на валютном и фондовом рынке. С середины 1990-х годов основным способом привлечения иностранного капитала на фондовом рыке было размещение международных облигаций (international bonds), которые составляли еврооблигации (Eurobonds, включая dragon bonds[119]) и иностранные облигации (foreign bonds). Евробонды - это облигации долгосрочные (бонды) и среднесрочные (ноты). Размещая иностранные облигации и иностранные акции, инвестиционные банки занимали огромную нишу рынка ссудных капиталов. По оценкам экспертов, объем эмиссий международных облигаций в 1999 году достиг 1600 млрд. долларов США, а в 2007 году - 20787 млрд. долларов США[120]. При этом около 70% этих размещений осуществлялось инвестиционными банками[121]. Мировой рынок долговых бумаг с середины 1990-х годов по 2002 год вырос почти в три раза, а капитализация мирового

[119] Dragon bonds (облигации «дракон») – облигации, размещенные на азиатских рынках (преимущественно, японском) и имеющие листинг на какой-нибудь азиатской бирже (как правило, бирже Сингапура или Гонконга).
[120] Рубцов Б.Б. Мировой фондовый рынок: объем и динамика / Портфельный инвестор, № 2, 2008, С. 3.
[121] Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: проблемы и тенденции развития: Дисс. …док. эконом. наук. - М., 2000, С. 263.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

рынка акций увеличилась почти в два раза. При этом основными центрами размещения ценных бумаг были США, Великобритания, Германии и Швейцария.

График 3.2 - Относительные размеры мирового рынка долговых и долевых ценных бумаг (в процентах к ВВП)



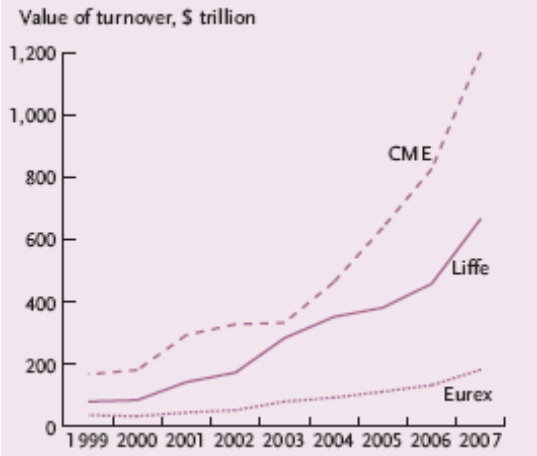
Источник: Рубцов Б.Б. Мировой фондовый рынок: объем и динамика / Портфельный инвестор[122].

Одним из самых динамично развивающихся сегментов фондового рынка был признан рынок деривативов. Как отмечает Б.Б. Рубцов[123], в конце 2007 года номинальная стоимость базисных активов обращающихся биржевых деривативов составила 95 трлн. долларов США, что в 130 раз превышает их стоимость в 1987 году. Номинальная стоимость базисных активов внебиржевых деривативов в 2007 году составила 516 трлн. долларов США. Оборот торговли фьючерсами и опционами на биржах в начале 1990-х годов равнялся 100-200 трлн. долларов США, а к 2007 году приблизился к 2000 трлн. долларов США. Таким образом, оборот торговли деривативами во много превышает оборот торговли базовыми активами. Основными игроками на рынке деривативов были инвестиционные банки.

График 3.3 - Объем оборота деривативов на биржах Eurex (Европа), Liffe (Великобритания), CME (США) (1999-2007 гг.) в трлн. долларов США

[122] Рубцов Б.Б. Мировой фондовый рынок: объем и динамика / Портфельный инвестор, № 2, 2008, С. 3.
[123] Рубцов Б.Б. Мировой фондовый рынок / Портфельный инвестор, 2008, № 2, СС. 6-7.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru



Источник: www.ifsl.org.uk, 2009[124].

Когда инвестиционные банки стали заниматься размещением кредитных нот, секьюритизацией активов и структурированным финансированием (включая привлечение синдицированных кредитов), они «отвоевали» свое место на денежном рынке. Объем рынка структурных инструментов в США вырос с 2000 по 2007 годы почти в два раза (с 1088,1 до 2404,9 млрд. евро), однако в 2008 году сократился почти на треть и составил 739,9 млрд. евро. Объем рынка структурных инструментов в Европе вырос с 2000 по 2007 годы почти в шесть раз (с 78,2 до 453,7 млрд. евро), однако в 2008 году сократился больше чем на 50% и составил 209,4 млрд. евро.

Таблица 3.1 - Объемы рынков структурных инструментов в Европе и США в млрд. евро (2000-2007 гг.)

Европа

	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL[2]
2000	14.1	16.4	21.4	26.3	78.2
2001	20.5	43.2	22.7	66.2	152.6
2002	24.3	42.6	35.7	55.1	157.7
2003	43.3	51.9	39.7	82.4	217.3
2004	55.8	59.0	53.2	75.5	243.5
2005	47.8	94.4	41.5	143.3	327.0
2006	69.0	114.3	112.8	184.9	481.0
2007	128.7	152.0	98.3	74.7	453.7
2008	40.0	169.4			209.4

США

	TOTAL[1,2]
2000	1,088.0
2001	2,308.4
2002	2,592.7
2003	2,914.5
2004	1,956.6
2005	2,650.6
2006	2,455.8
2007	2,404.9
2008	739.9

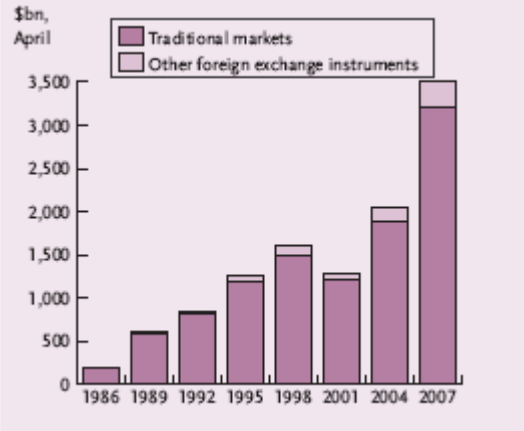
Источник: ESF Securitization Data Report-Q2: 2008[125].

[124] International Financial Markets: www.ifsl.org.uk, 2009.
[125] www.sifma.org, 2009.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

На валютном рынке многие инвестиционные банки (особенно если они действовали в рамках универсальных банков) присутствовали всегда. Необходимо отметить, что за период с 1986 по 2007 годы мировой валютный рынок вырос почти в 14 раз и в апреле 2007 года равнялся 3500 млрд. долларов США. Основными центрами торговли валютой и валютными деривативами являются Великобритания (34,1% товарооборота), США (16,6 % товарооборота), Япония (6,0% товарооборота) и Сингапур (5,8% товарооборота). Основные инструменты, торгуемые на мировом валютном рынке, - это сделки спот и валютные свопы (их доля в товарообороте равняется 91,7%) и валютные деривативы.

График 3.4 - Товарооборот мирового валютного рынка в млрд. долларов США (1986-2007 гг.)



Источник: www.ifsl.org.uk, 2009[126].

Общемировой показатель доходов инвестиционных банков в 2007 году равнялся 84,3 млрд. долларов США, что было на 21% выше, чем в 2006 году и на 50% выше, чем в 2003 году[127]. При этом на долю американских инвестиционных банков приходилось 53% доходов; на долю европейских инвестиционных банков (включая страны Ближнего Востока и Африки) - 32% доходов; на долю азиатских инвестиционных банков - 15% доходов[128]. За минувшее десятилетие европейские инвестиционные банки улучшили

[126] International Financial Markets: www.ifsl.org.uk, 2009.
[127] www.guardian.co.uk, 2009.
[128] www.guardian.co.uk, 2009.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

свои показатели по доходам на 217%, азиатские - на 250%[129]. Общемировой показатель доходов инвестиционных банков за первые три квартала 2008 года составил 46 млрд. долларов США, что почти на четверть меньше, чем за тот же период 2007 года[130].

Однако, как было уже отмечено, мировой финансовый кризис «перекроил» рынок банковских услуг. Начавшись в этом секторе с продажи с помощью ФРС американского инвестиционного банка Bear Stearns Cos. и последующего банкротства четвертого по величине американского инвестиционного банка Lehman Brothers, кризис породил целую цепочку банкротств, юридических реорганизаций, слияний и поглощений, инициировал процедуру национализации. Некоторые слияния и поглощения проходили на международном уровне с участием нескольких иностранных универсальных, коммерческих или инвестиционных банков (Приложение 3).

Швейцарский UBS заявил о начале реорганизации своего бизнеса после беспрецедентных списаний, превысивших с начала кризиса 43 млрд. долларов США, и убытков, приближающихся к 24 млрд. долларов США. Американская Citigroup объявила о реорганизации своего бизнеса путем разделения компании на две отдельные - Citicorp и Citi Holdings. Два инвестиционных банка Goldman Sachs и Morgan Stanley в сентябре 2008 года объявили о своем преобразовании в финансовые холдинговые компании (financial holding companies). По мере раскручивания спирали кризиса банки частично были национализированы. Например, в США Министерство финансов (Treasury) выкупит привилегированных акций Bank of America на 25 млрд. долларов США, привилегированных акций J.P. Morgan и Citigroup на 25 млрд. долларов США, привилегированных акций Wells Fargo&Co на 25 млрд. долларов США; привилегированных акций Goldman Sachs Group Inc. и Morgan Stanley на 10 млрд. долларов США[131].

[129] www.guardian.co.uk, 2009.
[130] International Financial Markets: www.ifsl.org.uk, 2009.
[131] www.online.wsj.com, 2008.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

В результате M&A и юридической реорганизации, во-первых, были уничтожены крупные инвестиционные банки[132], во-вторых, образовались настолько крупные финансовые конгломераты, что некоторые специалисты сомневаются, возможно ли ими будет управлять. Американские эксперты считают, что «sprawling conglomerates are just as hard to manage as turbo-charged investment banks»[133] (разросшимися конгломератами так же трудно будет управлять, как и инвестиционными банками с турбодвигателями)[134].

На сегодняшний день специалисты называют несколько основных причин, вызвавших кризис в инвестиционно-банковском секторе[135]:

- у инвестиционных банков был более высокий показатель отношения собственных средств к заемным (например, в 2008 году в Goldman Sachs и Morgan Stanley эти показатели составили 24 и 25 соответственно), при этом у них не было стабильных денежных потоков, как у коммерческих банков.
- инвестиционные банки во многом зависели от краткосрочного финансирования, в основном за счет операций РЕПО, в которых денежные средства предоставлялись под залог ценных бумаг.
- инвестиционные банки столкнулись с плохими, токсичными кредитами по секьюритизированным продуктам, невозвраты и просрочки по которым «сдетонировали»[136] мировой финансовый кризис.
- высокая степень дерегулирования финансовых рыков привела к разбуханию финансового сектора и образованию мыльных пузырей, которые неминуемо должны были лопнуть и немедленно транслировать проблемы на всю мировую экономику[137].

По оценкам информационного агентства Bloomberg, общемировой показатель доходов инвестиционных банков в 2008 году сократился более чем на 30%. В общем, убытки 10 крупнейших инвестиционных банков (Bank

[132] Газета «Вести» сообщает: «Сегодня же гордость Уолл-Стрита - инвестиционные банки - практически перестали существовать. За год им пришлось признать потери, превосходящие их прибыль за четверть века. Какой масштаб!»: www.vesti.ru, 2008.
[133] www.economist.com, 2008.
[134] Перевод автора – М.Ш.
[135] www.economist.com, 2008.
[136] www.ko.ru, 2008.
[137] www.ethnocid.netda.ru, 2008.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

of America, Barclays, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman, JPMorgan, Merrill Lynch, Morgan Stanley и UBS) превысят 75 млрд. долларов в 2008 году, а общие списания этих банков с начала ипотечного кризиса уже приблизились к 232 млрд. долларов США, что составляет примерно половину от списаний компаний, так или иначе пострадавших от ипотечного кризиса (511 млрд. долларов США)[138].

Важно отметить, что кризис повлиял и на инвестиционные банки, функционирующие в России: иностранные и национальные. К началу 2008 года в России присутствовали многие ведущие иностранные инвестиционные банки, среди них UBS, Deutsche Bank, Credit Suisse, ABN AMRO, Merrill Lynch, Citi, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Dresdner Kleinwort, Rothschild, J.P. Morgan, Nomura и BNP Paribas. Основные операции, которые они осуществляли, были организация выпуска и андеррайтинг ценных бумаг и финансовое консультирование. Например, по итогам 2008 года из 10 крупнейших инвестиционных консультантов в сделках по реорганизации восемь - иностранные инвестиционные банки (Приложение И). В рейтинге организаторов долговых заимствований на международном рынке, осуществленных для российских эмитентов, все 10 первых мест у иностранных инвестиционных банков (Приложение К). В рейтинге размещения секьюритизированных инструментов на международном рынке в первую пятерку входят три иностранных инвестиционных банка (Приложение Л), а в рейтинге размещения на рынках СНГ из восьми инвестиционных банков шесть - иностранные.

Однако в ходе кризиса некоторые иностранные инвестиционные банки заявили о прекращении или сокращении своих операций на территории нашей страны. Среди крупнейших - Lehman Brothers, Merrill Lyhcn, UBS. Некоторые национальные инвестиционные банки также оказались «в затруднительном положении» и были вынуждены продать свой бизнес (или его часть) «белым рыцарям». Так, к концу 2008 года «Кит

[138] www.bloomberg.com, 2008.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

Финанс» Банк продал пакеты своих акций ЗАО УК «Лидер», «Газпромбанку» и «ВТБ»; группа «Онэксим» приобрела 50% акций инвестиционного банка «Ренессанс Капитал», ФК «Открытие» приобрела «Русский Банк Развития»; «МДМ-Банк» и «Урса-Банк» объявили об объединении и создании банковского холдинга.

Возможно, текущий кризис станет определенной ступенью для развития и «оздоровления» национального инвестиционно-банковского дела. Иностранные инвестиционные банки начали сокращать свои представительства в РФ, то есть их господство в секторах андеррайтинга и финансового консультирования может на время ослабнуть. Кроме того, репутация некоторых иностранных инвестиционных банков была «подмочена» кризисов, поэтому можно предположить, что доверие российских эмитентов к ним ослабнет.

С другой стороны, многие национальные инвестиционные банки уже прошли или проходят этапы консолидации и диверсификации своей деятельности. Они постепенно расширяют базу клиентов, развиваясь в регионах РФ и открывая свои представительства за рубежом. Тем самым они увеличивают объем проводимых операций и доступных им финансовых инструментов. За годы становления инвестиционно-банковского дела в РФ отечественные специалисты национальных инвестиционных банков стали более опытные и квалифицированные. Все перечисленное повышает конкурентоспособность национальных инвестиционных банков, и дальнейшее их развитие на национальном и мировом финансовых рынках будет во многом зависеть от них самих.

Однако и регуляторам финансового рынка и законодательным органам нашей страны предстоит, с учетом текущего кризиса, определить дальнейшую технологию функционирования инвестиционных банков на территории РФ. Указанная технология, на наш взгляд, должна содержать - среди прочих - меры, направленные на:

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

- разработку законодательной базы, стимулирующей развитие инвестиционно-банковского дела в РФ;
- повышение капитализации внутреннего рынка ценных бумаг, ведущее к снижению мотивации российских эмитентов к заимствованиям на международных рынках;
- повышение собственной капитализации инвестиционных банков, что приведет к росту ресурсной базы, потенциала, необходимого для дальнейшего развития;
- создание системы раннего предупреждения финансовых и фондовых кризисов, заключающейся в оценке существующих рисков и управлении ими;
- пересмотр нормативов, обязательных для осуществления инвестиционно-банковской деятельности (включая определение максимально допустимого соотношения заемного и собственного капитала для инвестиционных банков и минимального размера собственных средств);
- определение максимально допустимого соотношения операций с секьюритизированными финансовыми инструментами и деривативами;
- ужесточение требований в отношении проведения аудиторских проверок в инвестиционно-банковском секторе;
- диверсификацию деятельности инвестиционных банков и дальнейшую консолидацию в инвестиционно-банковском секторе;
- обеспечение доступа инвестиционных банков к ликвидности и государственному финансированию;
- введение требований к дочерним компаниям иностранных банков в отношении «самодостаточности» их ликвидности;
- разработку страховых и компенсационных схем для розничных инвесторов на фондовом рынке;
- совершенствование режима налогообложения в части операций, проводимых на финансовом рынке;

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

- разработку системы пруденциального контроля за деятельностью инвестиционных банков, равно как и других профессиональных участников фондового рынка.

В заключение данной главы можно сделать следующие выводы:

1. Особенности финансовой системы каждой страны оказали огромное влияние на появление и развитие национальных инвестиционных банков (Приложение М).
2. В США и Великобритании инвестиционные банки не имели правового понятия; не входили в банковский сектор и функционировали как специализированные компании по ценным бумагам. В рамках либерализации национальных финансовых систем постепенно исчезло разделение инвестиционной и коммерческой деятельности.
3. В Германии (рейнская финансовая система) к инвестиционным банкам можно причислить крупные универсальные банки и гросс-банки; в конце прошлого века в стране появились новые финансовые посредники - компании по ценным бумагам.
4. В Японии (смешанная финансовая система) к инвестиционным банкам можно отнести городские банки и крупные компании по ценным бумагам.
5. Бразилия является страной, где существует правовое определение понятия «инвестиционный банк». На сегодняшний день весь спектр операций, которые выполняют инвестиционные банки в других странах, могут выполнять коммерческие, инвестиционные и многофункциональные банки, а также крупные компании по ценным бумагам.
6. В РФ игроками фондового рынка являются финансовые брокеры, инвестиционные консультанты и инвестиционные компании; только крупные компании по ценным бумагам и инвестиционно-банковские подразделения универсальных банков можно отнести к инвестиционным банкам.
7. В Индии инвестиционными банками можно назвать крупные инвестиционные компании, относящиеся к небанковскому сектору.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

8. Инвестиционными банками в Китае являются крупные компании по ценным бумагам, владеющие полной лицензией. В стране разделены инвестиционная и коммерческая виды деятельности.

9. В процессе глобализации инвестиционные банки прошли несколько этапов: коммерциализацию, концентрацию в национальных финансовых центрах, укрупнение, расширение и диверсификацию деятельности, учреждение дочерних компаний за рубежом. Транснациональные (глобальные) банки имеют ряд неоспоримых преимуществ по сравнению с их локальными конкурентами.

10. К началу XXI века на мировом финансовом рынке сложилась группа ведущих транснациональных инвестиционных банков - инвестиционно-банковская олигополия.

11. До начала кризиса инвестиционные банки активно осуществляли свою деятельность во всех сегментам мирового финансового рынка, при этом на долю американских инвестиционных банков приходилось 53% доходов; на долю европейских инвестиционных банков - 32% доходов; на долю азиатских инвестиционных банков - 15% доходов.

12. Мировой финансовый кризис «перекроил» рынок банковских услуг - породил цепочку банкротств, юридических реорганизаций, слияний и поглощений, некоторые банки были частично национализированы.

13. Крупные инвестиционные банки стали частью финансовых конгломератов. Специалисты сомневаются в целесообразности таких преобразований и в возможности эффективного управления конгломератами.

14. Текущий кризис может стать определенной ступенью для развития и «оздоровления» национального инвестиционно-банковского сектора. Регуляторам финансового рынка и законодательным органам нашей страны предстоит, с учетом текущего кризиса, определить дальнейшую технологию функционирования инвестиционных банков на территории РФ.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Понятию «инвестиционный банк» присущи частное и общее определения. Согласно частному определению инвестиционный банк - это крупный финансовый институт, функционирующий на межгосударственном, государственном (национальном) и региональном уровнях и привлекающий прямые денежные инвестиции в реальный сектор экономики и регулирующий их целевое использование.

Согласно общему определению инвестиционный банк - это крупный производительный финансовый институт, занимающийся финансовым посредничеством и мобилизацией денежных ресурсов на финансовом рынке с целью кредитования и долгосрочного финансирования хозяйствующих субъектов различного уровня; регулирующий оборот финансовых инструментов посредством создания новых продуктов и торговли ими на биржевом и внебиржевом рынках.

Ключевыми функциями инвестиционного банка являются посредническая функция и функция регулирования сегментов финансового рынка. Осуществляя финансовое посредничество, инвестиционный банк реализует сразу несколько подфункций, а именно: аккумуляцию и перераспределение денежных средств, уменьшение риска путем его диверсификации и снижение издержек обращения.

Роль современного инвестиционного банка в экономике сводится к следующему: создавать специфический продукт, способствующий приращению стоимости и совокупного общественного продукта; являться структурообразующим элементов финансового рынка, упорядочивая и рационализируя оборот определенных финансовых инструментов; способствовать обеспечению непрерывности производства и обращения продукта, ускорению воспроизводственного процесса в целом; способствовать созданию новых отраслей производства, скорейшему внедрению в производство научно-технологических идей и достижений.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

Операции инвестиционных банков многочисленны и разноплановы, с каждым годом их перечень расширяется, а технология усложняется. Наиболее важными, прибыльными и традиционными операциями инвестиционных банков остаются операции инвестиционно-банковского сектора и сектора торговых операций. Наиболее технологически сложными и рискованными операциями инвестиционных банков на сегодняшний день являются операции, связанные с секьюритизированными продуктами и трейдингом.

Кроме основных операций инвестиционные банки оказывают дополнительные операции, приносящие им прибыль и являющиеся определенным конкурентным преимуществом. В процессе взаимодействия с клиентами инвестиционные банки устанавливают тесные, долгосрочные контакты, предлагая клиентам свой профессионализм, опыт и деловую репутацию в качестве некой гарантии успешности сделок.

Плацдармом деятельности инвестиционных банков является мировой финансовый рынок. Мировой финансовый рынок - это «виртуальное» понятие, не имеющее каких-либо границ или привязки к территории; это рынок, сложившийся как совокупность национальных и международных финансовых рынков, национальных финансовых систем, каждая из которых имеет свои особенности. Особенности финансовой системы каждой страны оказали огромное влияние на появление и развитие национальных инвестиционных банков.

Банки, которые явились предтечей современных инвестиционных банков, появились в странах с англо-саксонской финансовой системой в XVII-XVIII веках, при этом, они, в свою очередь, взяли начало от торговых или «ломбардных» банков, функционирующих в средневековой Италии. В США и Великобритании не существовало правового определения понятия «инвестиционный банк», поэтому инвестиционные банки функционировали, как правило, в рамках банковских холдингов или как юридически обособленные компании по ценным бумагам. Традиционно основными

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

статьями доходов инвестиционных банков были комиссионные сборы, полученные в процессе реорганизации компаний и эмиссии ценных бумаг, и доходы от трейдинга (США). К концу XX века национальные инвестиционные банки превратились в элиту финансовых систем двух стран.

В ходе проводившихся в США и Великобритании реформ по либерализации и дерегулированию финансового сектора, в этих странах стали появляться крупные универсальные банковских холдинги (в США в начале XXI века, в Великобритании - в конце XX века), осуществляющие как коммерческую, так и инвестиционную деятельность. Однако в этих странах развивается и процесс специализации инвестиционных банков, в результате которого образуются так называемые инвестиционные бутики, осуществляющие один или два вида инвестиционно-банковской деятельности.

В Германии (рейнская финансовая система) к инвестиционным банкам можно причислить крупные универсальные банки и гроссбанки, которым разрешены все операции, связанные с выпуском и оборотом ценных бумаг и прочих финансовых инструментов. Специализированные банки могут выступать на фондовом рынке, как правило, только в качестве эмитентов и инвесторов. Кроме того, несколько лет назад к операциям на рынке ценных бумаг были допущены компании по ценным бумагам, которые являются для Германии относительно новым видом финансового посредника.

В Японии (смешанная финансовая система) к инвестиционным банкам можно отнести городские банки и крупные компании по ценным бумагам. До конца прошлого века основную статью доходов японских инвестиционных банков составляла комиссия, взимая за операции с ценными бумагами. В настоящее время национальные инвестиционные банки особенно динамично развивают деятельность, связанную с управлением активами и выпуском ценных бумаг.

В странах БРИК традиционно планировалось разграничить коммерческую и инвестиционную деятельность, однако это произошло

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

только в Китае. В РФ коммерческие банки могут заниматься инвестиционной деятельностью, при этом компании по ценным бумагам не входят в банковский сектор страны. В Индии и Бразилии инвестиционные банки могут заниматься коммерческой деятельностью, при этом бразильские инвестиционные банки входят в банковский сектор страны, а в Индии они являются небанковскими финансовыми компаниями.

Бразилия является единственной из рассмотренных стран, где существует правовое определение понятия «инвестиционный банк». Инвестиционные банки в стране появились в 1966 году. На сегодняшний день в Бразилии весь спектр операций, которые выполняют инвестиционные банки в других странах, могут выполнять коммерческие, инвестиционные и многофункциональные банки, а также компании по ценным бумагам.

В РФ игроками фондового рынка являются финансовые брокеры, инвестиционные консультанты и инвестиционные компании; только крупные компании по ценным бумагам и инвестиционно-банковские подразделения универсальных банков можно отнести к инвестиционным банкам. В Индии инвестиционными банками можно назвать крупные инвестиционные компании. Инвестиционными банками в Китае являются только крупные компании по ценным бумагам, владеющие полной лицензией на оказание инвестиционно-банковских услуг. Инвестиционные банки в этих странах появились в конце прошлого века. Особенностью развития инвестиционных банков в Китае, Индии и Бразилии явилась их консолидация, проводимая в ходе реформ и осуществляемая правительственными органами или регуляторами финансового рынка.

В процессе глобализации инвестиционные банки прошли несколько ступеней: коммерциализацию, концентрацию в национальных финансовых центрах, укрупнение, расширение и диверсификацию деятельности, учреждение дочерних компаний за рубежом. Транснациональные (глобальные) банки имеют ряд неоспоримых преимуществ по сравнению с

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

их локальными конкурентами. К началу XXI века на мировом финансовом рынке сложилась инвестиционно-банковская олигополия.

До начала кризиса инвестиционные банки активно осуществляли свою деятельность во всех сегментам мирового финансового рынка, при этом на долю американских инвестиционных банков приходилось 53% доходов; на долю европейских инвестиционных банков - 32% доходов; на долю азиатских инвестиционных банков - 15% доходов. Европейский инвестиционно-банковский сектор в последнее десятилетие по следующим показателям уступал американскому аналогу: по показателям доходов, по числу размещенных облигационных займов; по объему активов, находящихся в управлении; по обороту деривативов и акций; по объему выпуска секьюритизированных активов. Европейские инвестиционные банки опережали американских конкурентов по объему проведенных IPO, по количеству размещенных иностранных облигаций и объемам торгуемых иностранных акций.

Мировой финансовый кризис «перекроил» рынок банковских услуг - породил цепочку банкротств, юридических реорганизаций, слияний и поглощений, некоторые банки были частично национализированы. Наметились две тенденции «выживания» инвестиционных банков: а) крупные инвестиционные банки становятся частью финансовых конгломератов; б) инвестиционные банки превращаются в узкоспециализированные инвестиционные бутики. Специалисты сомневаются в целесообразности таких преобразований и в самой возможности эффективного управления универсальными конгломератами.

Текущий кризис может стать определенной ступенью для развития и «оздоровления» национального инвестиционно-банковского сектора. Регуляторам финансового рынка и законодательным органам нашей страны предстоит, с учетом текущего кризиса, определить дальнейшую технологию функционирования инвестиционных банков на территории РФ.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Стратегия развития финансового рынка РФ на период до 2020 г.
2. Абрамов А.Е. Формирование и развитие на рынке ценных бумаг инвестиционных фондов: Дисс. …канд. эконом. наук. - М., 2000.
3. Алексеев В.Л. Слияния и поглощения. - М.: Финансы и статистика, 1998.
4. Бандурин В. В., Рацич Б. Г., Чатич М. Глобализация мировой экономики и Россия. - М.: Буквица, 1999.
5. Большой экономический словарь. - М.: Научное издательство Большая российская энциклопедия, 2000.
6. Данилов Ю.А. Создание и развитие инвестиционного банка в России. - М.: Дело, 1998.
7. Егоров А.Е. Секьюритизация банковских активов: зарубежный опыт и перспективы развития в России: Дипломная работа. - М., 2007.
8. Килячков А.А., Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. - М.: Юристъ, 2006.
9. Крыжановский В.Г. Реструктуризация предприятия. - М.: Приор-Ивако Аналитик, 1998.
10. Льюис М. Покер лжецов. - М.: Библиотека трейдера, 2005.
11. Лялин В.А., Воробьев П.В. Рынок ценных бумаг. - М.: Проспект, 2008.
12. Лялин С.В. Тенденции в развитии российских инвестиционных банков / Индикатор, № 4 (44), 2002.
13. Миркин Я.М. Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития: Дисс. …док. эконом. наук. - М., 2003.
14. Миркин Я.М. Россия как Бразилия / Профиль, № 12, 2003.
15. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг: Учебное пособие. - М.: Альпина Паблишер, 2002.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

16. Мурычев А.В. О создании механизма инвестиционного оживления в секторе реальной экономике / Бизнес и банки, № 7, 1997.
17. Павлова А.А. Национальные модели рынка ценных бумаг: сравнительный анализ: Дипл. работа. - М., 2004.
18. Рубцов Б.Б. Мировой фондовый рынок: объем и динамика / Портфельный инвестор, № 2, 2008.
19. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: проблемы и тенденции развития: Дисс. …док. эконом. наук. - М., 2000.
20. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки: Учебное пособие для вузов. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.
21. Рубцов Б.Б. Финансовый рынок Германии / Портфельный инвестор, № 7-8, 2008.
22. Рубцов Б.Б. Финансовый рынок КРН / Портфельный инвестор, № 10, 2008.
23. Рубцов Б.Б. Финансовый рынок Японии / Портфельный инвестор, № 5, 2008.
24. Рубцов Б.Б. Фондовый рынок Великобритании / Портфельный инвестор, № 4, 2008.
25. Савицкий А.А. Специфика деятельности хеджевых фондов на мировом финансовом рынке: Дипл. работа. - М., 2006.
26. Соломатин Е. Приоритетные технологии на фондовом рынке Банковские технологии, № 10, 1999.
27. Терпецкая А.В. Деятельность российских профессиональных участников на международном рынке ценных бумаг: Дипл. работа. - М., 2002.
28. Толмачева В.Г. Принцип взаимодействия инвестиционных банков с предприятиями реального сектора в условиях российской экономики: Дипл. работа. - М., 2007.
29. Ульянова Д.С. Инвестиционное банковское дело на российском рынке ценных бумаг: Дипл. работа. - М., 2003.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

30. Федоров Б.Г. Англо-русский банковский энциклопедический словарь. - СПб.: Лимбус Пресс, 1995.
31. Чалдаева Л.А. Экономика и организация фондовой биржи. - М.: Экономистъ, 2006.
32. Ческидов Б.М. Развитие банковских операций с ценными бумагами. - М.: Финансы и статистика, 1997.
33. Харитонова К.В. Тенденции развития фондовых бирж в России и в мире: Дипл. работа. - М., 2003.
34. Шиллер Р. Развитие и рост: феномен бразильского рынка / Ведомости, № 127, 2007.
35. Шумилов В.М. Международное финансовое право. - М.: Международные отношения, 2005.
36. Янушкина Е.В. Интернет-трейдинг на рынке ценных бумаг: новые возможности и риски в инвестиционной деятельности: Дипломная работа. - М., 2006.
37. Bank Holding Company Act of 1956.
38. Glass-Steagall Banking Bill (Banking Act) of 1933.
39. Gramm-Leach-Bliley Act of 1999.
40. Investment Advisers Act of 1940.
41. Investment Company Act of 1940.
42. Securities Act of 1933.
43. Anand D.N., Galetovic A. Investment Banking and Security Market Development: Does Finance Follow Industry? - Harvard: HUP, 2001.
44. Aggarwal R. Demutualization and corporate governance of stock exchanges / Journal of applied corporate finance, Vol. 1, 2002.
45. Cook K. W., Noreen D. Handbook of Modern Finance. - New York: RIA Group, 2001.
46. Dennis K. Berman. Imagining a World Without Investment Banks. - Berkley: Berkley Publishing, 2007.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

47. Giddy I. What is Leveraged Financing? – New-York: New-York University Press, 2007.
48. Hermann J. Financial Structure and Financial Models: the Brazilian Experience over the 1967-1997 Period. - Rio de Janeiro: Federal University of Rio de Janeiro, 2000.
49. Lott T., Loosvelt D. Vault Career Guide to Investment Banking. - NY.: Vault Inc., 2005.
50. Morrison A.D., Wilhelm W.J., Investment banking: Past, Present and Future / Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 19, # 1, 2007.
51. Shughart W.F. A Public Choice Perspective of the Banking Act of 1933 / Cato Journal, vol. 7, No. 3, 1988.
52. Yongbeom K., Ho I.S.M., Giles M. Developing Institutional Investors in Peoples' Republic of China / World Bank Country Study Paper, 2003.
53. www.banker.uk.
54. www.bcb.gov.br.
55. www.bibliotekar.ru.
56. www.bloomberg.com.
57. www.bportal.ru.
58. www.bundesbank.de.
59. www.businessvoc.ru
60. www.cbonds.ru.
61. www.economist.com.
62. www.encarta.msn.com.
63. www.ethnocid.netda.ru.
64. www.eurofinance.ru.
65. www.federalreserve.gov.
66. www.fimarkets.com.
67. www.finam.ru.
68. www.financialinvestmentplanner.com.
69. www.glossary.ru.

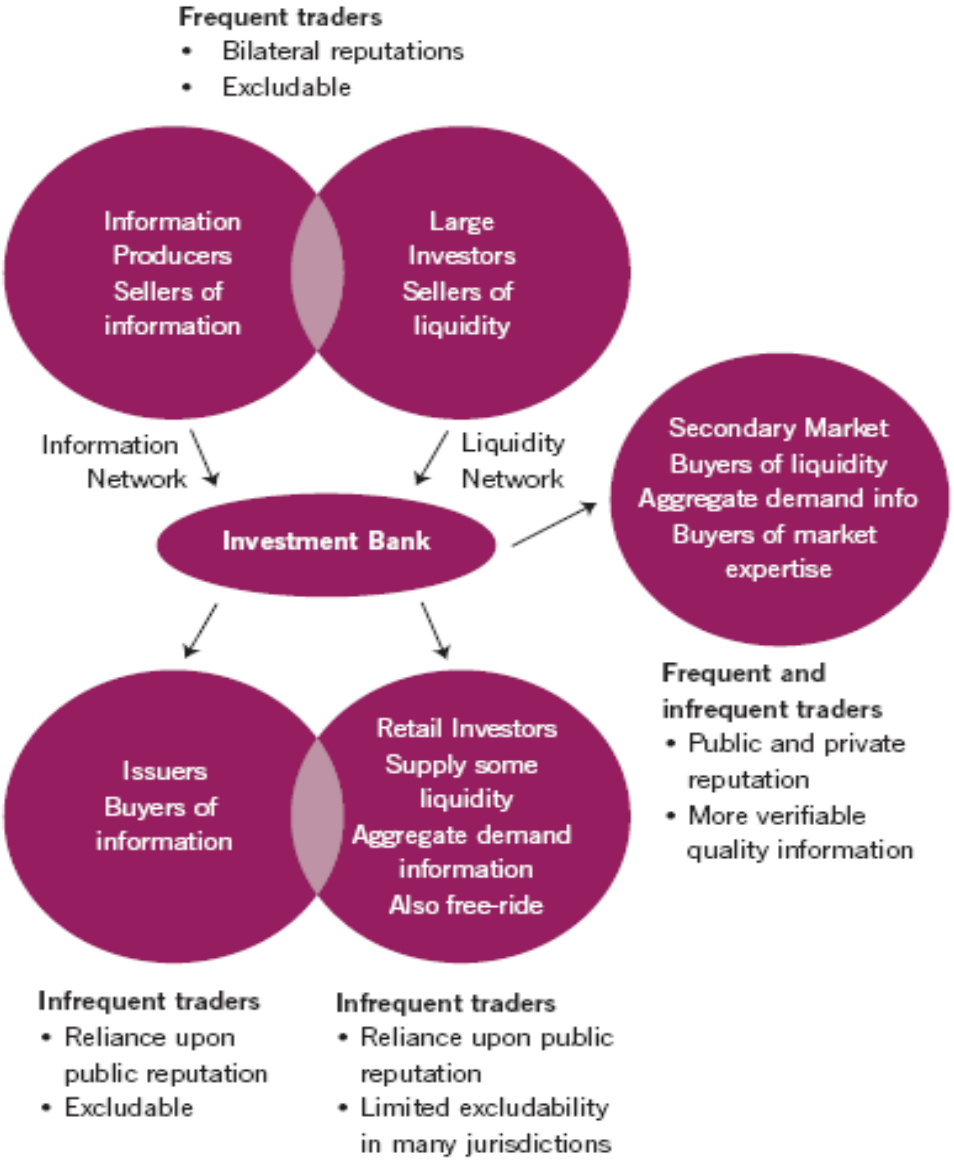
MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

70. www.gs.com.
71. www.guardian.co.uk.
72. www.ibk.ru.
73. www.ifin.ru.
74. www.ifsl.org.uk.
75. www.investorwords.com.
76. www.iteam.ru.
77. www.ko.ru.
78. www.kommersant.ru.
79.www.lnweb90.worldbank.org.
80. www.micex.ru.
81. www.money.cnn.com.
82. www.ndc.ru.
83. www.online.wsj.com.
84. www.pifovik.ru.
85. www.scribd.com.
86. www.sec.gov.
87. www.standardandpoor.com.
88. www.top.rbc.ru.
89. www.usnews.com.
90. www.utrade.ru.
91. www.vault.com.
92. www.vesti.ru.
93. www.visocap.com.
94. www.wikipedia.com.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

Приложение А

Информационное рыночное пространство инвестиционных банков



Источник: Journal of Applied Corporate Finance[139].

[139] Morrison, Wilhelm. Там же. С. 10.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

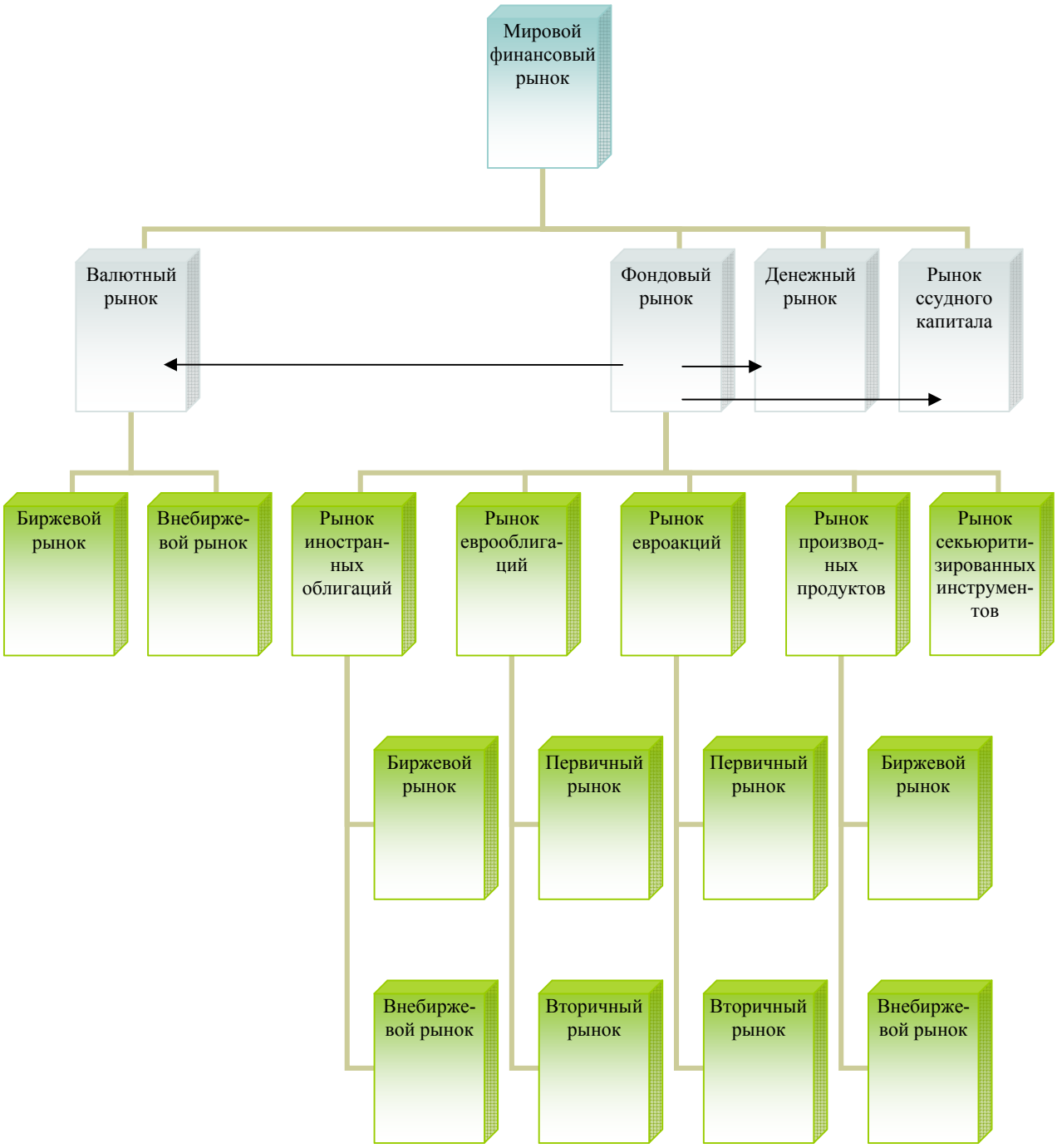
Приложение Б

Структура эмиссионного синдиката

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

Приложение В

Структура мирового финансового рынка



MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

Приложение Г

Инвестиционно-банковские холдинговые компании

(данные на 30.09.2008 г.)

Дочерняя компания (инвестиционный банк)	Родительская компания
Banc of America Securities, LLC	Bank of America Corp.
Barclays Capital, Inc.	Barclays PLC
Bear, Stearns & Co. Inc.	JPMorgan Chase & Co.
Citigroup Global Markets, Inc.	Citigroup, Inc.
HSBC Securities (USA), Inc.	HSBC Holdings PLC
J.P. Morgan Securities, Inc.	JPMorgan Chase & Co.
UBS Financial Services, Inc.	UBS AG
UBS International, Inc.	UBS AG
UBS Securities, LLC	UBS AG
Wachovia Capital Markets, LLC	Wachovia Corp.
Wachovia Securities Financial Network, LLC	Wachovia Corp.
Wachovia Securities, LLC	Wachovia Corp.
Wells Fargo Brokerage Services, LLC	Wells Fargo & Company
Wells Fargo Institutional Securities, LLC	Wells Fargo & Company
Wells Fargo Investments, LLC	Wells Fargo & Company

Источник: ФРС США[140].

[140] www.federalreserve.gov, 2009.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

Приложение Д

Статьи и показатели доходов/расходов инвестиционных банков США

(млрд. долларов США)

	1990	**1995**	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**
Количество компаний	8437	7722	7258	7002	6768	6565	6284	6016	5808
Доходы, всего	**71,4**	**143,4**	**349,5**	**280,1**	**221,8**	**219,0**	**242,9**	**332,5**	**458,5**
Комиссионные сборы	12,0	23,2	54,1	44,8	45,0	45,5	47,6	46,8	49,7
Трейдинг	15,7	29,0	70,8	39,0	24,2	38,8	30,7	30,7	55,2
Андеррайтинг	3,7	8,9	18,7	16,9	14,7	17,2	19,1	19,9	23,6
Процент с маржи	3,2	6,5	24,5	13,9	6,4	5,3	7,0	13,3	23,7
Продажи ИФ	3,2	7,4	19,4	16,4	15,7	16,2	18,5	20,7	23,3
Другие	33,4	68,5	161,9	149,1	115,8	96,0	120,1	201,2	282,9
Расходы, всего	**70,6**	**132,1**	**310,4**	**260,7**	**206,5**	**193,3**	**219,7**	**311,3**	**419,9**
Выплачиваемые проценты	28,1	56,9	131,9	98,9	56,4	44,4	59,7	140,2	226,1
Компенсация	22,9	41,5	95,2	83,5	74,9	77,4	83,5	88,8	103,4
Комиссионные и клиринговые выплаты	3,0	5,7	15,5	14,0	15,0	16,3	17,4	18,6	22,0
Другие	16,6	28,0	67,8	64,2	60,3	55,1	59,2	63,6	68,4
Прибыль до налогообложения, всего	**0,8**	**11,3**	**39,1**	**19,4**	**15,3**	**25,7**	**23,2**	**21,2**	**38,6**
Маржа прибыли до налогообложения (%)	1,1	7,9	11,2	6,9	6,9	11,7	9,5	6,4	8,4
Доход на акцию (%)	2,2	20,1	31,1	13,8	10,7	17,6	15,0	13,1	22,1
Активы	**657**	**1494**	**2866**	**3371**	**3261**	**3980**	**4831**	**5215**	**6222**
Пассивы	**623**	**1435**	**2728**	**3227**	**3119**	**3831**	**4671**	**5051**	**6037**
Собственный капитал	**34**	**59**	**138**	**144**	**142**	**149**	**160**	**164**	**185**

Источник: U.S. Securities and Exchange Commission, «Select SEC and Market Data Fiscal 2007»[141].

[141] www.sec.gov, 2009.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

Приложение Е

Список крупнейших банков Бразилии с указанием сферы их деятельности (2000 год)

Наименование банка	Чистые активы (млн. R$)	Сфера деятельности (финансовый сектор)
Частные публичные банки		
1. Bradesco	6.117	Коммерческая деятельность, частное и публичное размещение ценных бумаг, брокеридж, кредитные карты, страхование
2. Itau	5.515	Коммерческая деятельность, частное размещение ценных бумаг, брокеридж, страхование, лизинг, прочие финансовые услуги
3. Unibanco	3.079	Коммерческая деятельность, частное размещение ценных бумаг, страхование
4. Sul America	2.607	Коммерческая деятельность, публичное размещение ценных бумаг, брокеридж, страхование
5. Real	1.975	Коммерческая и инвестиционная деятельность, брокеридж, кредитование населения и юр.лиц, страхование, операции с недвижимостью, прочие финансовые услуги
6. Gerdau	1.610	Многофункциональный банк
7. Bozana, Simonsen	1.215	Многофункциональный банк, брокеридж, кредитование населения
8. Finasa	1.121	Коммерческая и инвестиционная деятельность, брокеридж, страхование, лизинг
9. Vicuncha	1.014	Инвестиционно-банковская деятельность, брокеридж
Национальные публичные банки		
1. BNDES	10.440	Банк развития
2. Banco de Brazil	6.003	Коммерческая и инвестиционная деятельность, брокеридж, страхование, кредитные карты, прочие финансовые услуги
3. CEF	4.624	Коммерческая деятельность, страхование, ипотека
4. Banespa	3.929	Коммерческая деятельность, страхование
5. Banrisul	374	Коммерческая деятельность, брокеридж, лизинг

Источник: Hermann J. Financial Structure and Financial Models: the Brazilian Experience over the 1967-1997 Period[142].

[142] Hermann. Там же. С. 35.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

Приложение Ж

Рэнкинг ведущих инвестиционных банков (2007 год)

2007 rank		Data as of	2007 Customer equity (millions) [1]	2006 Rank	2006 Customer equity (millions) [1]	2007 Adjusted net capital (millions) [2]	2007 Secured amount (millions) [3]	Broker/dealer	2007 Non-U.S. customer equity (millions) [4]	2007 Global clearing volume (millions) [5]	Retail/Institutional	Managed Funds	Online futures trading
1	Goldman Sachs & Co. [6]	9/28/2007	14,284.53	2	12,789.56	[7]	8,800.47	Y	DND	DND	I	N	Y
2	UBS Securities LLC [8]	9/30/2007	13,908.42	1	14,901.36	15,315.02	7,571.69	Y	DND	DND	I	Y	Y
3	JP Morgan Futures Inc.	9/30/2007	9,958.49	6	6,967.86	1,189.33	1,913.91	N	DND	DND	I	N	Y
4	Citigroup Global Markets Inc.	9/30/2007	9,588.56	3	8,905.46	[7]	326.21	Y	***	***	Both	Y	Y
5	MF Global Inc. [9]	9/30/2007	9,233.03	4	8,069.28	563.98	749.29	N	[9]	[9]	Both	Y	Y
6	Merrill Lynch Pierce Fenner & Smith [10]	9/28/2007	8,183.03	5	7,072.44	[7]	949.91	Y	&	&	Both	Y	Y
7	Calyon Financial Inc. [11]	9/30/2007	6,589.36	7	6,245.47	731.87	1,139.50	Y	DND	DND	I	N	Y
8	Fimat USA Inc. [11]	9/28/2007	6,542.21	8	5,153.49	666.61	1,944.17	Y	15,497.59	1,213.80	I	N	N
9	Lehman Brothers Inc	9/30/2007	6,054.69	9	4,382.33	[7]	191.71	Y	DND	DND	I	Y	Y
10	Morgan Stanley & Co. Inc. [12]	9/30/2007	4,292.89	13	2,656.41	[7]	4,768.53	Y	***	***	Both	Y	Y
11	Deutsche Bank Securities Inc.	9/30/2007	4,199.87	11	2,905.70	3,786.48	996.06	Y	***	***	I	N	Y
12	Barclays Capital Inc.	9/30/2007	3,402.96	12	2,827.35	1,253.15	1,994.73	Y	DND	DND	I	N	Y
13	Bear Stearns Securities Corp.	9/30/2007	3,287.48	10	3,750.61	4,890.01	1,431.50	Y	DND	DND	Both	N	Y
14	Prudential Bache Commodities LLC	9/30/2007	2,105.30	15	1,782.95	140.98	180.05	N	DND	DND	Both	Y	Y
15	R.J. O'Brien & Associates, Inc.	9/28/2007	1,928.08	14	1,965.72	79.34	23.70	N	DND	DND	Both	Y	Y
16	Banc of America Securities LLC	9/28/2007	1,740.03	16	1,559.11	3,293.44	14.22	Y	DND	DND	I	N	Y
17	Credit Suisse Securities (USA) LLC	9/30/2007	1,651.27	17	1,501.91	6,167.09	769.10	Y	900.00	350.00	Both	Y	Y
18	ADM Investor Services Inc.	9/30/2007	1,110.16	18	1,139.64	155.18	37.54	N	DND	26.49	Both	Y	Y
19	BNP Paribas Commodity Futures Inc.	9/30/2007	984.60	19	831.32	160.86	331.64	N	DND	DND	I	N	Y
20	FC Stone LLC	9/30/2007	957.39	20	677.92	88.39	3.97	N	***	***	Both	Y	Y
21	HSBC Securities USA Inc.	9/30/2007	817.92	22	637.24	909.51	50.62	Y	***	***	I	N	Y
22	RBS Greenwich Capital Inc.	9/30/2007	757.11	23	516.91	1,040.55	19.37	Y	***	***	I	N	Y
23	Rosenthal Collins Group LLC	9/30/2007	734.64	21	669.40	46.31	12.72	N	DND	DND	Both	Y	Y
24	Fortis Clearing Americas LLC	9/30/2007	717.97	24	486.43	163.81	76.13	N	0.30	459.79	Both	N	Y
25	McVean Trading and Investments LLC	9/30/2007	557.03	25	471.94	6.66	0.03	N	DND	DND	Both	Y	N
26	Mizuho Securities USA Inc.	9/30/2007	424.85	29	263.92	130.62	97.30	Y	***	***	I	N	N
27	Interactive Brokers LLC [13]	9/30/2007	404.19	26	425.75	1,177.69	75.95	Y	DND	216.40	Both	N	Y
28	Abbey National Securities Inc.	9/30/2007	332.47	28	312.00	145.52	0	Y	***	***	***	***	***
29	Vision Financial Markets LLC	9/30/2007	332.01	27	405.94	19.36	0.04	N	1.00	1.50	Both	Y	Y
30	Triland USA Inc	9/30/2007	276.03	42	99.61	32.75	0.005	N	55.11	6.48	I	Y	Y
31	Iowa Grain Co.	9/30/2007	270.06	34	170.22	15.97	0.64	N	DND	DND	Both	Y	Y
32	AG Edwards & Sons Inc	9/30/2007	244.23	30	252.59	997.25	0.89	Y	***	***	Both	Y	N
33	BNP Paribas Securities Corp.	9/30/2007	236.35	NA	NA	792.66	0	Y	DND	DND	Both	N	Y
34	Enskilda Futures Limited	9/30/2007	213.71	31	206.62	20.16	0	N	1,808.75	DND	I	N	Y
35	Peregrine Financial Group Inc.	9/30/2007	208.53	32	202.73	15.22	11.36	N	28.77	2.91	Both	Y	Y
36	Cadent Financial Services LLC	9/30/2007	201.79	39	125.18	6.04	1.48	N	1.10	5.00	Both	Y	Y
37	Advantage Futures LLC	9/30/2007	152.58	37	142.36	19.52	17.54	N	0	322.00	Both	Y	Y
38	Alaron Trading Corp.	9/30/2007	151.17	35	168.38	7.81	7.45	N	DND	DND	Both	Y	Y
39	Rand Financial Services Inc	9/30/2007	149.51	36	151.03	53.59	23.24	N	DND	14.50	Both	Y	Y
40	Country Hedging Inc	9/30/2007	140.85	44	64.78	17.34	0	N	0	1.06	Both	N	Y
41	MBF Clearing Corp.	9/30/2007	137.41	33	191.88	24.82	3.36	N	***	***	Both	N	Y
42	RBC Capital Markets Corp.	9/28/2007	136.72	38	133.69	384.10	32.24	Y	400.00	DND	I	N	Y
43	Penson GHCO	9/30/2007	127.05	43	93.36	12.74	8.36	Y	11.63	***	Both	Y	Y
44	XpressTrade	9/30/2007	119.09	40	116.59	7.58	4.16	N	***	***	Both	N	Y
45	Tenco Inc.	9/30/2007	106.99	41	110.00	41.09	0	N	DND	DND	I	N	N
46	First Capitol Group LLC	9/30/2007	74.79	46	52.80	6.12	0.10	N	DND	DND	Both	Y	Y
47	Shatkin Arbor Inc	9/30/2007	63.74	NA	NA	5.13	0.02	N	***	***	Both	N	Y
48	Gelber Group LLC	9/30/2007	56.64	49	39.41	57.91	0.01	N	***	***	I	N	Y
49	Nomura Securities International Inc.	9/30/2007	50.81	50	37.82	1,119.33	27.60	Y	***	***	***	***	***
50	Mid-Co Commodities Inc.	9/30/2007	47.30	NA	NA	4.98	0	N	***	***	***	***	***

Источник: www.vault.com, 2008.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

Приложение 3

Слияния и поглощения 2008 года

Белый рыцарь	**Целевая компания (мишень)**	**Сделка**
JPMorgan Chase (США)	Bear Stearns Cos. (США)	M&A
JPMorgan Chase (США)	Washington Mutual Inc. (США)	M&A
Bank of America Corp. (США)	Merrill Lynch & Co. (США)	M&A
Barclays (Британия)	Североамериканское и европейское подразделения Lehman Brothers (США)	M&A
Nomura (Япония)	Азиатские подразделения Lehman Brothers	M&A
Berkshire Hathaway Inc. (США)	Часть Goldman Sachs Group Inc. (США)	M&A
Lloyds TSB (Британия)	HBOS (Британия)	M&A
Santander (Испания)	Alliance & Leicester (Британия)	M&A
Santander (Испания)	Bradford&Bingley (Британия)	В стадии переговоров
HSBC (Британия)	Bradford&Bingley (Британия)	В стадии переговоров
National Australia Bank (Австралия)	Bradford&Bingley (Британия)	В стадии переговоров
Mitsubishi UFG Financial Group Inc. (Япония)	Часть Morgan Stanley (США)	M&A
China Investment Corp. (Китай)	Часть Morgan Stanley (США)	В стадии переговоров
Wells Fargo (США)	Wachovia Corp. (США)	M&A
Itaú Holding Financeira SA (Бразилия)	União de Bancos Brasileiros SA (Бразилия)	M&A

Источник: различные информационные агентства, пресс-релизы банков.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

Приложение И

Крупнейшие инвестиционные консультанты в сделках по реорганизации по итогам 2008 года в РФ

Место	Инвестиционный консультант	Мишень
1	Ренессанс Капитал	Парламент, Дикси, EPAM Systems, Мягков, Европейский Медицинский Центр, Норильский никель, металлургические активы группы Приват, ТГК-13, ТГК-6, Русский алкоголь, Лебедянский
2	Тройка Диалог	Парламент, ТГК-9, ТГК-10, ТГК-7, Трансконтейнер, West Siberian Resources, Инмарко, АвтоВАЗ, Musa Motors
3	UBS	Голден Телеком, ТГК-10, ТГК-1, Трансконтейнер, IPSCO Tubulars USA, NS Group
4	Deutsche Bank	ДТВ, IPSCO Canada, Роспромбанк, Лебедянский
5	Credit Suisse	Голден Телеком, Ростар, IPSCO Canada
6	ABN AMRO	Claymont Steel, ТГК-1, ТГК-13, Русский алкоголь, ТГК-4
7	Merrill Lynch	Sparrows Point, ТГК-7, ТГК-10, Esmark
8	Citi	WCI Steel, Esmark, Русский алкоголь, Национальная Логистическая Компания
9	Goldman Sachs	IPSCO Canada, Русский алкоголь, Карусель
10	Morgan Stanley	ТГК-9, Celtic Resources, West Siberian Resources

Источник: www.rbc.ru, 2009.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

Приложение К

Рейтинг организаторов долговых заимствований на международном рынке, осуществленных для российских эмитентов (2008 год)

#	Инвестиционный Банк	Объем, млн. USD	Доля рынка, %	Количество Эмитентов	Кол-во Эмиссий	Эмиссии
1	Citigroup	2,750	13.09%	6	9	Вымпелком, 2013 (LPN); Вымпелком, 2018 (LPN); Газпром, 2018-2 (LPN17); Газпром, 2013-5 (LPN16); Газпромбанк, 2013 (LPN); Россельхозбанк, 2014 (LPN); Россельхозбанк, 2018 (LPN); Северсталь, 2013 (LPN); ХКФ Банк, 2011 (LPN)
2	Deutsche Bank	2,362	11.24%	3	6	ВТБ, 2011-2 (LPN15); ВТБ, 2018 (LPN14); ЕвразХолдинг, 2018 (LPN); ЕвразХолдинг, 2013 (LPN); МФК «ТРАСТ», 2011-B (ABS); МФК «ТРАСТ», 2011-A (ABS)
3	RBS	2,350	11.18%	9	13	АК БАРС БАНК, 2011 (LPN); Вымпелком, 2013 (LPN); Вымпелком, 2018 (LPN); ЕвразХолдинг, 2018 (LPN); ЕвразХолдинг, 2013 (LPN); Промсвязьбанк, 2018 (LPN); Промсвязьбанк, 2013 (LPN); Россельхозбанк, 2014 (LPN); Россельхозбанк, 2018 (LPN); Северсталь, 2013 (LPN); Сибирская Сервисная Компания, 2010 (CLN); ТМК, 2011 (LPN); ХКФ Банк, 2011-2 (LPN)
4	Credit Suisse	2,040	9.71%	4	5	АК БАРС БАНК, 2011 (LPN); Альфа-Банк, 2013 (LPN); Пробизнесбанк, 2010-2 (LPN11); Транснефть, 2013 (LPN); Транснефть,

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

						2018 (LPN)
5	BNP Paribas	1,684	8.02%	4	5	ВТБ, 2011-2 (LPN15); Вымпелком, 2013 (LPN); Вымпелком, 2018 (LPN); Газпромбанк, 2010-3, CHF (LPN); Северсталь, 2013 (LPN)
6	UBS	1,521	7.24%	6	8	Банк Москвы, 2011, CHF (LPN); Вымпелком, 2013 (LPN); Вымпелком, 2018 (LPN); Газпромбанк, 2010-3, CHF (LPN); ЕвразХолдинг, 2018 (LPN); ЕвразХолдинг, 2013 (LPN); Россельхозбанк, 2012, CHF; ТМК, 2011 (LPN)
7	JP Morgan	1,475	7.02%	4	4	ВТБ, 2018 (LPN14); Сбербанк России, 2013-2 (LPN); Северная экспедиция, 2012, CNV; ТрансКредитБанк, 2011 (LPN)
8	Morgan Stanley	1,379	6.56%	2	5	Газпром, 2018-2 (LPN17); Газпром, 2013-5 (LPN16); Газпром, 2013-6 (LPN18); КИТ Финанс Инвестиционный банк, 2040-A (RMBS); КИТ Финанс Инвестиционный банк, 2040-B (RMBS)
9-10	Barclays Capital	900	4.28%	4	5	Вымпелком, 2013 (LPN); Вымпелком, 2018 (LPN); Газпромбанк, 2013 (LPN); Сбербанк России, 2013-2 (LPN); ТМК, 2011 (LPN)
9-10	Calyon	900	4.28%	3	5	Вымпелком, 2013 (LPN); Вымпелком, 2018 (LPN); ЕвразХолдинг, 2018 (LPN); ЕвразХолдинг, 2013 (LPN); ХКФ Банк, 2011-2 (LPN)

Источник: www.cbonds.ru, 2009.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

Приложение Л

Рейтинг организаторов размещения секьюритизированных инструментов на международном рынке эмитентов (2008 год)

#	Инвестиционный Банк	Объем, млн. USD	Доля рынка, %	Количество Эмитентов	Кол-во Эмиссий	Эмиссии
1	ВТБ (включая VTB Bank Europe)	448	28.87%	3	5	Европейский Трастовый Банк, RMBS (Warehouse); Еврокоммерц, 2010 (ABS, Warehouse); Еврокоммерц, 2009 (ABS, Warehouse2); МФК «ТРАСТ», 2011-B (ABS); МФК «ТРАСТ», 2011-A (ABS)
2	Deutsche Bank	331	21.33%	2	4	Еврокоммерц, 2010 (ABS, Warehouse); Еврокоммерц, 2009 (ABS, Warehouse2); МФК «ТРАСТ», 2011-B (ABS); МФК «ТРАСТ», 2011-A (ABS)
3	Goldman Sachs	206	13.25%	1	2	КИТ Финанс Инвестиционный банк, 2048-B (RMBS); КИТ Финанс Инвестиционный банк, 2048-A (RMBS)
4	Credit Suisse	140	9.02%	1	1	Русский Ипотечный Банк, RMBS (Warehouse)
5-6	КИТ Финанс Инвестиционный банк	129	8.31%	1	2	КИТ Финанс Инвестиционный банк, 2040-B (RMBS); КИТ Финанс Инвестиционный банк, 2040-A (RMBS)
5-6	Morgan Stanley	129	8.31%	1	2	КИТ Финанс Инвестиционный банк, 2040-B (RMBS); КИТ Финанс Инвестиционный банк, 2040-A (RMBS)
7	UBS	110	7.09%	1	2	ПриватБанк, 2018-BC (ABS); ПриватБанк, 2018-A (ABS)
8	UniCredit Group	59	3.82%	1	1	МБРР, 2009 (ABS, Warehouse)

Источник: www.cbonds.ru, 2009.

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

Приложение М

Инвестиционные банки в различных финансовых системах

Страна	Год появления	Банковский сектор (юридический статус)	Небанковский сектор (юридический статус)	Правовое определение инвестиционного банка	Основные источники прибыли	Особенности	Разделение коммерческой и инвестиционной деятельности
США	Начало XVIII века	С 2000 могут функционировать в составе инвестиционно-банковских холдинговых компаний, с 2008 году – в составе финансовых холдинговых компаний	Брокерско-дилерские компании, компании по ценным бумагам, андеррайтеры	Нет	Комиссионные доходы (от размещения ценных бумаг, от сделок по реорганизации компаний) и доходы от трейдинга	Ведущие инвестиционные банки мира	Существовала до 2000 года
Великобритания	XVII век	Джобберы, брокеры в составе торговых банков до 1986 года, после – в составе торговых и коммерческих банков	Брокеры, дилеры, инвестиционные бутики	Нет	Комиссионные доходы (от размещения ценных бумаг, от сделок по реорганизации компаний) и доходы от трейдинга	Торговые банки стали называть инвестиционными банками; динамично развиваются узкоспециализированные инвестиционные бутики; функционирует Лондонская ассоциация инвестиционных банков	Существовало до 1980-х годов
Германия	Вторая половина XX века	В рамках универсальных и гросс-банков	Компании финансовых услуг (компании по ценным бумагам)	Нет	н/д	Менее развиты, чем ИБ Великобритании, Франции и США; компании финансовых услуг – новый вид посредника на РЦБ	Нет
Япония	1948 год	В рамках городских банков с 1992 года	Компании по ценным бумагам	Нет	До 1990-х годов - комиссия, взимаемая за брокеридж	Продолжается процесс консолидации ИБ, диверсификации их деятельности; динамично развивается сектор управления капиталом	Существовало до 1993 года. Все ограничения были сняты в период с 1993 по 2004 гг.
Бразилия	1966 год	Инвестиционные, коммерческие, многофункциональные	Компании по ценным бумагам (несколько	Есть	н/д	Процесс консолидации банков стимулирует и контролирует	Нет

MIRKIN.RU - FINANSOVAYA BIBLIOTEKA - http://mirkin.ru

		банки	видов)			национальный регулятор финансового рынка	
Россия	1990-1992 гг.	В рамках коммерческих банков и универсальных финансовых компаний	Компании по ценным бумагам, брокеры/дилеры, инвестиционные консультанты	Нет	Первоначально от брокериджа, трейдинга; далее от операций инвестиционно-банковского сектора и сделок M&A	Продолжается процесс универсализации и консолидации ИБ	Нет
Индия	1991 год	-	Инвестиционные компании (НБФК)	Нет	Первоначально от брокериджа, трейдинга; с 2003 года - от операций инвестиционно-банковского сектора	Могут заниматься коммерческой деятельностью, однако в последние годы ИБ отказываются от осуществления коммерческой деятельности; процесс консолидации банков стимулирует и контролирует национальный регулятор финансового рынка	Нет
Китай	Конец 1980-х-начало 1990-х годов	Трастовые компании «большой четверки» коммерческих банков, которые объединились в 1999 году в крупнейший инвестиционный банк страны	Компании по ценным бумагам	Нет	Первоначально от брокериджа, трейдинга; с 2006 года - от операций инвестиционно-банковского сектора	Процесс консолидации банков стимулирует и жестко контролирует народное правительство Китая	Разделены в 1996 году