# ИНВЕСТИЦИИ ПО ОТРАСЛЯМ




Книга 5

# ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР ЗА ПРЕДЕЛАМИ БАНКОВ

## биржа, страховщики, брокеры, МФО

Виталий Гурьев

Виталий Гурьев

# Финансовый сектор за пределами банков: биржа, страховщики, брокеры, МФО

«Автор»
2026

**Гурьев В.**

Финансовый сектор за пределами банков: биржа, страховщики, брокеры, МФО / В. Гурьев — «Автор», 2026

Финансовый сектор не заканчивается банками. Биржа зарабатывает на каждой сделке, страховщики — на премиях и инвестициях, брокеры — на комиссиях и остатках клиентов, микрофинансовые организации — на быстрых займах. Эта книга объясняет, как устроены эти бизнесы и как в них инвестировать. Вы узнаете, от чего зависит прибыль каждого из них: от торговых оборотов, ключевой ставки, притока частных инвесторов или качества заёмщиков. Мы разберём особенности их отчётности, требования Банка России и главные риски. Отдельное внимание уделено облигациям МФО и финансовых компаний. Вы научитесь находить возможности там, где большинство инвесторов смотрит только на банки.AI was used in the preparation of the book.

© Гурьев В., 2026
© Автор, 2026

# Содержание

Глава 1. Финансы без банковской вывески 6
Глава 2. Банк России как общий надзиратель 14
Глава 3. Как устроена биржа изнутри 22
Глава 4. Комиссии с каждой сделки 30
Глава 5. Деньги, которые лежат на бирже 38
Конец ознакомительного фрагмента. 44

# Виталий Гурьев
# Финансовый сектор за пределами банков: биржа, страховщики, брокеры, МФО

*Эта книга носит исключительно образовательный и информационный характер. Ни одно из её положений не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, предложением купить или продать какой-либо финансовый инструмент, налоговой или юридической консультацией.*

*Все герои, примеры, расчёты и ставки в книге вымышлены или приведены для иллюстрации. Упоминания реальных компаний не являются рекламой или оценкой их текущей деятельности. Требования Банка России, правила биржи и налоговые нормы изложены по состоянию на момент написания книги и могут измениться.*

*Перед любым решением сверяйтесь с актуальными документами эмитента и нормативными актами, а при необходимости консультируйтесь со специалистом. Инвестиции связаны с риском, включая потерю части или всего вложенного капитала, и решения о вложении денег вы принимаете самостоятельно и под свою ответственность.*

# Глава 1. Финансы без банковской вывески

Понедельник, начало девятого утра, Екатеринбург. Вера стоит в пробке на улице, ведущей к автосалону, где она уже одиннадцать лет работает главным бухгалтером. Ей сорок один год, у неё двое детей-школьников, ипотека, которую она почти закрыла, и привычка проверять каждую цифру дважды. На светофоре она открывает почту и видит письмо от страховой компании: подходит срок продления полиса ОСАГО, а ещё через неделю заканчивается КАСКО на служебную машину директора, которое Вера оформляет сама. Она машинально отмечает, что цена полиса за год выросла почти на пятую часть, и думает, что кто-то на этом росте, видимо, неплохо зарабатывает.

Вечером того же дня в Самаре двадцатидевятилетний Тимур сидит на диване с телефоном в руке. Он работает менеджером по продажам промышленного оборудования, получает неплохие премии и третий год ведёт брокерский счёт, на котором сейчас около четырёхсот тысяч рублей. За день он успел купить облигацию с высоким купоном, продать часть акций и пролистать новости о том, что одна микрофинансовая компания собирается выйти на биржу. Последняя новость его задевает, потому что шесть лет назад, в двадцать три года, он сам несколько раз брал займы «до зарплаты» и хорошо помнит, сколько пришлось вернуть. Тогда он был клиентом такой компании, а теперь размышляет, не стать ли её совладельцем.

Вера и Тимур будут сопровождать вас на протяжении всей книги. Вера принесёт сюда осторожность бухгалтера, умение читать отчёты и привычку сомневаться в обещаниях. Тимур принесёт азарт исследователя, любовь к высоким доходностям и опыт человека, который видел финансовый сектор с изнанки, со стороны заёмщика. Возможно, вы узнаете себя в одном из них, а возможно, сразу в обоих. Почти каждый начинающий инвестор одновременно хочет и надёжности, и высокой доходности, и эта книга во многом о том, как совмещать эти желания внутри одного сектора экономики.

Обратите внимание на одну деталь в обеих сценах. За один день Вера и Тимур несколько раз воспользовались услугами финансовых компаний, и ни одна из этих компаний не была банком. Страховщик продал полис, брокер исполнил заявки, биржа свела покупателей и продавцов, а микрофинансовая организация когда-то выдала Тимуру деньги на неделю. Мы привыкли думать, что финансы — это прежде всего банк с отделением на углу и приложением в телефоне. На самом деле вокруг банков вырос целый мир компаний, которые зарабатывают на деньгах по совершенно другим правилам.

Попробуйте вспомнить свой последний год и подсчитать, сколько вы заплатили таким компаниям. Допустим, ваша семья купила полис ОСАГО за 9 000 рублей, оплатила страхование квартиры по ипотеке за 12 000 рублей и оформила медицинскую страховку для поездки на море за 4 000 рублей. Ещё 2 500 рублей ушло на брокерские и биржевые комиссии за несколько десятков сделок. Получается 27 500 рублей за год, и это без учёта страховки, которую за вас оплачивает работодатель, и комиссий фондов, которые незаметно списываются из стоимости паёв. Умножьте такую сумму на десятки миллионов семей, и вы увидите, что небанковские финансы — это огромный бизнес, который каждый день получает деньги из вашего кошелька.

Раз уж вы всё равно платите этим компаниям, разумно задать себе вопрос, не стоит ли стать их совладельцем. Вера платит страховщику за полис каждый год, и ничто не мешает ей купить акции страховой компании, чтобы часть этих денег возвращалась к ней в виде дивидендов. Тимур платит брокеру комиссии и мог бы владеть долей в брокерском бизнесе. Разумеется, совладение не гарантирует прибыли, ведь хороший сервис и выгодная инвестиция далеко не всегда совпадают. Чтобы отличать одно от другого, нужно понимать, как эти компании зарабатывают и чем рискуют.

Этот мир и есть предмет нашей книги. Мы называем его небанковским финансовым сектором, и в него входят компании, работа которых связана с деньгами, но не построена на классической связке «принять вклад и выдать кредит». Четыре главных героя этого сектора вынесены в название книги: биржа, страховщики, брокеры и микрофинансовые организации. У каждого из них своя бизнес-модель, свои источники прибыли и свои слабые места, поэтому разговаривать о них как об одной отрасли было бы ошибкой.

Начнём с карты местности, потому что без неё легко заблудиться. В центре карты стоит биржа, место, где торгуют акциями, облигациями, валютой, фьючерсами и деньгами на короткий срок. В России главная биржевая площадка — Московская биржа, и именно её акции чаще всего покупают инвесторы, желающие вложиться в биржевой бизнес. Вокруг биржи работают брокеры, которые приводят на неё клиентов и исполняют их поручения. Для частного инвестора брокер служит единственным окном на биржу, ведь напрямую торговать на ней обычный человек не может.

Чуть дальше на карте расположены страховщики. Они собирают с клиентов плату за защиту от неприятностей, от аварии и пожара до болезни и потери трудоспособности, и обещают заплатить, если неприятность случится. Страховые компании бывают универсальными, когда продают почти все виды полисов, и специализированными, например только на страховании жизни. В России часть страховщиков входит в банковские группы, часть принадлежит промышленным холдингам, а некоторые торгуются на бирже как самостоятельные публичные компании.

Отдельный угол карты занимают микрофинансовые организации, которые принято сокращать до МФО. Они выдают небольшие займы на короткие сроки, часто онлайн и за несколько минут, людям и небольшим предприятиям, которым банки по разным причинам отказали или которые не хотят ждать. За скорость и доступность клиент платит очень высокую цену, и именно поэтому сектор находится под пристальным вниманием регулятора. Для инвестора МФО интересны и акциями, которые в 2020-х годах начали появляться на бирже, и облигациями с высокими купонами, о которых мы подробно поговорим в 18-й главе.

На краях карты есть и другие соседи, которых нужно хотя бы назвать, чтобы картина была полной. Негосударственные пенсионные фонды управляют пенсионными накоплениями и добровольными пенсионными взносами граждан. Управляющие компании создают паевые и биржевые фонды и зарабатывают на комиссии за управление. Лизинговые компании покупают технику и оборудование и передают их клиентам в пользование, но этот бизнес настолько своеобразен, что ему в нашей серии посвящена отдельная книга, следующая сразу за этой. Мы будем упоминать соседей там, где они пересекаются с нашими четырьмя героями, но в центре внимания останутся биржа, страховщики, брокеры и МФО.

Чем же все эти компании отличаются от банков? Главное отличие касается источника денег, с которыми они работают. Банк живёт на вкладах: он принимает деньги населения и компаний под проценты и выдаёт их в кредит под более высокие проценты, зарабатывая на разнице. Эта схема требует огромного капитала, жёстких нормативов и системы страхования вкладов, потому что миллионы вкладчиков могут одновременно прийти за своими деньгами. Подробно о том, как устроена банковская экономика и как её анализировать, рассказывает предыдущая книга нашей серии, посвящённая банковскому сектору.

Небанковские компании, как правило, вкладов не принимают, и это меняет почти всё. Биржа зарабатывает не на разнице ставок, а на плате за каждую сделку и за услуги инфраструктуры. Страховщик получает деньги вперёд, но это не вклад, а оплата будущей защиты, которую клиент не вправе потребовать обратно в любой момент. Брокер хранит деньги клиентов, но не имеет права свободно выдавать их в кредит третьим лицам. Микрофинансовая организация выдаёт займы, но берёт деньги на них в основном у банков, владельцев и инвесторов в облигации, а не у широкой публики.

Отсюда вытекает и иная природа риска. Банк боится прежде всего паники вкладчиков и массовых невозвратов по кредитам. Биржа боится падения оборотов, технологического сбоя и потери клиентов. Страховщик боится, что выплат окажется больше, чем он рассчитал, или что его инвестиции подешевеют. Брокер боится оттока клиентов и снижения комиссий, а микрофинансовая организация в первую очередь боится, что заёмщики не вернут деньги, и почти так же сильно боится нового решения регулятора.

При этом граница между банками и остальным сектором в России довольно размыта. Многие крупные брокеры и страховщики входят в банковские группы, продают свои услуги через банковские приложения и отделения и отражаются в консолидированной отчётности банка. Покупая акции крупного банка, вы нередко становитесь косвенным владельцем и страховой компании, и брокера, и управляющей компании этой группы. Однако их вклад в общую прибыль обычно невелик, и судить по банковским акциям о том, как живёт страховой или брокерский бизнес, практически невозможно. Чтобы вложиться именно в небанковские финансы, приходится искать самостоятельные публичные компании или внимательно разбирать сегменты внутри групп.

Чтобы удержать в голове всё это разнообразие, полезно свести бизнес-модели сектора к четырём способам зарабатывать на деньгах. Первый способ можно назвать платой за проход: компания владеет инфраструктурой, через которую проходят сделки, и берёт небольшую плату с каждой из них. Именно так устроен бизнес биржи. Второй способ — плата за обещание: клиент платит сейчас, а компания обещает помочь потом, если случится оговорённое событие. Именно так устроен бизнес страховщика.

Третий способ — плата за доступ. Компания открывает клиенту дверь туда, куда он не может попасть сам, и берёт плату за вход, за каждое действие внутри и за хранение имущества. Так работает брокер, и по этой же логике работают управляющие компании и многие финансовые платформы. Четвёртый способ — плата за срочность: клиенту деньги нужны прямо сейчас, без справок и ожидания, и он готов заплатить за это гораздо больше, чем заплатил бы банку. Именно так зарабатывают микрофинансовые организации.

Эти четыре способа удобно представить через образ, который будет помогать нам на протяжении всей книги. Представьте большой железнодорожный вокзал в крупном городе. Сам вокзал с путями, платформами, табло и диспетчерской — это биржа: она не возит пассажиров сама, но без неё ни один поезд не отправится по расписанию. Владелец вокзала получает деньги с каждого поезда, который проходит через его пути, и с каждого магазинчика, арендующего место в здании.

Билетные кассы на вокзале — это брокеры. Пассажир не может просто выйти на платформу и сесть в поезд, ему нужен билет, и кассы берут за его оформление сбор. Хорошая касса работает быстро, предлагает удобное приложение и иногда продаёт вместе с билетом дополнительные услуги, от выбора места до питания в дороге. Кассы конкурируют между собой за пассажира, а вокзал у них один на всех.

Страховщик на нашем вокзале продаёт гарантию на поездку. Вы платите небольшую сумму, и если поезд сломается, багаж потеряется или вы заболеете в дороге, страховщик компенсирует убытки. Большинство пассажиров доедут без происшествий, и их взносы покроют выплаты тем немногим, кому не повезло. Именно на этой разнице между собранными взносами и выплатами, а также на доходе от временно свободных денег и строится страховой бизнес.

Микрофинансовая организация на вокзале похожа на такси у главного входа. Вы опоздали на электричку, автобус уже ушёл, а до важной встречи остаётся полчаса. Таксист довезёт вас немедленно, но возьмёт за поездку в несколько раз больше, чем стоил бы билет на автобус. Вы платите не за расстояние, а за срочность и за то, что вам не пришлось ждать, и это очень точно описывает экономику займа «до зарплаты».

Образ вокзала помогает увидеть ещё одну важную вещь. Все участники зависят от общего пассажиропотока: если людей на вокзале становится больше, выигрывает и владелец путей, и кассы, и страховщик, и даже таксисты у входа. В финансовом мире таким пассажиропотоком служат деньги частных и корпоративных клиентов, которые приходят на рынок. За последние годы этот поток в России заметно вырос, и небанковские финансовые компании оказались одними из главных его бенефициаров.

У нашего вокзала есть и другая сторона, о которой пассажиры обычно не задумываются. Расписание, тарифы, требования к безопасности и даже ширину платформ определяет не владелец вокзала, а железнодорожная администрация, и её решения действуют на всех сразу. Если администрация запретит такси подъезжать к главному входу, таксисты потеряют заработок за один день, как бы хорошо они ни работали. Если она обяжет кассы продавать билеты дешевле, кассы будут вынуждены искать другие источники дохода. В финансовом мире роль такой администрации играет Банк России, и для небанковских компаний его решения порой важнее, чем любые колебания спроса.

Наконец, вокзал показывает, насколько разными бывают устойчивость и маржинальность бизнеса внутри одного здания. Владелец путей зарабатывает стабильно, потому что поезда идут через вокзал при любой погоде, а построить второй вокзал рядом почти невозможно. Кассы зарабатывают меньше с каждого пассажира, зато их легко открыть, и конкуренция между ними жёстче. Таксисты получают очень высокую плату за поездку, но часть пассажиров не заплатит, а часть просто уйдёт к конкуренту на соседней улице. Эти различия почти один в один повторяются в финансовом секторе, и они определяют, сколько инвестор готов платить за каждый из бизнесов.

Теперь посмотрим, во что из этого сектора вообще можно вложиться через биржу. Самый очевидный кандидат — акции самой Московской биржи, которая с 2013 года является публичной компанией. На бирже также обращаются акции нескольких страховых компаний, причём часть из них вышла на рынок уже в 2020-х годах. Есть публичные компании, у которых крупный брокерский бизнес составляет значительную часть выручки, а также финансовые группы, объединяющие брокера, управляющую компанию и другие направления.

Микрофинансовые организации стали появляться на бирже как эмитенты акций сравнительно недавно, в середине 2020-х годов, хотя облигации МФО обращаются на рынке гораздо дольше. Кроме того, на рынке есть облигации лизинговых и факторинговых компаний, а также бумаги разнообразных финансовых платформ. Состав публичных компаний сектора постоянно меняется: одни выходят на биржу, другие уходят с неё или меняют структуру. Поэтому в книге мы не будем давать рекомендаций по конкретным бумагам, а научимся оценивать любую компанию сектора по её собственным показателям.

Для расчётов мы придумаем четыре условные компании, которые будут жить на страницах книги. Биржевая группа «Меридиан» поможет разобраться в экономике торговой площадки. Страховщик «Северный щит» покажет, как работают резервы, убыточность и инвестиционный доход. Брокер «Гавань Инвест» станет примером того, как зарабатывают на клиентах, а микрофинансовая компания «Зелёная касса» позволит посчитать экономику займов и облигаций. Все эти компании вымышлены, и любые совпадения названий с реальными организациями случайны.

Возникает естественный вопрос: если сектор так разнообразен и интересен, почему большинство начинающих инвесторов, говоря о финансах, вспоминает только банки? Первая причина кроется в размере компаний. Крупнейшие российские банки по капитализации многократно превосходят почти любую небанковскую финансовую компанию, поэтому именно они занимают заметное место в индексе Мосбиржи и в портфелях фондов. Человек, купивший фонд на индекс, владеет банками в заметной доле и небанковскими финансами лишь в небольшой.

Вторая причина связана с известностью брендов. Банком пользуется практически каждый взрослый человек, его название видно на карте, в приложении и на вывесках. Страховщика мы вспоминаем раз в год, когда продлеваем полис, брокера воспринимаем как приложение, а биржу многие вообще не замечают, хотя она стоит за каждой сделкой. Психология устроена так, что мы охотнее вкладываемся в то, что видим каждый день, и это смещает внимание инвесторов к банкам.

Третья причина заключается в сложности отчётности. Отчётность страховщика выглядит пугающе даже для опытного бухгалтера: резервы, перестрахование, контрактная сервисная маржа. Экономика биржи требует понимать, что такое клиринг и почему процентные доходы растут при высокой ставке. Микрофинансовые организации окружены репутационным шлейфом, и многие инвесторы просто не хотят разбираться в бизнесе, который ассоциируется у них с назойливыми звонками и долговыми историями. В результате часть сектора остаётся недоисследованной, а значит, там иногда встречаются возможности, которые пропускает большинство.

Есть и четвёртая причина, историческая. Старшее поколение помнит 1990-е годы, когда под видом инвестиционных и страховых компаний работали финансовые пирамиды, а слова «биржа» и «брокер» ассоциировались с рискованными аферами. Недоверие к небанковским финансам передалось и следующим поколениям, хотя с тех пор сектор прошёл через лицензирование, жёсткий надзор и многократную чистку от недобросовестных игроков. Сегодня это регулируемая отрасль с публичной отчётностью, требованиями к капиталу и защитой клиентов. Тем не менее старые страхи до сих пор влияют на то, как рынок оценивает некоторые компании сектора, и это стоит учитывать при анализе.

Вера, кстати, хорошо знает этот страх по собственной семье. Её отец в середине 1990-х вложил сбережения в «инвестиционную компанию», которая обещала доходность в несколько раз выше банковской и исчезла через полгода вместе с деньгами вкладчиков. С тех пор в семье любое финансовое учреждение, кроме крупного банка, считалось подозрительным. Вера выросла с этим убеждением и лишь недавно поняла, что оно мешает ей видеть целый пласт вполне законных и прозрачных бизнесов. Её задача в этой книге, как и ваша, состоит в том, чтобы заменить унаследованный страх знанием.

При всём разнообразии у компаний сектора есть два общих драйвера, которые стоит запомнить с самого начала. Первый — ключевая ставка Банка России. Она влияет на всех, но по-разному: одним приносит дополнительный процентный доход, другим поднимает стоимость заёмных денег, третьим меняет стоимость инвестиционного портфеля. Как именно ставка влияет на каждого из героев, мы подробно разберём в соответствующих главах, а сводную картину по всему сектору увидим в 19-й главе.

Второй общий драйвер — поведение частных клиентов. Когда граждане активно открывают брокерские счета, покупают полисы, берут займы и торгуют на бирже, выручка сектора растёт. Когда люди напуганы, экономят и сидят на депозитах, большинство небанковских финансовых компаний ощущают это почти сразу. Поэтому инвестор, который хочет понимать сектор, должен следить не только за отчётами компаний, но и за тем, как меняются привычки обычных людей, таких как Вера и Тимур.

Вернёмся к нашим героям и посмотрим на типичные ошибки, которые новички совершают с первого же шага. Тимур, узнав о скором выходе МФО на биржу, рассуждает просто: «Финансы — это хорошо, финансовые компании всегда в выигрыше, раз я сам когда-то платил им бешеные проценты». Эта логика содержит сразу две ошибки. Высокая ставка по займам не означает высокой прибыли, потому что значительная часть заёмщиков деньги не возвращает, а регулятор может в любой момент ограничить доходность. Кроме того, Тимур переносит свой личный опыт на целый сектор, не разобравшись в цифрах.

Вера совершает ошибку противоположного типа. Ей кажется, что все финансовые компании похожи на банк: если банку нужен большой капитал и строгий надзор, значит, и страховщик устроен так же, только с полисами вместо вкладов. На самом деле, как мы увидим, у страховщика совсем другие метрики качества, у биржи почти нет кредитного риска в классическом смысле, а брокер может зарабатывать больше на процентах по остаткам клиентов, чем на комиссиях. Если оценивать эти бизнесы банковской меркой, можно сделать совершенно неверные выводы.

Третья распространённая ошибка — считать сектор однородным и покупать его «оптом». Инвестор слышит, что финансовые компании выигрывают от притока частных денег, и покупает понемногу биржу, страховщика, брокера и МФО, полагая, что получил диверсификацию. Между тем при определённом сочетании ставки и экономической ситуации эти бумаги ведут себя очень по-разному, а иногда и противоположно. Понимание того, кто выигрывает в каждой фазе цикла, и есть одна из главных целей нашей книги.

Четвёртая ошибка связана с доверием к громким цифрам. В новостях о небанковских финансовых компаниях часто фигурируют впечатляющие показатели: рекордная прибыль, миллионы новых клиентов, рост портфеля на десятки процентов. Новичок воспринимает такие цифры как обещание будущего роста, хотя рекорд может быть результатом временного фактора, например необычно высокой ставки или разового всплеска активности. Чтобы отличать устойчивый результат от случайного, нужно понимать, из чего этот результат сложился, и этому мы посвятим немало страниц.

Пятая ошибка, пожалуй, самая человечная из всех. Инвестор покупает акции компании только потому, что ему нравится её сервис: удобное приложение брокера, быстрая выплата по страховке, вежливый оператор. Тимур, например, всерьёз думал купить бумаги своего брокера исключительно из-за того, что тот выпустил красивое обновление приложения. Хороший продукт действительно важен для бизнеса, но он ничего не говорит о цене акций, о долговой нагрузке и о том, сколько компания тратит на привлечение каждого клиента. Иногда самые удобные сервисы принадлежат компаниям, которые щедро тратят деньги акционеров на маркетинг и долго не могут выйти на устойчивую прибыль.

Допустим, Вера решила проверить свою интуицию на простом примере. У неё есть 300 000 рублей, которые она хочет вложить в финансовый сектор, и она сравнивает два варианта. В первом она покупает акции крупного банка, во втором делит сумму поровну между биржей, страховщиком и брокерской компанией, по 100 000 рублей на каждую. Пока она не знает, какой вариант лучше, и это правильная позиция. Ответ зависит от того, на какой фазе экономического цикла она покупает, по какой цене и насколько хорошо понимает каждую из компаний.

Если на горизонте снижение ключевой ставки, банк, скорее всего, выиграет от дешевеющего фондирования, а у биржи сократятся процентные доходы. Зато при снижении ставки обычно оживляются торги, и биржа может компенсировать потерю процентов ростом комиссий. Страховщик потеряет часть инвестиционного дохода, но выиграет от переоценки облигаций в портфеле. Брокер получит меньше процентов по остаткам клиентов, однако может выиграть от притока новых инвесторов. Уже этот беглый взгляд показывает, что вопрос «покупать ли финансовый сектор» слишком груб, и задавать его нужно для каждой компании отдельно.

Предположим, что за год три её бумаги изменились так: биржа подорожала на 8%, страховщик на 15%, а брокерская компания подешевела на 6%. Тогда 100 000 рублей в бирже превратятся в 108 000, в страховщике — в 115 000, а в брокере — в 94 000 рублей. Всего у Веры окажется 317 000 рублей, то есть портфель вырастет на 17 000 рублей, или примерно на 5,7%. Цифры здесь условные, но они хорошо показывают, что внутри одного сектора результаты отдельных компаний могут расходиться на два десятка процентных пунктов.

В этом и состоит практическая ценность понимания небанковских финансов. Инвестор, который видит в секторе только банки, имеет в руках один инструмент на все случаи жизни.

Инвестор, который разбирается в бирже, страховщиках, брокерах и МФО, получает набор инструментов с разной реакцией на ставку, на экономику и на поведение людей. Такой набор позволяет собрать портфель, который не будет целиком зависеть от одного-единственного фактора.

Есть и ещё одна причина изучать этот сектор, менее очевидная, но очень важная. Небанковские финансовые компании находятся на переднем крае изменений финансового мира. Именно здесь появляются новые технологии оценки заёмщиков, новые формы торговли, новые способы продавать страховку через приложение за несколько секунд. Понимая, как работают эти компании, вы лучше понимаете, куда движется вся финансовая система, а значит, и где в ближайшие годы может возникнуть стоимость.

Что вы сможете делать, когда прочитаете эту книгу? Вы будете открывать отчёт биржи и за несколько минут понимать, какая часть её прибыли зависит от оборотов, а какая от ключевой ставки. Вы научитесь отличать страховщика, который зарабатывает на самом страховании, от того, кто живёт за счёт удачных инвестиций и рискует потерять прибыль при первом же развороте рынка. Вы сможете оценить брокера по доходу на активного клиента, а не по числу открытых счетов, и разберётесь, насколько надёжна микрофинансовая компания, чьи облигации обещают купон выше двадцати процентов. Наконец, вы поймёте, как сочетать эти бумаги в портфеле, чтобы они дополняли друг друга, а не усиливали общие риски.

Для этого не нужно экономического образования, достаточно внимательности и готовности считать. Вера, например, не сомневается, что справится с цифрами, но боится незнакомых терминов, а Тимур, наоборот, легко запоминает слова, однако не любит проверять арифметику. Мы будем вводить каждое понятие через живой пример и обязательно пересчитывать каждое вычисление. Если в какой-то момент вам покажется, что материала слишком много, вспоминайте образ вокзала и спрашивайте себя, кто в этой истории владелец путей, кто кассир, кто продаёт гарантию на поездку, а кто ждёт у входа на такси.

Как будет устроен наш путь? Сначала, во второй главе, мы познакомимся с регулятором, который надзирает за всем сектором и чьи решения часто значат для прибыли компаний больше, чем любая рыночная конъюнктура. Затем четыре главы будут посвящены бирже: как она устроена, на чём зарабатывает комиссии, откуда берёт процентный доход и как её оценивать. Следующие пять глав расскажут о страховщиках, от базовой логики страхования до тонкостей отчётности и капитала.

После страховщиков нас ждут три главы о брокерах: их комиссионном бизнесе, процентных доходах и надёжности. Затем четыре главы будут посвящены микрофинансовым организациям, их займам, рискам, акциям и облигациям, причём в облигационной главе мы поговорим и о других финансовых компаниях, выпускающих долговые бумаги. В предпоследней главе мы соберём всё вместе и посмотрим, как небанковские финансы могут работать в вашем портфеле, а последняя глава будет посвящена будущему сектора и выводам книги.

Мы будем опираться на инструменты, которые подробно разобраны в первой книге серии, посвящённой фундаментальному анализу. Там объяснено, что такое мультипликаторы P/E и P/BV, как считать свободный денежный поток и строить модель дисконтированных денежных потоков. Здесь мы не будем повторять эти определения, а сосредоточимся на том, чем финансовые компании отличаются от обычного бизнеса и какие собственные метрики у каждой из них есть. Если какой-то термин покажется незнакомым, загляните в первую книгу, и всё встанет на свои места.

Ещё одна важная оговорка касается цифр. Для наглядности мы будем постоянно приводить расчёты, и все они построены на условных примерах с гипотетическими уровнями ставок и показателей. Реальные компании мы будем упоминать там, где это нужно для понимания устройства рынка, но без оценок их текущей деятельности и без советов покупать или продавать их бумаги. Правила Банка России, налоговые нормы и требования биржи постоянно

меняются, поэтому любую норму, о которой идёт речь, стоит сверять с актуальной редакцией документов и уточнять у своего брокера.

Вечером того же понедельника Вера заканчивает работу и, прежде чем выключить компьютер, открывает сайт Банка России. Она хочет проверить, есть ли у её страховой компании действующая лицензия и где посмотреть её отчётность. Сайт встречает её разделами, справочниками и реестрами, и Вера понимает, что за каждой компанией, с которой она имеет дело, стоит регулятор с огромным набором правил. Именно с этого регулятора мы и начнём подробный разговор во второй главе.

Подведём черту под первой главой. Финансовый сектор не заканчивается банками: вокруг них работают биржа, страховщики, брокеры, микрофинансовые организации и их соседи, и каждый из них зарабатывает своим способом. Биржа берёт плату за проход, страховщик — за обещание, брокер — за доступ, а МФО — за срочность. Эти бизнесы зависят от общих драйверов, ключевой ставки и активности частных клиентов, но реагируют на них поразному, и именно в этих различиях скрываются возможности для внимательного инвестора. Прежде чем разбирать каждую модель, нужно понять правила игры, которые для всех участников пишет один и тот же регулятор.

# Глава 2. Банк России как общий надзиратель

Субботнее утро в Самаре выдалось солнечным и тихим. Тимур пьёт кофе на балконе и листает рекламу нового брокера, который обещает нулевые комиссии на полгода и подарочную акцию за открытие счёта. Предложение выглядит заманчиво, но шесть лет назад он уже обжёгся на слишком щедрых обещаниях, когда брал займы в сомнительной онлайн-конторе. Тогда он даже не подумал проверить, имеет ли она право выдавать деньги. Теперь Тимур открывает сайт Банка России, находит справочник участников финансового рынка и вбивает название брокера в строку поиска.

Почти в это же время в Екатеринбурге Вера делает то же самое, только с другой целью. Её автосалон много лет работает с одним страховщиком, а теперь директор просит рассмотреть предложение новой компании, которая предлагает КАСКО на служебные машины заметно дешевле. Вера хочет понять, не исчезнет ли эта компания через полгода вместе с деньгами и полисами. Она находит страховщика в справочнике, видит действующую лицензию и перечень разрешённых видов страхования, а затем замечает рядом раздел с отчётностью. Ей впервые приходит в голову, что регулятор знает о каждой финансовой компании гораздо больше, чем любой клиент.

Обе сцены описывают первый и самый важный шаг, который должен делать любой человек, имеющий дело с небанковскими финансами. Прежде чем доверить компании деньги или купить её акции, нужно убедиться, что она работает легально и находится под надзором. Для клиента это вопрос сохранности средств, для инвестора — вопрос понимания правил, по которым компания зарабатывает. В России эти правила для всего финансового рынка пишет и контролирует один орган, Центральный банк Российской Федерации, который обычно называют Банком России.

Так было далеко не всегда. До 2013 года надзор за небанковскими финансами был разделён между несколькими ведомствами. Банки контролировал Центральный банк, а страховщиков, брокеров, биржи, управляющие компании, пенсионные фонды и микрофинансовые организации — Федеральная служба по финансовым рынкам, сокращённо ФСФР. У двух регуляторов были разные подходы, разная скорость реакции и разные требования, и это создавало пространство для регуляторного арбитража. Компании иногда выбирали форму деятельности, исходя не из логики бизнеса, а из того, где надзор мягче.

В 2013 году был принят закон, по которому функции ФСФР передавались Банку России, и с 1 сентября того же года ФСФР прекратила существование. Банк России превратился в так называемый мегарегулятор, то есть единый орган надзора за всем финансовым рынком страны. Похожие модели существуют и в других странах, хотя многие государства по-прежнему разделяют надзор за банками, страховщиками и рынком ценных бумаг. Для российского небанковского сектора это решение стало переломным: правила стали единообразнее, надзор жёстче, а чистка рынка от слабых и недобросовестных игроков резко ускорилась.

Чтобы почувствовать, что изменилось, полезно представить себе многоквартирный дом, в котором раньше было два управдома. Один отвечал за подъезды с первого по третий, другой — за четвёртый и пятый, и каждый вёл хозяйство по-своему. Жильцы пятого подъезда знали, что их управдом редко проверяет счётчики, и некоторые этим пользовались. Когда дом передали одной управляющей компании, правила стали общими для всех подъездов, проверки — регулярными, а нарушителей начали находить гораздо быстрее. Примерно это и произошло с российским финансовым рынком после 2013 года, и этот образ единого управдома мы будем держать в голове всю главу.

Единая модель надзора имеет и свои слабые стороны, о которых честно говорят сами специалисты. Когда все полномочия сосредоточены в одних руках, регулятору приходится одно-

временно думать об устойчивости банков, о развитии биржевого рынка, о защите заёмщиков микрофинансовых организаций и о доходности пенсионных накоплений. Интересы этих направлений иногда расходятся, и приоритет нередко получает то, что важнее для стабильности всей системы. Мировая практика здесь неоднозначна: Великобритания, например, долгие годы жила с единым регулятором, а в 2013 году, наоборот, разделила надзор на два ведомства. Универсально правильной модели нет, и для инвестора важно не столько её устройство, сколько предсказуемость решений.

Единый управдом работает прежде всего через лицензии и реестры. Любая компания, которая хочет заниматься финансовой деятельностью, должна получить разрешение Банка России, и вид этого разрешения зависит от бизнеса. Биржа получает лицензию организатора торговли, клиринговая организация — лицензию на клиринг, депозитарий — лицензию депозитария. Страховщик получает лицензию на конкретные виды страхования, причём право страховать жизнь и право страховать имущество выдаются отдельно.

Брокер получает лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг на брокерскую деятельность, а если он ещё и хранит бумаги клиентов, то и депозитарную лицензию. Многие брокеры дополнительно имеют лицензии дилера и управляющего, позволяющие торговать от своего имени и управлять деньгами клиентов. С микрофинансовыми организациями устроено иначе: они не получают лицензию в классическом смысле, а вносятся в государственный реестр МФО, который ведёт тот же Банк России. Разница скорее юридическая, чем практическая: без записи в реестре выдавать микрозаймы нельзя, а исключение из реестра означает конец бизнеса.

Каждому виду деятельности соответствует свой закон. Работу бирж регулирует закон об организованных торгах, клиринг — закон о клиринге, брокеров — закон о рынке ценных бумаг, страховщиков — закон об организации страхового дела, микрофинансовые организации — закон о микрофинансовой деятельности. Поверх законов Банк России издаёт множество нормативных актов: положения, указания, инструкции, которые детализируют требования к капиталу, отчётности, раскрытию информации и работе с клиентами. Инвестору не нужно читать всё это целиком, но полезно понимать, что за каждым крупным изменением в бизнесе компании сектора почти всегда стоит какой-то конкретный нормативный документ.

Помимо Банка России в небанковском секторе работают саморегулируемые организации, сокращённо СРО. Это объединения участников рынка, которые разрабатывают стандарты, проверяют своих членов и разбирают жалобы. Для микрофинансовых организаций членство в СРО обязательно, и без него компания не может работать. Брокеры, управляющие компании и другие профессиональные участники также объединяются в свои саморегулируемые организации, которые выступают посредниками между рынком и регулятором. Для инвестора СРО интересны тем, что их стандарты иногда оказываются строже минимальных требований закона.

Вернёмся к Тимуру, который нашёл в справочнике своего нового брокера. Тимур видит номер лицензии, дату её выдачи, перечень видов деятельности и ссылку на сайт компании. Если бы брокера в справочнике не оказалось, это был бы тревожный сигнал: под видом брокеров иногда работают нелегальные компании, которые принимают деньги на «торговлю», а потом исчезают. Банк России ведёт отдельный список компаний с выявленными признаками нелегальной деятельности на финансовом рынке, и проверка по этому списку занимает пару минут.

Само по себе наличие компании в справочнике ещё не всё говорит, поэтому полезно читать запись внимательно. Важно посмотреть статус лицензии: она может быть действующей, приостановленной, ограниченной или аннулированной, и каждое из этих слов означает совершенно разную ситуацию. Стоит обратить внимание и на дату выдачи, ведь компания с многолетней историей и компания, получившая разрешение полгода назад, несут разные риски для клиента. Наконец, полезно сравнить перечень разрешённых видов деятельности с тем, что ком-

пания предлагает в рекламе. Если страховщик продаёт полисы страхования жизни, а лицензии на этот вид у него нет, это уже не реклама, а повод для жалобы регулятору.

Тимур обнаружил ещё одну любопытную деталь: у его нового брокера в справочнике значилось прежнее название, под которым компания работала несколько лет назад. Смена названия сама по себе ничего плохого не означает, компании часто переименовываются после смены владельцев или ребрендинга. Однако история переименований позволяет найти старые новости, решения регулятора и судебные дела, которые под новым брендом уже не всплывают. Две минуты поиска по прежнему названию иногда рассказывают о компании больше, чем вся её свежая реклама.

Теперь перейдём к одному из важнейших принципов современного финансового регулирования, который называется пропорциональным. Его суть проста: чем больше компания и чем серьёзнее последствия её возможного краха для клиентов и экономики, тем строже к ней требования. Маленькой микрокредитной компании, выдающей займы в одном регионе, не нужно соблюдать те же нормативы, что крупной микрофинансовой компании с миллионами клиентов и облигациями на бирже. Небольшой брокер, работающий с несколькими сотнями клиентов, не несёт тех же рисков, что брокер с миллионами счетов.

Пропорциональность хорошо видна на примере микрофинансового рынка, где существуют два типа организаций. Микрофинансовые компании, сокращённо МФК, должны иметь более крупный капитал, им разрешено привлекать деньги граждан и выпускать облигации, но и требования к ним выше. Микрокредитные компании, сокращённо МКК, работают с меньшим капиталом и с более узким набором разрешённых операций. Подробно об этих различиях мы поговорим в 15-й главе, а здесь важно уловить общую логику: регулятор выстраивает лестницу, на каждой ступени которой больше возможностей и больше обязанностей.

На вершине этой лестницы находятся системно значимые организации, сбой в работе которых способен парализовать весь финансовый рынок. К ним относится, например, центральный контрагент, который гарантирует исполнение сделок на бирже, и центральный депозитарий, хранящий записи о правах на ценные бумаги. Для них действуют особенно жёсткие требования к капиталу, управлению рисками и технологической устойчивости. Банк России фактически наблюдает за ними непрерывно, потому что остановка такой организации даже на несколько часов способна вызвать цепную реакцию по всей системе.

Следующий инструмент единого управдома — отчётность. Все финансовые организации регулярно сдают в Банк России отчёты, гораздо более подробные, чем публикуемая для инвесторов финансовая отчётность. Регулятор видит капитал компании, структуру её активов, объём обязательств перед клиентами, выполнение нормативов, жалобы клиентов и многое другое. На основании этих данных Банк России оценивает риски каждой компании и решает, требуется ли вмешательство.

Часть этих данных регулятор публикует, и для инвестора это настоящая сокровищница. На сайте Банка России есть раздел со статистикой по страховому рынку, где можно найти собранные премии и выплаты по видам страхования и по отдельным страховщикам. Есть статистика по микрофинансовому рынку, включающая объёмы портфелей, число заёмщиков и уровень просроченной задолженности. Регулятор также публикует обзоры по рынку брокерских услуг, по рынку ценных бумаг и по финансовой стабильности. Многие показатели, которые компании подают в своих презентациях в выгодном свете, можно сверить с этими независимыми данными.

Вера, разобравшись с лицензией страховщика, решает пойти дальше и посмотреть отраслевую статистику. Она находит данные о том, сколько премий по КАСКО собрали крупнейшие страховщики за прошлый год и сколько выплатили. Для нового страховщика, который предлагает её автосалону скидку, соотношение выплат к премиям оказывается заметно ниже среднего по рынку. Вера не делает поспешных выводов, ведь причин может быть много, от

удачного подбора клиентов до задержек с урегулированием убытков. Однако теперь у неё есть конкретный вопрос, который можно задать представителю страховщика, и это уже совсем другой уровень переговоров.

Допустим, новый страховщик собрал за год 400 миллионов рублей премий по КАСКО и выплатил клиентам 160 миллионов рублей. Значит, на каждые 100 рублей премий приходится 40 рублей выплат. Если у крупных игроков рынка этот показатель составляет около 55 рублей, разница в 15 рублей требует объяснения. Возможно, компания действительно лучше отбирает клиентов, а возможно, она просто медленно урегулирует убытки или отказывает в спорных случаях, и тогда дешёвый полис обойдётся автосалону дороже в момент аварии. Как правильно считать и интерпретировать подобные соотношения, мы подробно разберём в 8-й главе.

Регулятор публикует не только статистику, но и обзоры с аналитическими выводами. Обзор финансовой стабильности, который Банк России выпускает дважды в год, описывает главные риски для финансовой системы, и в нём часто упоминаются уязвимости отдельных небанковских сегментов. Например, в таких обзорах могут обсуждаться рост долговой нагрузки граждан, качество портфелей микрофинансовых организаций или концентрация рисков у брокеров на маржинальных позициях клиентов. Для инвестора это ранний сигнал о том, куда может быть направлено внимание регулятора в ближайшие годы.

Самый жёсткий инструмент управдома — отзыв лицензии или исключение из реестра. Банк России применяет его, когда компания систематически нарушает требования, не выполняет нормативы капитала, проводит сомнительные операции или не может исполнять обязательства перед клиентами. За время работы мегарегулятора с рынка ушло очень большое число страховщиков, брокеров, управляющих компаний и микрофинансовых организаций. Часть из них была ликвидирована за нарушения, часть ушла сама, не выдержав ужесточения требований.

Что означает отзыв лицензии для разных участников истории? Для клиентов это обычно начало долгой процедуры: страховщик перестаёт заключать договоры, его обязательства передаются другой компании или удовлетворяются в процессе банкротства. Для кредиторов, в том числе владельцев облигаций, отзыв лицензии почти всегда означает дефолт и долгое ожидание частичного возврата средств. Для акционеров это, как правило, потеря большей части или всех вложений, потому что в очереди на распределение оставшихся активов они стоят последними.

Допустим, Тимур вложил 50 000 рублей в облигации небольшой микрофинансовой компании, а через год её исключили из реестра. В процессе банкротства выяснилось, что активов компании хватает на покрытие примерно трети требований кредиторов. Значит, Тимур может рассчитывать вернуть около 16 700 рублей, причём через несколько лет и после всех расходов на процедуру. Потери составят около 33 300 рублей, то есть две трети вложения, и это довольно типичный сценарий для небанковских финансовых компаний, потерявших разрешение регулятора.

Акционер в этой ситуации, скорее всего, не получит ничего. Если бы Тимур купил акции той же компании на 50 000 рублей, деньги ушли бы на погашение долгов перед клиентами и кредиторами, а владельцам ничего бы не осталось. Поэтому для инвестора в небанковские финансы особенно важно следить за признаками, которые предшествуют проблемам с регулятором: предписания, штрафы, ограничения на отдельные операции. Банк России, как правило, не отзывает лицензию внезапно, а сначала даёт компании возможность исправить нарушения, и эти промежуточные шаги часто становятся достоянием публики.

Набор промежуточных мер довольно широк, и полезно знать их хотя бы в общих чертах. Регулятор может направить компании предписание об устранении нарушений с конкретным сроком исполнения. Может наложить штраф или запретить проводить отдельные операции, например заключать новые договоры определённого вида страхования или привлекать новых клиентов. Может приостановить действие лицензии, и тогда компания на время теряет право

работать, хотя обязательства перед клиентами за ней сохраняются. Если же положение компании угрожает интересам большого числа клиентов, в неё может быть назначена временная администрация, которая фактически отстраняет прежнее руководство.

Каждая из этих мер для инвестора служит сигналом разной силы. Единичное предписание по формальному поводу встречается у многих крупных компаний и само по себе не страшно. Повторяющиеся предписания, штрафы и ограничения на операции говорят о системных проблемах, а приостановка лицензии почти всегда предвещает серьёзные потери для акционеров и кредиторов. Привычка раз в квартал проверять, не появилось ли у компаний вашего портфеля новых решений регулятора, занимает несколько минут и способна сберечь немалые деньги.

Теперь о направлении регулирования, которое за последнее десятилетие выросло особенно сильно, — о защите потребителей финансовых услуг. Раньше надзор был сосредоточен главным образом на устойчивости компаний: хватает ли им капитала, правильно ли они формируют резервы, не рискуют ли сверх меры. Однако практика показала, что устойчивая компания может при этом систематически вводить клиентов в заблуждение. Банк России создал отдельное направление поведенческого надзора, которое следит именно за тем, как компании обращаются с клиентами.

Поведенческий надзор проверяет, не навязывают ли страховщики полисы при выдаче кредитов, не продают ли брокеры сложные продукты людям, которые в них не разбираются, не нарушают ли микрофинансовые организации правила взыскания долгов. Регулятор анализирует жалобы граждан, проводит контрольные закупки и проверяет рекламу. Если находятся нарушения, компания получает предписание, штраф или ограничение деятельности. Для инвестора важно понимать, что многие прибыльные практики сектора существуют лишь до тех пор, пока регулятор не признает их недобросовестными.

Отдельное поле поведенческого надзора — реклама финансовых услуг. Закон и требования Банка России обязывают компании указывать в рекламе существенные условия: для займов это полная стоимость кредита, для инвестиционных продуктов — предупреждение о том, что доходность в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Реклама, в которой крупно написано «до 30% годовых», а мелко и неразборчиво — все риски, может стать поводом для претензий регулятора и антимонопольной службы. Для клиента это защита от манипуляций, а для компании — ограничение на самые агрессивные способы привлечения клиентов, которые раньше давали быстрый рост выручки.

Регулятор действует и через финансовое просвещение. Банк России ведёт просветительские проекты, публикует материалы для граждан о том, как распознать финансовую пирамиду, чем опасны займы с высокой ставкой и как устроены инвестиции на бирже. На первый взгляд это не имеет отношения к прибыли компаний, однако со временем грамотный клиент начинает задавать неудобные вопросы, сравнивать условия и отказываться от навязанных услуг. Сектор, который зарабатывал на неосведомлённости клиентов, постепенно вынужден перестраиваться в сторону более прозрачных и честных продуктов.

Важным элементом защиты потребителей стал институт финансового уполномоченного, начавший работу в 2019 году. Это досудебный орган, который бесплатно для граждан разбирает их споры с финансовыми организациями. Первыми под его юрисдикцию попали страховщики по автострахованию, затем другие страховые компании, микрофинансовые организации и ряд других участников рынка, а круг организаций постепенно расширяется. Решение уполномоченного обязательно для компании, если она не оспорит его в суде, поэтому этот институт заметно изменил баланс сил между клиентами и финансовыми организациями.

Для страховщиков появление финансового уполномоченного имело и прямой денежный эффект. Раньше многие споры по выплатам доходили до суда, где к основной сумме добавлялись штрафы, неустойки и расходы на юристов, и это порождало целую индустрию посредни-

ков, о которой мы поговорим в 9-й главе. Обязательный досудебный порядок через уполномоченного сократил часть таких споров и сделал их урегулирование дешевле для всех сторон. Мы видим здесь общий принцип: даже правило, созданное ради защиты граждан, напрямую отражается на прибылях компаний.

Это подводит нас к главной мысли главы. Для небанковского финансового сектора регулирование — не фон, а один из главных факторов прибыли. В обычной отрасли, например в производстве мебели, регулятор устанавливает требования к безопасности и экологии, но не определяет, сколько компания может брать с покупателей. В финансовом секторе Банк России может ограничить максимальную ставку по займам, установить коридор тарифов по обязательному автострахованию, изменить требования к капиталу или запретить продавать определённые продукты непрофессиональным инвесторам.

Каждое такое решение способно за один день переписать экономику целого сегмента. Представьте, что регулятор снижает максимально допустимую переплату по коротким займам. Для микрофинансовой организации это означает, что с каждого займа она сможет получить меньше дохода, а значит, ей придётся либо снижать уровень невозвратов, отказывая самым рискованным заёмщикам, либо мириться с падением прибыли. Именно так и произошло на российском рынке, где ограничения на ставки и переплату ужесточались несколько раз, а подробные цифры мы разберём в 15-й главе.

Посчитаем на условном примере, как одно регуляторное решение отражается на стоимости компании. Допустим, некая финансовая компания зарабатывает 2 миллиарда рублей чистой прибыли в год, а рынок оценивает её в 8 прибылей, то есть в 16 миллиардов рублей. Регулятор вводит новое ограничение, из-за которого прибыль компании снижается на четверть, до 1,5 миллиарда рублей. Если рынок продолжит оценивать компанию в те же 8 прибылей, её стоимость упадёт до 12 миллиардов рублей, то есть на 4 миллиарда рублей.

На практике падение часто оказывается ещё сильнее. Инвесторы начинают опасаться, что за первым ограничением последуют новые, и готовы платить за каждый рубль прибыли меньше, чем раньше. Если вместо 8 прибылей рынок начнёт давать компании всего 6, её стоимость составит 9 миллиардов рублей, то есть на 7 миллиардов меньше исходной оценки, или примерно на 44% ниже. Обратите внимание, что из этих 44% только 25 процентных пунктов связаны с реальным падением прибыли, а остальное объясняется ростом страха перед регулятором.

Хорошая новость для инвестора состоит в том, что Банк России, как правило, не принимает решения внезапно. Перед крупными изменениями регулятор публикует консультационные доклады, в которых описывает проблему, предлагает варианты решения и приглашает участников рынка высказать мнение. Обычно проходит от нескольких месяцев до года и более между публикацией доклада и вступлением новых правил в силу. За это время компании успевают подготовиться, а внимательные инвесторы — переоценить свои ожидания.

Консультационный доклад для инвестора в небанковские финансы похож на прогноз погоды за неделю до урагана. Он не гарантирует, что ураган придёт именно в такой силе, но даёт достаточно времени, чтобы закрыть окна. Если вы владеете акциями микрофинансовой компании и видите доклад о возможном снижении потолка ставок, стоит пересчитать её будущую прибыль с учётом новых правил. Если вы держите облигации страховщика и регулятор обсуждает повышение требований к капиталу, полезно понять, хватит ли компании собственных средств или ей придётся привлекать новые деньги.

Тимур поначалу считал такие документы скучной бюрократией, пока не наткнулся на один из них, касающийся брокерской отрасли. В докладе обсуждались требования к раскрытию информации о рисках сложных продуктов и ограничения на их продажу непрофессиональным инвесторам. Тимур понял, что если предложения будут приняты, брокеры, зарабатывающие на продаже сложных инструментов, потеряют часть доходов. Он не стал ничего покупать или

продавать, но впервые почувствовал, что видит рынок на шаг дальше, чем большинство знакомых инвесторов.

Важно понимать и обратную сторону. Регулирование не только ограничивает прибыль компаний, но и защищает их акционеров и кредиторов от худших сценариев. Жёсткие требования к капиталу снижают вероятность банкротства, строгий надзор вытесняет недобросовестных конкурентов, которые демпингуют и подрывают доверие ко всему рынку. Ограничения, которые сокращают маржу сегодня, могут сделать бизнес устойчивее завтра. Крупные компании сектора нередко выигрывают от ужесточения правил, потому что их мелкие конкуренты не выдерживают новых требований и уходят, освобождая долю рынка.

Полезно помнить и о том, что Банк России не единственный автор правил. Законы, на которых строится регулирование, принимает Государственная дума, а в их подготовке участвуют правительство, Министерство финансов и сами участники рынка. В страховании, например, многие ключевые параметры обязательных видов определяются законом, а изменения в нём обсуждаются годами и проходят через несколько чтений. Банк России часто выступает инициатором изменений и автором подзаконных актов, но окончательная форма закона нередко отличается от первоначального замысла. Для инвестора это означает, что следить нужно не только за документами регулятора, но и за законопроектами, касающимися его компаний.

Если наблюдать за регулированием достаточно долго, можно заметить в нём своеобразный цикл. После громких проблем, например серии банкротств или волны жалоб, правила резко ужесточаются, компании сокращают рискованные операции, а их прибыль на время снижается. Затем, когда ситуация стабилизируется, регулятор начинает точечно смягчать отдельные требования, чтобы не задушить развитие рынка. Понимание того, в какой фазе этого цикла находится конкретный сегмент, помогает инвестору оценить, ждать ли новых ограничений или, наоборот, некоторого послабления.

Именно поэтому реакция акций на регуляторные новости бывает неоднозначной. Новость об ужесточении требований к капиталу может сначала обрушить котировки всех компаний сегмента, а через полгода выяснится, что лидеры рынка нарастили долю за счёт ушедших слабых игроков. Инвестор, который смотрит только на заголовок, продаёт на страхе, а инвестор, который понимает механику, видит возможность. Мы ещё не раз вернёмся к этому противоречию, когда будем разбирать отдельные бизнесы, и в каждом из них оно проявляется по-своему.

Есть ещё одно важное обстоятельство, которое касается всех небанковских финансовых компаний без исключения. Банк России одновременно выполняет роль регулятора и проводит денежно-кредитную политику, устанавливая ключевую ставку. Это значит, что один и тот же орган влияет на компании сектора двумя путями: через правила их деятельности и через стоимость денег в экономике. Как именно ставка отражается на прибыли биржи, страховщика, брокера и МФО, мы подробно разберём в главах, посвящённых каждому из них.

Кроме того, Банк России в некоторых случаях выступает и как владелец. Регулятору принадлежит заметная доля в Московской бирже, и это создаёт для неё особый статус, о котором мы поговорим в следующей главе. Такое совмещение ролей встречается в мире нечасто и имеет как плюсы, например повышенное внимание к устойчивости инфраструктуры, так и минусы, например вопросы о том, чьи интересы приоритетны при принятии решений. Для частного инвестора это ещё один фактор, который нужно учитывать при оценке компании.

Вернёмся к нашим героям и посмотрим, какие ошибки в отношении регулятора свойственны начинающим инвесторам. Вера склонна считать, что если компания находится под надзором Банка России, то её акции и облигации безопасны. Это опасное заблуждение: надзор снижает вероятность мошенничества и грубых нарушений, но не защищает от убытков из-за

плохого управления, неудачной стратегии или неблагоприятной экономики. Лицензия говорит о том, что компания имеет право работать, а не о том, что она будет работать прибыльно.

Тимур совершает противоположную ошибку и воспринимает регулятора исключительно как угрозу. Каждый новый документ Банка России он читает как сигнал продавать акции финансовых компаний, не задумываясь о том, что правила могут укрепить позиции лидеров. Кроме того, Тимур склонен переоценивать скорость перемен: прочитав консультационный доклад, он ожидает, что новые требования вступят в силу через месяц, хотя на практике путь от обсуждения до закона занимает гораздо больше времени и предложения нередко смягчаются.

Третья ошибка общая для многих инвесторов и состоит в игнорировании регуляторных данных. Компании небанковского сектора публикуют презентации, где их показатели представлены в наиболее выгодном свете, и новичок часто ограничивается ими. Между тем независимая статистика Банка России позволяет сравнить компанию с конкурентами и увидеть то, что не попадает в презентацию: рост жалоб, долю выплат, динамику просроченных займов. Привычка сверять слова компании с цифрами регулятора — одна из самых полезных для инвестора в этот сектор.

Подытожим, что даёт инвестору понимание роли регулятора. Во-первых, оно позволяет быстро отсеять компании, которые работают нелегально или находятся на грани потери разрешения. Во-вторых, оно помогает оценить, насколько прибыль компании зависит от регуляторных условий и насколько вероятно их изменение. В-третьих, оно открывает доступ к независимым данным, которые помогают проверять заявления менеджмента. Наконец, понимание логики регулятора даёт возможность предвидеть изменения в отрасли раньше, чем они отразятся в котировках.

Мы рассмотрели единого управдома финансового рынка, его инструменты и его влияние на прибыли компаний. Банк России выдаёт лицензии и ведёт реестры, требует отчётность и публикует данные, защищает потребителей и может в любой момент изменить экономику целого сегмента. Для небанковских финансов регулирование значит больше, чем для большинства других отраслей, и инвестор, который это понимает, получает заметное преимущество. Теперь, когда правила игры ясны, можно перейти к первому из наших героев и посмотреть, как устроено сердце финансового рынка, через которое проходит каждая сделка Тимура и каждая покупка Веры.

# Глава 3. Как устроена биржа изнутри

Вторник, без четверти одиннадцать утра по самарскому времени. Тимур сидит в машине у офиса клиента, до встречи осталось десять минут, и он решает докупить акции одной промышленной компании, которые давно держит в списке наблюдения. Он открывает приложение брокера, вводит количество, видит текущую цену и нажимает кнопку «купить». Через мгновение приходит уведомление о том, что заявка исполнена, и в портфеле появляются новые бумаги. Тимур убирает телефон в карман и идёт на встречу, даже не задумываясь, сколько всего произошло за эту долю секунды.

Позже, вечером, он вдруг вспоминает этот момент и задаёт себе вопрос, который раньше не приходил ему в голову. У кого он купил эти акции? Откуда этот человек знает, что Тимур действительно заплатит, а сам Тимур — что продавец действительно отдаст бумаги? Где теперь хранятся его акции, если никакого сертификата он не получал? Ответы на эти вопросы и составляют устройство биржи, и они гораздо интереснее, чем кажется на первый взгляд.

Для инвестора эти ответы важны не из любопытства. Чтобы оценить биржу как бизнес, нужно понимать, какие услуги она оказывает и за что берёт деньги. Биржа — это не одно здание с табло, а целая система взаимосвязанных организаций, каждая из которых выполняет свою функцию и приносит свою часть выручки. Если вы не понимаете, как работает эта система, вы не сможете понять, почему прибыль биржи растёт или падает и насколько устойчив её бизнес.

Начнём с образа, который поможет удержать всю конструкцию в голове. Представьте большую платную автомагистраль между двумя крупными городами. Сама дорога с асфальтом, разметкой, освещением и ограждениями соответствует торговой системе биржи, по которой движутся сделки. Пункты оплаты на въезде и выезде — это комиссии, которые биржа берёт за каждый проезд. Служба безопасности движения, которая гарантирует, что каждый доедет без аварии, а если авария случится, ущерб будет покрыт, соответствует клиринговой организации.

На магистрали есть и охраняемые стоянки, где водители оставляют свои машины, а также реестр, где записано, кому какая машина принадлежит. В биржевом мире эту роль выполняет депозитарий, который хранит ценные бумаги и ведёт учёт прав на них. Компания, владеющая такой магистралью, зарабатывает на каждом проезде, на стоянке и на дополнительных услугах, а построить параллельную дорогу рядом почти невозможно. Именно поэтому платные дороги во всём мире считаются хорошим, хотя и скучным бизнесом, и именно поэтому биржи часто сравнивают с ними.

Теперь пройдём по магистрали шаг за шагом, начав с самой дороги, то есть с торгов. Когда Тимур нажимает кнопку «купить», его брокер отправляет заявку в торговую систему биржи. Торговая система собирает заявки всех участников в так называемый биржевой стакан, где с одной стороны выстроены заявки на покупку, а с другой — на продажу. Заявки на покупку упорядочены от самой высокой цены к более низким, заявки на продажу — от самой низкой к более высоким.

Сделка происходит тогда, когда цена покупателя совпадает с ценой продавца или превышает её. Тимур отправил рыночную заявку, то есть согласился купить по лучшей доступной цене, и торговая система мгновенно нашла для него продавцов с самыми низкими ценами в стакане. Если бы Тимур выставил лимитную заявку с ценой ниже текущей, она бы встала в стакан и ждала, пока кто-нибудь не согласится продать по этой цене. Весь этот процесс полностью автоматизирован и занимает микросекунды, а на крупнейших биржах мира торговые системы обрабатывают миллионы заявок в секунду.

Торги на бирже идут не круглосуточно, а в рамках установленного расписания, которое делится на несколько режимов. Основная сессия проходит днём, когда активность максимальна, а ещё есть утренняя и вечерняя сессии, которые позволяют реагировать на новости

вне основного времени. Перед началом основной сессии проводится аукцион открытия, где заявки собираются в течение нескольких минут, а затем исполняются по единой цене. Похожий аукцион проводится при закрытии торгов, и цена закрытия, сформированная таким образом, используется для расчёта индексов и оценки портфелей.

У торговой системы есть и встроенные предохранители на случай резких движений цены. Если бумага за короткое время дорожает или дешевеет сильнее установленного порога, обычные торги по ней на время сменяются так называемым дискретным аукционом. Участники несколько минут собирают заявки, а затем сделки проходят по единой цене, которая лучше отражает баланс спроса и предложения. Такой механизм похож на светофор, который на несколько минут останавливает поток машин на перекрёстке, где только что произошла авария. Он не отменяет падения или роста цены, но не даёт панике или ошибке одного участника мгновенно обрушить рынок.

В истории российского рынка бывали и более жёсткие остановки. Осенью 2008 года, в разгар мирового финансового кризиса, торги на российских биржах несколько раз приостанавливались по решению регулятора, потому что цены падали слишком стремительно. Подобные эпизоды показывают, что биржа работает не в вакууме: в чрезвычайных ситуациях её расписание может определяться не бизнес-логикой, а решениями о защите финансовой стабильности. Для инвестора в саму биржу это означает, что в дни кризисов её выручка зависит не только от активности участников, но и от того, будут ли вообще открыты торги.

Помимо основного режима торгов, где заявки сводятся анонимно, существуют режимы переговорных сделок. В них участники заранее договариваются о цене и объёме, а биржа лишь регистрирует сделку и обеспечивает её исполнение. Такие режимы используют крупные инвесторы, которым нужно купить или продать большие пакеты, не обрушивая цену в стакане. Для частного инвестора они почти незаметны, но для биржи это заметная часть оборотов, и плату за них она берёт по своим тарифам.

Важную роль в торговле играют маркетмейкеры. Это участники, которые по договору с биржей или эмитентом постоянно поддерживают в стакане заявки на покупку и продажу определённой бумаги. Благодаря им даже малоликвидную бумагу можно купить или продать в любой момент, а разница между лучшей ценой покупки и продажи, называемая спредом, остаётся небольшой. Маркетмейкер зарабатывает на этом спреде и на вознаграждении от биржи, а биржа выигрывает от того, что на ликвидном рынке торгуют больше и охотнее.

Теперь перейдём к службе безопасности движения, то есть к клирингу. Клиринг — это определение взаимных обязательств участников по итогам торгов и подготовка к их исполнению. Когда Тимур купил акции, у него появилось обязательство заплатить деньги, а у продавца — обязательство передать бумаги. Клиринговая организация рассчитывает, кто, кому и сколько должен, и следит, чтобы все обязательства были выполнены.

Самое интересное в современном клиринге — фигура центрального контрагента. Вместо того чтобы Тимур и неизвестный ему продавец были обязаны друг другу напрямую, между ними встаёт специальная организация. Для продавца она становится покупателем, для покупателя — продавцом, и каждый участник торгов имеет дело только с ней. Тимуру больше не нужно беспокоиться о том, честен ли его контрагент, потому что исполнение сделки гарантирует центральный контрагент.

В Московской бирже роль центрального контрагента выполняет Национальный клиринговый центр, входящий в биржевую группу. Это небанковская кредитная организация с очень специфическим статусом и одна из системно значимых структур российского финансового рынка. Чтобы выполнять свои гарантии, центральный контрагент выстраивает многоуровневую систему защиты. Каждый участник клиринга вносит обеспечение под свои позиции, а также взносы в гарантийный фонд, который используется, если обеспечения конкретного участника не хватило.

Как это работает на практике? Допустим, крупный участник торгов набрал позиции, которые резко подешевели, и не смог выполнить свои обязательства. Сначала центральный контрагент использует обеспечение, которое этот участник внёс заранее. Если его недостаточно, в дело идёт взнос этого участника в гарантийный фонд, затем часть собственного капитала центрального контрагента и только потом взносы других участников. Такая очерёдность устроена так, чтобы проблемы одного участника не превратились в проблемы всего рынка.

Посчитаем, как работает эта защита, на условном примере. Допустим, участник клиринга держит позиции, под которые центральный контрагент потребовал 2 миллиарда рублей обеспечения, а его взнос в гарантийный фонд составляет 300 миллионов рублей. Рынок за один день резко движется против этого участника, и его убыток достигает 2,6 миллиарда рублей. Сначала покрытие идёт за счёт обеспечения в 2 миллиарда, затем ещё 300 миллионов берутся из его взноса в гарантийный фонд, и непокрытыми остаются 300 миллионов рублей. Эту сумму центральный контрагент покроет из выделенной для таких случаев части собственного капитала, и только если бы убыток оказался ещё больше, пришлось бы использовать взносы добросовестных участников.

Из этого примера видно, почему центральный контрагент так тщательно рассчитывает требования к обеспечению. Если требования окажутся слишком низкими, первый же резкий скачок цен может пробить защиту и затронуть капитал самой биржевой группы. Если они окажутся слишком высокими, участникам станет дорого торговать, и обороты упадут. Поиск баланса между безопасностью и стоимостью торговли — одна из главных профессиональных задач клиринговой организации, и именно здесь кроется значительная часть её реальной ценности для рынка.

Обеспечение, которое участники вносят центральному контрагенту, называют маржинальным обеспечением, и его размер зависит от риска позиций. Чем более волатилен инструмент и чем крупнее позиция, тем больше обеспечения требует клиринговая организация. Для биржи эти деньги имеют огромное значение не только с точки зрения безопасности. На счетах центрального контрагента постоянно находятся крупные суммы, и доход от их размещения составляет заметную часть прибыли биржевой группы, но эту тему мы подробно разберём в 5-й главе.

Третий элемент нашей магистрали — охраняемая стоянка и реестр владельцев, то есть депозитарий. Когда Тимур купил акции, он не получил никакого бумажного документа. Его права на бумаги учитываются в виде записи на счёте депо в депозитарии его брокера. Брокерский депозитарий, в свою очередь, хранит бумаги всех своих клиентов на счёте в центральном депозитарии, который ведёт учёт на уровне всего рынка.

В России статус центрального депозитария имеет Национальный расчётный депозитарий, также входящий в группу Московской биржи. Он хранит ценные бумаги, обеспечивает расчёты по сделкам, ведёт учёт прав, помогает эмитентам выплачивать дивиденды и купоны. Получается цепочка: компания-эмитент, её реестродержатель, центральный депозитарий, депозитарий брокера и, наконец, счёт депо Тимура. Каждое звено этой цепочки берёт плату за свои услуги, и центральный депозитарий получает свою часть с огромного объёма бумаг, которые проходят через него.

В этой цепочке есть звено, о котором частные инвесторы почти не знают, — регистратор. Это независимая организация, которая по договору с акционерным обществом ведёт реестр его владельцев, то есть официальный список тех, кому принадлежат акции. Когда акции хранятся у брокера, в реестре значится не Тимур, а номинальный держатель, то есть центральный депозитарий, который в свою очередь знает, какие депозитарии и в каких объёмах держат бумаги своих клиентов. Перед общим собранием акционеров или выплатой дивидендов эта цепочка раскрывается в обратную сторону, и эмитент получает полный список владельцев. Для

частного инвестора вся эта механика незаметна, но именно она обеспечивает, что дивиденды и голоса доходят до настоящих владельцев бумаг.

Теперь соберём всё вместе и посмотрим, что происходит после того, как Тимур нажал «купить». Торговая система сводит его заявку с заявкой продавца и фиксирует сделку. Клиринговая организация становится центральным контрагентом для обеих сторон, рассчитывает обязательства и проверяет, достаточно ли у участников обеспечения. Затем наступают расчёты: деньги списываются со счёта брокера Тимура, а бумаги зачисляются на его счёт в депозитарии. На российском рынке акций с 2023 года действует режим расчётов на следующий торговый день после сделки, поэтому формально Тимур становится владельцем акций не в момент нажатия кнопки, а на следующий рабочий день.

Срок расчётов кажется технической деталью, но для рынка он имеет большое значение. Чем короче промежуток между сделкой и расчётами, тем меньше времени, в течение которого стороны подвержены риску неисполнения, и тем меньше обеспечения нужно держать под незавершёнными сделками. Однако слишком короткий срок требует от брокеров и депозитариев полной технической готовности, ведь деньги и бумаги нужно успеть подготовить практически мгновенно. Переход российского рынка акций на расчёты на следующий день стал компромиссом между этими требованиями и следовал общемировой тенденции к сокращению сроков. Для частного инвестора это означает лишь то, что дивиденды получает тот, кто купил бумагу не позднее чем за день до даты фиксации реестра.

За всей этой механикой стоит ещё одна функция биржи, которую экономисты считают едва ли не главной, — формирование справедливой цены. Когда тысячи участников с разной информацией и разными целями сводят свои заявки в одном стакане, рождается цена, которую затем используют компании, банки, оценщики и налоговые органы. Акции, облигации и валюта получают публичную стоимость, на которую можно опереться при кредитовании, сделках слияния или расчёте пенсионных накоплений. Биржа не получает за эту функцию отдельной платы, однако именно она делает площадку незаменимой для экономики и укрепляет её позицию на долгие годы.

Биржевая магистраль ведёт не в один город, а сразу в несколько, ведь биржа организует торговлю на разных рынках. Фондовый рынок объединяет торги акциями, облигациями, паями биржевых фондов и депозитарными расписками. Срочный рынок предназначен для фьючерсов и опционов на индексы, акции, валюту, процентные ставки и товары. Валютный рынок позволяет покупать и продавать иностранные валюты и драгоценные металлы, а денежный рынок служит для краткосрочного привлечения и размещения денег, прежде всего через сделки репо.

Кроме того, в составе биржевых групп часто есть товарный рынок, где торгуют зерном, сахаром и другими биржевыми товарами, а также платформы для продажи финансовых продуктов гражданам. У Московской биржи есть собственный финансовый маркетплейс, через который можно открыть вклад или оформить другой финансовый продукт у разных организаций. Каждый из этих рынков приносит бирже свою выручку, у каждого свои клиенты, своя динамика и своя чувствительность к экономической ситуации. Подробно о том, сколько зарабатывает биржа на каждом рынке и почему их доли меняются со временем, мы поговорим в следующей главе.

Внутри фондового рынка биржа ещё и делит бумаги по уровням листинга, и это напрямую касается частного инвестора. Бумаги первого и второго уровней входят в так называемые котировальные списки, и их эмитенты обязаны соблюдать более строгие требования к раскрытию информации, корпоративному управлению и объёму бумаг в свободном обращении. Бумаги третьего уровня допускаются к торгам с минимальными требованиями. Для инвестора уровень листинга служит первым, хотя и грубым, фильтром качества эмитента, а для биржи система уровней — способ поддерживать доверие к рынку, не закрывая его для небольших компаний.

Отдельный слой инфраструктуры составляют технологические услуги для профессиональных участников. Крупные трейдеры и алгоритмические фонды могут размещать свои серверы в непосредственной близости от торговой системы биржи, чтобы их заявки доходили быстрее. Такую услугу называют колокацией, и за неё биржа берёт отдельную плату. Кроме того, биржа продаёт участникам доступ к торговым и клиринговым терминалам, программные интерфейсы для подключения и потоки рыночных данных. Для частного инвестора всё это незаметно, но для биржевой группы это ещё одна линия выручки, которая почти не зависит от того, растёт рынок или падает.

Важно понимать, что у большинства бирж мира такой полный набор услуг под одной крышей встречается не всегда. Во многих странах торговля, клиринг и депозитарный учёт разделены между разными независимыми компаниями, а иногда и разными владельцами. Модель, при которой одна группа владеет торговой площадкой, центральным контрагентом и центральным депозитарием, называют вертикально интегрированной. Она даёт бирже контроль над всей цепочкой и возможность зарабатывать на каждом её звене, но одновременно делает её более заметным объектом внимания регулятора.

Чтобы понять, как российская биржа пришла к такой модели, стоит коротко вспомнить её историю. В начале 1990-х годов в России возникло множество бирж, но главными площадками со временем стали две. Московская межбанковская валютная биржа, сокращённо ММВБ, начинала с торговли валютой, а затем стала главной площадкой для государственных облигаций и акций. Российская торговая система, сокращённо РТС, изначально создавалась как площадка для торговли акциями и со временем стала центром срочного рынка.

Долгие годы две площадки конкурировали друг с другом, а у инвесторов и брокеров приходилось держать деньги и бумаги на обеих. В 2011 году ММВБ и РТС объединились, а вскоре объединённая биржа получила название «Московская биржа». В феврале 2013 года Московская биржа провела первичное публичное размещение собственных акций на своей же торговой площадке и стала публичной компанией. С тех пор её акции входят в число наиболее известных бумаг российского финансового сектора, а сама она отчитывается перед акционерами так же, как любой другой эмитент.

Быть публичной компанией, владеющей площадкой, на которой торгуются её же акции, — положение необычное и требующее особой прозрачности. Биржа должна избегать любых подозрений в том, что она использует своё положение в интересах собственных акционеров. Поэтому для её бумаг действуют те же правила листинга, раскрытия информации и торговли, что и для бумаг других эмитентов. Для инвестора это скорее плюс, чем минус: отчётность биржи подробна, регулярна и доступна, а её бизнес хорошо описан в публичных документах.

Как выглядит структура такой биржевой группы, если смотреть на неё глазами акционера? На вершине находится материнская компания, акции которой торгуются на бирже. Под ней расположены дочерние организации: центральный контрагент, центральный депозитарий, товарная биржа, технологические подразделения и другие структуры. Финансовая отчётность группы по международным стандартам объединяет их всех, и именно на неё смотрит инвестор, оценивая биржу как единый бизнес.

Среди акционеров Московской биржи с момента размещения есть крупные государственные и околгосударственные структуры, в том числе сам Банк России, о чём мы упоминали во второй главе. Значительная часть акций при этом находится в свободном обращении и принадлежит множеству институциональных и частных инвесторов. Структура акционеров со временем меняется, поэтому точные доли стоит смотреть в актуальном раскрытии информации компании. Для инвестора важен общий вывод: у биржи есть влиятельные акционеры, заинтересованные прежде всего в стабильности инфраструктуры, и это отражается на её стратегии и дивидендной политике.

Теперь о конкуренции, которая в мире бирж устроена особым образом. Казалось бы, если одна биржа владеет всей инфраструктурой рынка, ей вообще не с кем конкурировать. На практике у неё есть сразу несколько типов соперников, хотя ни один из них не угрожает ей так, как конкурент обычной компании. Первый тип — другие биржевые площадки, второй — внебиржевой рынок, третий — внутренние сделки брокеров, и каждый из них заслуживает отдельного взгляда.

В России долгие годы работала вторая крупная площадка для частных инвесторов — СПБ Биржа, которая специализировалась прежде всего на торговле иностранными акциями. Она привлекала частных клиентов, желавших покупать бумаги зарубежных компаний, и долгое время показывала быстрый рост. В конце 2023 года после введения против неё санкций торговля иностранными бумагами на этой площадке была приостановлена, а позднее биржа переориентировалась на другие направления. Эта история хорошо показывает, насколько биржевой бизнес зависит от внешних факторов, а также то, что конкуренция между площадками в России носит скорее нишевый характер.

Второй тип конкуренции — внебиржевой рынок, где участники заключают сделки напрямую, без торговой системы и центрального контрагента. На внебиржевом рынке традиционно заключается значительная часть сделок с облигациями, валютой и производными инструментами между крупными банками и компаниями. Каждая такая сделка — это потенциальная комиссия, которая прошла мимо биржи. Регуляторы во многих странах после кризиса 2008 года стремились перевести как можно больше внебиржевых сделок под центрального контрагента, и это стало одним из драйверов роста клиринговых организаций.

Третий тип конкуренции менее заметен, но важен для понимания бизнеса брокеров и биржи одновременно. Крупный брокер, у которого миллионы клиентов, может сводить часть их заявок внутри себя, не отправляя их на биржу. Если один клиент хочет купить определённую бумагу, а другой одновременно хочет её продать, брокер технически может исполнить сделку на своём балансе. Такие внутренние сделки экономят комиссию биржи, но вызывают вопросы о справедливости цены и прозрачности, поэтому регулятор относится к ним настороженно и устанавливает для них ограничения.

Отдельно стоит сказать о том, как работа биржи выглядит глазами частного инвестора, которому на самом деле не так уж важно, через какие организации идут его сделки. Тимур, вероятно, никогда не будет вступать в контакт с центральным контрагентом или центральным депозитарием напрямую. Однако само существование этих институтов определяет, насколько он может быть спокоен за свои деньги и бумаги. Если бы центрального контрагента не было, каждая сделка несла бы риск того, что продавец или покупатель не исполнит обязательства, и Тимуру пришлось бы учитывать надёжность своего контрагента при каждой покупке.

Здесь полезно сделать небольшое отступление и посчитать, насколько важна гарантия центрального контрагента. Допустим, на рынке каждый день заключаются сделки на 3 триллиона рублей с учётом всех рынков, а риск того, что какой-то участник не исполнит обязательства, оценивается всего в одну сотую процента. Даже такая крошечная вероятность означает возможные проблемы на 300 миллионов рублей каждый день. За год, если считать около 250 торговых дней, это уже 75 миллиардов рублей потенциальных неисполненных сделок. Центральный контрагент берёт этот риск на себя и распределяет его так, чтобы он не разрушил рынок, и именно за это участники готовы платить.

Если присмотреться к нашей магистрали внимательно, можно понять, почему биржу часто называют естественной монополией. Построить вторую дорогу между теми же городами очень дорого, а водители всё равно предпочтут ту, по которой едут все, потому что там лучше инфраструктура, больше заправок и меньше риск застрять. В биржевом мире это называют сетевым эффектом ликвидности: чем больше участников на площадке, тем легче на ней торго-

вать и тем привлекательнее она для новых участников. Однажды завоевав ликвидность, биржа удерживает её очень долго.

При всей устойчивости этой позиции у биржевой монополии есть и свои уязвимые места. Первое из них — регулятор, который может ограничить её тарифы, потребовать открыть доступ к инфраструктуре конкурентам или изменить правила работы. Второе — технологии: сбой торговой системы даже на несколько часов способен подорвать доверие участников и привести к прямым убыткам. Третье — внешние ограничения, которые могут отрезать биржу от международных расчётов и части иностранных инструментов, как это произошло с российскими площадками после 2022 года.

Есть и четвёртое уязвимое место, менее очевидное. Монопольная позиция может расслабить менеджмент и замедлить развитие, тогда как клиенты постепенно уходят к альтернативам, которые казались несерьёзными. В мире это проявлялось, например, в том, как часть торговли смещалась на альтернативные платформы и во внутренние системы крупных банков. Для российского рынка этот риск сейчас скорее теоретический, но инвестору полезно следить за тем, насколько биржа инвестирует в новые продукты и технологии и не теряет ли она долю в отдельных сегментах.

Вернёмся к Тимуру, который вечером того же вторника всё ещё думает о своей покупке. Теперь он понимает, что за одним нажатием кнопки стоит торговая система, сводящая заявки, центральный контрагент, гарантирующий сделку, и депозитарий, в котором хранятся его акции. Каждое из этих звеньев принадлежит биржевой группе и приносит ей деньги. Тимур впервые думает о бирже не как о технической площадке, а как о бизнесе, который зарабатывает на каждом его действии на рынке.

Вера, которой Тимур на следующий день рассказывает о своём открытии в переписке инвесторского чата, задаёт ему неожиданно точный вопрос. Она интересуется, сколько именно биржа берёт с каждой его сделки и какую долю это составляет в общей комиссии, которую он платит брокеру. Тимур не знает ответа и обещает выяснить. Этот вопрос и станет отправной точкой нашей следующей главы, посвящённой комиссионным доходам.

Перед тем как двигаться дальше, давайте посмотрим на типичные ошибки, которые новички допускают, рассуждая о бирже как об инвестиции. Первая ошибка — представлять биржу как место, где зарабатывают на росте рынка. Многие начинающие инвесторы уверены, что бирже выгодно, когда акции растут, и невыгодно, когда падают. На самом деле биржа зарабатывает на оборотах и на услугах инфраструктуры, а обороты нередко растут именно в периоды резких падений, когда все спешат продать или переложить деньги.

Вторая ошибка — недооценивать значение клиринга и депозитария. Новички считают, что выручка биржи — это только комиссии за сделки в стакане, и удивляются, когда видят в отчётности крупные процентные доходы или комиссии за депозитарные услуги. Между тем именно эти направления часто оказываются наиболее стабильными и прибыльными. Понимание того, что биржевая группа состоит из нескольких бизнесов с разной динамикой, позволяет точнее оценивать её перспективы.

Третья ошибка связана с представлением о монополии как о гарантии роста. Монопольное положение действительно защищает бизнес от конкурентов, но не защищает его от падения оборотов, снижения ставок, решений регулятора и внешних ограничений. Монополист может годами показывать стабильную, но не растущую прибыль, если рынок, который он обслуживает, не развивается. Поэтому оценивать биржу нужно не только по её доле рынка, но и по перспективам роста самого рынка.

Четвёртая ошибка касается уже не инвестиций в биржу, а того, как частный инвестор понимает её роль в своей безопасности. Некоторые новички думают, что биржа гарантирует им справедливую цену или защищает от потерь, раз она так строго следит за исполнением сделок. На самом деле центральный контрагент гарантирует только то, что сделка будет исполнена на

оговорённых условиях. Если Тимур купит акции по высокой цене, а они упадут вдвое, биржа ему ничего не компенсирует, потому что это рыночный риск, который несёт сам инвестор. Биржа защищает от недобросовестности контрагента, а не от собственных ошибок.

Пятая ошибка встречается у тех, кто впервые слышит о вертикальной интеграции и делает вывод, что раз биржа контролирует всё, то она может устанавливать любые цены за свои услуги. На практике тарифы биржи находятся под пристальным вниманием регулятора, крупных участников рынка и собственного наблюдательного совета, в котором представлены разные группы акционеров. Резкое повышение комиссий вызвало бы недовольство брокеров и могло бы привести к оттоку части оборотов на внебиржевой рынок. Монопольная позиция даёт бирже устойчивость, но не даёт свободы произвольно повышать цены.

Подведём итог нашему путешествию по биржевой магистрали. Биржа — это не одна организация, а группа, в которую входят торговая система, клиринговая организация с функцией центрального контрагента и центральный депозитарий, а также платформы для отдельных рынков и продуктов. Каждое звено выполняет свою функцию и приносит свою часть выручки, а вместе они образуют инфраструктуру, без которой невозможен организованный финансовый рынок. Сетевой эффект ликвидности делает биржу естественной монополией, однако у неё есть уязвимые места, связанные с регулятором, технологиями и внешними ограничениями. Теперь, когда устройство магистрали понятно, пора разобраться, сколько стоит проезд по ней и из чего складываются доходы владельца.

# Глава 4. Комиссии с каждой сделки

В конце месяца Вера, как всегда, садится разбирать домашние финансы. У неё есть таблица, куда она заносит все доходы и расходы семьи, и отдельная вкладка для брокерского счёта. В этот раз она скачивает отчёт брокера за месяц и впервые читает его целиком, а не только итоговую строку. В разделе об удержанных комиссиях она замечает две колонки: комиссию брокера и комиссию биржи. За покупку облигаций федерального займа на 150 000 рублей биржа взяла с неё несколько десятков рублей, и эта сумма кажется Вере настолько маленькой, что она даже не понимает, зачем её отдельно показывать.

Вера вспоминает вопрос, который задала Тимуру несколько дней назад, и пишет ему, что нашла часть ответа. Биржа действительно берёт с каждой сделки совсем немного, буквально копейки с каждой тысячи рублей. Тимур тут же отвечает встречным вопросом: как же биржа тогда зарабатывает десятки миллиардов рублей в год, если комиссии у неё такие маленькие? Вера, как бухгалтер, сразу догадывается, в чём дело. Дело не в размере комиссии, а в том, сколько раз она взимается и с каких сумм.

Эта простая мысль лежит в основе всего комиссионного бизнеса биржи. Представьте мост через широкую реку, который соединяет два района большого города. Плата за проезд по мосту невелика, и каждый водитель почти не замечает её в своём бюджете. Однако через мост каждый день проезжают сотни тысяч машин, и владелец моста собирает в сумме очень серьёзные деньги. Если поток машин растёт, растут и доходы владельца, хотя тариф остаётся прежним, а если поток падает, никакое повышение тарифа не компенсирует потерь полностью.

Биржевой мост отличается от обычного в одном важном отношении: по нему проезжают не машины, а деньги, и их поток измеряется триллионами рублей. Даже если биржа берёт с каждой сделки сотые или тысячные доли процента, на таких оборотах набегают десятки миллиардов рублей выручки в год. Поэтому главным показателем для понимания комиссионных доходов биржи служит не тариф, а объём торгов по каждому рынку. Биржи регулярно публикуют эти объёмы, обычно ежемесячно, и внимательный инвестор может оценить динамику комиссий задолго до выхода квартальной отчётности.

Чтобы разобраться в структуре комиссионных доходов, обратимся к нашей условной биржевой группе «Меридиан». Допустим, за последний год она получила 60 миллиардов рублей комиссионных доходов. Из них 18 миллиардов принёс денежный рынок, 12 миллиардов фондовый рынок, то есть торги акциями, облигациями и паями фондов, 9 миллиардов валютный рынок, 8 миллиардов срочный рынок. Ещё 9 миллиардов дали депозитарные и расчётные услуги, а 4 миллиарда пришлись на прочие направления: продажу данных, технологические услуги, листинг и финансовый маркетплейс.

Если сложить эти суммы, получится 18 плюс 12 плюс 9 плюс 8 плюс 9 плюс 4, то есть ровно 60 миллиардов рублей. В процентах это выглядит так: денежный рынок даёт 30% комиссий, фондовый рынок 20%, валютный и депозитарный бизнес по 15%, срочный рынок около 13%, прочие направления около 7%. Цифры условные, однако пропорции близки к тем, что встречаются у крупных вертикально интегрированных бирж. Главный вывод из этой структуры состоит в том, что ни один рынок не доминирует безраздельно, и это делает комиссионную выручку более устойчивой.

Начнём с крупнейшего источника комиссий в нашем примере — денежного рынка. Многие частные инвесторы удивляются, узнав, что больше всего денег через биржу проходит не в акциях и не в валюте, а в сделках, о которых они почти ничего не слышали. Денежный рынок служит для того, чтобы банки, брокеры, управляющие компании и крупные корпорации могли занимать и размещать деньги на очень короткие сроки, от одного дня до нескольких недель.

Главный инструмент этого рынка — сделки репо, то есть продажа ценных бумаг с обязательством выкупить их обратно через определённое время по заранее известной цене.

По сути репо — это кредит под залог ценных бумаг. Участник, которому нужны деньги на один день, продаёт облигации и на следующий день выкупает их чуть дороже, и разница составляет процент за пользование деньгами. Участник, у которого есть свободные деньги, совершает обратную операцию и получает этот процент. Когда такие сделки заключаются с центральным контрагентом, участники могут даже не знать друг друга, ведь исполнение гарантирует клиринговая организация, о которой мы говорили в 3-й главе.

Обороты денежного рынка огромны, потому что одни и те же деньги размещаются и привлекаются каждый день заново. Если банк каждый день размещает 10 миллиардов рублей на один день, за год через биржу пройдёт около 2,5 триллиона рублей только его сделок. Комиссия с каждой такой сделки крошечная, ведь ставка за один день составляет лишь малую долю годовой. Однако совокупный оборот рынка репо измеряется сотнями триллионов рублей в год, и даже очень низкий тариф превращается в крупную статью выручки.

Денежный рынок обладает ещё одним полезным для биржи свойством: он почти не зависит от настроений частных инвесторов. Банкам и компаниям нужно управлять ликвидностью каждый день, независимо от того, растут акции или падают. В периоды напряжённости обороты репо могут даже увеличиваться, потому что участники активнее перераспределяют деньги. Для инвестора в биржу это означает, что крупная часть комиссий привязана к работе финансовой системы как таковой, а не к биржевому ажиотажу.

Однако у денежного рынка есть и своя чувствительность. Комиссии по сделкам репо обычно привязаны к объёму сделок и сроку, и при изменении структуры рынка выручка может меняться. Например, если крупные участники сокращают сроки сделок или часть операций уходит на другие площадки, обороты могут сократиться. На динамику денежного рынка также влияет политика Банка России в области ликвидности: когда в банковской системе избыток денег, участники меньше нуждаются в привлечении средств через биржу.

Вторым по величине источником комиссий в нашем примере служит фондовый рынок. Именно о нём думает большинство частных инвесторов, когда слышит слово «биржа», ведь здесь торгуют акциями, облигациями и паями фондов. Комиссии фондового рынка складываются из платы за сделки в основном режиме торгов, платы за переговорные сделки и платы за размещение новых выпусков. Доля торгов акциями в комиссиях фондового рынка зависит от активности инвесторов, а доля облигаций — от объёма новых размещений и вторичных торгов долговыми бумагами.

Вернёмся к комиссии, которую обнаружила Вера. Допустим, биржа берёт с частного инвестора за сделку с акциями 0,01% от её суммы, а брокер добавляет свою комиссию в размере 0,05%. Тогда при покупке акций на 100 000 рублей Тимур заплатит 60 рублей, из которых 10 рублей получит биржа, а 50 рублей брокер. Получается, что на долю биржи приходится лишь одна шестая часть общей платы, а основную часть получает посредник. Именно поэтому частный инвестор чаще думает о тарифах брокера, чем о тарифах биржи, хотя без биржи сделка просто не состоялась бы.

На облигациях картина похожа, но с одной особенностью. Облигации торгуются реже акций и в больших объёмах на одну сделку, особенно когда речь идёт об институциональных инвесторах. Кроме того, значительную часть облигационных комиссий биржа получает не со вторичных торгов, а с первичных размещений, когда эмитент выпускает новые бумаги и продаёт их инвесторам. Чем активнее компании и государство занимают деньги на публичном рынке, тем больше биржа зарабатывает на облигациях.

Отдельно стоит сказать о комиссиях за листинг. Эмитент, желающий разместить свои бумаги на бирже, платит за включение в список ценных бумаг, а затем регулярно платит за поддержание листинга. Для биржи эта выручка невелика по сравнению с торговыми комиссии-

ями, но она стабильна и предсказуема. Кроме того, каждый новый эмитент приносит бирже не только плату за листинг, но и будущие обороты по своим бумагам, которые могут продолжаться десятилетиями.

В годы активных первичных размещений акций, когда на биржу выходит много новых компаний, комиссии фондового рынка получают дополнительный импульс. В середине 2020-х годов на российском рынке прошла заметная волна размещений, в которой приняли участие компании из разных отраслей, включая технологический и финансовый секторы. Каждое размещение приносило бирже плату за организацию торгов, а затем и обороты в первые недели после выхода, когда активность в новых бумагах особенно высока. Подробно о механике самих размещений рассказывает отдельная книга нашей серии, посвящённая IPO и SPO на Мосбирже, поэтому здесь мы ограничимся только их ролью в доходах биржи.

Третий источник комиссий в нашем примере — валютный рынок. Долгие годы он был одним из главных рынков российской биржи, ведь именно на нём формировался биржевой курс рубля к доллару и евро. Через валютный рынок банки и компании покупали валюту для импортных платежей, экспортёры продавали валютную выручку, а частные инвесторы покупали доллары и евро на свои брокерские счета. Обороты были огромными, и комиссии от них составляли заметную часть выручки биржи.

В июне 2024 года ситуация резко изменилась. После введения санкций против Московской биржи и её клиринговой организации биржевые торги долларом США и евро были прекращены, и сделки с этими валютами переместились на внебиржевой рынок. Курс рубля к доллару с тех пор рассчитывается Банком России на основе данных внебиржевых сделок. Главной валютой биржевого валютного рынка стал китайский юань, торговля которым и до того быстро росла. Для бизнеса биржи это означало потерю части валютных оборотов и комиссий, хотя рост торговли юанем частично компенсировал эти потери.

Этот эпизод хорошо иллюстрирует особую уязвимость биржевой выручки к внешним ограничениям. Внутренние факторы, такие как активность инвесторов или ставка, меняют обороты постепенно, тогда как внешние решения способны за один день лишить биржу целого сегмента. Инвестор, анализирующий комиссии биржи, должен смотреть не только на объёмы торгов, но и на то, насколько они зависят от валют и инструментов, торговля которыми может быть ограничена. Мы вернёмся к этому риску в 6-й главе, когда будем говорить об оценке биржи.

Четвёртый источник комиссий — срочный рынок, где торгуют фьючерсами и опционами. Ещё десять-пятнадцать лет назад здесь работали в основном профессиональные участники: банки, фонды, крупные трейдеры. Затем ситуация изменилась, и на срочный рынок пришли частные инвесторы, привлечённые возможностью торговать с плечом и использовать короткие позиции. Сегодня значительная часть оборотов срочного рынка приходится именно на частных клиентов брокеров.

Для биржи срочный рынок интересен высокой оборачиваемостью. Многие участники, особенно частные трейдеры, совершают десятки и сотни сделок в день, открывая и закрывая позиции в течение одной торговой сессии. Каждая такая сделка приносит бирже комиссию, и при высокой активности выручка срочного рынка может расти очень быстро. Обратная сторона этого источника — сильная зависимость от настроений трейдеров: в периоды затишья активность падает, и комиссии сокращаются вслед за ней.

На срочном рынке появляются и новые инструменты, которые привлекают дополнительные обороты. Например, вечные фьючерсы, не имеющие фиксированной даты исполнения, стали популярны у частных трейдеров, потому что позволяют держать позицию без необходимости переходить из одного контракта в другой. Фьючерсы на товары, индексы и валюты дают инвесторам возможность торговать широким кругом активов через одну площадку. Подроб-

ности устройства этих инструментов выходят за рамки нашей книги, а для понимания бизнеса биржи важно, что каждый успешный новый продукт расширяет её комиссионную базу.

Теперь поговорим о главном драйвере роста комиссий биржи за последние годы — о частных инвесторах. По данным Московской биржи, к середине 2020-х годов число частных лиц, имеющих брокерские счета, превысило 30 миллионов человек. Для сравнения, в середине 2010-х годов таких людей было лишь около миллиона. Взрывной рост числа инвесторов изменил структуру оборотов: на ряде рынков частные клиенты стали главными участниками торгов.

Здесь важно сделать оговорку, которая часто ускользает от внимания новичков. Число открытых брокерских счетов и число активных инвесторов — совсем разные величины. Многие люди открыли счёт, совершили несколько сделок и больше к нему не возвращаются, а у некоторых счетов несколько, у разных брокеров. Активно торгующих клиентов, которые совершают хотя бы одну сделку в месяц, гораздо меньше, обычно речь идёт о нескольких миллионах человек. Для доходов биржи важны именно активные клиенты и объём их торгов, а не общее число открытых счетов.

Для биржи частный инвестор ценен не только своими сделками, но и тем, как он меняет поведение рынка. Частные клиенты торгуют чаще, чем институциональные инвесторы, реагируют на новости эмоциональнее и создают дополнительную ликвидность в бумагах второго эшелона. Благодаря им на бирже появились обороты там, где раньше почти не было торговли. Однако частные инвесторы и уходят с рынка быстрее, когда сталкиваются с убытками или находят более привлекательные альтернативы, например высокие ставки по депозитам.

Это подводит нас к одной из самых интересных особенностей биржевого бизнеса: волатильность для биржи скорее союзник, чем враг. Когда рынок спокоен и цены почти не меняются, у инвесторов мало поводов совершать сделки. Когда цены резко растут или падают, когда выходят важные новости, меняется ставка или появляются неожиданные события, торговая активность возрастает в несколько раз. Каждый такой всплеск приносит бирже дополнительные комиссии, даже если для самих инвесторов он оборачивается убытками.

Посмотрим на этот эффект на условном примере. Допустим, в спокойный месяц оборот торгов акциями на «Меридиане» составляет 3 триллиона рублей, а средняя комиссия биржи равна 0,01%. Тогда комиссии за месяц составят 300 миллионов рублей. Если в следующем месяце выходят неожиданные новости и оборот вырастает до 5 триллионов рублей, комиссии увеличатся до 500 миллионов рублей, то есть на две трети, хотя тарифы не менялись. Для биржи это хороший месяц, а для многих инвесторов он мог оказаться нервным и убыточным.

Однако связь между волатильностью и доходами биржи не так проста, как кажется. Затяжной кризис, во время которого инвесторы теряют деньги и уходят с рынка, в итоге сокращает обороты. Короткие всплески волатильности на фоне общего интереса к рынку выгодны бирже, а долгий медвежий рынок, наоборот, вредит ей. Поэтому оптимальная среда для комиссионного бизнеса биржи — растущий рынок с периодическими встрясками, которые поддерживают интерес участников к торговле.

Существует и обратная зависимость от процентных ставок, которую стоит понимать уже сейчас, хотя подробно она разбирается в 5-й главе. Когда ключевая ставка высока, депозиты и фонды денежного рынка становятся привлекательной альтернативой акциям, и часть частных инвесторов переводит деньги туда. Торговая активность на рынке акций в такие периоды обычно снижается. Когда ставка снижается, интерес к акциям растёт, и обороты увеличиваются, что поддерживает комиссионные доходы биржи.

Помимо торговых комиссий у биржи есть доходы от депозитарных и расчётных услуг, которые в нашем примере дают 9 миллиардов рублей. Центральный депозитарий берёт плату за хранение ценных бумаг, за проведение расчётов по сделкам, за обслуживание корпоративных действий эмитентов, например выплаты дивидендов и купонов. Эта выручка зависит прежде всего не от торговой активности, а от общего объёма ценных бумаг, которые хранятся в депо-

зитарии. Чем больше выпусков облигаций и чем выше стоимость акций, тем больше депозитарные доходы.

Депозитарный бизнес отличается особой стабильностью. Даже в периоды затишья на рынке бумаги продолжают храниться, купоны выплачиваться, а эмитенты проводят корпоративные действия. Поэтому депозитарные комиссии служат для биржевой группы своеобразным фундаментом, на который накладываются более изменчивые торговые доходы. Для инвестора доля таких стабильных доходов в общей выручке — важный показатель того, насколько бизнес биржи устойчив к колебаниям рыночной активности.

Наконец, у биржи есть набор новых и растущих источников комиссий, которые в нашем примере дают 4 миллиарда рублей. Сюда относятся продажа рыночных данных и индексов, технологические услуги для участников, о которых мы говорили в 3-й главе, а также финансовый маркетплейс. Данные о котировках и сделках продаются информационным агентствам, брокерам, банкам и разработчикам торговых систем. Биржа также рассчитывает индексы, на которые ориентируются фонды, и получает плату за их использование.

Биржи постоянно ищут способы расширить время и формат торгов, чтобы увеличить обороты. В последние годы российская биржа существенно расширила вечерние сессии, а в 2025 году запустила торги в выходные дни. Логика проста: чем больше часов в неделю открыт рынок, тем больше возможностей у инвесторов реагировать на новости и совершать сделки. Особенно это важно для частных клиентов, у многих из которых свободное время для торговли появляется именно вечером и в выходные.

Финансовый маркетплейс — ещё одно направление, которое расширяет бизнес биржи за пределы классической торговли ценными бумагами. Через такую платформу граждане могут открывать вклады в разных банках, оформлять страховые полисы и другие финансовые продукты, сравнивая условия разных организаций. Биржа получает комиссию от финансовых организаций за привлечённых клиентов. Пока доходы маркетплейса невелики по сравнению с основным бизнесом, но в долгосрочной перспективе он может стать заметным источником выручки и способом привлечь на биржу новых людей.

Теперь попробуем свести всё вместе и посчитать, насколько комиссии «Меридиана» чувствительны к изменению оборотов. Допустим, торговая активность частных инвесторов вырастает на 20%, и это затрагивает фондовый и срочный рынки, которые вместе дают 20 миллиардов рублей комиссий. Если комиссии этих рынков вырастут на те же 20%, прибавка составит 4 миллиарда рублей. Денежный рынок, валютный рынок и депозитарный бизнес зависят от активности частных клиентов меньше, и допустим, их комиссии вырастут лишь на 5%, то есть на 1,8 миллиарда рублей из 36 миллиардов.

Прочие направления пусть останутся без изменений. Тогда общие комиссионные доходы вырастут на 4 плюс 1,8, то есть на 5,8 миллиарда рублей, до 65,8 миллиарда рублей. Рост составит около 9,7%, то есть примерно вдвое меньше, чем рост активности частных инвесторов. Этот расчёт хорошо показывает, что диверсифицированная структура комиссий сглаживает колебания: биржа выигрывает от притока частных денег, но не так сильно, как можно было бы ожидать по заголовкам новостей.

Обратный сценарий тоже полезно просчитать. Допустим, частные инвесторы уходят с рынка, и активность на фондовом и срочном рынках падает на 30%. Комиссии этих рынков сократятся на 6 миллиардов рублей. Если остальные направления не изменятся, общие комиссии упадут до 54 миллиардов рублей, то есть на 10%. Для бизнеса, у которого значительная часть расходов фиксирована, такое падение выручки может заметно сказаться на прибыли, и подробнее об этом эффекте мы поговорим в 6-й главе.

Тимур, заинтересовавшись темой, решает посчитать, сколько он сам принёс бирже за прошлый год. Он находит в отчётах брокера, что совершил около 400 сделок со средней суммой примерно 25 000 рублей, то есть его совокупный оборот составил около 10 миллионов рублей.

Если биржа брала с него в среднем 0,01%, её доход от Тимура составил около 1 000 рублей за год, а брокер при ставке 0,05% получил около 5 000 рублей. Тимур с удивлением понимает, что для биржи он лишь одна крошечная капля в огромном потоке. Однако таких капель миллионы, и вместе они формируют заметную часть оборотов на рынке акций.

Важную роль в комиссиях играют и корпоративные клиенты, о которых частные инвесторы обычно не думают. Экспортёры продают на бирже валютную выручку, импортёры покупают валюту для расчётов с поставщиками, крупные компании страхуют валютные и процентные риски с помощью производных инструментов. Для таких клиентов биржевая сделка — не способ заработать, а часть обычной хозяйственной деятельности, поэтому их обороты гораздо меньше зависят от рыночных настроений. Чем больше реальной экономики проходит через биржу, тем устойчивее её комиссионные доходы.

Небольшую, но характерную часть комиссий приносят товарные торги. На товарных секциях биржевых групп торгуют зерном, сахаром, удобрениями, а также проводят государственные интервенции на рынке зерна. Обороты здесь пока несопоставимы с финансовыми рынками, однако товарная торговля расширяет круг клиентов биржи и укрепляет её роль в экономике. Для инвестора это скорее направление с долгосрочным потенциалом, чем значимый источник текущей выручки.

Полезно сравнить российскую модель с тем, как устроены комиссии на крупнейших мировых рынках. В США, например, торговля акциями распределена между десятками площадок, включая биржи и альтернативные торговые системы, и конкуренция между ними удерживает торговые комиссии на очень низком уровне. Поэтому американские биржевые группы всё больше зарабатывают не на самой торговле, а на продаже данных, индексов и технологий. Российская биржа находится в иной ситуации, ведь у неё нет сопоставимого числа конкурентов, и торговые комиссии по-прежнему составляют основу выручки. Однако общемировая тенденция показывает, куда со временем может смещаться структура доходов любой биржи.

Наконец, у комиссионных доходов есть ещё один невидимый для частного инвестора компонент — плата за доступ к торгам. Брокеры и банки, работающие на бирже, платят за подключение к торговой системе, за программные интерфейсы и за статус участника торгов. Эти платежи не зависят от количества сделок и потому дополняют торговые комиссии стабильной базой. Для биржи важно, чтобы число её участников росло, ведь каждый новый брокер приносит не только свои обороты, но и регулярную плату за доступ.

Отдельного разговора заслуживает тарифная политика биржи, ведь тариф хоть и не главный, но всё же важный рычаг выручки. Биржи редко устанавливают единую ставку для всех участников. Обычно действует шкала, по которой крупные участники с большими оборотами платят меньший процент, а маркетмейкеры получают скидки или даже вознаграждение за поддержание котировок. Частные инвесторы, торгующие через брокеров, нередко платят по более высокой ставке, чем институциональные клиенты, но их сделки мелкие, и в абсолютных суммах это почти незаметно.

Изменение тарифов способно заметно сдвинуть выручку. Допустим, «Меридиан» повышает среднюю комиссию на рынке акций с 0,01% до 0,011%, то есть всего на одну десятую. При обороте 36 триллионов рублей в год это даст дополнительные 360 миллионов рублей комиссий, если обороты не изменятся. Однако на практике часть участников, особенно высокочастотные трейдеры с тонкой маржой, может сократить торговлю, и итоговый прирост окажется меньше расчётного. Поэтому биржи меняют тарифы осторожно и чаще перераспределяют их между группами участников, чем повышают для всех сразу.

Есть у комиссионного бизнеса и сезонность, которую полезно учитывать при чтении ежемесячной статистики. Летом, особенно в июле и августе, торговая активность обычно снижается, потому что многие участники рынка уходят в отпуск. В декабре активность может расти из-за перебалансировки портфелей и налоговых соображений частных инвесторов, а в первые

недели января, наоборот, рынок часто бывает тихим из-за праздников. Сравнивать обороты августа с оборотами марта бессмысленно, гораздо полезнее сопоставлять один и тот же месяц разных лет.

Ежемесячная статистика биржи позволяет инвестору заранее оценить квартальные комиссии. Допустим, Вера видит, что за три месяца квартала оборот на рынке акций составил 2,8, 3,1 и 3,4 триллиона рублей, всего 9,3 триллиона. При средней комиссии 0,01% это даёт около 930 миллионов рублей комиссий за квартал. Если в аналогичном квартале прошлого года оборот был 8 триллионов рублей, рост составит около 16%, и Вера ещё до выхода отчёта понимает, что комиссии с рынка акций выросли. Такой простой расчёт позволяет не зависеть от пересказов аналитиков и самостоятельно отслеживать бизнес биржи.

Интересна связь комиссий фондового рынка с ключевой ставкой через рынок облигаций. Когда банковские кредиты становятся дорогими, многие компании выходят на рынок облигаций, где можно привлечь деньги у широкого круга инвесторов, иногда на более гибких условиях. Кроме того, частные инвесторы в такие периоды охотно покупают облигации с высокими купонами. Получается, что высокая ставка, которая охлаждает торговлю акциями, может одновременно оживлять облигационный рынок, и для биржи эти эффекты частично компенсируют друг друга.

Наконец, стоит понимать, что комиссии биржи зависят не только от количества сделок, но и от их структуры. Если частные инвесторы начинают чаще покупать паи биржевых фондов вместо отдельных акций, оборот в акциях может снизиться, а оборот в паях вырасти. Если трейдеры переходят с фьючерсов на одни инструменты на фьючерсы на другие, меняется распределение комиссий внутри срочного рынка. Биржа выигрывает, пока инвесторы торгуют на её площадке, но внутреннее перераспределение может менять доходность разных направлений.

Вернёмся к Вере и Тимуру, которые обсуждают итоги своего маленького исследования. Вера делает вывод, что комиссионный бизнес биржи похож на бизнес владельца моста: доходы определяются потоком, а не тарифом. Тимур добавляет, что поток этот очень неоднороден, ведь по мосту едут и банки со своими ежедневными операциями, и частные трейдеры, которые то появляются толпами, то исчезают. Оба соглашаются, что для оценки биржи нужно следить за ежемесячной статистикой оборотов по каждому рынку.

Какие ошибки совершают новички, оценивая комиссии биржи? Первая ошибка — смотреть только на обороты рынка акций, потому что именно о них чаще всего пишут в новостях. Между тем акции дают лишь часть комиссий, а денежный рынок, депозитарные услуги и срочный рынок вместе могут приносить гораздо больше. Инвестор, который видит падение оборотов в акциях и сразу продаёт бумаги биржи, может упустить из виду рост других сегментов.

Вторая ошибка — путать обороты и комиссии. На разных рынках тарифы разные, и рост оборота денежного рынка на триллион рублей приносит бирже гораздо меньше денег, чем такой же рост оборота на рынке акций. Поэтому сравнивать динамику оборотов разных рынков напрямую нельзя, нужно учитывать среднюю комиссию на каждом из них. Биржи обычно раскрывают в отчётности не только обороты, но и комиссионные доходы по рынкам, и именно эти данные дают правильную картину.

Третья ошибка — экстраполировать рекордные месяцы. Всплеск волатильности может принести бирже исключительно высокие комиссии за месяц или квартал, и новичок легко принимает такой всплеск за новую норму. На деле после бурных периодов активность обычно возвращается к средним уровням. Разумный подход — смотреть на средние обороты за длительный период, например за год, и оценивать устойчивую комиссионную базу, а не пиковые значения.

Четвёртая ошибка связана с ожиданиями от новых форматов торговли. Узнав о торгах в выходные дни, Тимур поначалу решил, что выручка биржи от этого заметно вырастет, ведь рынок будет открыт почти на треть дольше. На практике обороты в дополнительные часы зна-

чительно ниже, чем в основную сессию, а часть сделок просто переносится из будних дней на выходные. Новые форматы расширяют возможности инвесторов и постепенно добавляют бирже выручку, однако их вклад стоит оценивать по фактической статистике оборотов, а не по количеству дополнительных часов.

Итог главы можно сформулировать так. Комиссионный бизнес биржи строится на огромных оборотах при крошечных тарифах, и главный источник его роста — увеличение объёма торгов. Структура комиссий диверсифицирована между денежным, фондовым, валютным и срочным рынками, депозитарными услугами и новыми направлениями, и это сглаживает колебания выручки. Частные инвесторы и волатильность служат важными драйверами роста, но их влияние нужно оценивать трезво, без экстраполяции рекордов. Однако комиссии — лишь половина истории доходов биржи, ведь у неё есть ещё один крупный источник, который часто удивляет новичков и о котором пойдёт речь в следующей главе.

# Глава 5. Деньги, которые лежат на бирже

Среда, поздний вечер, в Самаре уже темно и тихо. Тимур сидит над годовым отчётом биржевой группы, который скачал после разговора с Верой о комиссиях. Он ожидает увидеть, что почти вся выручка состоит из платы за сделки, и действительно находит раздел о комиссионных доходах с цифрами по каждому рынку. Однако чуть ниже обнаруживается вторая строка выручки, почти такая же крупная, с подписью «процентные доходы». Тимур перечитывает её несколько раз и не понимает, откуда у биржи, которая не выдаёт кредитов и не принимает вкладов, могут быть проценты.

Его недоумение усиливается, когда он сравнивает отчёты за несколько лет. В годы, когда ключевая ставка была высокой, процентные доходы биржи резко росли, а общая прибыль били рекорды, хотя торговая активность частных инвесторов в такие периоды скорее снижалась. Тимур привык думать, что высокая ставка плоха для акций, и не ожидал, что для какой-то компании она может оказаться настолько выгодной. Он пишет Вере короткое сообщение: «Кажется, биржа ещё и банк, только тайный». Вера отвечает, что банком биржа быть не может, но поручается разобраться вместе.

Чтобы разгадать эту загадку, вернёмся к устройству биржи, о котором мы говорили в 3-й главе. Мы выяснили, что центральный контрагент требует от каждого участника клиринга обеспечение под его позиции и взносы в гарантийный фонд. Кроме того, участники держат на клиринговых счетах деньги, необходимые для расчётов по сделкам, а брокеры размещают там часть средств своих клиентов. Все эти деньги физически находятся в распоряжении биржевой группы, пусть и не принадлежат ей. В любой момент на её счетах лежат сотни миллиардов рублей чужих денег.

Представьте камеру хранения на вокзале, где пассажиры оставляют свои чемоданы на время поездки. Каждый чемодан принадлежит конкретному пассажиру, и камера обязана выдать его по первому требованию. Однако чемоданов так много, что в любой момент на полках лежит целое состояние, и одни пассажиры забирают свои вещи, а другие сразу приносят новые. Теперь представьте, что вместо чемоданов в камере лежат деньги, и камера может положить их на короткий срок в надёжное место под проценты, не нарушая обязательства вернуть их владельцам. Именно так и возникает процентный доход биржи, и этот образ камеры хранения поможет нам на протяжении всей главы.

Разберём, из каких частей складываются деньги в камере хранения. Первая и крупнейшая часть — маржинальное обеспечение, которое участники вносят под открытые позиции на срочном, валютном, фондовом и денежном рынках. Чем больше позиций открыто на бирже и чем выше требования к обеспечению, тем больше этих денег. Вторая часть — взносы участников в гарантийные фонды, которые лежат на счетах центрального контрагента постоянно. Третья часть — остатки на расчётных и клиринговых счетах, которые участники держат для проведения расчётов по сделкам.

Есть и четвёртая часть, которую часто упускают из виду: деньги, которые находятся на счетах центрального депозитария. Через депозитарий проходят выплаты дивидендов и купонов, погашения облигаций, расчёты по сделкам с ценными бумагами. Между моментом, когда эмитент перечислил деньги, и моментом, когда они дошли до конечных получателей, проходит время, пусть и небольшое. Кроме того, участники могут держать в депозитарии денежные остатки для проведения операций. В масштабах всего рынка эти суммы тоже складываются в заметные величины.

Важно понимать, что биржа не может распоряжаться этими деньгами так же свободно, как банк распоряжается вкладами. Деньги участников клиринга должны быть доступны в любой момент, ведь позиции могут быть закрыты, обеспечение возвращено, а расчёты про-

ведены в течение одного дня. Поэтому биржа размещает их только в самых надёжных и ликвидных инструментах на очень короткие сроки. Никаких кредитов предприятиям или гражданам, никаких рискованных облигаций, только то, что можно превратить в деньги практически мгновенно.

Теперь посмотрим, как это выглядит в цифрах на примере «Меридиана». Допустим, в среднем за год на счетах биржевой группы находится 400 миллиардов рублей средств участников, а ключевая ставка Банка России составляет 16%. Биржа размещает эти деньги на короткие сроки в депозиты в Банке России, сделки обратного репо и другие инструменты денежного рынка, получая в среднем 15% годовых. Тогда её валовой процентный доход составит 400 миллиардов, умноженные на 15%, то есть 60 миллиардов рублей за год.

Однако не все эти деньги биржа размещает исключительно в свою пользу. По части остатков, особенно по крупным суммам обеспечения, участники клиринга требуют начисления процентов, и биржа делится с ними частью дохода. Допустим, «Меридиан» выплачивает участникам 10 миллиардов рублей процентов. Тогда чистый процентный доход группы составит 60 минус 10, то есть 50 миллиардов рублей. Вместе с 60 миллиардами комиссионных доходов, которые мы разбирали в 4-й главе, общая операционная выручка «Меридиана» достигает 110 миллиардов рублей.

Почему в нашем примере доходность размещения на один процентный пункт ниже ключевой ставки? Дело в устройстве денежного рынка. Банк России принимает от банков депозиты по ставке, которая обычно ниже ключевой, а ставки по самым надёжным сделкам репо колеблются вокруг ключевой, иногда немного выше или ниже неё. Биржа, размещая огромные суммы на короткий срок в максимально надёжные инструменты, получает доходность, близкую к ставкам денежного рынка, но, как правило, чуть ниже ключевой. Точная разница зависит от структуры размещения и ситуации с ликвидностью в банковской системе, и её можно оценить, сопоставив процентные доходы биржи со средними остатками за год.

Помимо цикличности, у камеры хранения есть и структурная тенденция к росту. Чем больше участников приходит на рынок, чем больше позиций открыто на срочном рынке и чем больше денег проходит через расчёты, тем больше средств в среднем лежит на счетах биржевой группы. За последнее десятилетие приток частных инвесторов и развитие рынка репо с центральным контрагентом заметно увеличили эти остатки. Поэтому даже при неизменной ставке процентный доход биржи может расти вместе с рынком. Для долгосрочного инвестора важно отделять этот структурный рост от циклических колебаний, вызванных движением ставки.

Посмотрите, насколько значим этот источник. В нашем примере процентный доход составляет 50 из 110 миллиардов рублей выручки, то есть около 45%. Получается, что почти половина выручки биржевой группы зависит не от того, сколько сделок совершают её участники, а от того, сколько денег лежит на её счетах и под какой процент их можно разместить. Тимур, увидев этот расчёт, понимает, что его шутка о тайном банке была не так уж далека от истины.

Объём денег в камере хранения зависит не только от числа открытых позиций, но и от того, сколько обеспечения требует центральный контрагент на каждый рубль позиции. В спокойные периоды требования к обеспечению умеренные, а в периоды резких колебаний клиринговая организация повышает так называемые ставки риска, и участникам приходится вносить больше денег. Допустим, участник держит позицию во фьючерсах на 10 миллиардов рублей, и в обычное время от него требуют обеспечение в размере 10%, то есть 1 миллиард рублей. Если на рынке начинается турбулентность и ставка риска повышается до 20%, обеспечение вырастает до 2 миллиардов рублей. Получается парадоксальная вещь: рыночная нервозность не только увеличивает обороты и комиссии, но и наполняет камеру хранения, повышая процентный доход биржи.

Для инвестора полезно держать в голове простое правило чувствительности. В нашем примере на счетах «Меридиана» лежит 400 миллиардов рублей, и каждый процентный пункт доходности размещения меняет валовой процентный доход на 4 миллиарда рублей. Если примерно шестая часть этого прироста уходит участникам, чистый эффект составит около 3,3 миллиарда рублей на каждый процентный пункт ставки. Зная средние остатки и долю, которую биржа передаёт участникам, такую оценку можно сделать для любой реальной биржи за несколько минут. Это гораздо надёжнее, чем гадать по заголовкам о том, выиграет или проиграет биржа от очередного решения регулятора.

Важная особенность процентного дохода биржи — скорость реакции на ставку. Биржа размещает средства на очень короткие сроки, часто на один день, поэтому любое изменение ключевой ставки почти сразу отражается на её доходах. Банк, у которого значительная часть кредитов выдана по фиксированным ставкам на годы вперёд, чувствует изменения ставки постепенно, по мере обновления портфеля. У биржи такого запаздывания почти нет: снижение ставки на два процентных пункта в одном квартале уже в следующем квартале проявится в отчётности.

Эта особенность знакома не только российскому рынку. Крупнейшие мировые биржевые группы, владеющие клиринговыми организациями, после резкого роста ставок в США и Европе в 2022–2023 годах тоже отчитались о заметном росте процентных доходов от размещения обеспечения участников. Для них, как и для российской биржи, этот источник стал важной частью прибыли в период высоких ставок. Аналитики по всему миру в тот момент обсуждали тот же вопрос, который задала Вера: насколько устойчив такой доход и что будет с ним, когда ставки начнут снижаться.

Отличие от настоящего банка всё же принципиальное. Банк зарабатывает на разнице между ставками по кредитам и вкладам и при этом несёт кредитный риск: заёмщики могут не вернуть деньги. Биржа не выдаёт кредитов и почти не несёт кредитного риска по размещённым средствам, потому что кладёт их в самые надёжные места. Её процентный доход больше похож на доход от размещения временно свободных денег по ставке денежного рынка, и потому он почти напрямую привязан к ключевой ставке.

Именно эта привязка объясняет то, что так удивило Тимура. Когда ключевая ставка растёт, растут и ставки денежного рынка, а вместе с ними процентный доход биржи. Если в нашем примере ставка поднимется с 16% до 20%, а доходность размещения средств вырастет с 15% до 19%, валовой процентный доход «Меридиана» составит 400 миллиардов, умноженные на 19%, то есть 76 миллиардов рублей. Допустим, выплаты участникам вырастут пропорционально, до 12,7 миллиарда рублей, тогда чистый процентный доход составит около 63,3 миллиарда рублей, то есть на 13,3 миллиарда больше, чем при ставке 16%.

Обратный эффект не менее важен. Допустим, Банк России снижает ключевую ставку с 16% до 10%, а доходность размещения средств падает с 15% до 9%. Валовой процентный доход составит 400 миллиардов, умноженные на 9%, то есть 36 миллиардов рублей. При пропорциональном снижении выплат участникам до 6 миллиардов рублей чистый процентный доход окажется равен 30 миллиардам рублей. Падение составит 20 миллиардов рублей, или 40% от исходного уровня, и это при неизменном объёме денег в камере хранения.

Однако на практике объём денег тоже меняется вместе со ставкой. При снижении ставки участники рынка охотнее открывают позиции, ведь заёмные деньги дешевеют, а торговля становится привлекательнее депозитов. Требования к обеспечению растут вместе с позициями, и в камере хранения оказывается больше денег. С другой стороны, в периоды высокой ставки некоторые участники могут держать на бирже больше свободных средств, потому что сами получают по ним проценты. Итоговое направление зависит от конкретной ситуации, и аналитики внимательно следят за средними остатками средств, которые биржа раскрывает в отчётности.

Теперь мы подходим к одному из самых изящных свойств биржевого бизнеса, которое можно назвать естественным хеджем. Вспомним, что мы выяснили в 4-й главе: при снижении ключевой ставки торговая активность, особенно частных инвесторов, обычно растёт, потому что акции становятся привлекательнее депозитов. Получается, что два главных источника выручки биржи реагируют на ставку противоположным образом. Когда ставка высока, процентные доходы растут, а комиссии страдают, когда ставка низка, всё происходит наоборот.

Посчитаем, насколько этот хедж надёжен. В сценарии снижения ставки с 16% до 10% «Меридиан» теряет 20 миллиардов рублей процентного дохода. Чтобы полностью компенсировать эту потерю, комиссионные доходы должны вырасти с 60 до 80 миллиардов рублей, то есть на треть. Как мы видели в расчётах предыдущей главы, даже рост активности частных инвесторов на 20% увеличивает общие комиссии лишь примерно на 10%, до 66 миллиардов рублей. Значит, в этом сценарии хедж сработает лишь частично: биржа потеряет 20 миллиардов на процентах и получит около 6 миллиардов на комиссиях.

Общая выручка «Меридиана» снизится со 110 миллиардов рублей до примерно 96 миллиардов, то есть примерно на 13%. Это заметно, но гораздо мягче, чем падение процентного дохода на 40%. Если же снижение ставки запустит настоящий бум на рынке акций и комиссии вырастут, скажем, на 25%, до 75 миллиардов рублей, общая выручка составит 105 миллиардов рублей, и потеря окажется совсем небольшой. Естественный хедж не делает биржу неуязвимой, но заметно сглаживает влияние ставки на её результаты.

Теперь разберёмся, куда именно биржа размещает деньги из своей камеры хранения и какие риски при этом несёт. Главные получатели этих средств — Банк России, где можно разместить депозит на короткий срок, и рынок обратного репо, где биржа фактически выдаёт деньги под залог ценных бумаг. Кроме того, часть средств может размещаться в государственных облигациях с коротким сроком до погашения и на межбанковском рынке в крупнейших банках. Структура размещения раскрывается в отчётности, и инвестору полезно смотреть, какая доля приходится на самые надёжные инструменты.

Риски этих вложений минимальны, но не равны нулю. Первый риск — кредитный: если биржа размещает деньги в банке, и этот банк испытывает трудности, часть средств может оказаться под угрозой. Именно поэтому биржи стараются размещать средства в центральном банке и в самых крупных кредитных организациях, а также используют репо, где деньги защищены залогом. Второй риск — процентный: если биржа покупает облигации, их цена может снизиться при росте ставок, хотя для коротких бумаг этот эффект невелик.

Третий риск связан с валютными остатками, и он оказался особенно заметным для российской биржевой инфраструктуры в последние годы. Когда часть средств участников хранится в иностранной валюте, биржа должна размещать её у иностранных контрагентов или через иностранные банки-корреспонденты. В 2022 году центральный депозитарий российского рынка попал под санкции Европейского союза, и активы, которые хранились через иностранную инфраструктуру, оказались заблокированными. Для многих частных инвесторов это обернулось заморозкой иностранных ценных бумаг, а для биржевой группы — сложностями с частью валютных остатков.

С тех пор российская биржевая инфраструктура существенно сократила зависимость от валют, расчёты в которых могут быть ограничены. Как мы говорили в 4-й главе, в июне 2024 года биржевые торги долларом и евро были прекращены, и основной иностранной валютой на бирже стал юань. Валютные остатки участников в основном переместились в юани, которые размещаются через другие каналы. Для инвестора важный вывод из этой истории состоит в том, что процентный доход биржи зависит не только от ставок, но и от того, в каких валютах лежат деньги и насколько свободно их можно размещать.

Как отличить процентный доход от комиссионного, читая отчётность биржевой группы? В отчёте о прибылях и убытках по международным стандартам эти доходы обычно показыва-

ются отдельными строками. Комиссионные доходы раскрываются по рынкам и видам услуг, а процентные доходы — по видам инструментов, в которые размещены средства. Иногда биржи выделяют чистый процентный доход, то есть процентные доходы за вычетом процентных расходов, которые они выплачивают участникам по их остаткам. Для анализа удобнее всего смотреть именно на чистую величину.

Ещё одна полезная деталь отчётности — раскрытие средних остатков средств участников. Многие биржи публикуют данные о среднем объёме клиентских денег на своих счетах за квартал или год, а также о средней доходности их размещения. Если разделить чистый процентный доход на средние остатки, можно получить эффективную ставку, по которой биржа зарабатывает на камере хранения. В нашем примере это 50 миллиардов, делённые на 400 миллиардов, то есть 12,5%. Сравнивая эту ставку с ключевой, можно понять, какую часть доходности денежного рынка биржа оставляет себе, а какую передаёт участникам.

Некоторые биржи также раскрывают доходы от размещения собственных средств, которые не связаны с остатками участников. У биржевой группы есть свой капитал, и он тоже размещается в надёжные инструменты и приносит проценты. Для анализа полезно разделять эти два потока: процентный доход на собственных средствах похож на обычный доход от инвестиций, а процентный доход на средствах участников — на специфический бизнес инфраструктуры. В нашем примере для простоты мы учитывали только средства участников, но в реальной отчётности стоит обращать внимание на обе составляющие.

Есть у камеры хранения и ещё одна тонкость, связанная с поведением брокеров. Крупные брокеры сами хотят зарабатывать на свободных деньгах своих клиентов и потому стремятся держать на бирже ровно столько, сколько нужно для расчётов, а остальное размещать самостоятельно. Если биржа передаёт участникам слишком маленькую часть процентного дохода, брокеры выводят деньги с её счетов и размещают их в других местах, а если слишком большую, она сама теряет доход. Поэтому доля, которую биржа оставляет себе, — результат постоянного торга с участниками рынка, и в разные годы она может заметно меняться. Подробно о том, как брокеры зарабатывают на остатках клиентов, мы поговорим в 13-й главе.

Новички, впервые открывающие баланс биржевой группы, часто совершают ещё одну характерную ошибку. Они видят огромные суммы денежных средств и финансовых активов, иногда сопоставимые с годовым оборотом крупных промышленных компаний, и решают, что биржа сказочно богата. На самом деле почти все эти деньги принадлежат участникам клиринга и отражаются на балансе одновременно как активы и как обязательства перед ними. Собственный капитал биржи по сравнению с этими суммами невелик, и именно его, а не общий объём активов, нужно использовать для оценки. Тот, кто считает чужие деньги в камере хранения частью стоимости биржи, рискует переоценить компанию в несколько раз.

По той же причине к биржевым группам плохо применимы многие привычные показатели. Например, соотношение долга и капитала или рентабельность активов у биржи выглядят совсем не так, как у обычной компании, потому что баланс раздут средствами участников. Отношение чистой прибыли к общим активам может казаться крошечным, хотя на собственный капитал биржа зарабатывает вполне достойно. Поэтому для анализа биржи используют показатели, рассчитанные на собственный капитал и на выручку, а также специфические метрики вроде средних остатков и эффективной ставки размещения, о которых шла речь выше.

Наконец, стоит понимать, как процентный доход биржи связан с её дивидендами. Процентный доход поступает деньгами практически сразу, в отличие от некоторых других видов выручки, и поэтому в годы высокой ставки у биржи накапливаются значительные свободные средства. Если дивидендная политика привязана к чистой прибыли, высокие ставки превращаются в высокие дивиденды, а снижение ставок — в их сокращение. Инвестор, покупающий акции биржи ради дивидендов, должен понимать, что часть этой доходности носит циклический характер, а о самой дивидендной политике мы поговорим в 6-й главе.

Вера, прочитав разбор вместе с Тимуром, задаёт важный вопрос, который отличает аналитика от простого читателя отчётов. Она спрашивает, является ли рекордный процентный доход биржи устойчивым или временным. Вопрос попадает в самую точку, потому что именно здесь кроется одна из самых распространённых ошибок инвесторов в биржевые акции. В периоды очень высокой ключевой ставки процентный доход взлетает, прибыль бьёт рекорды, и многие инвесторы воспринимают эту прибыль как новую норму.

На деле высокая ставка — состояние временное. Центральный банк поднимает её, чтобы сдержать инфляцию, а затем, когда инфляция замедляется, начинает снижать. Если инвестор оценивает биржу по прибыли, полученной на пике ставки, и применяет к этой прибыли привычный мультипликатор, он может сильно переоценить её справедливую стоимость. Через год-два, когда ставка снизится, прибыль может вернуться к более скромному уровню, а котировки — последовать за ней.

Посчитаем, насколько велика может быть такая ошибка. Допустим, при ставке 20% «Меридиан» зарабатывает 63,3 миллиарда рублей чистого процентного дохода и 55 миллиардов комиссий, то есть 118,3 миллиарда рублей выручки. Пусть расходы группы составляют 38 миллиардов рублей, а налог на прибыль — четверть от прибыли до налогообложения. Тогда прибыль до налогов составит 80,3 миллиарда рублей, а чистая прибыль — около 60,2 миллиарда рублей. Инвестор, который считает эту прибыль нормой, может прийти к очень высокой оценке компании.

Теперь представим, что через два года ставка снижается до 10%. Чистый процентный доход падает до 30 миллиардов рублей, а комиссии благодаря оживлению рынка растут до 66 миллиардов, и выручка составляет 96 миллиардов рублей. Если расходы выросли с инфляцией до 41 миллиарда рублей, прибыль до налогов окажется равна 55 миллиардам, а чистая прибыль — 41,25 миллиарда рублей. Падение по сравнению с пиком составит почти 19 миллиардов рублей, или около 31%. Инвестор, купивший акции по оценке, основанной на пиковой прибыли, рискует увидеть соответствующее снижение котировок.

# Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, купив полную легальную версию на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.