

Модель независимого инвестиционного банка: история и перспективы

Мировой финансовый кризис, разразившийся в 2007 г. на фоне коллапса ипотечного рынка в США, привел к краху множества финансовых институтов различных типов. Исчезновение «большой пятерки» инвестиционных банков США ставит вопрос о жизнеспособности модели независимого инвестиционного банка. В предлагаемой статье дается краткая история разделения коммерческого и инвестиционно-банковского бизнеса, рассматриваются угрозы и возможности, предоставляемые моделями универсального и независимого инвестиционного банка.

Важность роли института инвестиционных банков изначально определяется развитостью механизма прямого финансирования в системе перераспределения финансовых ресурсов субъектов хозяйствования, то есть, по сути, степенью развитости фондового сегмента финансового рынка страны.

Так, для экономик, принявших англо-саксонскую модель функционирования финансового рынка, фондовый сегмент последнего традиционно играет существенную роль в перераспределении инвестиционных ресурсов¹. При этом очевидной тенденцией последних десятилетий является стирание строгих границ между англо-саксонской и континентальной моделью развития финансового рынка, на фоне возрастания роли механизмов прямого финансирования в системе перераспределения инвестиционных ресурсов.

Наиболее яркое представление о противоборстве коммерческого и инвестиционного банковского бизнеса дает анализ практики организации банковской системы США.

В историческом аспекте разделение операций на инвестиционно - банковские и операции коммерческих банков и, соответственно, появление экономического понятия «инвестиционный банк» связано со структурными преобразованиями, имевшими место в период после Великой депрессии, в частности с введением регулятивных барьеров и ограничений, наложенных на операции американских банков так называемым законом Гласса - Стигалла (Glass - Steagall Act) в 1933 г.²

Данный закон запрещал банкам иметь аффилированность с любыми организациями, в существенной степени («...organizations, engaged principally...») связанными с проведением операций в сфере андеррайтинга, продажи, или распространения акций, облигаций, векселей, или иных ценных

¹ При этом даже для стран, принявших англо - саксонскую модель организации финансового рынка, отмечается преобладание сегмента непрямого финансирования (indirect finance) над фондовым сегментом (direct financing) финансового рынка. См. например: Mishkin Frederic S. The economics of money, banking, and financial markets. – 7th ed. – Addison -Wesley, 2004. – p.31

² Закон о Банках (The Banking Act) 1933 г., отдельные параграфы которого, имеющие отношение к разделению инвестиционных и коммерческих банков, известны как закон Гласса - Стигалла (Glass - Steagall Act)

бумаг³.

Столь жесткие ограничения имели целью снижение рисков банковского сектора, которые, по мнению его создателей, могли возрасти при осуществлении коммерческими банками операций с ценными бумагами и явились одной из причин крушения крупнейших банков в период Великой депрессии.

Объективные реалии развития мирового финансового рынка, рост конкуренции со стороны европейских финансовых институтов, предопределили необходимость постепенного размывания границ между инвестиционными и коммерческими банками.

Так, в 1987 г. американские инвестиционные банки получили от ФРС более широкие полномочия по андеррайтингу ряда внутренних ценных бумаг. В 1989 г. ФРС разрешила вхождение в структуру банковских холдинговых компаний подразделений, занимающихся андеррайтингом корпоративных долговых ценных бумаг и акций, с сохранением финансовой обособленности коммерческих банков и их инвестиционных подразделений. Финансовая обособленность предполагала строгое разделение средств коммерческого и инвестиционно - банковского бизнеса, и невозможность их перераспределения между этими двумя сегментами, в частности использования ресурсов коммерческого банка для вложений в ценные бумаги. В 1999 г., после принятия закона Грэмма - Лич - Блайли (Gramm – Leach - Bliley Act)⁴ в США сформировались все предпосылки для перехода к системе универсальных банков.

Если говорить о других странах с развитым финансовым сектором, то разделение операций банков на традиционные и инвестиционно - банковские было упразднено в них раньше, чем в США. Во Франции в 1980-е гг. было отменено имевшее место с 1945 г. разделение банков на коммерческие и инвестиционные. В Японии с 1993 г. коммерческие банки получили законодательное разрешение на создание банковских холдинговых компаний, в состав которых могли входить профессиональные участники рынка ценных бумаг.

Сам запрет на совмещение деятельности коммерческого и инвестиционно-банковского характера может быть вреден для финансовой системы страны, однако, не определяет предпочтительность модели универсальной банковской структуры над моделью независимого инвестиционного банка (pure investment bank).

Именно в силу вредоносного характера разделения, де факто оно было преодолено в США еще до официального принятия закона Грэмма - Лич - Блайли. Ряд факторов, предопределивших необходимость отказа от ограничений, налагаемых законом Гласса-Стигалла представлен ниже.

Во-первых, сама формулировка закона – «...организации, преимущественно вовлеченные в операции по андеррайтингу...» («organizations, engaged principally») предоставляла юридически обоснованную возможность преодо-

³ Geyfman Victoria. Banks in the securities business: market-based risk implications of section 20 subsidiaries. – Federal Reserve Bank of Philadelphia, 2005

⁴ Закон Грэмма-Лич-Блили известен также как Закон «Об изменениях в сфере финансовых услуг» (The Financial Services Modernization Act).

леть данное ограничение. Инвестиционные банки помимо услуг по андеррайтингу и распространению выпусков ценных бумаг среди инвесторов осуществляют целый ряд прочих операций и услуг в сфере управления активами, консалтинга в сегменте M&A и реорганизации бизнеса, операций по торговле ценными бумагами от имени и за счет клиента. Так, например в 1966 г., доля комиссионного вознаграждения за брокерское обслуживание в структуре доходов инвестиционных банков составляла около 62%, оставляя на услуги по андеррайтингу и корпоративному финансированию около 7,3% совокупного дохода⁵.

Позднее в закон вносился ряд поправок, фиксирующих величину возможного вовлечения банковской холдинговой компании в регламентируемые виды деятельности. К моменту отмены закона Гласа-Стигалла эта величина достигала 25%.

Таким образом, регулятивные ограничения на ведение универсальной банковской деятельности в США представляются вполне преодолимыми.

Во-вторых, критика со стороны научного сообщества. Разграничение инвестиционно-банковской и коммерческой деятельности базировалось на идее сверхвысокой рискованности операций по андеррайтингу ценных бумаг. Множество проведенных позднее исследований поставило под сомнение данное предположение. Наиболее авторитетным трудом в этой области является работа Г. Бенстонаб, в которой опровергается факт наличия связи между банкротством американских банков в период Великой депрессии и их аффилированностью с андеррайтинговым бизнесом.

В-третьих, глобализация финансового рынка способствовала росту трансграничных операций банков. Перспективность осуществления инвестиционно-банковских операций (размещения ценных бумаг, в частности) на европейских и японском рынках вызвала рост присутствия на них американских представителей, которые, руководствуясь практикой универсальности банковского дела, принятой в этих странах создавали структуры, включающие в себя коммерческие банки. В рамках осуществления деятельности в различных юрисдикциях американские банки, таким образом, сталкивались с определенными сложностями в управлении бизнесом в рамках единой структуры.

В-четвертых, несение банком существенных издержек, связанных с выполнением предписанных Законом процедур мониторинга степени вовлеченности в ограничиваемые сегменты бизнеса.

Вплоть до разгара кризиса ипотечного рынка, в США существовала «большая пятерка» независимых инвестиционных банков - Merrill Lynch, Lehman Brothers, Morgan Stanley, Goldman Sachs & Co и Bear Sterns.

Анализ мирового рынка инвестиционно-банковских операций позволяет говорить о лидирующем положении представителей данной пятерки в группе

⁵ Samuel L. Hayes, III. The transformation of investment banking // Harvard Business Review, January-February 1979.

⁶ George J. Benston. The Separation of Commercial and Investment Banking: The Glass-Steagall Act Revisited and Reconsidered. Oxford University Press, 1990. см. также: Geyfman Victoria. Banks in the securities business: market-based risk implications of section 20 subsidiaries. – Federal Reserve Bank of Philadelphia, 2005

крупнейших игроков отрасли (Таблица 1).

Таблица 1

Размер заработанного вознаграждения и позиция крупнейших мировых финансовых посредников в сегментах мирового рынка: размещений долговых ценных бумаг, размещений долевых ценных бумаг, рынка слияний и поглощений. В млн. долл. США, 2007 г.

№	Рынок долгового финансирования, Глобальный		Рынок долевого финансирования, Глобальный		Рынок слияний и поглощений, Глобальный	
1	Citi	1 657	JP Morgan	670	Goldman Sachs & Co	3
2	JP Morgan	1 358	UBS	594	Morgan Stanley	2
3	Deutsche Bank AG	1 182	Citi	454	Citi	1
4	Merrill Lynch	1 169	Merrill Lynch Goldman Sachs	368	JP Morgan	1
5	Lehman Brothers	1 048	& Co	351	UBS	1
6	Morgan Stanley	1 045	Morgan Stanley	318	Credit Suisse	1
7	Goldman Sachs & Co	940	Credit Suisse Deutsche Bank	208	Merrill Lynch	1
8	Banc of America	881	AG Lehman	969	Lehman Brothers	1
9	Credit Suisse	815	Brothers	708	Deutsche Bank AG	1
1	UBS	779	Nomura	349	Rothschild	9

Источник: Thomson Financial

По итогам 2007 г. – 4 члена группы «большой пятерки» представлены в рейтинге крупнейших десяти игроков мирового рынка инвестиционно-банковских операций по показателю величины заработанных комиссий⁷. Таким образом, рассматривая в качестве показателя эффективности модели ее способность генерировать доход, можно сделать вывод о достаточной эффективности модели независимого инвестиционного банка.

Аналогичный результат дает грубый анализ относительной способности модели к генерированию доходов через расчет удельного показателя заработной комиссии на рынке долевого финансирования (заработанная комиссия к величине привлеченных для клиента средств). Так, по итогам 2007 г., наибольшая относительная величина комиссионного вознаграждения на рассматриваемом рынке – 2,4% и 2,3% получена независимыми инвестиционными банками Merrill Lynch и Lehman Brothers, соответственно.

Объяснением относительного преимущества инвестиционных банков в размещении ценных бумаг (в первую очередь долевого характера) и аргументом в пользу модели независимого инвестиционного банка традиционно служит концепция конфликта интересов, имеющая место при совмещении функ-

⁷ Попадание представителей пятерки независимых инвестиционных банков в рейтинг крупнейших игроков рынка не ограничивается 2007 г., и представляет собой стабильную тенденцию.

ции коммерческого банка (кредитование клиента) и инвестиционного банка (размещение ценных бумаг клиента).

В общем виде конфликт интересов в рамках универсальной банковской структуры проявляется в двух направлениях.

Во-первых, осуществляя функцию мониторинга состояния заемщика, банк наилучшим образом осведомлен о его финансовом состоянии. В ситуации ухудшения финансового состояния клиента, банк, с целью минимизации рисков, связанных с невозвратом кредита, может осуществить привлечение дополнительных ресурсов для клиента через инструменты фондового рынка, убедив потенциальных инвесторов в их надлежащем качестве, с тем, чтобы направить полученные средства на погашение выданного ранее кредита.

Во-вторых, банк, концентрируясь на предоставлении собственных ресурсов наиболее надежной категории заемщиков, может осуществлять вывод на фондовый рынок только заемщиков низшей категории надежности, тем самым минимизируя для себя риски невозврата предоставленных средств.

Предполагая наличие соответствующего конфликта интересов, рациональный инвестор, требует от универсального финансового посредника премию к доходности размещаемых ценных бумаг⁸. Таким образом, независимый инвестиционный банк, лишенный конфликта интересов в рассматриваемом аспекте, и представляется рациональному инвестору более надежным посредником между заемщиком и инвестором. Большая надежность в свою очередь может обеспечивать инвестиционному банку большее вознаграждение.

Таким образом, исторический факт сосуществования коммерческого и инвестиционно-банковского бизнеса при де факто имеющейся возможности универсализации деятельности в рамках единой банковской холдинговой структуры, с одной стороны, высокая эффективность работы «чистых» инвестиционных банков с другой, является красноречивым подтверждением эффективности модели независимого инвестиционного банка.

Профиль классической инвестиционно-банковской отрасли в последние десятилетия претерпел существенные изменения.

Период конца 1970-х - начала 1990-х гг. считается переломным моментом в инвестиционно - банковском бизнесе. Рост конкуренции со стороны коммерческих банков и прочих финансовых институтов, наряду с технологической революцией в финансовом секторе, послужили фактором существенных преобразований внутри инвестиционно - банковских фирм.

Формула успеха инвестбанка смещается с предоставления услуг высочайшего качества и сохранения «марки» инвестиционно - банковской фирмы к универсализации и способности осуществлять весь спектр инвестиционно - банковских операций. При этом на первое место выходит оперативность в удовлетворении потребностей клиентов. Ориентация на «традиционную при-

⁸ См. например: Randall S. Kroszner, Raghuram G. Rajan. Organization structure and credibility: evidence from commercial bank securities activities before the Glass-Steagall Act // Journal of Monetary economics, august 1997, pp. 475-516.

Randall S. Kroszner. Testimony before the Committee on Banking and Financial Services U.S. House of Representatives April 29, 1998

вязанность» клиента к компании утрачивает былую актуальность в свете обострения конкуренции.

Новые требования рынка вылились в очередной виток масштабной инновационной деятельности инвестиционных банков. Появляются инструменты, намного ускоряющие процесс привлечения финансирования, как с функциональной, так и с технической точки зрения.

Ретроспективный анализ отрасли позволяет выделить основные стратегии сохранения рыночной позиции инвестбанков и проследить успешность их реализации. Наиболее очевидной является стратегия сохранения специализации с планомерным увеличением доли рынка путем укрупнения бизнеса через приобретение специализированного бизнеса конкурентов.

К адептам этого типа стратегии укрепления позиции на рынке можно причислить таких представителей инвестиционно - банковского бизнеса как Salomon, со специализацией на государственных облигациях и ценных бумагах финансового сектора, а также обязательствах, обеспеченных кредитами под залог недвижимости (СМО - collateralized mortgage obligations - облигации с ипотечным покрытием); Drexel, в сфере торговли бросовыми облигациями (junk bonds - «мусорные» облигации); Bankers Trust, в сегменте операций с производными финансовыми инструментами; Baring Brothers с операциями на развивающихся азиатских рынках; Kidder Peabody, со специализацией на бумагах с фиксированным доходом.

Однако опыт показал, что такая тактика в чистом виде, оказалась нежизнеспособной для ряда крупнейших инвестбанков. В частности, крах рынка бросовых облигаций 1990 г. оказался фатальным для Drexel. Обвал фондового рынка в начале 1980-х также привел к тяжелым последствиям для ряда крупнейших игроков, имеющих существенные портфели промежуточных кредитов (bridge loans), погашаемых выпуском бросовых облигаций.

Скандалы, связанные с торговлей ценными бумагами с использованием инсайдерской информации или сокрытием данных менеджментом инвестбанков привели к крушению таких ключевых игроков рынка как Kidder Peabody, Bankers Trust и Baring Brothers в 1995 г.

В противоположность стратегии роста при сохранении специализации, стратегия универсализации бизнеса предполагает рост и укрепления позиций на рынке путем процесса поглощения конкурентов из представителей всей отрасли инвестиционно - банковских операций. Такая стратегия имеет в основе своего успеха ряд факторов, среди которых следует отметить большие возможности по расширению клиентской базы за счет предложения диверсифицированного портфеля продуктов; преимуществ, вытекающих из эффекта от масштаба; возможностей по варьированию штата сотрудников объединенной компании⁹; синергетического эффекта от объединения ноу - хау поглощаемых компаний.

⁹ Возможность варьирования штата в большинстве случаев сводится к уменьшению штата поглощаемой компании, в целях снижения расходов на персонал. Будучи положительным фактором для приобретающей компании, естественным образом является фактором роста напряженности среди сотрудников приобретаемой компании.

В свою очередь вышеназванная стратегия может перерасти в стратегию, проповедуемую крупнейшими мировыми универсальными банками. В частности наиболее распространенной тактикой для этой категории банков является стратегия непрерывного, продолжительного приобретения бизнеса конкурирующих банков.

Ретроспективный анализ сегмента инвестиционно - банковского бизнеса приводит примеры успешности стратегии роста, основанного на непрерывном процессе приобретения компаний, из числа конкурентного окружения.

Одними из наиболее последовательных реализаторов этой стратегии являются американская универсальная банковская группа Citigroup и швейцарский инвестбанк UBS, включивший в себя опыт и ресурсы таких представителей банковского бизнеса как Swiss Bank Corporation (1896 г.), S.G. Warburg group (с 1995 г.), Dillon Read (с 1997 г.), Union Bank of Switzerland (с 1998 г.), и Paine Webber (с 2000 г.).

Реализация данной стратегии лежит в основе процессов консолидации бизнеса, имеющих место в отрасли, определяя тенденции к существенной концентрации деятельности в сегменте инвестиционно - банковских операций.

Преимущества универсализации в рамках объединения деятельности коммерческого и инвестиционного банка по сравнению со стратегией сохранения независимости инвестиционного банка объясняются рядом факторов.

Эффект синергии, возникающий при сочетании деятельности по кредитованию и андеррайтингу ценных бумаг одного клиента. Тесные взаимоотношения между заемщиком и кредитором, вызванные необходимостью мониторинга финансового состояния заемщика, позволяют коммерческому банку более качественно нежели ли инвестиционному банку определить параметры вывода клиента на фондовый рынок¹⁰.

Наличие ресурсной базы в виде вкладов физических лиц обеспечивает большую стабильность пассивной части баланса банка.

Статус коммерческого банка (банковской холдинговой компании) предоставляет возможность расширения источников повышения ликвидности через использование инструментов ФРС (инструменты рефинансирования – «дисконтное окно», discount window).

Учет операций в соответствии с принципом «mark to market» (переоценка на основе текущего уровня цен) предполагает необходимость отражения на балансе инвестиционного банка факта изменения (уменьшения) стоимости актива. Для коммерческого банка факт изменения (уменьшения) стоимости актива находит отражение на балансе при дефолте контрагента, до этого времени отражаясь по номинальной стоимости. Таким образом, во-первых, изменение (уменьшение) стоимости актива не влияет на индикаторы стабильности коммерческого банка, во-вторых, предоставляет больший запас времени для поиска источников ликвидности¹¹.

¹⁰ Randall S. Kroszner. Testimony before the Committee on Banking and Financial Services U.S. House of Representatives April 29, 1998

¹¹ М. Ершов. Кризис 2008 года: "Момент истины" для глобальной экономики и новые возможности для России // Вопросы экономики, № 12, Декабрь 2008, С. 4-26

Резюмируя сказанное, можно отметить, что модель независимого инвестиционного банка на протяжении многих десятилетий демонстрировала свою успешность, а факт крушения представителей инвестиционно-банковского бизнеса в течение данного периода и в особенности в 2007-2008 гг. является скорее результатом неверно выбранной стратегии внутри самой модели.

В то же время модель универсального банка не является гарантом стабильности в отрасли. Падение капитализации двух универсальных банков-гигантов Citigroup и Bank of America на раз ставило вопрос по поводу их возможного банкротства¹².

При этом очевидно, что банкротство банковской структуры, основой ресурсной базы которой являются вклады населения, имеет более значимый социальный эффект, нежели банкротство сопоставимого по масштабу независимого инвестиционного банка.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Алексащенко С. Кризис-2008: пора ставить диагноз // Вопросы экономики, № 11, Ноябрь 2008
2. Ершов М. Кризис 2008 года: "Момент истины" для глобальной экономики и Geyfman
3. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг. - М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2002
4. Alan D. Morrison, William J. Wilhelm, Jr., Investment Banking: Past, Present, and Future // Journal of Applied Corporate Finance, Winter 2007, Vol.19, № 1, pp. 8-20
5. Alan D. Morrison, William J. Wilhelm, Jr., Investment Banking. – Oxford University Press, 2007
6. George J. Benston. The Separation of Commercial and Investment Banking: The Glass-Steagall Act Revisited and Reconsidered. Oxford University Press, 1990
7. Geyfman Victoria. Banks in the securities business: market-based risk implications of section 20 subsidiaries.– Federal Reserve Bank of Philadelphia, 2005
8. Mishkin Frederic S. The economics of money, banking, and financial markets. – 7th ed. – Addison -Wesley, 2004
9. Samuel L. Hayes, III. The transformation of investment banking // Harvard Business Review, January-February 1979
10. Randall S. Kroszner, Raghuram G. Rajan. Organization structure and credibility: evidence from commercial bank securities activities before the Glass-Steagall Act // Journal of Monetary economics, august 1997
11. Randall S. Kroszner. Testimony before the Committee on Banking and Financial Services U.S. House of Representatives April 29, 1998
12. Bowne. Review for CFO's & investment bankers. Volume 9, Number

¹² Is it time to nationalise Citigroup and Bank of America? // The Economist, February 23, 2009

3, January 1998

13. Is it time to nationalise Citigroup and Bank of America? // The Economist, February 23, 2009

14. Investment banking: How to make money in 2009 // Euromoney, January, 2009.