



СКОЛКОВО
Московская школа управления

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПРЕДПОЧТЕНИЯ РОССИЙСКИХ ВЛАДЕЛЬЦЕВ КАПИТАЛА



При поддержке
 **UBS**

ЦЕНТР УПРАВЛЕНИЯ
БЛАГОСОСТОЯНИЕМ И
ФИЛАНТРОПИИ СКОЛКОВО

2017

Содержание

Введение	2
Исследовательская группа и эксперты	6
Об исследовании	7
1. Исследование инвестиционных предпочтений	11
1.1. Состав активов	12
1.2. Цели инвестиций	15
1.3. Ожидания по доходности	16
1.4. Приемлемый риск потери капитала	18
1.5. Удовлетворенность инвестиционными результатами	19
1.6. Инвестиционные убеждения	21
1.7. Обзор литературы по вопросам инвестиционных предпочтений	26
2. Исследование мнения российских капиталистов об обслуживающей финансовой инфраструктуре	31
2.1. Выбор между российскими и зарубежными банками	32
2.2. Причины смены банка	33
2.3. Влияние законодательства о контролируемых иностранных компаниях	34
3. Исследование вопросов преемственности и использования семейных офисов	37
3.1. Важность вопросов преемственности	38
3.2. Ключевые преемнические стратегии	39
3.3. Горизонт планирования	42
3.4. Наличие плана преемственности	42
3.5. Используемые инструменты планирования преемственности	45
3.6. Планы по владению основным бизнесом	45
3.7. Вовлеченность членов семьи в бизнес	50
3.8. Партнерский характер бизнеса	51
3.9. Использование акционерных соглашений	54
3.10. Семейные офисы: использование, виды предоставляемых услуг	56
3.11. Обзор литературы по вопросам преемственности в частном бизнесе	56
4. Факторы личного успеха – мнение российских капиталистов	61
5. Рекомендации	67
Рекомендации для владельцев капиталов	68
Рекомендации для банков и поставщиков услуг	70
6. Дополнительные материалы и приложения	73

Введение

Последние несколько лет были непростыми для российской экономики в целом и для частного капитала, как её составной части. Многим российским владельцам капиталов пришлось переоценивать свои инвестиционные ожидания и приоритеты, пересматривать свои финансовые, а иногда и жизненные планы на фоне стагнации, и даже падения отдельных отраслей экономики.

На этом фоне исследование этого года мы посвятили, прежде всего, изучению инвестиционных ожиданий, убеждений и предпочтений российских капиталистов. Мы обнаружили неожиданную зависимость между составом и типом активов, составляющих инвестиционный портфель, и инвестиционными убеждениями его владельца.

Мы также сравнили текущее отношение российских владельцев капитала к преемственности, как бизнеса, так и благосостояния в целом, с данными, полученными нами в рамках «Исследования владельцев капиталов 2015». К сожалению, фундаментального улучшения ситуации с планированием преемственности обнаружить не удалось: российским владельцам капиталов ещё есть много над чем работать в этой области, как в части проработки плана преемственности, так и в части подготовки потенциальных преемников своего благосостояния.

Полученные данные позволяют лучше понять мотивацию и мировоззрение российских владельцев капиталов.

Надеемся, что чтение отчета будет для вас столь же познавательным и интересным, сколько интересной была работа над исследованием и отчетом для нас.

Вероника МИСЮТИНА

Глава Центра управления
благосостоянием
и филантропии СКОЛКОВО
(SWTC)

Андрей ШПАК

Руководитель исследовательско-
консультационного направления
Центра управления благосостоянием
и филантропии СКОЛКОВО (SWTC)

Размер частного благосостояния и капитала в России вырос в несколько раз за последние 25 лет по мере того, как российская экономика интегрировалась в мировой рынок.

В последние годы мы видим, что недавние сложности в экономике и растущий интерес российских инвесторов к проблеме преемственности благосостояния заставляют многих из них уделять больше внимания долгосрочному сохранению богатства, чем накоплению капитала.

В результате удовлетворённость российских инвесторов традиционным фокусом на инвестициях в действующий бизнес и размещением свободных средств на банковских депозитах падает. У них растёт интерес к поиску более долгосрочных и сбалансированных инвестиционных возможностей.

Наш опыт работы с самыми состоятельными и известными инвесторами в России свидетельствует о том, что их инвестиционные предпочтения, как правило, отличаются от инвестиционных предпочтений владельцев капитала на более развитых рынках, как из-за разницы менталитетов, так и из-за другого жизненного опыта.

До недавнего времени объективных данных об инвестиционных предпочтениях российских инвесторов было немного. В этом году исследование Центра управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО восполняет этот пробел.

Мы рады, что наша поддержка помогает Центру управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО, исследовательскому подразделению Московской школы управления СКОЛКОВО, ведущей частной бизнес-школы в России и СНГ, в изучении этой важной темы, а также других тем в области преемственности и управления богатством, актуальных для российских инвесторов.

Поддержка Центра отражает наше обязательство как банка UBS помогать нашим клиентам ориентироваться в сегодняшней инвестиционной среде, которая становится все более сложной и непредсказуемой, и достигать своих целей через систематический инвестиционный процесс и использование знаний лучших профессиональных инвестиционных специалистов.

Мы приглашаем вас ознакомиться с любопытными выводами СКОЛКОВО об инвестиционных предпочтениях российских владельцев капитала. Вы не потратите время зря.

Марк ВАГНЕР

Глава направления управления частным капиталом по России и СНГ, UBS

Благодарности

Это исследование не могло бы состояться без участия и помощи респондентов. Мы благодарны им за готовность уделить нам значительное время и внимание, за терпение, которое им пришлось проявить, отвечая на наши вопросы по столь сложным и щекотливым темам, за все комментарии и рекомендации по улучшению исследования.

Мы выражаем признательность за научную и методологическую поддержку Ивану Климову, доценту факультета социальных наук НИУ ВШЭ, президенту Московской школы управления СКОЛКОВО Андрею Шаронову, ректору Московской школы управления СКОЛКОВО Марату Атнашеву, а также экс-президенту и одному из учредителей Московской школы управления СКОЛКОВО Андрею Раппопорту.

Мы благодарим всех экспертов за комментарии и ценные соображения по теме исследования.

Отдельно мы хотели бы поблагодарить доноров и партнеров Центра управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО (SWTC) – семейный фонд Рубена Варданяна и Вероники Зонабенд RVVZ Foundation и лично его бессменного президента Рубена Варданяна, и банк UBS – за многолетнюю поддержку деятельности Центра, без которой это исследование не смогло бы состояться.



Исследовательская группа и эксперты

Экспертный совет

Рубен ВАРДАНЯН, партнер-учредитель, заместитель председателя Международного попечительского совета Московской школы управления СКОЛКОВО, председатель экспертного совета Центра управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО (SWTC)

Хендрик ГЕЛДЕНХЕЙС, Председатель Совета директоров ООО «Ю Би Эс Банк» (ООО UBS Bank)

Илья СОЛАРЕВ, управляющий директор, глава подразделения по управлению частным капиталом в России, UBS

Проектная группа

Андрей ШПАК, к.э.н., заместитель руководителя Центра управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО (SWTC), руководитель исследовательско-консультационного направления

Вероника МИСЮТИНА, Глава Центра управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО (SWTC)

Иван КЛИМОВ, к. соц. н., генеральный директор Social Business Group, доцент факультета социальных наук НИУ ВШЭ

Астхик ОГАНЕСЯН, аналитик Центра управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО (SWTC)

Марианна СЛУЦКАЯ, аналитик Центра управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО (SWTC)

Руслан ЮСУФОВ, до сентября 2016 года: старший аналитик Центра управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО (SWTC)

Экспертная панель

Асват ДАМОДАРАН, профессор NYU Stern School of Business (США), автор нескольких книг по оценке стоимости бизнеса, корпоративным финансам и инвестиционной стратегии

Константин КОНСТАНТИНОВ, Константин КОНСТАНТИНОВ, партнер корпоративной практики московского офиса юридической фирмы Norton Rose Fulbright (Central Europe) LLP

Моти КРИСТАЛ, профессор Московской школы управления СКОЛКОВО, основатель и президент консультационной компании Nest Consulting

Алексей СТАНКЕВИЧ, управляющий директор консультационной компании Phoenix Advisors

Александр ЧМЕЛЬ, член Наблюдательного совета Ассоциации Независимых Директоров (АНД), профессор практики Московской школы управления СКОЛКОВО

Об исследовании

Почему и зачем

По некоторым оценкам, совокупный размер частного благосостояния в России превышает \$2 трлн долларов США (что больше размера российского ВВП в текущих ценах).

Доля финансовых активов в этом благосостоянии уже значительна: на конец 2016 года размер депозитов физических лиц, по данным ЦБ РФ приблизился к 24 триллионам рублей (или около 400 миллиардов долларов США по обменному курсу на конец 2016 года), а капитализация российского фондового рынка, по данным Московской Биржи, приблизилась к 38 триллионам рублей (или около 630 миллиардов долларов США).

При этом финансовые активы небольшого числа состоятельных лиц имеют для финансового сектора непропорционально большое значение: например, по данным на конец 2015 года на всего 8 079 клиентов private banking ВТБ 24 (из нескольких миллионов розничных клиентов банка) приходилось почти 25% всех средств, привлеченных банком от физических лиц в масштабах всей страны¹.

На рынке присутствует большое число стереотипов и откровенных мифов о предпочтениях российских состоятельных клиентов (владельцев капитала) в финансовой и инвестиционной сфере. Кто-то считает, что их интересуют только депозиты, кто-то – что только инвестиции в недвижимость, а кто-то убежден, что типичный российский владелец капитала – это предприниматель, которого в принципе не интересуют финансовые инвестиции.

К сожалению, невзирая на значимость этого сегмента для финансового рынка, в России до сих пор отсутствовала научно достоверная информация, которая бы позволила дать объективный ответ на вопрос об инвестиционных предпочтениях российских капиталистов. Наше исследование восполняет этот пробел.

Читатель нашего исследования сможет:

- Лучше понять мотивацию и предпочтения состоятельных клиентов в инвестиционной сфере
- Точнее доносить выгоды своего инвестиционного предложения до потенциального клиента в том формате, который клиенту ближе
- Уточнить стратегию обслуживания состоятельных клиентов

¹ <http://www.vtb.ru/annual-report/2015/management-report/operational-review/retail/>

- Получить ориентиры по составу активов российских капиталистов
- Узнать мнение российских капиталистов о степени удовлетворенности обслуживанием со стороны российских и зарубежных банков

Помимо основной темы исследования, по традиции мы также получили новые данные об отношении российских капиталистов к вопросам преемственности и о тех инструментах, которые они используют для реализации своей стратегии в этой сфере.

Что мы сделали

Наше исследование проводилось с апреля по сентябрь 2016 года. Мы провели серию личных интервью с российскими владельцами капитала² по специально разработанному гайду-вопроснику, включавшему не только вопросы для рассуждений и «свободного» ответа, но также и вопросы с заранее заданными вариантами ответа, аналогичные вопросам формализованной анкеты.

В число наших собеседников вошли 32 респондента всех традиционных сегментов состоятельных лиц – от тех, чьи активы составляют несколько миллионов долларов США, до тех, чьи активы превышают 30 миллионов долларов США (так называемых «ультрахайнетов»), включая фигурантов «списка Forbes». Подробнее с методологией исследования можно ознакомиться в приложении.

Отбор потенциальных участников исследования – сложная и поэтапная процедура, она также описана в приложении. Нам необходимо было учитывать специфику выбранной целевой группы – закрытость и труднодоступность, а также большую роль, которую российские владельцы капитала обычно придают конфиденциальности. Кандидаты на роль потенциальных респондентов отбирались как на основе данных Центра управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО, так и по рекомендациям самих респондентов, а также обслуживающих их экспертов.

В чем ценность – что полученные данные позволили понять

Полученные данные позволяют нам утверждать, что:

- Среди российских капиталистов уже немало «финансовых инвесторов» – тех, у кого основу благосостояния составляют финансовые активы и недвижимость, а не бизнес-активы. Стереотип о том, что российский капиталист – обязательно предприниматель, не подтвердился.

² Для целей исследования под российским владельцем капитала (далее – «владелец капитала» или «капиталист») понимается человек, который имеет более 1 млн долларов США инвестируемых активов (капитала) и который удовлетворяет одному или нескольким из нижеприведенных критериев:

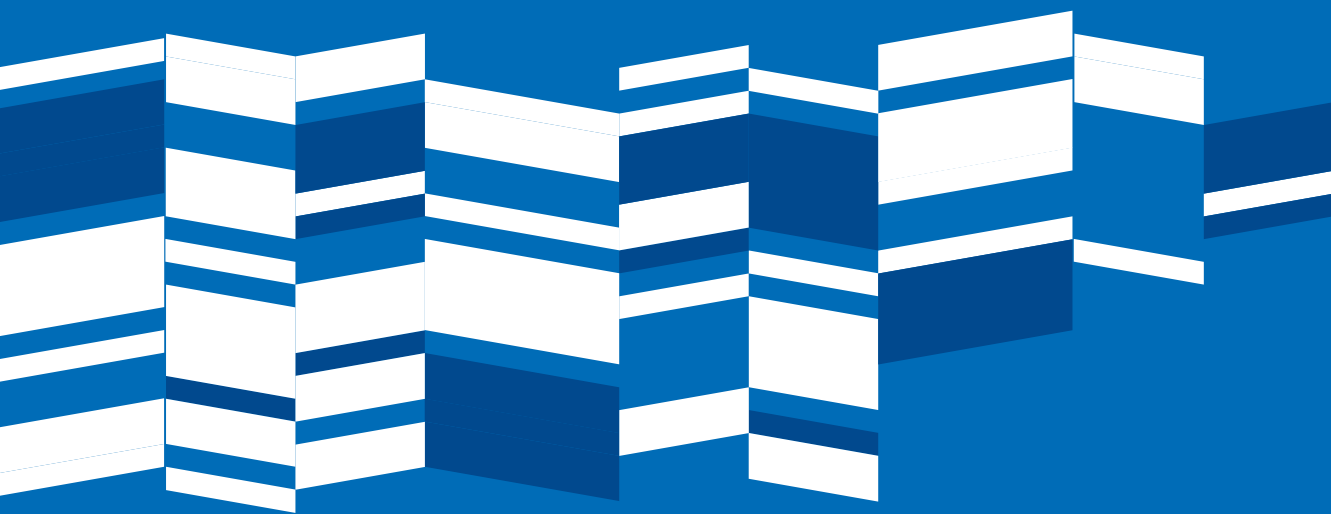
1. российское происхождение капитала за последние 25 лет;
2. его/ее ключевые активы сосредоточены в России;
3. его/ее основная бизнес-деятельность осуществляется в пределах России

- Существует зависимость между составом активов владельца капитала и его инвестиционным мировоззрением и предпочтениями. Те, у кого существенную долю в благосостоянии занимает бизнес, больше ориентируются на поиск потенциальных возможностей и на обеспечение прироста благосостояния, придавая важное значение фактору «качества команды», занимающейся реализацией инвестиционного проекта. Финансовые инвесторы находятся с другой стороны «инвестиционного спектра»: они предпочитают ликвидные активы, и ориентированы, скорее, на управление рисками и сохранение уже имеющегося капитала.
- Состав активов у разных респондентов существенно различается. Выстраивать стратегию, ориентируясь на «усредненный» образ российского капиталиста – ошибка.
- Даже у тех, у кого в благосостоянии доминирует бизнес, немалую долю (в среднем около 10%) занимают ликвидные активы. «Сбрасывать их со счетов» в качестве потенциальных клиентов сегмента private banking – недальновидно.
- Ключевой фактор лояльности финансовому институту – уровень сервиса и профессионализма клиентских менеджеров. Продуктовая линейка играет гораздо меньшую роль.
- Степень проработанности планов преемственности, как и степень вовлеченности второго поколения (и членов семьи в целом) в управление бизнесом невысока. В отсутствие такой вовлеченности потенциальные преемники не имеют возможность получить навыки практического управления бизнесом (как оперативного, так и стратегического). Это создает немалые риски как для семьи, так и потенциально для устойчивости частного сектора экономики, учитывая немалый возраст среднего российского капиталиста (в среднем 50-55 лет).
- В очередной раз подтвердился «партнерский» характер типичного российского бизнеса (т.е. наличие нескольких партнеров «на старте» бизнеса). Этот фактор дополнительно усложняет планирование вопросов преемственности российскими владельцами капиталов.

Как с этим работать

В исследовании приводится много цифровых данных о предпочтении тех или иных сегментов наших респондентов как в части инвестиционных предпочтений, так и по вопросам, связанным с преемственностью. Вместе с тем, учитывая ограниченное количество респондентов и их неоднородность, исследование носит, прежде всего, «качественный» (qualitative) характер, и приводимые цифры следует рассматривать как тенденцию, а не как однозначный индикатор «правильных ответов» на поставленные вопросы.

Для лучшей иллюстрации анализируемых вопросов мы также приводим многочисленные цитаты («прямую речь») наших респондентов, которые помогают подсветить отдельные аспекты их мировоззрения и мнений по рассматриваемым темам.



1.

ИССЛЕДОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРЕДПОЧТЕНИЙ

1

2

3

4

5

6

1.1. Состав активов

В ходе исследования мы попросили наших респондентов оценить долю, которую занимают разные виды активов в их совокупном благосостоянии. Понимание состава активов позволяет получить первый срез «инвестиционных предпочтений» российских капиталистов – как никак, за этот выбор они «голосовали» живыми деньгами.

Кроме того, полученные ответы о составе активов позволили нам распределить наших респондентов на три группы:

- «Предприниматели» (более 50% благосостояния приходится на инвестиции в бизнес, который владелец считает «основным» для себя)
- «Венчурные инвесторы» (доля вложений в частный бизнес превышает долю ликвидных активов и недвижимости, но при этом «основной» бизнес занимает менее 50%

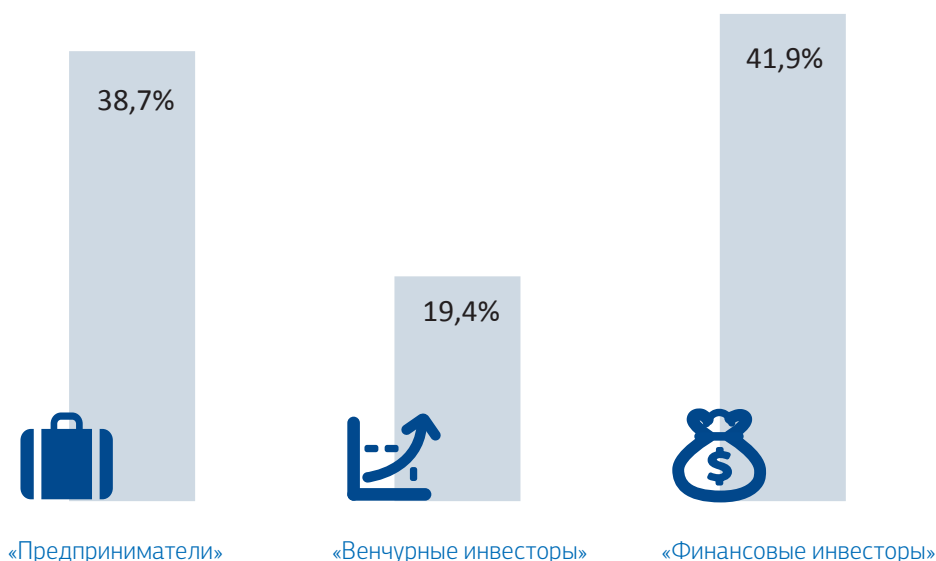
благосостояния, т.е. присутствует существенный портфель инвестиций в другие частные бизнесы)

- «Финансовые инвесторы» (доля ликвидных активов и недвижимости превышает долю вложений в частный бизнес)

Распределение респондентов исследования этого года по категориям показано на Графике 1. Обращает на себя внимание большой процент тех, кто с точки зрения состава активов фактически является уже «финансовым инвестором» – их число в нашей выборке оказалось сопоставимым с числом «предпринимателей». Другими словами, представление о том, что российский владелец капитала – это обязательно действующий предприниматель оказалось не вполне соответствующим действительности³.

Высокая доля «финансовых инвесторов» может свидетельствовать о том, что происходит постепенная трансформация

ГРАФИК 1. РАСПРЕДЕЛЕНИЕ РЕСПОНДЕНТОВ ИССЛЕДОВАНИЯ ПО КАТЕГОРИЯМ



Источник: Анализ Центра управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО (SKOLKOVO WTC)

российских владельцев капитала из «предпринимателей» в «финансовые инвесторы». Соответственно можно ожидать роста интереса к теме профессионального управления финансовыми активами и роста спроса на соответствующие продукты, особенно в свете падения в последние годы процентных ставок по депозитам.

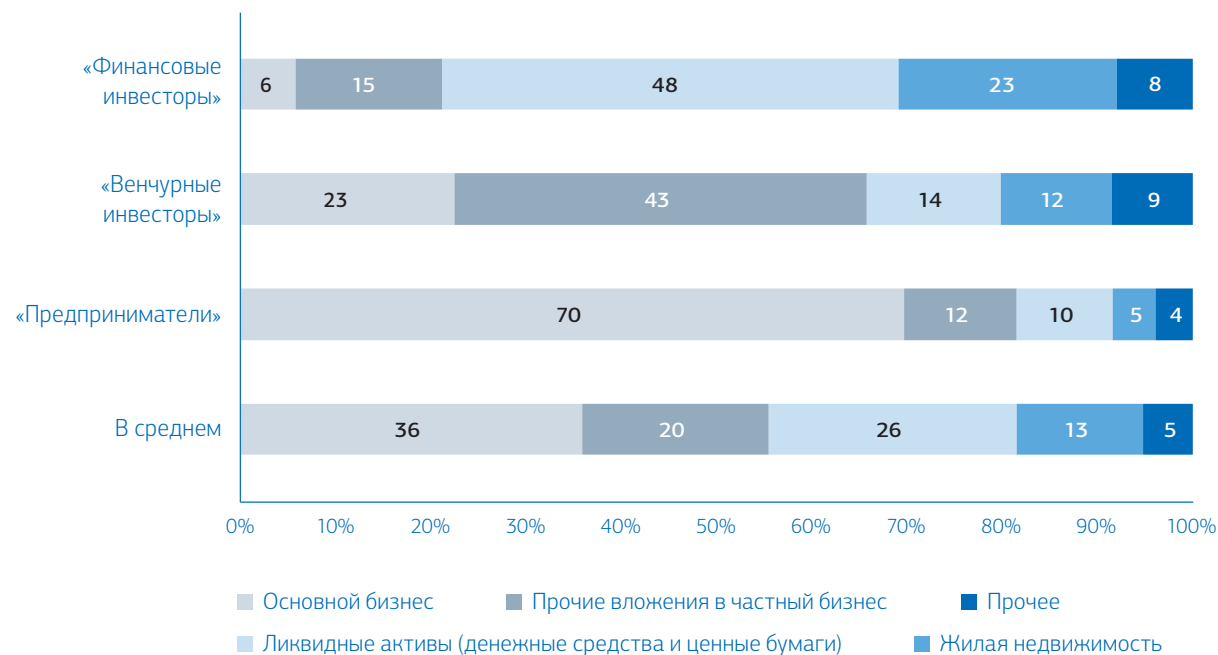
Любопытно, что самоидентификация респондентов (считают ли они себя предпринимателем / бизнесменом или инвестором, или определяют себя каким-то иным образом) имеет очень большой разброс, и не обязательно совпадает с составом активов. Значимой

корреляции между самоидентификацией и группировкой на базе состава активов мы не обнаружили. Встречались как люди, определяющие себя как «предприниматель», но при этом, исходя из состава активов, по факту являющиеся уже «финансовыми инвесторами», так и обратные ситуации.

Некоторые примеры таких самоопределений:

«Предприниматель, инвестор, бизнесмен – у меня это понятие размыто, т.к. есть признаки всех трех определений». – «Венчурный инвестор», 45+, размер состояния US\$ 30M –100M

ГРАФИК 2. СОСТАВ АКТИВОВ РОССИЙСКИХ ВЛАДЕЛЬЦЕВ КАПИТАЛА



Источник: Анализ Центра управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО (SKOLKOVO WTC)

3 Необходимо отметить, что на характер выборки могло оказать влияние то, что опрос мы проводили преимущественно в Москве. Наш опыт проведения опросов в ходе мероприятий по вопросам преемственности в нескольких регионах России показывает, что для регионов более типично соотношение между «предпринимателями» и «финансовыми инвесторами» как примерно 60% на 20%.

«Эволюционирую от бизнесмена к инвестору. Пока считаю, что бизнесмен». – «Финансовый инвестор», 50+, размер состояния US\$ 30M –100M

«Я и бизнесмен, и инвестор. Нельзя быть инвестором, не будучи бизнесменом, не понимая бизнес-процессы». – «Венчурный инвестор», 35+, размер состояния свыше US\$100M

Состав активов как по каждой из этих групп, так и по респондентам в целом на базе сделанных респондентами оценок приведен на Графике 2. Так как мы не проводили независимой проверки точности сделанных респондентами оценок, эта оценка может отличаться от реальной рыночной стоимости активов, особенно в части оценки стоимости бизнеса.

Что обращает на себя внимание:

- Хотя разница между составом активов в трех сформированных группах ожидаема в силу самого принципа выделения групп (на базе доли отдельных видов активов), для нас было неожиданно, что эта разница между группами в составе активов получилась столь существенной.
- Даже у «предпринимателей», у которых основная доля благосостояния приходится на неликвидный бизнес, доля ликвидных активов уже существенна (или около 10%), а в среднем по выборке составляет более 25%.
- Очень небольшая часть респондентов отмечала наличие «коммерческой недвижимости» как отдельного класса активов (который часто выделяется в западной инвестиционной литературе и практике). Возможно, российские владельцы капиталов, рассматривают такого рода активы как одну из разновидностей частного бизнеса (а не как

самостоятельный класс активов). Это стоит учитывать инвестиционным управляющим при разработке маркетинговой стратегии в отношении этого вида активов.

Сами владельцы капиталов комментировали сложившийся состав активов по-разному. Кто-то объяснял его сложившимися убеждениями и предположениями, кто-то говорил, что структура активов складывалась стихийно и не всегда она устраивает своего владельца:

«Раньше все вкладывал в бизнес, но с появлением четырех детей стал откладывать для них». – «Предприниматель», 40+, размер состояния US\$ 30M –100M

«Бизнес – сдулся. Риски не позволяют высоко оценить доли в компаниях. Банковские депозиты – для сохранения благосостояния самый понятный способ. Коммерческая недвижимость – занимаюсь этим исторически. Жилая недвижимость – исходила всегда от потребностей». – «Финансовый инвестор», 50+, размер состояния менее US\$ 30M

«Все, что связано с жильем – это потребление (так сложилось). В части ликвидных инвестиций – был негативный опыт, когда давал деньги в управление. После этого перестал этим заниматься, перешел на бонды [облигации] и депозиты». – «Финансовый инвестор», 50+, размер состояния свыше US\$ 100M

«Раньше был низкий уровень профессиональной осведомленности об инвестировании. В любом случае нравится активное инвестирование, в чем можно деятельно участвовать». – «Венчурный инвестор», 45+, размер состояния менее US\$ 30M

1.2. Цели инвестиций

Когда мы спросили наших респондентов, какие цели они ставят перед собой в отношении собственных инвестиций, то наибольшее число голосов набрали ответы «приумножить благосостояние» и «сохранить благосостояние».

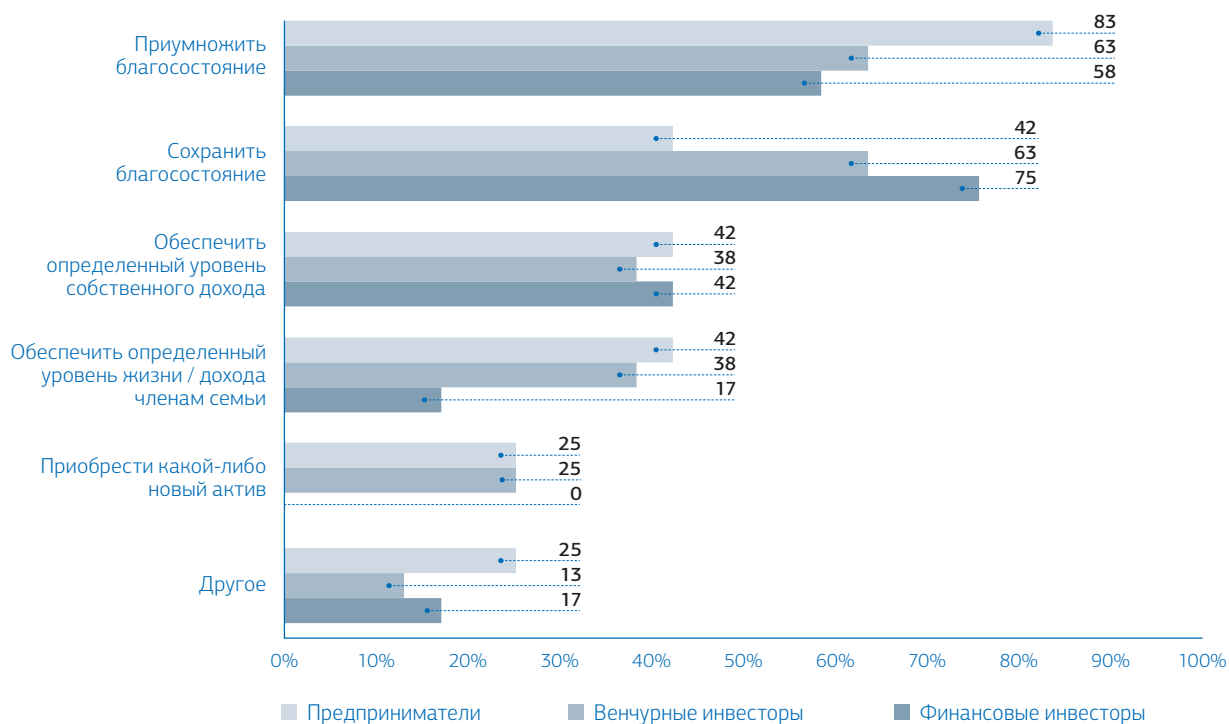
Хотя часть респондентов отмечала оба этих самых популярных ответа, в целом корреляция между ответами «сохранить» и «приумножить» состояние отсутствовала (коэффициент корреляции между этими двумя ответами оказался равным 0.1%).

При этом у «предпринимателей» было явно выражено предпочтение к «приумножению капитала» (корреляция

между «приумножением» и «предпринимателем» получилась на нашей выборке равной 24%), тогда как для «финансовых инвесторов» была более типична ориентация на «сохранение» капитала (корреляция между «сохранением» и «финансовым инвестором» оказалась равной 25%).

Также обращает на себя внимание низкая доля «предпринимателей», выбравших в качестве одной из целей «обеспечить определенный уровень жизни / дохода членам своей семьи» – она была более чем в два раза ниже, чем наблюдалась у двух других групп, а также более чем в два раз ниже доли «предпринимателей», выбравших в качестве цели «обеспечить определенный уровень собственного дохода».

ГРАФИК 3. ЦЕЛИ, КОТОРЫЕ РОССИЙСКИЕ ВЛАДЕЛЬЦЫ КАПИТАЛА СТАВЯТ ПЕРЕД ИНВЕСТИЦИЯМИ



Источник: Анализ Центра управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО (SKOLKOVO WTC)

1.3. Ожидания по доходности

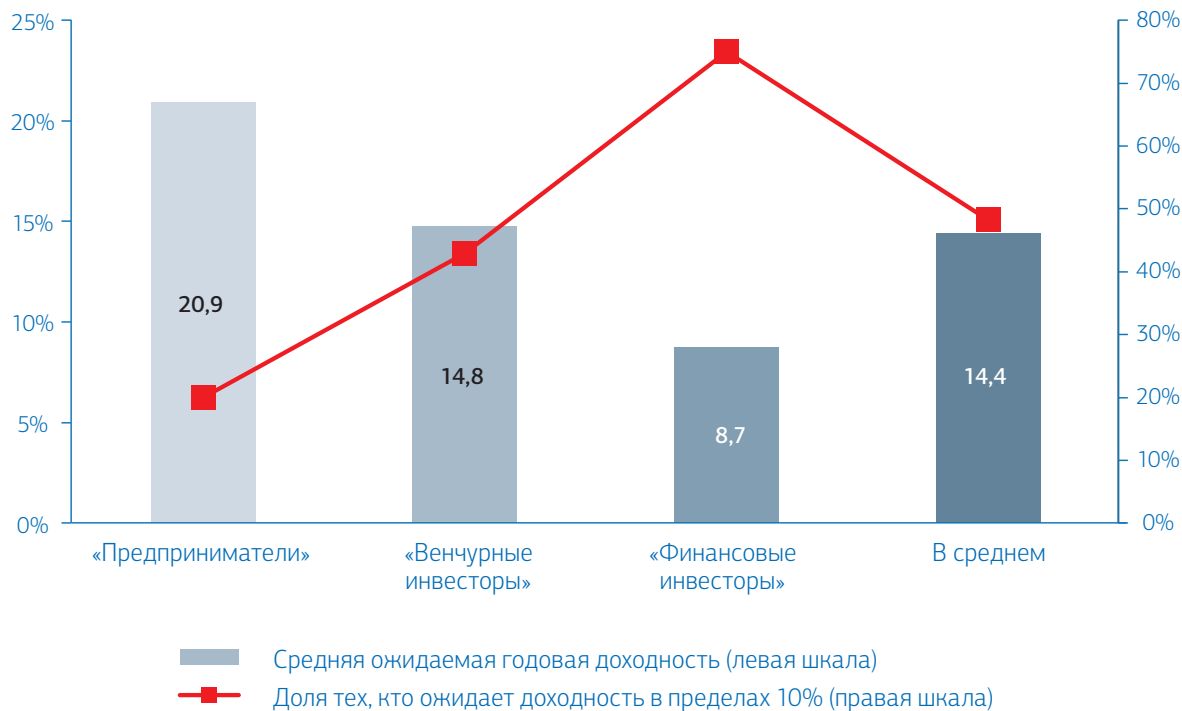
Распространено мнение, что финансовым институтам сложно удовлетворить российских инвесторов из-за завышенного уровня доходности, которую эти инвесторы ожидают получить от своих инвестиций.

Чтобы проверить уровень инвестиционных притязаний, мы задали нашим респондентам вопрос о том, какую в среднем доходность они ожидают от собственных инвестиций.

Отвечая на этот вопрос, часть респондентов специально отмечала, что у них разные ожидания от финансовых инвестиций и от бизнеса. Таких было 7 человек (или 24% из 29-и ответивших на этот вопрос), причем большинство из них оказались «предпринимателями».

Средняя ожидаемая доходность оказалась равной 14,4%, причем для «финансовых инвесторов» эта цифра оказалась равной 8,7%, а для «предпринимателей» – 20,9%⁴. Стоит также отметить, что среди «финансовых инвесторов» самая высокая доля тех, чьи инвестиционные ожидания

ГРАФИК 4. ОЖИДАЕМАЯ ДОХОДНОСТЬ И ДОЛЯ ТЕХ, КТО ОЖИДАЕТ ДОХОДНОСТЬ В ПРЕДЕЛАХ 10%



Источник: Анализ Центра управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО (SKOLKOVO WTC)

⁴ Так как некоторые предприниматели называли разные ожидания по доходности для бизнеса и финансовых инвестиций, в качестве совокупного «ожидания» мы принимали среднее из этих двух значений. В случае, когда респондент называл диапазон ожидаемой доходности, для целей расчета мы принимали середину диапазона.

ГРАФИК 5. СРАВНЕНИЕ ОЖИДАНИЙ ПО ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДОХОДНОСТИ РОССИЙСКИХ ИНВЕСТОРОВ С ДОХОДНОСТЬЮ АМЕРИКАНСКИХ РЫНКОВ ЗА 20 ЛЕТ (1995-2015)



Источник: Анализ Центра управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО (SKOLKOVO WTC), Dalbar Inc

находятся в пределах 10% годовых (75% респондентов этой категории).

Много это или мало по мировым меркам? Мы сравнили полученные данные со средней доходностью американских фондового и облигационного рынков⁵, а также средней доходностью, которую типичному американскому инвестору удалось реализовать на практике за последние 20 лет при инвестициях на фондовом рынке.

Эти данные показывают, что ожидания «финансовых инвесторов» уже находятся близко к реальности, как минимум в части доходности фондовых

рынков. Однако средние ожидания по нашей выборке действительно оказались выше доходности, типичной для финансовых рынков.

С другой стороны, согласно данным Cambridge Associates, долгосрочная доходность американского венчурного рынка на диапазоне 10-30 лет колебалась в диапазоне от 4.2% до 31%⁶. То есть сами по себе ожидания российских инвесторов, если относить их к вложениям в новые бизнесы, и не учитывать более высокий риск и волатильность таких вложений, не являются неразумными.

⁵ Учитывая, что на долю американского рынка приходится более 50% капитализации мирового рынка, и что существенную часть своих прибылей американские компании зарабатывают за рубежом, цифры для американского рынка могут до определенной степени служить также и индикатором доходности мирового рынка в целом.

⁶ Cambridge Associates U.S. Venture Capital Index and Selected Benchmark Statistics, 31 December 2015

1.4. Приемлемый риск потери капитала

Какой же уровень риска (на профессиональном жаргоне часто называемого «просадкой») российские капиталисты готовы взять на себя для достижения своих ожиданий по доходности?

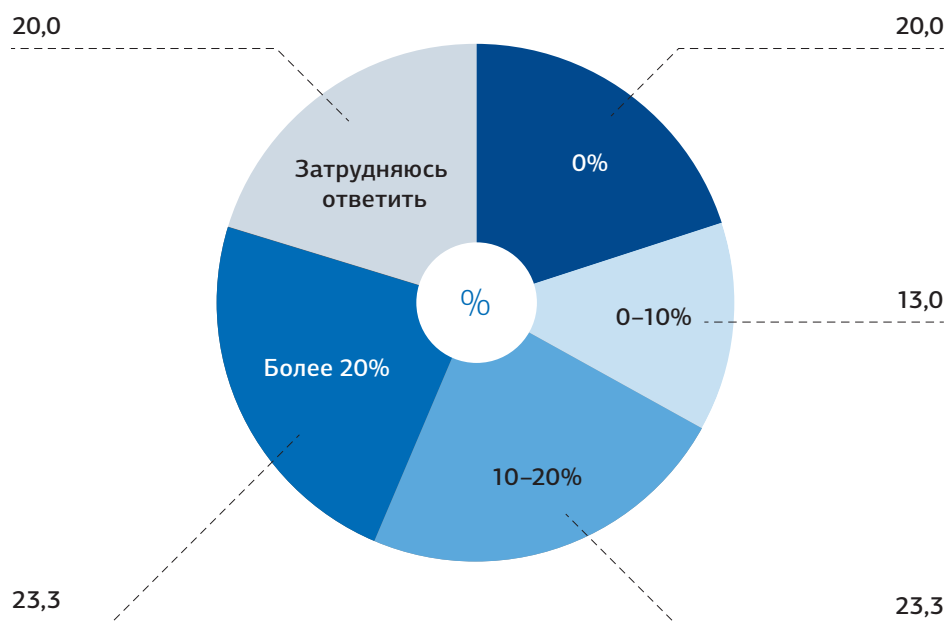
Оказалось, что для 56.7% респондентов приемлемый риск находится в пределах 20% (при этом 20% респондентов не приемлют риска потери капитала вообще).

Такой уровень риска характерен скорее для облигационных рынков. Даже на фондовых рынках развитых стран

«просадки» временами превышали 50%, а на российском рынке просадка в отдельные периоды превышала 80%. Такой уровень риска, скорее всего, некомфортен для среднего российского владельца капитала.

Другими словами, хотя выше и было отмечено, что ожидания «финансовых инвесторов» уже приближены к реальной доходности, наблюдаемой на фондовом рынке, получается, что с поправкой на уровень риска даже эти ожидания оказываются пока ещё завышенными (т.е. средний российский инвестор хочет получить доходность, типичную для акций, но с риском, характерным для облигаций).

ГРАФИК 6. ПРИЕМЛЕМЫЙ РИСК ПОТЕРИ КАПИТАЛА («ПРОСАДКИ»)



Источник: Анализ Центра управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО (SKOLKOVO WTC)

1.5. Удовлетворенность инвестиционными результатами

Крайне любопытными оказались ответы наших респондентов на вопросы об их удовлетворенности инвестиционными результатами за последние 5-10 лет.

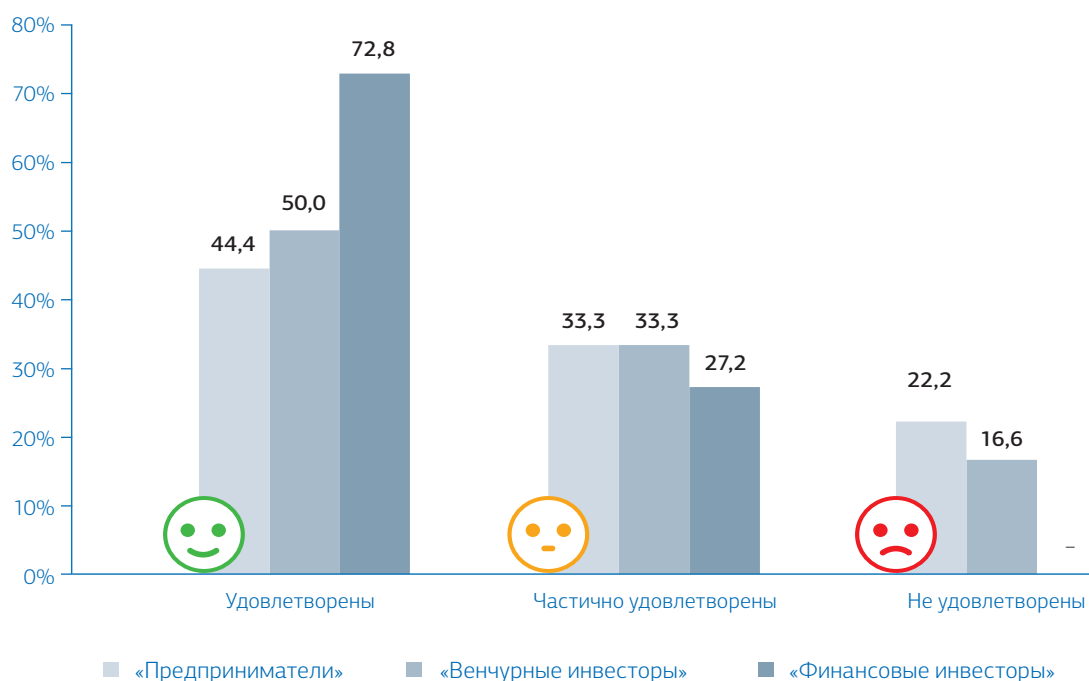
Оказалось, что уровень удовлетворенности своими инвестиционными результатами за последнее десятилетие у «финансовых инвесторов» гораздо выше, чем у двух других групп. Например, среди них вообще не оказалось тех, кто был бы полностью не удовлетворен своими результатами (против каждого

пятого-шестого для двух других групп), а количество «удовлетворенных» своими результатами составило практически три четверти (против около половины для двух других групп).

Некоторые примеры комментариев, полученных от респондентов исследования:

«Степень удовлетворенности зависит от сегмента. Ожидания по ликвидной части, возможно, были несколько преувеличены: за последние 2 года все сильно ухудшилось, хотя до этого все более-менее оправдывалось». – «Предприниматель», 50+, размер состояния менее US\$ 30M

ГРАФИК 7. СТЕПЕНЬ УДОВЛЕТВОРЕННОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ РЕЗУЛЬТАТАМИ ЗА ПОСЛЕДНИЕ 5-10 ЛЕТ



Источник: Анализ Центра управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО (SKOLKOVO WTC)

«Доходность за последние годы оказалась гораздо ниже изначальных ожиданий; но, с другой стороны, нет ощущения неправильности подхода, и что что-либо серьезно стоило бы менять». – «Финансовый инвестор», 45+, размер состояния менее US\$ 30M

«По пассивным инвестициям – ожидания оправдались, прямые инвестиции – упали. А венчурными инвестициями следующее поколение должно заниматься». – «Финансовый инвестор», 50+, размер состояния свыше US\$ 100M

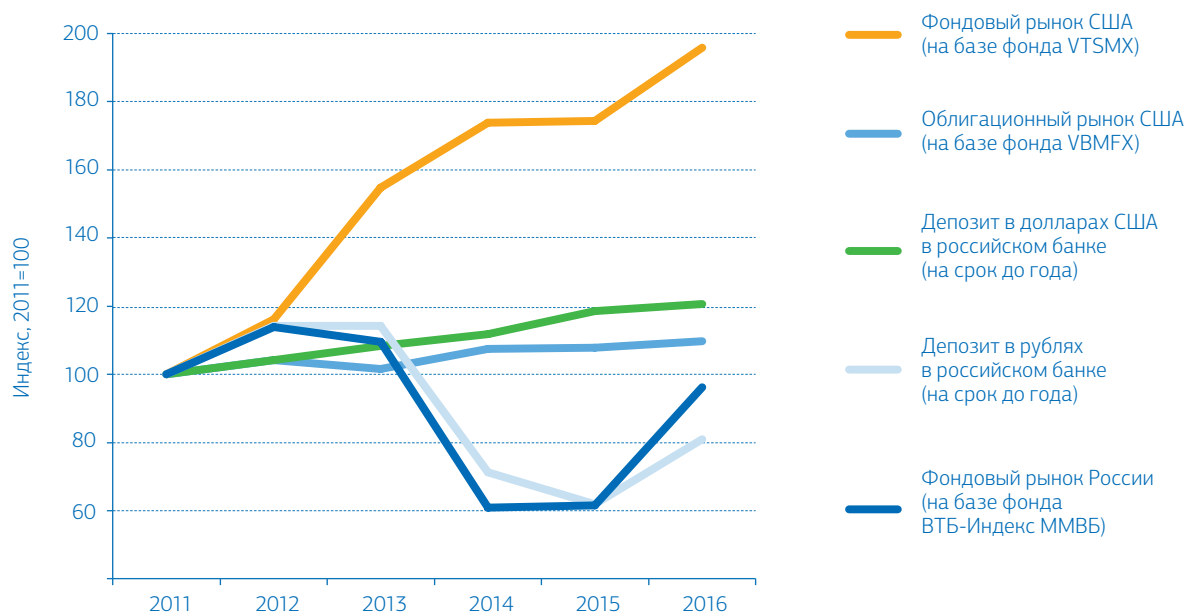
«Ожидания оправдались, за счёт того, что я активно вовлекаюсь в операционные и производственные процессы компании». – «Венчурный инвестор», 35+, размер состояния менее US\$ 30M

Возможных причин для такой более высокой общей удовлетворенности инвестиционными результатами со стороны «финансовых инвесторов», как минимум, две.

Во-первых, учитывая высокую долю ликвидных активов в благосостоянии «финансовых инвесторов», они имели возможность часть активов хранить в иностранной валюте. На фоне турбулентности валютного курса последних лет это могло помочь им сохранить капиталы по сравнению с «предпринимателями» (у которых оценка бизнеса за тот же период, как правило, существенно «просела»). Это наглядно демонстрирует График 8 ниже.

Во-вторых, так как в отношении ликвидных активов ожидания по доходности гораздо ниже (как правило, 5-10% против

ГРАФИК 8. СРАВНЕНИЕ ДОЛЛАРОВОЙ ДОХОДНОСТИ ВАЛЮТНЫХ И РУБЛЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ



Источник: Центральный Банк России, Investfunds.ru, Yahoo Finance, Анализ Центра управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО (SWTC)

более 20% для частного бизнеса), то и соответствовать этим ожиданиям гораздо легче, особенно, учитывая, что тот же американский фондовый рынок за последние 5 лет вырос практически вдвое.

1.6. Инвестиционные убеждения

На данный момент как среди профессионалов, так и среди научного сообщества отсутствует консенсус о том, «как же правильно» зарабатывать деньги на финансовых рынках.

Это не удивительно: наука о финансовых рынках относительно молода: ей чуть больше 60 лет (как правило, её начало отсчитывают от известной статьи Гарри Марковитца 1952 года⁷; теоретическая основа «гипотезы об эффективных рынках» была сформулирована Юджином Фамой только в 1965 году⁸ и т.п.). До сих пор многие её постулаты нельзя считать строго доказанными (к тому же они претерпевают изменения со временем)⁹.

Показательной в этом смысле является печально известная история фонда Long Term Capital Management, в совет директоров которого входили два нобелевских лауреата. Фонд собирался зарабатывать на базе самых свежих теоретических наработок с минимальными рисками для инвесторов, но обанкротился уже в 1998 году после всего четырех лет работы, едва не похоронив с собой американскую финансовую систему. Кризис 2008 года также показал, что возможность «просчитать» риски на базе новомодных математических

и академических моделей имеет свои ограничения.

В России ситуация усугубляется тем, что уровень финансовой грамотности российского населения (а, значит, и понимания финансовой терминологии) существенно ниже ведущих западных стран¹⁰.

Отсутствие консенсуса о «правильной» инвестиционной стратегии приводит к тому, что практически каждый, от инвестора до управляющего активами, фактически действует из некоего собственного набора убеждений (а, нередко, и предрассудков), которые принимаются ими за «факты» (какие-то с большим, а какие-то – с меньшим на то основанием).

Опрашивать российских капиталистов об их отношении к тем или иным финансовым концепциям, используя профессиональную терминологию (в таких терминах, как «волатильность», «диверсификация», «альфа», «бета» и т.п.) не представлялось нам целесообразным, так как большинство из них не думает в таких категориях.

Поэтому для выявления инвестиционных убеждений мы выбрали другой подход: мы задали респондентам несколько вопросов, направленных на понимание процесса принятия ими инвестиционных решений, с тем, чтобы из полученных ответов попытаться «вычлени» основные принципы, которыми они руководствуются при принятии инвестиционных решений:

- Как бы Вы описали Вашу философию инвестирования? На базе каких принципов и установок Вы принимаете инвестиционные решения?
- Если бы у Вас была возможность пересмотреть инвестиционные решения, которые Вы приняли 5-10

7 Markowitz (1952), Portfolio Selection, The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1, pp. 77-91

8 Fama (1965), The Behavior of Stock-Market Prices, Journal of Business, Vol. 38, Issue 1, pp. 34-105

9 см. например, Lo (2005), Reconciling Efficient Markets with Behavioral Finance: The Adaptive Markets Hypothesis, Journal of Investment Consulting, Vol. 7, No. 2, pp. 21-44

10 Klapper, L., Lusardi, A., van Oudheusden P. (2015), Financial Literacy Around the World: Insights from the Standard & Poor's ratings services global financial literacy survey

Вопрос эксперту

Эволюция инвестиционных убеждений и предпочтений российских инвесторов за последние годы



Хендрик ГЕЛДЕНХЕЙС,
Председатель Совета директоров
ООО «Ю Би Эс Банк»
(ООО UBS Bank)

Российские инвесторы при работе с иностранными банками долгие годы предпочитали размещать активы в высоколиквидных финансовых инструментах, прежде всего, в инструментах с фиксированной доходностью (таких, как облигации). Также пользовалась популярностью финансовая поддержка инвестиций в недвижимость, когда иностранный банк предоставлял под такие покупки ипотечные кредиты. При этом основная часть благосостояния российских инвесторов часто была «связана» в российских бизнес-проектах, ориентированных на получение высокой текущей доходности и потенциальную продажу бизнеса с большой прибылью в будущем. Следствием такого подхода были, с одной стороны, существенный рост благосостояния за счёт прироста капитализации российского бизнеса, а, с другой, стабильные, хотя и не впечатляющие, доходы от финансовых инвестиций, размещенных за рубежом.

В последние несколько лет одновременное влияние сразу нескольких факторов привело к существенному изменению ситуации:

■ По мере того, как всё больше предпринимателей достигают возраста, когда они хотят отойти от активного управления бизнесом (или даже его продать), доля благосостояния, приходящаяся на «предпринимательские» активы, снижается, а доля, приходящаяся на финансовые активы, растёт.

■ Доходность депозитов и облигаций снизилась, что обусловлено как глобально низкими ставками по депозитам, так и негативным влиянием на рыночную стоимость облигаций растущих ставок по корпоративным заимствованиям.

■ Замедление роста цен на недвижимость и сложности управления уже приобретёнными объектами снизили аппетит к увеличению доли недвижимости в инвестиционном портфеле.

■ Хотя интерес к предпринимательским проектам сохраняется, растёт запрос на поиск альтернативных источников прироста капитала и текущих доходов в формате, не требующем непосредственного управления со стороны самого инвестора.

■ В то же время, по мере того, как растёт осознание необходимости не только прироста, но и сохранения благосостояния, растёт и понимание необходимости повышения степени диверсификации инвестиционного портфеля и отхода от стратегии прошлого с её фокусом на высокорисковых активах в России и низкорисковых валютных ликвидных активах за рубежом.

■ В результате растёт интерес к более широкому кругу классов активов, в том числе к миноритарным инвестициям в частные компании (private equity), к «тематическим» инвестициям или инвестициям социальной направленности. Повышается и восприимчивость к рекомендациям и использованию управленческих навыков инвестиционных консультантов или управляющего инвестиционным портфелем. Как правило, при реализации такого рода нестандартных инвестиционных стратегий можно добиться высокого уровня прозрачности уровня затрат и комиссионных с тем, чтобы гарантировать, что потенциальные доходы не будут «съедены» издержками на реализацию стратегии.

Убедить таких инвесторов в том, что ваша рекомендация сделана в их интересах обычно непросто, учитывая, что многое из того, что вы рекомендуете предпринимателю, ему незнакомо. Ведь даже если предприниматель на этот момент уже продал свою компанию и не принимает активного участия в её делах, он привык иметь возможность активно влиять на все аспекты принятия решений, что часто невозможно в случае с финансовыми инвестициями.

Чтобы помочь таким инвесторам успешно трансформировать инвестиционный портфель, где доминируют низкодоходные депозиты, в портфель, отвечающий принципам разумной долгосрочной инвестиционной стратегии, учитывающей как текущие потребности, так и долгосрочные цели, важно понять:

- предпочтения конкретного инвестора,
- четкие различия между предпринимателями и финансовыми инвесторами
- предыдущий опыт работы с финансовыми активами за пределами России,
- связав всё это с откровенной дискуссией по вопросам преемственности.

Если получится это сделать, то вы сделаете огромный шаг к завоеванию доверия российских владельцев капитала, изучение предпочтений которых входило в задачу настоящего исследования.



Вопрос эксперту

Как не стать заложником собственных инвестиционных убеждений?



Асват ДАМОДАРАН,

Профессор NYU Stern School of Business (США), автор нескольких книг по оценке стоимости бизнеса, корпоративным финансам и инвестиционной стратегии

Результаты, полученные бизнес-школой «СКОЛКОВО» о разнице в подходах к инвестированию между предпринимателями и финансовыми инвесторами в России, очень интересны, но объяснимы. Предприниматели, зарабатывающие деньги на развитии бизнеса, ориентированы на подбор правильных людей и формирование команды, потому что без людей самые лучшие бизнес-идеи не реализовать. Финансовые инвесторы часто более сфокусированы на правильном финансовом планировании и технике, и их меньше волнуют вопросы развития человеческого капитала. Тем не менее, каждой из этих групп будет полезно обратить внимание на те области, которые они обычно игнорируют. Другими словами, предпринимателям стоит научиться разбираться в финансовых показателях и финансовой отчетности, чтобы дополнить своё умение разбираться в людях, а финансовым инвесторам стоит больше думать о человеческом измерении анализируемых финансовых показателей. Самые совершенные финансовые планы могут потерпеть крах из-за ошибок в подборе персонала.

Нам всем стоит не только работать над своими «слепыми зонами», но и в целом проводить больше времени с теми, кто думает не так, как мы. Это в равной мере применимо и к предпринимателям, и к финансовым инвесторам. Просто хороший предприниматель может стать отличным предпринимателем, если он или она научится более продуктивно работать с финансистами и бухгалтерами, а финансовые инвесторы смогут делать более выгодные инвестиции, если они будут больше слушать и разговаривать с людьми, вместо того чтобы всё свое время тратить на изучение финансовой отчетности. Другими словами, если вы «математик», почитайте стихи, а если вы «гуманитарий», решите пару уравнений. Мы все должны стремиться быть немного «энциклопедистами», как это было принято в эпоху Возрождения. Окружающий нас мир от этого бы сильно выиграл!



лет назад, какие из них Вы бы пересмотрели?

- Предположим, что Ваш друг недавно продал бизнес за US\$ 30M. Как бы Вы посоветовали ему распорядиться появившейся «ликвидностью»?

Ответы, полученные на эти вопросы, были затем проанализированы нашими экспертами на предмет выделения ключевых тезисов и тем, содержащихся в эти ответах.

Этот анализ позволил выделить следующие восемь наиболее распространенных среди наших респондентов «инвестиционных убеждений», т.е. принципов, на которых базируется принятие ими инвестиционных решений (см. График 9):

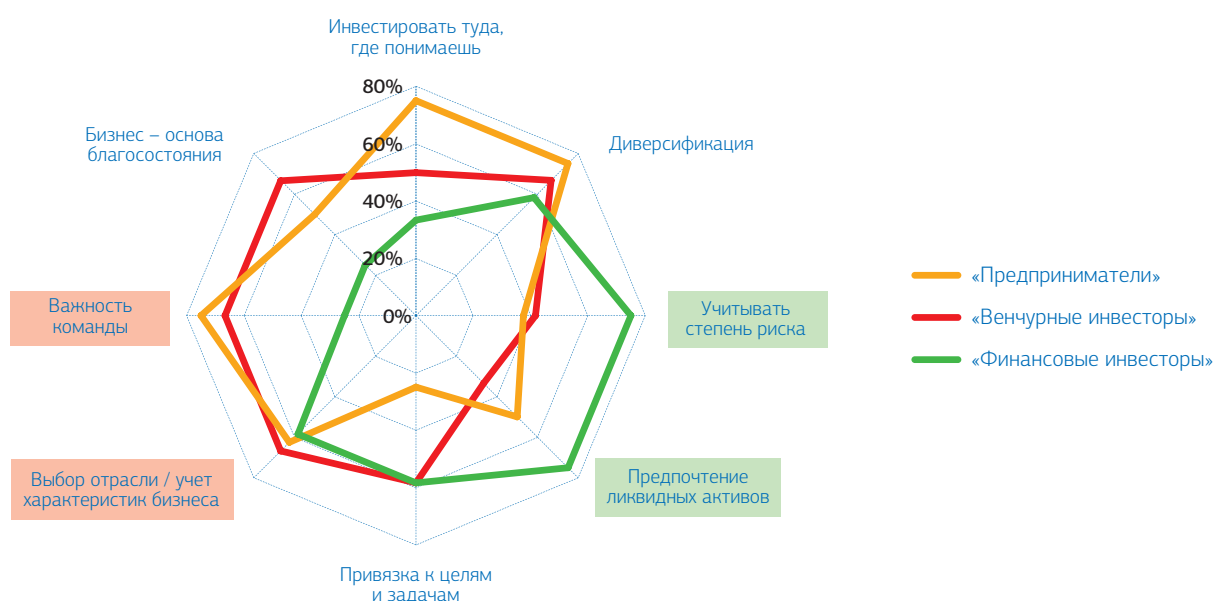
- Инвестировать туда, где понимаешь
- Диверсификация
- Учитывать степень риска
- Предпочтение ликвидных активов

- Привязка к целям и задачам
- Выбор отрасли / учет характеристик бизнеса
- Важность команды
- Бизнес – основа роста благосостояния

Интересно, что в ответах проявилась довольно существенная разница в части инвестиционных убеждений между разными категориями инвесторов.

Оказалось, например, что «предприниматели» (те, у которых основную часть благосостояния составляет бизнес), во-первых, склонны считать, что серьезные деньги можно заработать только в частном бизнесе, а не на финансовых рынках (а, значит, их сложнее «увлечь» инвестициями в сложные финансовые продукты). Во-вторых, при выборе объектов инвестирования «предприниматели» придают большое значение управляющей команде.

ГРАФИК 9. КЛЮЧЕВЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ УБЕЖДЕНИЯ РОССИЙСКИХ КАПИТАЛИСТОВ



Источник: Анализ Центра управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО (SWTC)

«Финансовые инвесторы» (те, у кого, основу портфеля составляют финансовые активы и недвижимость), напротив, больше ориентированы на сохранение капитала, и придают гораздо большее значение диверсификации активов и их ликвидности.

Можно сказать, что эти различия в инвестиционных убеждениях и предпочтениях между «предпринимателями» и «финансовыми инвесторами» в определенной степени философски пересекаются с отмеченными выше ориентациями «предпринимателей» на прирост благосостояния, и ориентацией «финансовых инвесторов» на сохранение благосостояния.

1.7. Обзор литературы по вопросам инвестиционных предпочтений

Хотя практике инвестирования сотни и даже тысячи лет, большую часть истории инвесторам приходилось руководствоваться своим опытом и набором практических правил и убеждений (а, нередко, и предрассудков) – так как системное обоснование и стройная теория инвестирования до недавнего времени отсутствовали.

Отдельные попытки системного осмысления лучших инвестиционных практик в западной литературе предпринимались еще в тридцатых годах прошлого века¹¹. Однако в научных кругах принято отсчитывать историю современной науки о финансовых рынках инвестировании с известной статьи Гарри Марковитца 1952 года¹² о принципах формирования инвестиционного портфеля. В ней впервые суть инвестирования была определена как «ставка на неизвестное будущее», в которой приходится взаимовызывать принимаемый инвестором уровень риска с ожидаемой доходностью, а также были сформулированы базовые принципы управления рисками инвестиций.

Другие ключевые теории и гипотезы в этой сфере (во многом базирующиеся на так называемой «гипотезе эффективного рынка») были сформулированы в западной научной литературе преимущественно в шестидесятых и семидесятых годах прошлого века¹³.

Большинство из этих теорий и гипотез базируются на предположении о рациональном поведении участников финансового рынка. В конце семидесятых и в восьмидесятые это вызвало критику со стороны сторонников теории так называемых «поведенческих финансов»¹⁴, доказывающих, что поведение участников рынка не всегда рационально, так как они, как правило, либо недостаточно,

11 Одной из первых попыток является книга Грэхема и Додда «Анализ ценных бумаг»: Graham B., Dodd D., *Security Analysis*. 1934. Whittlesey House. (русское издание: Грэхем Б., Додд Д., *Анализ ценных бумаг* — Вильямс, 2016)

12 Markowitz, H. (1952), Portfolio Selection, *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1, pp. 77–91

13 Франко Модильяни и Мертон Миллер сформулировали концепцию оптимальной структуры капитала компании и основы теории корпоративных финансов в 1958 году: Modigliani, F.; Miller, M. (1958), The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*. 48 (3): 261–297. Билл Шарп сформулировал идею модели оценки капитальных активов (Capital Asset Pricing Model), лежащей в основе современной теории оценки финансовых активов, в 1964 году: Sharpe, William F. (1964), Capital Asset Prices – A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *Journal of Finance*. XIX (3): 425–42. Юджин Фама выдвинул гипотезу эффективного рынка (Efficient Market Hypothesis или EMH), теорию, объясняющую, почему так сложно индивидуальному инвестору переиграть фондовый рынок, в 1965 году: Fama, E. (1965), The Behavior of Stock-Market Prices. *The Journal of Business*. Vol. 38, No. 1, 34–105. Статья, формулирующая принципы оценки и основных свойств производных ценных бумаг была опубликована только в 1973 году: Black S., Scholes, M. (1973), The Pricing of Options and Corporate Liabilities/ *The Journal of Political Economy*, Vol. 81, No. 3, 637–654. Подробнее основные этапы развития теории о финансовых рынках рассматриваются в монографии Питера Бернштейна «Фундаментальные идеи финансового мира: Эволюция» (Альпина Бизнес Букс, 2009).

14 Работой, заложившей основы теории «поведенческих финансов» считается Kahneman D., Tversky A. (1979), Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, Vol. 47, No. 2, 263–291, продемонстрировавшей, в частности, что процесс принятия людьми решений в условиях неопределенности и риска заметно отличается от рационального.

либо чрезмерно реагируют на те, или иные новости.

Вместе с тем, противникам «гипотезы эффективного рынка» не удалось представить убедительную альтернативную теорию, которая бы могла лучше «классической» теории финансов объяснить объективно наблюдаемые данные. Не удалось добиться широкого признания и попыткам разработать интегральную теорию, которые бы объединили плюсы обоих подходов¹⁵.

Кроме того, фактические результаты инвестиционных управляющих на ведущих финансовых рынках, скорее подтверждают «гипотезы эффективного рынка». Например, несколько недавних исследований¹⁶ результативности управляющих американских инвестиционных фондов показали, что, с одной стороны, действительно, есть некоторый процент управляющих, которые обладают способностями «переигрывать» финансовый рынок. Но этот процент невысок (в большинстве исследований оценка варьировалась вокруг цифры 2%-3%), и он серьезно упал за последние десять-двадцать лет¹⁷.

Некоторые исследователи¹⁸ отмечают, что финансовая теория, в отличие от теоретических построений в

естественных и точных науках, изначально не может добиться той же точности предсказаний, как минимум в силу высокого уровня «статистического шума» (в том числе, в результате самостоятельности экономических агентов и влияния внешних, например, природных, факторов), ограниченной информационной ценности данных¹⁹ и ограниченной возможности проводить контролируемые эксперименты.

В такой ситуации, когда с одной стороны, теория не даёт однозначного ответа о предпочтительных подходах к инвестированию, а, с другой, нет уверенности в эффективной реализации даже потенциально выигрышной инвестиционной стратегии²⁰, часть западных специалистов видит решение в определении или формулировании для каждого инвестора собственной «инвестиционной философии» (investment philosophy) или «инвестиционных убеждений» (investment beliefs) в качестве ориентира при выборе инвестиционной стратегии²¹.

Что касается отечественных публикаций, то их количество крайне ограничено. Частично это вызвано отсутствием серьезных академических традиций в этой сфере, в силу того, что в советское

15 Lo, A. (2005), Reconciling Efficient Markets with Behavioral Finance: The Adaptive Markets Hypothesis, *Journal of Investment Consulting*, Vol. 7, No. 2, 21-44. В этой статье также содержится обзор ключевых работ в области «поведенческих финансов».

16 См. например, Cornell, B. (2009), Luck, Skill and Investment Performance, *Journal of Portfolio Management*, Vol. 35, 85-89; Fama, E., French, K. (2010), Luck Versus Skill in the Cross Section of Mutual Fund Returns, *The Journal of Finance*, Vol. 65, No. 5, 1915-1947; Sebastian, M., Attaluri, S. (2014), Convictions in Equity Investing, *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 40, No. 4, 77-88; Pastor, L., Stambaugh, R., Taylor, L. (2015), Scale and Skill in Active Management, *Journal of Financial Economics*, 2015, Vol. 116, No. 1, 23-45

17 Под влиянием «гипотезы финансового рынка» и приведенных выше данных о результатах инвестиционного управления всё большую популярность стали приобретать методы так называемого «пассивного» инвестирования, т.е. базирующиеся на копировании выбранного фондового индекса (вместо попытки выбрать объект для инвестирования на базе самостоятельного анализа). Доля «пассивных» (или индексных) инвестиций на американском рынке в 2016 году достигла 28,5% (при том, что сама категория возникла только в 1975 году); ожидается что эта доля превысит 50% к 2024 году: см. Moody's "Asset Managers – Global: Passive Market Share to Overtake Active in the US No Later than 2024" (2017).

18 Raymond, D. (2008), *Investment Beliefs, Handbook of Finance. Vol II – Investment Management and Financial Management*. John Wiley and Sons.

19 Как минимум в силу постоянно меняющихся экономических условий, в рамках которых эти данные собраны.

20 в силу особенностей человеческой психики, о чём говорит течение «поведенческих финансов»

21 См. например, Minahan J. (2006), The Role of Investment Philosophy in Evaluating Investment Managers: A Consultant's Perspective on Distinguishing Alpha from Noise, *The Journal of Investing*, Vol. 15, No. 2, 6-11; Raymond, D. (2008), *Investment Beliefs, Handbook of Finance. Vol II – Investment Management and Financial Management*. John Wiley and Sons; Gray, J. (2009), Rethinking Investment Beliefs in a time of Crisis: The Calming Hand of Philosophy, *Rotman International Journal of Pension Management*, Vol. 2, No. 1, 6-11; Koedijk, K., Slager, A. (2011), *Investment Beliefs: A Positive Approach to Institutional Investing*. Palgrave Macmillan.

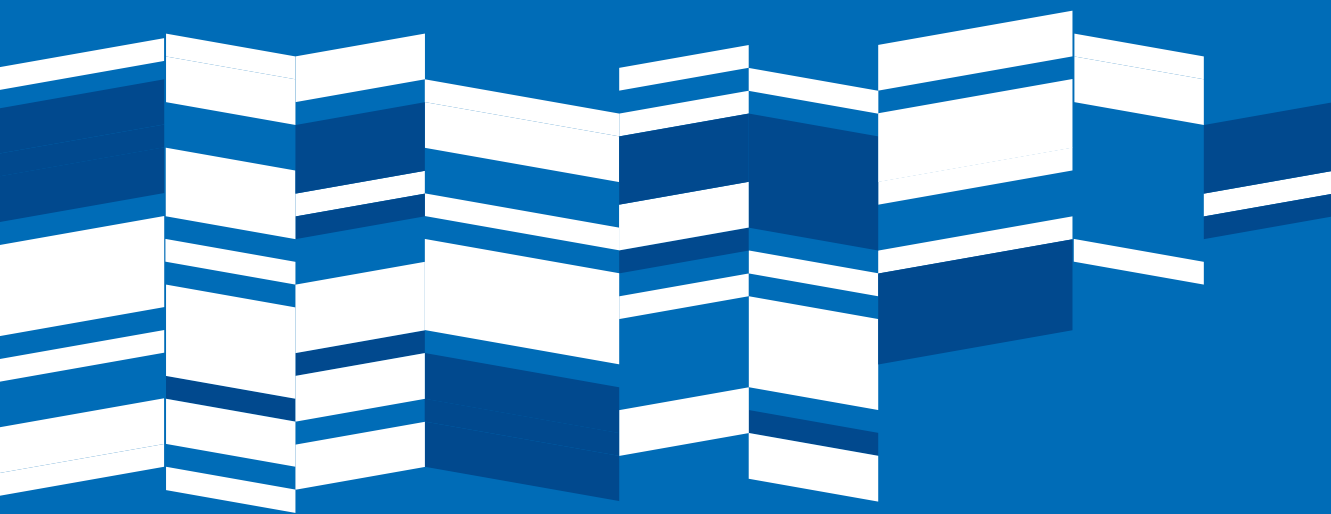
время российская экономическая наука по очевидным причинам стояла на марксистских позициях, в основе которых лежали трудовая теория стоимости и отсутствие частной собственности на средства производства, не предполагающие самостоятельной роли финансов (а также наличия независимых фондового и иных финансовых рынков).

Имеющиеся публикации в российских журналах на тему финансов и инвестирования немногочисленны, и зачастую вторичны, представляя или собой компиляцию и обзор из зарубежных источников, или эмпирических анализ тех или иных частных аспектов функционирования российского финансового рынка (т.е. не замахиваясь на решение серьезных научных вопросов в этой сфере).

Большинство отечественных публикаций содержится в публикациях СМИ, и литературе для «практиков»,

рекламных материалах инвестиционных компаний и банков, а также зарубежных книгах, переведенных на русский язык. Дискуссий, актуальных для западных ученых в области финансов (о пределах диверсификации и принципах распределения инвестиций между разными классами активов, о преимуществах и недостатках «активного» и «пассивного» инвестирования, в частности, об устойчивости «инвестиционных аномалий», выявляемых в академических публикациях, о ценности и специфике так называемых «альтернативных» инвестиций, в частности, хедж-фондов и т.п.) в российской академической среде практически не ведётся. Серьезные аналитические и эмпирические исследования по инвестиционной тематике также отсутствуют.





2.

ИССЛЕДОВАНИЕ МНЕНИЯ РОССИЙСКИХ КАПИТАЛИСТОВ ОБ ОБСЛУЖИВАЮЩЕЙ ФИНАНСОВОЙ ИНФРАСТРУКТУРЕ

1

2

3

4

5

6

Важный вопрос для состоятельного владельца капитала – выбор финансового института (банка или финансовой компании) для размещения или управления его финансовыми активами. Правильный выбор важен не только с точки зрения получения достойной доходности на вложенный капитал, но и с точки зрения обеспечения сохранности средств.

В рамках исследования мы спросили мнение российских капиталистов о степени их удовлетворенности качеством услуг по управлению и обслуживанию благосостояния как со стороны ведущих зарубежных, так и российских банков, а также о причинах смены банков (если таковые были).

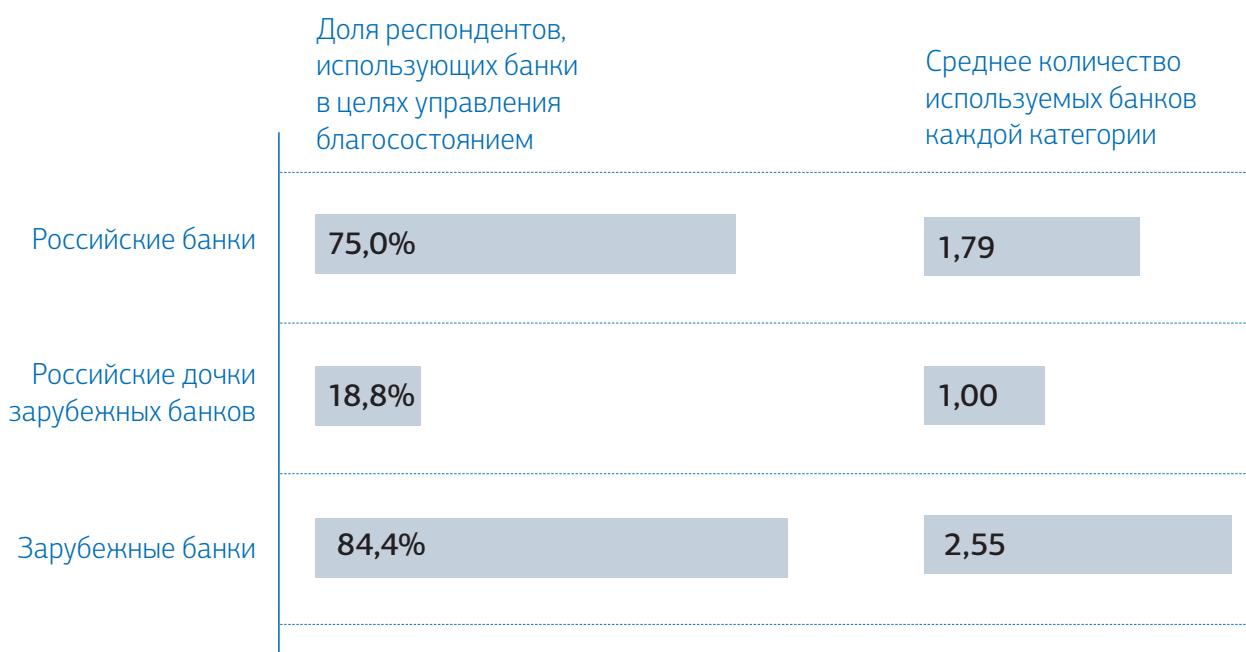
2.1. Выбор между российскими и зарубежными банками

Во-первых, оказалось, что российский капиталист, как правило, пользуется услугами нескольких как российских, так и зарубежных банков.

При этом мнения относительно качества обслуживания в западных и российских банках были противоречивыми.

Одна часть респондентов склонялась к мнению, что российские банки стоит использовать преимущественно для

ГРАФИК 10. КОЛИЧЕСТВО РОССИЙСКИХ И ЗАРУБЕЖНЫХ БАНКОВ ОБСЛУЖИВАЮЩИХ ВЛАДЕЛЬЦА КАПИТАЛА ПО ВОПРОСАМ ИНВЕСТИРОВАНИЯ И УПРАВЛЕНИЯ БЛАГОСОСТОЯНИЕМ



Источник: Анализ Центра управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО (SWTC)

осуществления повседневных расчетных операций (многие респонденты отмечали большую технологическую оснащённость банков в России), в то время как зарубежные больше подходят для управления благосостоянием, ввиду разнообразной и продвинутой продуктовой линейки, а также качественной и профессиональной инвестиционной экспертизы, которую зарубежные банки могут предложить клиентам.

В противовес этому мнению, другие респонденты отмечали удовлетворенность продуктовой линейкой российских банков и её сравнимость с продуктовой линейкой на Западе. И для этой группы респондентов было, скорее, характерно недовольство обслуживанием зарубежных банков как в связи с недостаточным, по их мнению, вниманием и коммуникацией со стороны клиентских менеджеров (ввиду территориальной удаленности), так и гораздо более жёсткими (как это ни странно) бюрократическими процедурами, как правило, применимыми к обслуживанию российских клиентов.

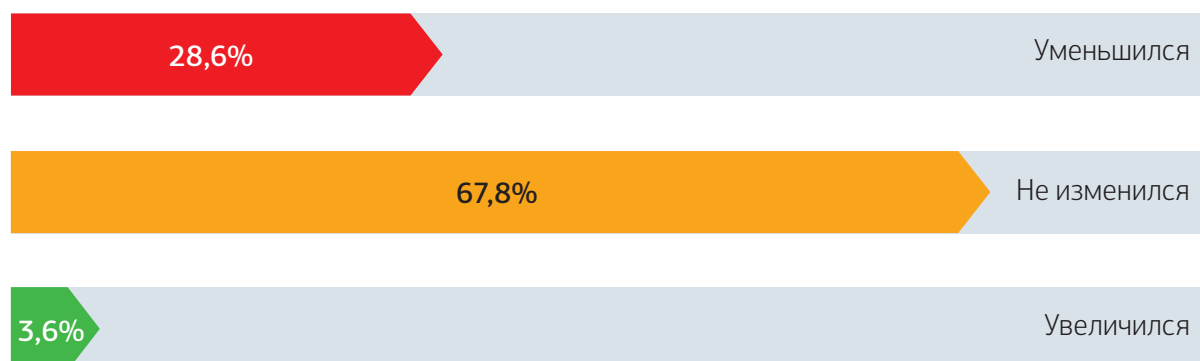
Но, невзирая на недовольство отдельными элементами сервиса, даже такие респонденты всё равно держат часть своих средств в западных банках, как учитывая их более высокую (по оценкам международных рейтинговых агентств) надежность, так и в целях диверсификации рисков.

2.2. Причины смены банка

Большинство опрошенных нами респондентов либо никогда не меняли обслуживающий их банк, либо это случалось крайне редко (хотя это не мешает российским капиталистам менять соотношение размещенных средств между банками в зависимости от удовлетворенности инвестиционными результатами).

В тех случаях, когда они всё же меняли банк, то, чаще всего, респонденты говорили о **неудовлетворенности уровнем предоставляемого сервиса**: «устал

ГРАФИК 11. ВЛИЯНИЕ «ДЕОФШОРИЗАЦИИ» НА РАЗМЕР / ДОЛЮ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ, РАЗМЕЩЕННЫХ В РОССИИ



Источник: Анализ Центра управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО (SWTC)

терпеть плохой сервис», «низкая скорость обслуживания» и «слишком явная дискриминация в отношении с клиентами».

Во-вторых, процессу смены обслуживающего института способствует **частая ротация клиентских менеджеров**. Здесь проблема как в дополнительном неудобстве (клиент не знает, к кому обращаться), так и в дополнительной «нагрузке» на клиента: ведь ему приходится заново «образовывать» новых менеджеров о своих потребностях.

И третьим из наиболее упоминаемых опрошенными капиталистами факторов смены банка был **низкий уровень профессиональных знаний клиентского менеджера**. Отмечалось, что некоторые клиентские менеджеры не ориентированы на то, чтобы лучше понять потребности клиента и предложить те финансовые продукты и услуги, которые эти потребности закроют, а сфокусированы на то, чтобы побыстрее продать какой-либо из уже имеющихся «в обойме» продуктов банка.

Российские банки в целом чаще упоминались в качестве примера «сменяемого банка», что может свидетельствовать о том, что им стоит обратить особое внимание на эти области.

2.3. Влияние законодательства о контролируемых иностранных компаниях

В 2014 году в России было принято новое законодательство о контролируемых иностранных компаниях, вступившее в силу с 1 января 2015 года. В рамках этого законодательства были введены требования как о раскрытии информации

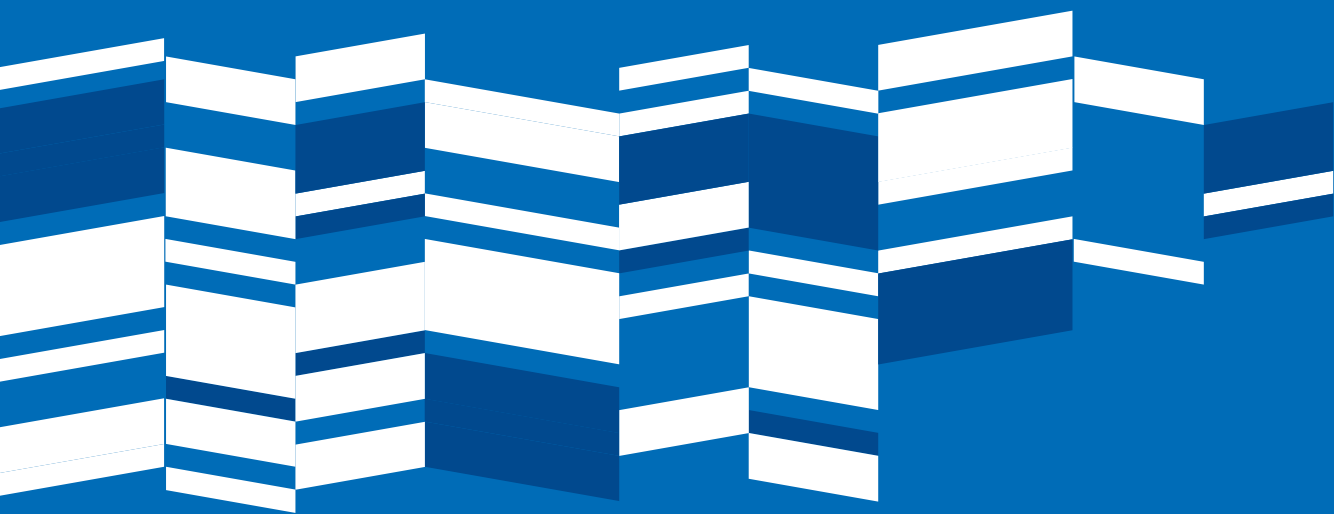
об участии российских налоговых резидентов в иностранных компаниях и иностранных структурах, так и обязательства по уплате (в определенных случаях) российских налогов в отношении прибыли таких иностранных компаний и структур.

Нас в этой связи интересовало, как это законодательство повлияло на размер финансовых активов владельцев капитала, размещенных в России: ведь некоторые ожидали, что повышение налоговой и административной нагрузки на использование иностранных компаний может привести к переводу в Россию части средств, ранее хранившихся за рубежом.

В отношении респондентов нашего исследования эти ожидания не оправдались: большинство из них отметили отсутствие существенных изменений в размере своих финансовых активов, находящихся в РФ. При этом, у почти трети опрошенных доля размещенных в России активов даже уменьшилась (частично это может быть эффектом девальвации и падения стоимости российских активов, произошедших за тот же период).

Некоторые респонденты в качестве эффектов от нового законодательства называли реструктуризацию и упрощение структуры собственности, и связанное с этим увеличение расходов на оплату консультантов, а также отмечали более «жесткое» разделение (сегрегацию) своих российских и зарубежных активов в целях сохранения конфиденциальности.





3.

ИССЛЕДОВАНИЕ ВОПРОСОВ ПРЕЕМСТВЕННОСТИ И ИСПОЛЬЗОВАНИЯ СЕМЕЙНЫХ ОФИСОВ

1

2

3

4

5

6

Тема преемственности продолжает волновать российских владельцев капитала – средний возраст российских владельцев крупных состояний продолжает повышаться (например, средний возраст участников списка Forbes 2016 года²² – 54,5 лет – повысился с 2014 года на 1,7 лет – практически вровень с прошедшим временем). При этом количество потенциальных преемников велико – в среднем у типичного владельца капиталов трое детей²³ (а у некоторых уже есть и внуки).

Поэтому в рамках исследования этого года помимо вопросов, связанных с инвестиционными предпочтениями российских капиталистов мы также задавали вопросы, связанные с их отношением к вопросам преемственности, в том числе, чтобы иметь возможность сравнить с эволюцией взглядов по сравнению с результатами нашего исследования 2015 года²⁴.

3.1. Важность вопросов преемственности

Когда мы задавали нашим респондентам вопрос о важности преемственности, то, как правило, слышали в ответ, что эта тема очень важная. Но при этом у большинства не было четкой картины или модели преемственности. Многие говорили, что концентрируются, прежде всего, на том, чтобы обеспечить ребенку качественное образование и какие-то стартовые условия для жизни.

Отсутствие ясной модели преемственности коррелирует с данными нашего исследования 2015 года, в ходе которого мнения на вопрос: «Принято ли в России передавать бизнес следующим поколениям?» разделились практически поровну (40% ответили, что принято, а 40% – что нет).

«Нужно задумываться, но я не знаю как. Мне кажется, что для моих старших детей пока рано, они еще не зрелые [детям 28 и 25 лет]. А может я уже опоздала с этим. Когда мы создавали наш бизнес, не думали, что его придется передавать». – «Предприниматель», 50+, размер состояния свыше US\$ 100M

«Большие деньги портят детей. Не надо нагружать детей вопросами бизнеса, если у них нет к этому предрасположенности и желания. Достаточно обеспечить их достойным образованием. Нужно обучать детей обращаться с деньгами». – «Финансовый инвестор», 40+, размер состояния менее US\$ 30M

«На каком-то этапе жизни имеет смысл задуматься, но только для облегчения жизни преемников. Наследники должны сами строить свою жизнь. А задача отца-основателя – дать советы на определенных этапах жизненного пути». – «Финансовый инвестор», 50+, размер состояния US\$ 30-100M

«У меня не стоит вопрос преемственности, и нет такой задачи – передать бизнес. Для меня преемственность – это задача нравственно-психологического воспитания и образования. Такие вопросы не обсуждаю с детьми, для меня главное – это наличие у них мотивации в жизни. С моей стороны – обеспечить их жильем и образованием. А в остальном – сами». – «Финансовый инвестор», 60+, размер состояния свыше US\$ 100M

«Естественно, нужно детей вовлекать. У меня четверо детей и все они идут своим путем. Не думаю, что кто-то будет заниматься бизнесом или финансами, как я. У меня нет бизнеса в виде фиксированной структуры, поэтому мне нечего передавать (бизнес профессиональный, а не институциональный). Каждый ребенок получит квартиру, машину и образование, а дальше – это они сами». – «Финансовый инвестор», 40+, размер состояния менее US\$ 30M

22 <http://www.forbes.ru/rating/200-bogateishikh-biznesmenov-rossii-2016/2016>

23 По данным Исследования владельцев капиталов России 2015 среднее количество детей было 2.84; наш анализ данных, приведенных Forbes в списке Forbes 200 2016-го года, показал, что среднее количество детей фигурантов этого списка – 2.94

24 Исследование владельцев капиталов (2015, МШУ СКОЛКОВО)

«С первых дней надо об этом думать. Нужно жениться, задумываясь о преемственности. У каждого ребенка есть какой-то минимум, а дальше будут действовать сами. В бизнесы я их не собираюсь посвящать, так как средняя продолжительность существования компании около 7 лет, поэтому в передаче бизнеса не вижу смысла. Обязательно нужно дать детям образование и научить навыкам ведения бизнеса, оградить от совершения каких-либо ошибок». – «Предприниматель», 40+, размер состояния US\$ 30-100M

3.2. Ключевые преемнические стратегии

В нашей исследовательской и консультационной практике работы с российскими владельцами капиталов, наверное, чаще всего нам попадались следующие пять подходов («стратегий») к планированию преемственности благосостояния.

«СТАРТОВЫЙ КАПИТАЛ» («СОВЕТСКАЯ» МОДЕЛЬ ПРЕЕМСТВЕННОСТИ)

Наверное, самый распространенным подходом среди российских владельцев капитала в отношении преемственности является фокус на обеспечение своим детям качественного образования (как в России, так и за рубежом) и «стартового капитала» (квартира, машина, подъёмные и т.п.) без каких-либо конкретных намерений по их вовлечению в бизнес. На этом владелец капитала считает свою миссию выполненной, а переход активов по наследству доверяет, в лучшем случае, завещанию (а временами и без него). Как мы отмечали выше, о предпочтении такого подхода говорили и многие респонденты данного исследования.

Преимущество данного подхода – в его относительной простоте и видимой «справедливости» (все дети получают примерно одинаковый «стартовый пакет»), что даёт владельцу капитала некоторый психологический комфорт.

Несложно заметить, что такой подход философски близок к подходу, распространённому в советское время, когда варианты, как родитель мог помочь своему ребенку в профессиональном становлении, были серьезно ограничены общественно-политической системой. Советский родитель, даже самый высокопоставленный, вряд ли мог дать существенно больше, чем обеспечить своему отпрыску квартиру, автомобиль, поступление в престижный ВУЗ, и некоторую сумму на сберкнижке.

Является ли такая, фактически модифицированная «советская» модель преемственности (пусть и предполагающая более высокое качество «стартового капитала» и отсутствие многих существовавших при прежнем режиме ограничений на направления профессионального развития) оптимальной в новых условиях? В этом есть большие сомнения.

Владелец капитала, отдавая решение наследственных вопросов и перехода права собственности на активы на откуп наследственного права, фактически гарантирует «головную боль» своим детям и семье, и серьезно повышает риск судебных споров как между наследниками, так и членами семьи и партнерами по бизнесу. Многие из нас были свидетелями жесточайших конфликтов между родственниками по поводу даже обычных активов (таких как квартиры). Что же говорить об активах, более существенных по стоимости.

Отсутствие четкого плана в области преемственности увеличивает риск того, что немалая часть благосостояния может быть фактически потеряна, как в результате недружественных

действий бывших партнеров по бизнесу, так и банальной потери конкурентоспособности бизнесом, если у наследников отсутствуют опыт и навыки оперативного и стратегического управления.

Кроме того, не вовлекая потенциальных преемников в бизнес, владелец капитала упускает как возможности для их развития, которые те могли бы получить, помогая или ассистируя родителям в бизнесе, так и возможности по налаживанию внутрисемейных отношений (через участие в совместных с детьми проектах).

«СЕМЕЙНЫЙ БИЗНЕС» ИЛИ ДИНАСТИЯ

Хотя российские владельцы капитала неохотно признают наличие «династических» планов в отношении собственного бизнеса, нередко такие планы подразумеваются или, как минимум, не исключаются, если потенциальный преемник выскажет соответствующий интерес. Это может принимать разные формы - например, родители могут подталкивать или поощрять ребенка получать профильное экономическое или юридическое образование, даже несмотря на явные задатки у ребенка в других областях.

Учитывая партнерский характер типичного российского бизнеса (как мы отмечаем ниже), построение «семейного» бизнеса – не самая распространенная в России стратегия преемственности. По нашим оценкам, в том или ином виде модель «семейного бизнеса» характерна примерно для 20-30% российских бизнесов. Вместе с тем, существуют и успешные прецеденты в этой области: например, трое из 25 женщин – фигурантов списка самых богатых женщин России 2016 года²⁵ представляли второе поколение, играющее (или в свое время

сыгравшее) активную роль в бизнесе, который основали их родители.

«СЕМЕЙНЫЙ ТРАСТ»

Ещё одной распространенной стратегией преемственности является передача активов в так называемый «семейный траст», т.е. специальную структуру в низконалоговой юрисдикции в рамках английского права.

Долгое время эта стратегия воспринималась многими как чуть ли не способ чудесным образом решить все проблемы, связанные с наследством и преемственностью. Ведь она позволяла, по распространенному убеждению, как повысить конфиденциальность владения активами, так и обеспечить более простой и гибкий переход владения активами к следующему поколению без ограничений (шестимесячный мораторий и т.п.), налагаемых российским наследственным правом. Немалую роль (хотя и не единственную) играла возможность получить отсрочку от российского налогообложения в отношении доходов, «припаркованных» за рубежом.

Несомненным плюсом такого рода стратегии является то, что при правильном структурировании она действительно позволяет избежать многих «подводных камней» и технических сложностей, характерных для российского наследственного права.

С другой стороны, в последнее время, приходит осознание, что эта стратегия не является панацеей.

С одной стороны, как новое российское законодательство о контролируемых иностранных компаниях и о фактическом собственнике дохода, так и международные инициативы по обмену налоговой информацией существенно снизили возможности оставаться «невидимым» для контролирующих

²⁵ <http://www.forbes.ru/rating/reiting-forbes-25-bogateishikh-zhenshchin-rossii-2016/2016>

органов и не платить (хотя бы временно) российские налоги с зарубежных доходов. А дополнительные требования к отчетности и условиям получения освобождения от налогообложения повысили стоимость обслуживания структур в иностранных юрисдикциях.

С другой стороны, приходит и осознание, что западная инфраструктура управления и администрирования трастов больше подходит для управления финансовыми активами и, как правило, слабо приспособлена для активного управления действующим российским бизнесом.

Также приходит понимание, что преемственность – это более широкое понятие, чем юридическое наследование. Некоторые недавние прецеденты перехода активов наследникам наглядно показывают, что сам по себе юридический переход права собственности не гарантирует сохранения ценности передаваемого актива в руках нового владельца; активом еще надо уметь управлять. То есть, оказывается, важно не только, готов ли собственник в будущем передать актив, но и способен ли потенциальный новый владелец этот актив принять.

«СЕМЕЙНАЯ КОНСТИТУЦИЯ»

В последние годы, несмотря на общее нежелание российских владельцев богатства активно вовлекать второе поколение в управление бизнесом, мы видим все больше примеров, когда российские владельцы капиталов пытаются разработать механизмы вовлечения семьи (и второго поколения в частности) в процесс принятия решений, связанных с планированием благосостояния и принятием стратегических решений богатства, не связанных с форматом «семейного бизнеса».

Некоторые из них экспериментируют с созданием семейных советов или других «площадок» для обсуждения таких вопросов (или даже иницируют

разработку формализованных «семейных конституций» по американскому образцу), направленных на фиксацию на бумаге общих принципов принятия решений в области управления семейными активами, участия членов семьи в бизнесе и т.п.

Это похвальная, хотя пока и не массовая, тенденция, которая, если получит распространение, может способствовать более успешной передаче благосостояния второму поколению.

ФИЛАНТРОПИЧЕСКИЕ ПРОЕКТЫ

В своей практике мы видим все возрастающий интерес российских капиталистов не только к зарабатыванию денег, но и к тому, чтобы заработанное благосостояние способствовало решению различных общественных задач, как через передачу средств на благотворительность, так и через финансирование различных филантропических проектов. Наше исследование 2015 года показало, что 100% респондентов за предыдущие два года в той или иной форме участвовали в каком-либо филантропическом проекте.

В некоторых случаях (как в широко освещавшемся прессой случае семейного фонда Рубена Варданяна и Вероники Зонабенд RVVZ) на эти цели может выделяться даже основная часть благосостояния.

Мотивация вовлечения в благотворительные проекты может быть разной и индивидуальной: от желания внести вклад в общественное развитие или создание семейной репутации до морально-этических и религиозных мотивов. Если такая мотивация у владельца капиталов присутствует – то, возможно, правильнее сразу отделить или даже выделить в отдельную структуру часть средств, направленных на решение таких «общественных» и филантропических задач.

Также не надо забывать, что филантропическая деятельность может

служить ещё и полезной платформой для развития навыков стратегического управления проектами у второго поколения, которые впоследствии пригодятся как в бизнесе, так и в жизни.

3.3. Горизонт планирования

В этом году, как и в исследовании 2015 года, мы задали респондентам вопрос о горизонте планирования: на сколько лет вперед они планируют свои действия как в отношении своего основного бизнеса, так и в личных (семейных) вопросах.

Интересно, что, невзирая на стабильно высокую неопределенность за прошедшие годы и неясность перспектив

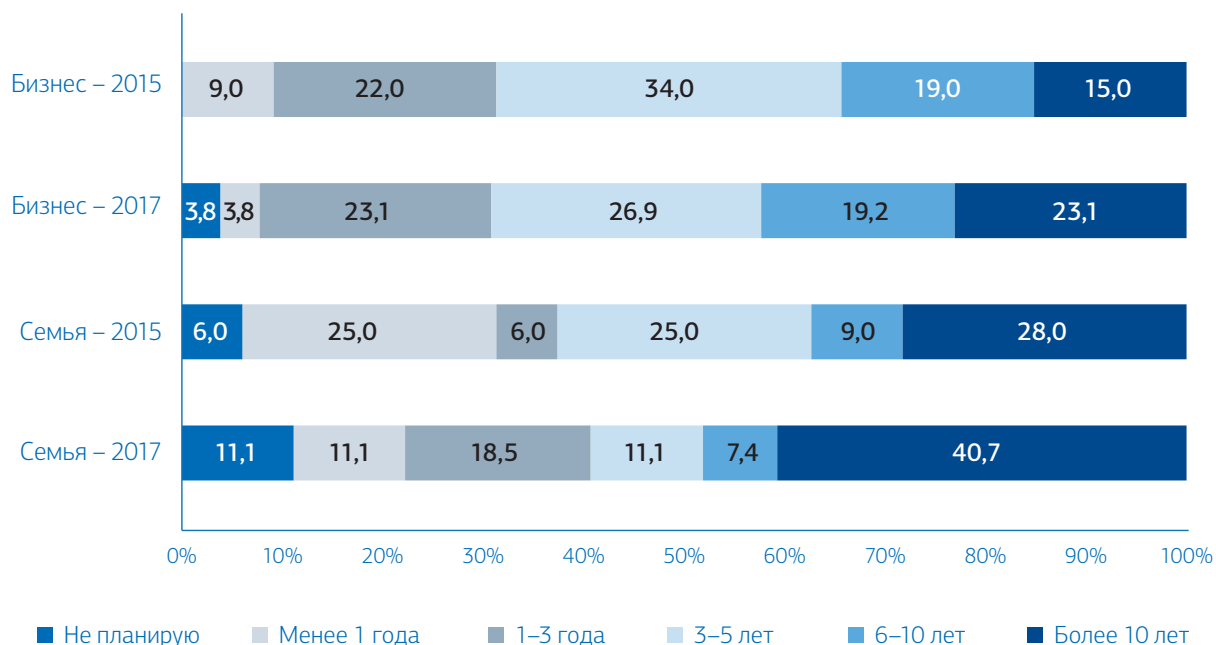
восстановления быстрого роста российской экономики, процент тех, кто планирует свои дела на период более 10 лет, оказался выше, чем в ходе исследования 2015 года. Доля же тех, у кого горизонт планирования был в пределах года, оказалась, наоборот, ниже данных 2015 года.

Причём это оказалось справедливо как в отношении планирования бизнес-вопросов, так и семейных дел.

3.4. Наличие плана преемственности

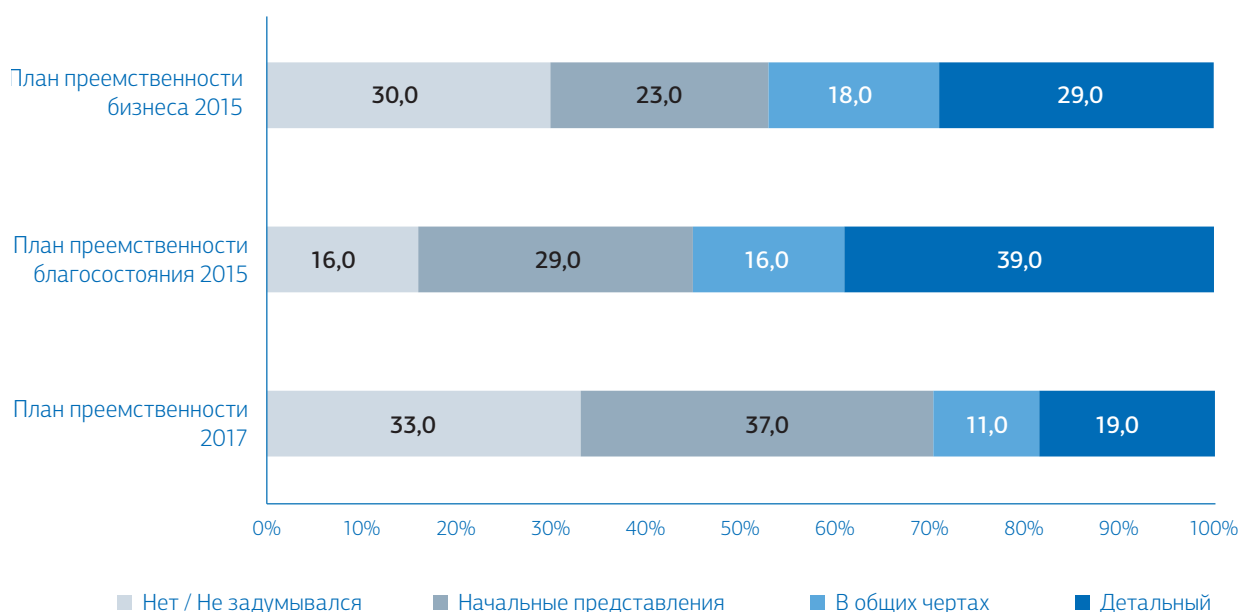
Спросили мы и о наличии у наших респондентов плана преемственности. Оказалось, что наличие детального

ГРАФИК 12. ГОРИЗОНТ ПЛАНИРОВАНИЯ РОССИЙСКИХ КАПИТАЛИСТОВ



Источник: Анализ Центра управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО (SWTC)

ГРАФИК 13. НАЛИЧИЕ ПЛАНА ПРЕЕМСТВЕННОСТИ



Источник: Анализ Центра управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО (SWTC)

плана преемственности в 2016 году признало только 18,5% – что в 1,5–2 раза ниже результатов исследования, проводимого в 2015 году..

С одной стороны, это разочаровывающий результат, который может свидетельствовать, что за прошедшие два года ситуация с планированием преемственности, как минимум, не улучшилась.

С другой стороны, не исключено, что за прошедшее время респонденты стали лучше понимать (в том числе и благодаря деятельности нашего Центра), что же из себя представляет по-настоящему детальный план преемственности, и стали более трезво оценивать качество своих планов в отношении преемственности.

В нашей практике, полезным инструментом для лучшего понимания

возможных последствий отсутствия плана преемственности является так называемый «стресс-тест»: моделирование (обычно – вместе с юристом и финансистом) практических последствий для членов семьи наступления форс-мажорных обстоятельств с «патриархом» (например, резкое ухудшение здоровья, вынуждающее его на продолжительное время отойти от дел). Пояснение в ходе такого упражнения как юридических, так и финансовых сложностей, с которыми придётся столкнуться членам семьи основного бенефициара в таких обстоятельствах, как правило, раскрывает многим владельцам капитала глаза на хрупкость и уязвимость сложившегося статус-кво.

Вопрос эксперту

Распространенные заблуждения при разработке плана преемственности



Алексей СТАНКЕВИЧ,
управляющий директор
Phoenix Advisors

Помогая клиентам в разработке и реализации комплексных планов преемственности мы часто сталкиваемся с пятью распространенными заблуждениями:

1. План преемственности = план наследования (посмертная передача). Это далеко не всегда так – план преемственности, в первую очередь, о том, чем и как заниматься вторую (и лучшую) половину своей жизни, какое наследие (опыт, мировоззрение, социальный капитал) передать преемникам, и как преемников к этому готовить.

2. План преемственности = план передачи собственности. Чаще всего вопрос передачи собственности решается относительно несложным юридическим инструментарием (завещания, трасты, опционы и т.п.). Гораздо сложнее определить план преемственности в отношении управления «работающими» активами. Особенно учитывая, что подготовленные преемники, готовые взять на себя управле-

ние, у большинства респондентов отсутствуют, а система, которая могла бы обеспечить эффективное управление со стороны наемного менеджмента в отсутствие вовлечения акционера, сложна в построении, требует жесткой воли со стороны текущего владельца и может быть болезненна для менеджмента. По этим причинам многие откладывают этот процесс и, оставаясь в текущей парадигме управления, многократно повышают вероятность будущих конфликтов и риски как для преемников, так и для менеджмента.

3. План преемственности = мое личное дело. Учитывая количество вовлеченных и неподконтрольных сторон (члены семьи, партнеры, менеджмент, советники, государство) принятие решений без учета интересов, мотиваций и возможностей других участников, часто приводит к утрате активов и, что важнее, к конфликтам между близкими людьми.

4. План преемственности = юридические конструкции и инструменты. Есть мнение, что правильно продуманный и оформленный юридический инструмент может решить все вопросы. На практике в случае крупных состояний ни один юридический инструмент не работает, как запланировано, в отсутствие заблаговременной комплексной психологической и технической подготовки всех вовлеченных сторон – преемников, их семей, менеджмента активов, управляющих и т.д. План преемственности – в первую очередь, про выбор и подготовку людей, а не про юридические конструкции.

5. План преемственности = планирование бизнеса. Помимо деловых интересов и материального наследства, для многих владельцев капитала более значимым с точки зрения наследия являются их филантропические и социальные начинания и проекты. При этом вопросы выстраивания долгосрочной системы управления ими, а также структуры финансирования порой ускользают из сферы внимания при обсуждении плана преемственности. В то время как подобные проекты порой гораздо сложнее поддаются планированию, чем бизнес, так как в них часто отсутствуют измеримые показатели эффективности деятельности и управления, четкие правила формирования органов управления, прозрачная система отчетности и контроля, а также оформленные отношения и обязательства партнеров-доноров.

Тот факт, что наличие детального плана преемственности в этом году признали только 18,5% опрошенных (существенно меньше, чем 2 года назад), может говорить о том, что понимание комплексности и взаимосвязанности подобных вопросов становится более распространенным, а это первый и очень важный шаг. Мы видим возрастающий интерес к профессиональному подходу, который бы знакомил владельцев и их преемников с существующими возможностями, примерами успешных и неудачных решений и помогал формировать свой индивидуальный путь.

3.5. Используемые инструменты планирования преемственности

Ответы на вопрос о тех инструментах, которые наши респонденты используют при планировании преемственности, нас порадовали: оказалось, что почти у половины наших респондентов, как минимум, оформлено завещание²⁶.

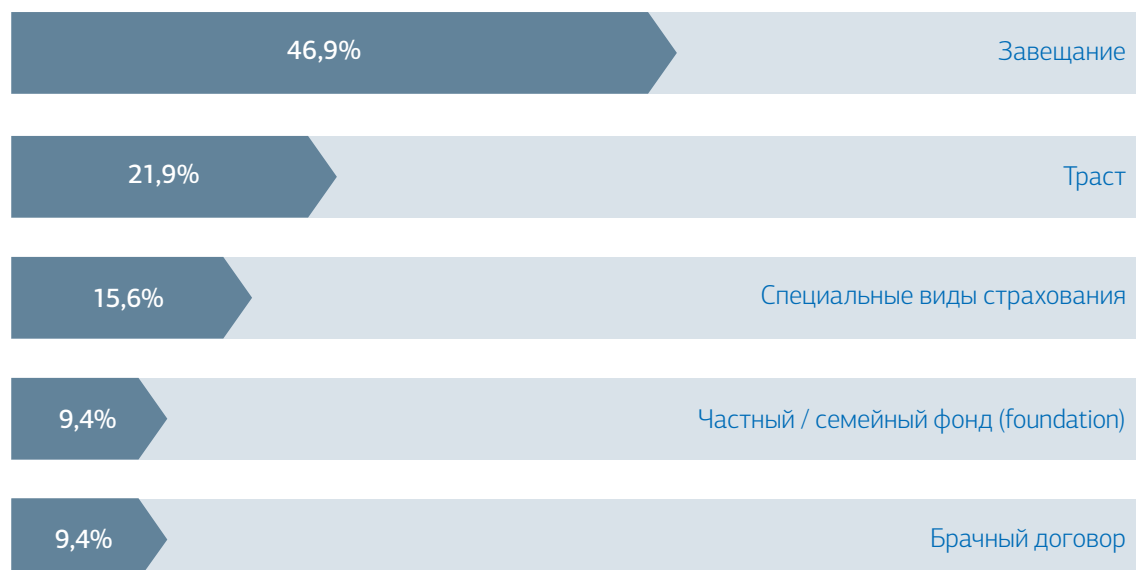
Обращает также на себя тот факт, что немалую долю среди используемых инструментов занимают специальные виды страхования (в частности

страховые продукты на базе страхования жизни), которые позволяют «закрыть» часть финансовых вопросов, связанных с потенциальной преемственностью. Это говорит о том, что российские владельцы капиталов стали более комплексно подходить к планированию вопросов преемственности.

3.6. Планы по владению основным бизнесом

В ответ на вопрос о своих планах по владению основным бизнесом, три четверти респондентов ответили, что планируют оставаться владельцами бизнеса в

ГРАФИК 14. ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ ПРЕЕМСТВЕННОСТИ



Источник: Анализ Центра управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО (SWTC)

²⁶ Фактические доли могут быть выше, так как на данный вопрос ответили примерно две трети респондентов; проценты приведены по отношению к общему количеству участников исследования

пределах ближайших пяти лет (а треть респондентов собирается оставаться владельцами и за пределами этого срока).

Намерение передать бизнес семье, даже в долгосрочной перспективе, высказали единицы, причем их доля в этом исследовании оказалась даже меньше, чем по результатам нашего исследования 2015 года²⁷. В качестве гораздо более вероятной долгосрочной альтернативы нашими респондентами рассматривается продажа стороннему инвестору или размещение на бирже (IPO) – так высказалась совокупно треть респондентов.

Также обращает на себя внимание немалая доля «не определившихся» в этом отношении респондентов.

Эти результаты и небольшая доля тех, кто целенаправленно намерен передать

бизнес семье, сильно контрастируют с результатами анонимного опроса, который проводился нашими специалистами в 2016 году среди студентов российского происхождения в рамках конференции в Лондоне: в ходе него почти три четверти самих преемников высказали желание или ожидание, что им предстоит принимать бизнес родителей (см. График 15 ниже). При этом, как указано выше, среди самих владельцев капиталов явное намерение передавать бизнес семье высказало менее 10%.

Очевидно, что более системное обсуждение владельцами капиталов взаимных ожиданий и намерений с членами семьи, и со вторым поколением в частности, поможет избежать взаимного непонимания и разочарования в будущем.

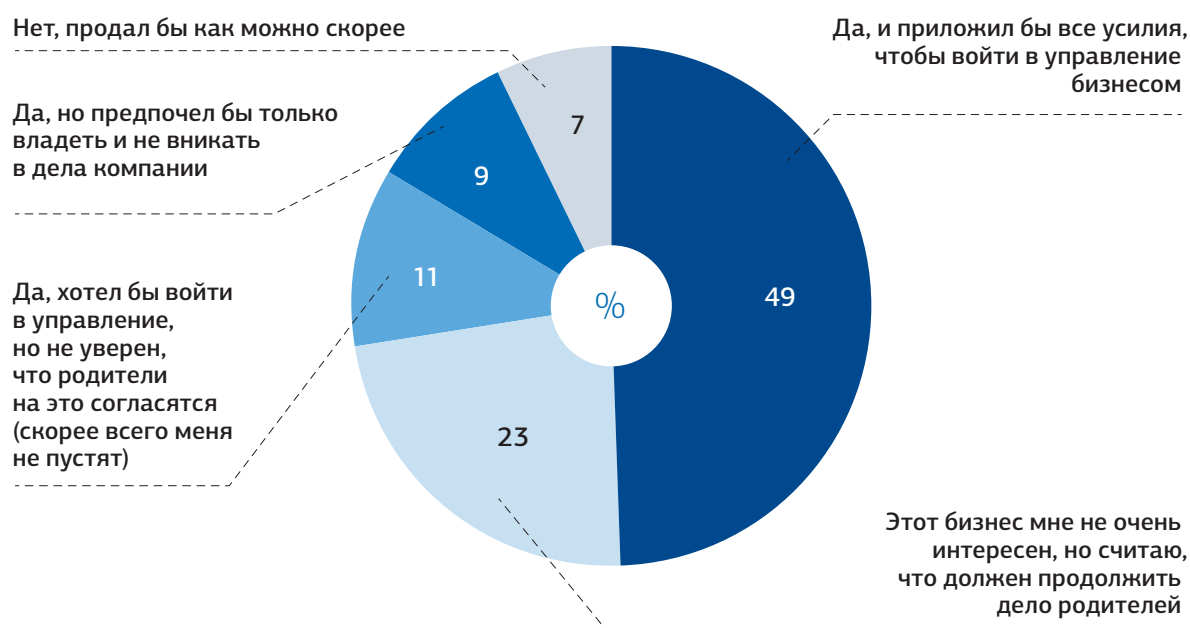
ГРАФИК 15. ПЛАНЫ ПО ВЛАДЕНИЮ ОСНОВНЫМ БИЗНЕСОМ



Источник: Анализ Центра управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО (SWTC)

²⁷ В исследовании 2015 года 6% респондентов отметили намерение передать бизнес полностью семье, 9% - передать семье частично, оставив некоторую долю за собой, а 16% сказали о намерении передать актив в траст / семейный фонд

ГРАФИК 16. ХОТИТЕ ЛИ ВЫ УПРАВЛЯТЬ СЕМЕЙНЫМ БИЗНЕСОМ? (МНЕНИЕ ВТОРОГО ПОКОЛЕНИЯ)



Источник: Анализ Центра управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО (SWTC), Результаты анонимного опроса участников конференции “Russian Business Conference” UCL (London, 2016)



Вопрос эксперту

Как собственнику бизнеса эффективно перейти с оперативного на стратегический уровень управления?



Александр ЧМЕЛЬ,
член Наблюдательного совета
Ассоциации Независимых
Директоров (АНД),
профессор практики
Московской школы управления
СКОЛКОВО

Собственники, управляющие своим бизнесом, признаются нам, что проводят примерно 80% своего времени, занимаясь решением операционных задач, и мечтают о том, чтобы снизить этот показатель до 20%. Высвободившийся ресурс они хотели бы направить на решение стратегических задач существующего бизнеса, на развитие новых проектов и новых направлений деятельности, то есть на то, чтобы быть собственником-стратегом, а не управленцем.

Как реализовать эту мечту? На базе своего опыта работы с управляющими собственниками я советую переходить к стратегическому управлению постепенно, но планомерно. В этом могут помочь следующие три шага.

ШАГ 1. Формирование Консультативного совета как переходной формы коллегиального органа стратегического управления

Резкий переход на стратегический уровень управления (например, став председателем совета директоров с одновременным отказом от оперативного управления) крайне рискован для устойчивости бизнеса. Поэтому в качестве первого шага я рекомендую создать вместо административного органа (каким является классический совет директоров) совещательный, так называемый Консультативный совет (КС), получивший широкое распространение среди частного бизнеса многих западных стран.

В чем преимущество такой организационной формы? Она, в отличие от юридически оформленного совета директоров, формируется управляющим собственником (который, как правило, и становится председателем совета), исходя из:

- (а) его видения отсутствующих в нынешней управленческой команде компетенций,
- (б) комфорта в коммуникациях с кандидатами в КС,
- (в) сформулированной стратегии или задач развития.

Повестка и состав КС могут со временем меняться вслед за изменением стратегических приоритетов и задач бизнеса.

Формат и регламент работы КС мало отличается от процедуры проведения полноценного совета директоров: план работы, повестка дня, заблаговременное предоставление информации к вопросам

предстоящего заседания КС, регламент выступлений, голосование и протокол решений по обсуждаемым вопросам. И самое главное – тщательный контроль за своевременным и полным выполнением исполнительным органом (генеральным директором или правлением) принятых решений. Это даёт управляющему собственнику возможность привыкнуть к работе в таком режиме и прочувствовать выгоды от организованного обсуждения бизнес-ситуаций в кругу независимых специалистов.

ШАГ 2. Передача операционного управления наемному Генеральному директору

Вырваться из «операционки» невозможно без планирования передачи права принимать решения новому генеральному директору. На управляющем собственнике лежит ответственность за подбор и подготовку кандидата к управлению операционной деятельностью компании. Иногда этот процесс занимает два-три года и требует уточнения и разделения зон полномочий и ответственности. Отдельные полномочия могут передаваться «вниз» постепенно.

Самое главное в этом процессе – это реально передать права, обязанности и ответственность, постепенно переходя на роль наставника (ментора) нового руководителя. Конечно, вначале подчиненные будут по старинке прибегать к вам и жаловаться на нового начальника. Важно в такие моменты избежать искушения вмешаться и самостоятельно «разобраться» с вопросом, дать возможность новому руководителю проявить себя и заработать авторитет.

Шаг 3. Оценка своего бизнеса как инвестиционного проекта

Переход на стратегический уровень фактически означает переход на позицию инвестора, или «капиталиста» (человека, предоставившего бизнесу капитал). А занять позицию инвестора в свой бизнес – означает посмотреть на него не просто как на любимое занятие, в котором собственник хорошо разбирается, и которое приносит какую-то отдачу как в виде заработной платы, дивидендов, процентов по предоставленному своему бизнесу кредиту, так и в виде морального удовлетворения и уважения подчинённых. Это подразумевает взгляд на доходность своего бизнеса как инвестиционного проекта с учетом всех вложенных в него средств, всех полученных выплат и ожидаемой стоимости собственного капитала (например, 20% или 30% годовых).

Одним из выводов из такого анализа может стать решение о недостаточной доходности тех или иных направлений бизнеса и сокращении новых инвестиций в них. Или даже в некоторых случаях – о необходимости выхода из бизнеса (продажи), поскольку он не приносит приемлемой доходности на вложенные в него средства, или в связи с устарелостью бизнес-модели или невозможностью масштабировать бизнес до национального (или даже глобального) уровня. Такой взгляд на бизнес позволит собственнику более объективно понять, какая стоимость собственного капитала является для него минимально необходимой, причем как в данном, так и в других проектах.

Конечно, со временем, по мере приближения момента реализации того или иного формата выхода компании в публичное пространство (привлечение финансового или стратегического инвестора, IPO) можно и нужно будет создать «настоящий», юридически оформленный совет директоров. Но после полученного опыта с Консультативным советом, это во многом будет просто юридическим оформлением уже работающего эффективного и результативного инструмента стратегического управления.

3.7. Вовлеченность членов семьи в бизнес

Мы поинтересовались у наших респондентов, насколько вовлечены члены их семьи в их основной бизнес.

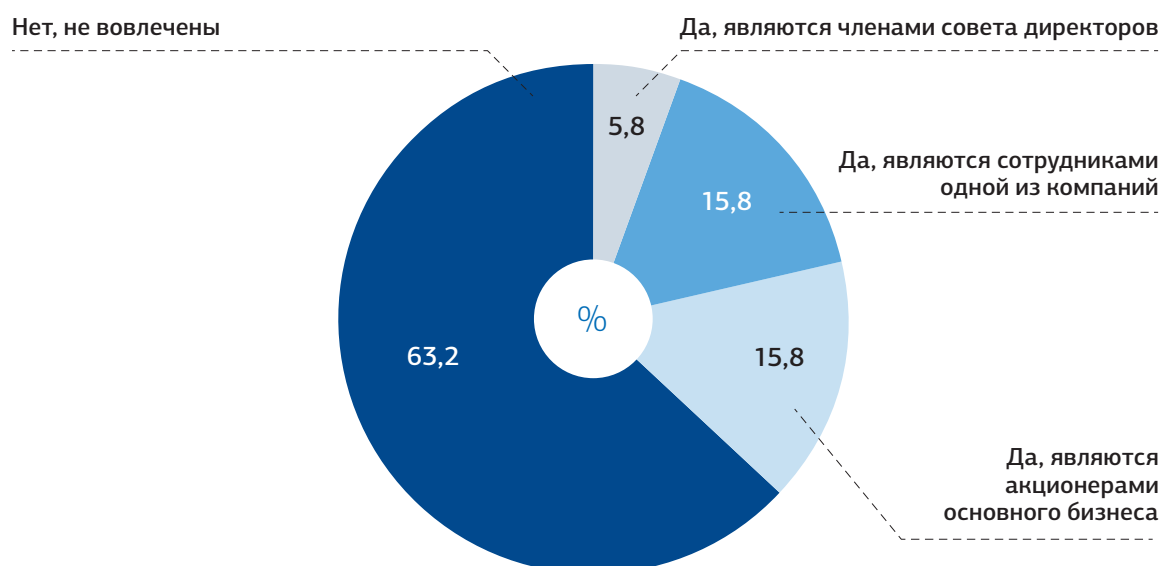
Оказалось, что почти у двух третей (63%) респондентов члены семьи никак не вовлечены в бизнес. Эта цифра перекликается с данными нашего исследования 2015 года, согласно которым почти половина (48%) его респондентов никогда не вовлекала в бизнес никого из членов семьи.

Отсутствие практического опыта по управлению бизнесом (как стратегическому, так и оперативному) существенно

снижает шансы на успех возможной преемственности в отношении бизнеса. Ведь некоторые освещавшиеся в прессе недавние прецеденты перехода активов наследникам наглядно показывают, что сам по себе юридический переход права собственности не гарантирует сохранения ценности передаваемого актива в руках нового владельца²⁸.

При этом наше первое исследование владельцев капиталов в 2015 году показало, что состоятельные родители видят передачу ценностей второму поколению, прежде всего, через общение, не уделяя должное внимание формированию опыта и навыков, и часто переоценивают степень близости своих ценностей ценностям второго

ГРАФИК 17. ВОВЛЕЧЕНЫ ЛИ ЧЛЕНЫ СЕМЬИ В ОСНОВНОЙ БИЗНЕС



Источник: Анализ Центра управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО (SWTC)

²⁸ см., например, историю преемственности владения компании «СИА-Интернейшнл» в изложении Forbes: <http://www.forbes.ru/kompanii/potrebitelskii-rynok/321215-na-tabletkakh-kak-nasledniki-igorya-rudinskogo-pytayutsya-vernu>

ТАБЛИЦА 1. МНЕНИЕ ВТОРОГО ПОКОЛЕНИЯ ПРЕЕМНИКОВ О ПРЕЕМСТВЕННОСТИ

БЛАГОСОСТОЯНИЕ – ЭТО...	ПРЕЕМСТВЕННОСТЬ – ЭТО...
• Интеллектуальные ресурсы: багаж знаний или наличие мировоззрения, которые позволяют поддерживать благосостояние. Образование; воспитание и житейская мудрость (wisdom) • Возможность выбирать круг общения • Общее развитие и качество окружающей социальной среды - общественное благосостояние	• Передача традиций (смыслов и ценностей жизни) • Последовательность в мыслях и действиях • Надежность и устойчивость • Безальтернативность • Непрерывное развитие: дети должны быть лучше родителей

Источник: Центр управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО: результаты форсайт-сессии участников летней образовательной программы «Академия преемников» 2015

поколения. И только каждый четвертый практикует регулярные семейные обсуждения вопросов управления благосостоянием²⁹.

О важности не замыкаться на имущественных вопросах при планировании преемственности говорят и результаты опроса, который мы проводили два года назад в рамках нашей первой «Академии преемников» в Московской школе управления СКОЛКОВО. Мы тогда спросили представителей второго поколения, что для них значит преемственность. Оказалось, что имущественные вопросы – далеко не единственные, что волнуют потенциальных преемников. Для них преемственность – это также передача традиций (смыслов и ценностей жизни), и интеллектуальных ресурсов: багажа знаний и мировоззрения, которые позволяют поддерживать и приумножать благосостояние.

3.8. Партнерский характер бизнеса

С точки зрения «происхождения» бизнеса, 72% опрошенных нами в рамках исследования респондентов создавали бизнес с партнерами. Эта цифра практически идентична аналогичной цифре в нашем исследовании 2015 года³⁰.

Очевидно, что партнерский характер бизнеса существенно осложняет вопросы преемственности и вовлечения членов семьи в управление бизнесом, так как в этом случае приходится решать не только вопросы между текущим собственником и потенциальными преемниками, но и между потенциальными преемниками и другими акционерами / собственниками (у которых, к тому же могут быть свои потенциальные преемники).

²⁹ Как нельзя научиться играть в теннис, слушая рассказы о Марии Шараповой, так и нельзя научиться управлять бизнесом по рассказам родителей

³⁰ Исследование владельцев капиталов России 2015, Центр управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО

Вопрос эксперту

Как российским инвесторам повысить эффективность переговоров с бизнес-партнёрами?



Моти КРИСТАЛ,
профессор Московской школы
управления СКОЛКОВО,
основатель и президент
консультационной компании
Nest Consulting

Большинство бизнесов в России – партнёрские. Партнёрский формат часто эффективен, так как каждая сторона привносит в бизнес что-то своё, какие-то уникальные навыки и компетенции.

Как правило, конфликты между бизнес-партнёрами – не попытка обмана. Они зачастую вызваны объективными бизнес-неудачами или неумением выстроить человеческие отношения или коммуникацию с вашими партнёрами.

Мой обширный опыт консультирования российских клиентов в переговорах и разрешении конфликтов между бизнес-партнёрами говорит, что есть пять инструментов, которые могут помочь перевести такие переговоры и конфликты в более конструктивное русло:

1. ЗАФИКСИРУЙТЕ ДОГОВОРЁННОСТИ НА БУМАГЕ.

Если хотите конструктивных отношений с бизнес-партнёрами – заранее документируйте договорённости с ними в письменном виде, чётко определив роли и ожидания каждого из партнеров, а также прозрачный механизм «развода», который определит, как стороны будут расходиться, если бизнес не сложится. Российские бизнесмены нередко пытаются избежать этого, полагаясь на «отношения». Но «отношения» обычно работают до тех пор, пока работает бизнес. А когда вы сталкиваетесь с трудностями, то «отношения» перестают помогать в разрешении конфликта, так как эти «отношения» начинают быстро ухудшаться по мере развития этого конфликта. Среди механизмов «развода» лично я предпочитаю тот, где один из партнеров обязан предложить другому партнеру купить его долю по рыночной стоимости. Хотя достижение соглашения по рыночной цене может быть непростым, есть много способов установить для этого объективные критерии.

2. СНАЧАЛА ДОГОВОРИТЕСЬ ОБ ИСПОЛЬЗУЕМЫХ ДАННЫХ. В большинстве конфликтов, в которых я участвовал, у каждой стороны была своя версия событий, основанная на различных исходных данных. Поэтому, с самого начала важно достичь единого понимания финансовой ситуации. Как только вы согласитесь с исходными цифрами, их интерпретация или анализ, или достижение соглашения о том, как преодолеть конфликт, становятся намного проще.

3. ПРОДОЛЖАЙТЕ ОБЩАТЬСЯ. Не останавливайте переговоров, продолжайте говорить, не прекращайте контактов с другой стороной конфликта. В русской культуре тот факт, что я продолжаю общаться с другой стороной или назначаю с ними встречу, воспринимается как слабость. Но мой опыт

работы как в России, так и за рубежом показывает, что это восприятие ошибочно. Без взаимодействия с другой стороной вы ограничиваете возможности для достижения соглашения. Люди должны общаться, люди должны разъяснять свою позицию, люди должны делиться эмоциями, которые у них вызывает складывающаяся ситуация. Поэтому, когда чувствуете, что партнёрство начинает разрушаться – обе стороны должны продолжать диалог, чтобы устранить разногласия.

4. ПРИВЛЕКИТЕ ПОСРЕДНИКА. Когда меня привлекают к разрешению конфликта, часто бывает уже слишком поздно: стороны к тому моменту часто ведут упорную борьбу в суде или на других площадках. Поэтому я рекомендую соглашаться на привлечение третьей стороны сразу, как только один из партнеров, или несколько партнеров понимают, что что-то идет не так, например, после первой серьезной неудачи в бизнесе, или когда партнёры видят, что бизнес развивается не так, как планировалось. Привлечение независимой стороны может способствовать поддержанию диалога с другой стороной, что увеличивает вероятность конструктивного разрешения конфликта.

5. ОГРАНИЧЬТЕ ПОТЕРИ. Я неоднократно наблюдал, как люди продолжают деловое партнерство, даже когда ясно, что бизнес-проект терпит крах. Они решают дать предприятию еще один шанс, сделать еще одну сделку, покупают еще один актив. Однако обе стороны часто знают, что отношения уже «сломаны». Это напоминает пару, которая постоянно ругается между собой, но с упорством, достойным лучшего применения, продолжает оставаться вместе, надеясь, что со временем отношения магическим образом наладятся. Если проблема серьезная, дополнительное время не поможет. Поэтому, если чувствуете, что отношения начинают ухудшаться, не бойтесь сделать смелый шаг, иногда с помощью кого-то третьего, и попытайтесь зафиксировать потери как можно раньше. Чем раньше вы разделите потери, тем лучше. Возможно, это даже поможет вам сохранить личные отношения с бывшим партнёром. Когда отношения начинают ухудшаться, не верьте, что другой бизнес, другая сделка, другой актив, сделает эти отношения или это партнёрство лучше. Не бойтесь двигаться вперед, оставив прошлые неудачи – прошлому.



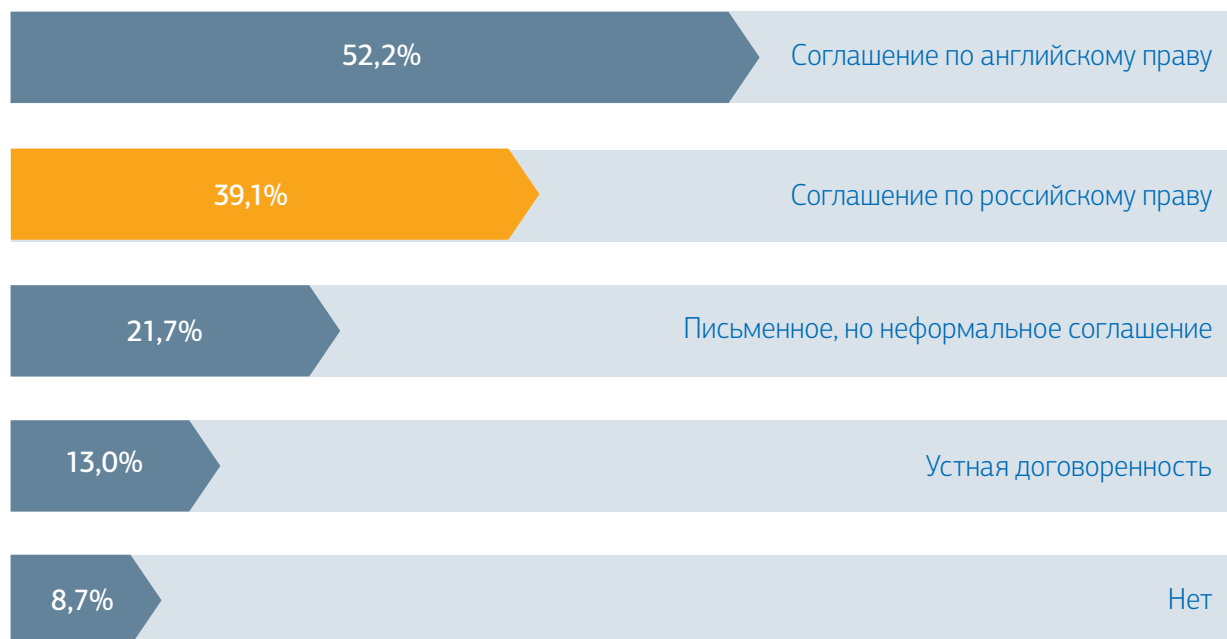
3.9. Использование акционерных соглашений

Наше исследование показало, что большинство российских капиталистов активно использует акционерные соглашения для урегулирования взаимоотношений с бизнес-партнёрами. Что любопытно, популярность акционерных соглашений по российскому праву, как минимум, в отношении более мелких проектов, уже несильно уступает популярности английского права. Такую ситуацию сложно было себе представить ещё пять-десять лет назад.

Немалую роль в этом играют усилия российского профессионального

юридического сообщества по развитию и адаптации российского гражданского права, по постепенному приближению его по инструментарию к лучшим мировым образцам. Приходит осознание, что, английское право, конечно же, имеет более богатую историю и наработанный багаж прецедентов, но за эту дополнительную гибкость приходится платить и немало (как говорили при прежнем режиме, «в свободно конвертируемой валюте»). Причём как на этапе подготовки документов, так и возможных судебных разбирательств. Очевидно, что для небольших проектов, при наличии приемлемого инструментария в рамках российского права, существенные инвестиции в документацию по английскому праву уже могут не иметь большого смысла.

ГРАФИК 18. СПОСОБЫ УРЕГУЛИРОВАНИЯ ВЗАИМООТНОШЕНИЙ С ПАРТНЕРАМИ ПО БИЗНЕСУ



Источник: Анализ Центра управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО (SWTC)

Вопрос эксперту

По каким вопросам стоит юридически оформить взаимоотношения с партнёрами по бизнесу?



**Константин
КОНСТАНТИНОВ,**
партнер корпоративной практики
московского офиса юридической
фирмы Norton Rose Fulbright
(Central Europe) LLP

В моей практике в последние несколько лет во всех крупных проектах с участием нескольких партнёров стороны обязательно оформляют соглашения акционеров (или договора об осуществлении прав участников в ООО). В одних случаях это соглашения по английскому праву; в других – по российскому. Заключение соглашений акционеров, естественно, не обязательно: в самом по себе регулировании «базовыми» нормами законодательства нет ничего зазорного. Если, конечно, такое решение принято осознанно, с полным пониманием, что же, собственно, предусматривают эти «базовые» нормы. Не секрет, что «базовые» нормы законодательства, как правило, серьезно ограничивают ликвидность акций, а, значит, и капитализацию компании.

При разработке соглашений акционеров (далее я буду говорить про «акции» и «акционеров», но комментарии в равной степени применимы к «долям» и «участникам» ООО), я настоятельно рекомендую партнёрам договориться, как минимум, по следующим трём направлениям:

1. РАСПОРЯЖЕНИЕ АКЦИЯМИ. Кто, как и когда может продавать акции? Есть ли у акционера какие-либо преимущественные права в отношении приобретения акций общества в случае их продажи третьему лицу или иному акционеру (right of first refusal или right of first offer)? Если есть, то как, и в каких случаях это работает, и как определяется цена отчуждаемых акций? Имеют ли остальные акционеры право присоединиться к сделке по продаже акций, заключаемой одним из акционеров, и при каких условиях (tag along)? В каких случаях мажоритарный акционер вправе заставить миноритарных акционеров присоединиться к заключаемой им сделке по продаже принадлежащего ему пакета акций (drag along)? Будет ли опцион на заключение договора купли-продажи акций общества (put and call options)? Какие условия передачи акций в залог и создание иных обременений в отношении акций?

2. ВОЗМОЖНОСТЬ И ПРАВИЛА ВЫХОДА ИЗ ОБЩЕСТВА. Ограничено ли право акционера на продажу принадлежащего ему пакета акций в течение определенного срока (lock-up period)? Есть ли право, наоборот, «высадить» конфликтного партнёра? Что будет происходить с акциями, перешедшими наследникам акционера-физического лица? Как определяется цена такого «выхода», и каков механизм реализации? Какие последствия наступления смены контроля (change of control)?

3. УПРАВЛЕНИЕ ОБЩЕСТВОМ. Все ли акционеры имеют равные (пропорциональные) права, как в части голосования, так и распределения прибыли? Имеют ли миноритарные акционеры право вето на принятие тех или иных решений? Будет ли список вопросов, решение которых потребует согласия определенного акционера? Каковы полномочия исполнительного органа, совета директоров и собрания акционеров? Какова процедура избрания генерального директора (или членов правления), членов совета директоров и прекращения их полномочий? Какая установлена процедура разрешения конфликтов между акционерами (например, в случае недостижения согласия по определенным вопросам)?

Даже если вы решите юридически не оформлять свои взаимоотношения с партнёрами в виде соглашения акционеров (или решите ограничиться фиксацией части из этих договоренностей в уставе), обсуждение этих вопросов на «входе» позволит «сверить часы» между партнёрами ещё до возникновения рабочих конфликтов, неизбежных в ходе любого проекта.

3.10. Семейные офисы: использование, виды предоставляемых услуг

В исследовании 2016 года³¹ мы опрашивали «семейные офисы» об основных задачах, которые они решают для владельцев капитала, а также о наиболее востребованных типах их услуг. Тогда в качестве наиболее востребованных услуг семейные офисы называли управление инвестициями, налогово-юридическое администрирование структуры владения, а также налоговые и юридические консультации.

В этом году мы спросили самих владельцев капитала как о том, пользуются ли они семейными офисами, а также какие виды услуг, оказываемых семейными офисами, вызывают у них интерес.

Оказалось, что почти три четверти владельцев участников нашего исследования (71.9%) НЕ пользуются услугами «семейных офисов». Надо отметить, тем не менее, что в этих случаях нередко у владельца капитала всё же есть специально выделенный помощник или ассистент, который помогает как в общении с банкирами, так и в администрировании структуры владения. Ниже приведены некоторые примеры мнений владельцев капиталов по этому поводу:

«Не понимаю, зачем они нужны. Но может у меня и есть семейный офис, а я об этом не знаю. Вообще, всё, что касается серьезных тем, я делаю сам, или поручаю родственникам». – «Предприниматель», 40+, размер состояния US\$ 30-100М

«У меня, скорее, квази-семейный офис. Это просто конкретные люди, которые отвечают за те или иные функции в

рамках управления моим благосостоянием.» – «Предприниматель», 35+, размер состояния свыше US\$ 100М

Те же, у кого организован «семейный офис», в качестве наиболее востребованных услуг назвали:

- Администрирование / секретарская поддержка структуры и ведение учета (back office) (8 из 9)
- Отслеживание законодательства, юридическое сопровождение и налоговое планирование (7 из 9)
- Управление активами и инвестиционное консультирование (6 из 9)
- Услуги в области lifestyle (в предоставлении многих это нечто большее, чем консьерж-сервис, предоставляемый банками) (5 из 9)

Эти результаты во многом коррелируют с выводами прошлогоднего исследования. Обращает на себя внимание несколько меньший вес, который придают владельцы капиталов управлению инвестициями по сравнению с юридическо-административными функциями.

3.11. Обзор литературы по вопросам преемственности в частном бизнесе

Изучение вопросов преемственности в частном бизнесе занимает важное место в западной исследовательской и профессиональной литературе: согласно одной из оценок³² вопросам преемственности посвящено каждое восьмое научное исследование в области частного и семейного бизнеса.

³¹ «Семейные офисы в России: мифы и факты» (2016, МШУ СКОЛКОВО)

³² Yu, A., Lumpkin, G. T., Sorenson, R. L., & Brigham, K. H. (2012). The landscape of family business outcomes: A summary and numerical taxonomy of dependent variables. *Family Business Review*, 25, 33-57

Тема преемственности начала активно развиваться с середины восьмидесятых годов прошлого века: одна из наиболее известных и цитируемых цифр о преемственности, – о том, что 70% частных бизнесов не передаются по наследству, а или продаются или ликвидируются – именно из того периода³³. Также именно в тот период был создано одно из ведущих научных изданий, посвященных изучению феномена семейного и частного бизнеса: Family Business Review³⁴.

Невзирая на немалое количество публикаций и исследований по тематике преемственности, основная их часть носит описательно-методологический характер, фокусируясь на определении ключевых участников процесса, их ролей и интересов, а также ключевых препятствий для успеха преемственности. Вместе с тем, по большинству направлений глубина проработки невысока³⁵. Количество теоретико-методологических моделей (frameworks), которые бы могли существенно помочь в процессе планирования и реализации процесса преемственности на практике, также пока ограничено³⁶.

При этом большинство исследователей сходится на том, что основными препятствиями для успеха преемственности в рамках семейного бизнеса являются непроработанность планов преемственности, некомпетентность и неготовность преемников к «приёму» управления

активом, а также внутрисемейные конфликты. Эти выводы подтверждаются, в том числе, и эмпирическими данными: одно из исследований³⁷ показало, что ключевыми негативными факторами в процессе преемственности являются:

- Конфликты внутри семьи (в 60% случаев).
- Недостаточная подготовка потенциальных преемников (25%).
- Ошибки в процессе планирования передачи собственности и управления (включая недостаточную проработку планов преемственности) оказали негативное влияние только в 10% случаев.

Помимо научных статей, тема преемственности находит отражение и в книгах³⁸. Также регулярно публикуются исследовательские материалы под эгидой ведущих консалтинговых фирм и частных банков³⁹.

Недостатком западных исследований является то, что, как правило, они рассматривают проблему преемственности через призму так называемой «семейной фирмы»⁴⁰ (family firm) и преемственности владения и управления в рамках одной семьи. Это ограничивает применимость и ценность результатов этих исследований к российской практике, где, согласно нашим данным, три четверти бизнесов создаются с партнёрами (причём большая часть – не с родственниками).

33 Lansberg, I. (1988), The Succession Conspiracy. Harvard Business Review, Summer 1988, Vol.1, No. 2.

34 <http://journals.sagepub.com/home/fbr>

35 См. например, Zahra, S., Sharma, P. (2004), Family business research: A Strategic Reflection. Family Business Review, 17, 331-346 и Casillas, J., Acedo, F. (2007), Evolution of the Intellectual Structure of Family Business Literature: A Bibliometric Study of FBR. Family Business Review, 20, 141-162

36 Одна из наиболее известных и часто используемых: модель семейного бизнеса как пересечения трех сфер – интересов собственно бизнеса, интересов владельца и интересов его семьи, – сформулирована в начале восьмидесятых в Tagiuri, R., Davis, J.A. (1982), Bivalent attributes of the family firm. Working Paper, Harvard Business School. Reprinted 1996, Family Business Review IX (2), 199-208.

37 Morris, A., Williams, R., Allen, J., Avila, R. (1997), Correlates of Success in Family Business Transition. Journal of Business Venturing, Vol. 12, Issue 5, 385-401

38 Начиная от классических Ward, J. L. (1987), Keeping the family business healthy. JosseyBass и Dyer Jr., W. G. (1986), Cultural Change in Family Firms. JosseyBass до недавних Griffiths-Hamilton E. (2015), Build Your Family Bank: A Winning Vision for Multigenerational Wealth Hardcover. Figure 1 Publishing и Aronoff, C. et al. (2010), Family Business Succession: The Final Test of Greatness. Palgrave Macmillan

39 См. например, PwC «Family Business Survey» (2016), UBS/PwC Billionaires Report (2016), EY «Staying Power: How do family Businesses Create Lasting Success?» (2015) и многие другие

40 В отечественной практике также встречается термин «фамильная фирма»

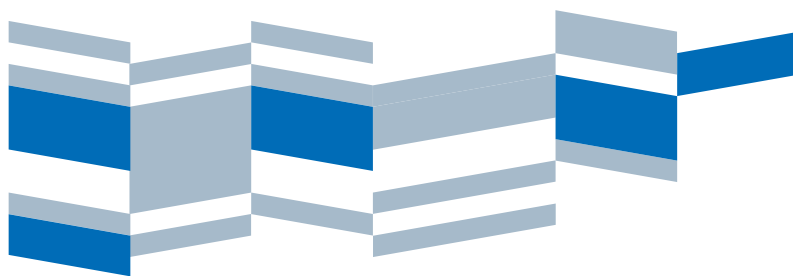
Российская литература по этой тематике пока ограничена, что частично носит объективный характер: частной собственности в России чуть больше четверти века⁴¹ и эмпирического материала для анализа пока немного.

Академические публикации по теме преемственности единичны⁴², как правило, фокусируясь на юридических аспектах (таких как наследование)⁴³ или особенностях частного бизнеса через призму предпринимательства. Одними из немногих научных материалов, непосредственно посвященных проблеме преемственности частного капитала в широком смысле, являются два наших предыдущих исследования⁴⁴.

Основная масса отечественных публикаций содержится в публикациях

СМИ, новостях и отчётах о тех или иных мероприятиях соответствующей тематики и литературе для «практиков». Часто выводы поверхностны, нередко базируются на переводе западных материалов (не всегда адаптируя материалы для отечественной практики, что затрудняет их восприятие). Практически отсутствуют аналитические и эмпирические исследования по теме преемственности. Количество книг на русском языке, посвященных теме преемственности за пределами чисто юридических аспектов наследования, также можно пересчитать по пальцам⁴⁵.

Другими словами, в публичном поле явно недостаточно внутренней аналитики, экспертизы и научной дискуссии.



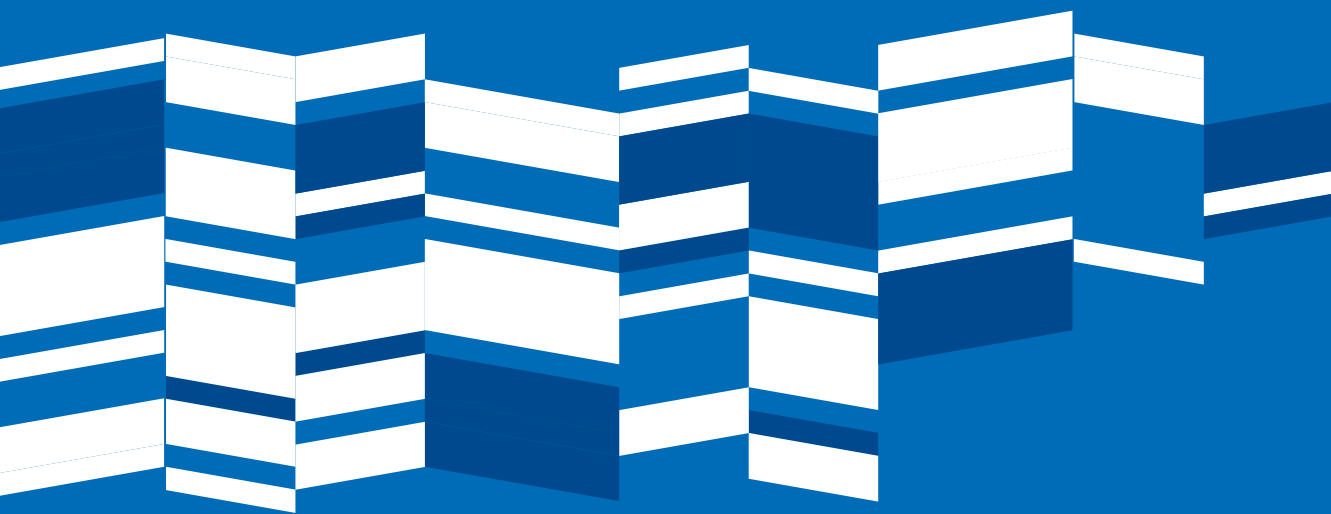
41 Закон СССР от 6 марта 1990 года «О собственности в СССР», Закон РСФСР от 24 декабря 1990 года «О собственности в РСФСР»; некоторые исследователи ведут историю частной собственности и частного бизнеса от Закона СССР от 26 мая 1988 года «О кооперации в СССР» или даже от Закона СССР от 19 ноября 1986 года «Об индивидуальной трудовой деятельности».

42 Обзор основных российских исследователей темы семейного бизнеса можно найти у Корчагина, Е.В. (2016), Исследования семейного бизнеса в России: подходы к определению и концептуальные особенности. Вопросы регулирования экономики, Том 6, No 4.

43 См. например, Белов, В.А. (2015), Проблемы наследования бизнеса. Вестник Экономического Правосудия РФ. 2015. No 7 или Горелик, А.П. (2016), К вопросу о наследовании бизнеса в России. Закон и право. 2015. No 8

44 «Исследование владельцев капиталов» (2015, МШУ СКОЛКОВО) и «Семейные офисы в России: мифы и факты» (2016, МШУ СКОЛКОВО)

45 В этой связи можно отметить разве что недавно вышедшую книгу Хьюз-мл., Д. Богатство семьи. Как сохранить в семье человеческий, интеллектуальный и финансовые капиталы (2016, Олимп-бизнес), представляющую скорее антропологический и социологический (чем научный) интерес книгу Чудинов Д. Наследство в России. Игра по правилам и без (2015, Альпина Паблшер), интересную Мартел, Д. Богатство семьи и его дилеммы. Размышления о преемственности, сплоченности и наследовании (2009, Олимп-бизнес), и уже ставшую библиографической редкостью познавательную Кросби А. Наследование бизнеса. Кто продолжит ваше дело? (2004, Питер).



4.

ФАКТОРЫ ЛИЧНОГО УСПЕХА – МНЕНИЕ РОССИЙСКИХ КАПИТАЛИСТОВ

1

2

3

4

5

6

Практически каждого интересует вопрос, какими качествами должен обладать человек, чтобы добиться успеха. В завершение нашего опроса, мы решили узнать, что на это счёт думают наши респонденты.

Для этого мы задали им простой вопрос: «Одновременно с вами аналогичный бизнес начинали многие. Как вы полагаете, почему у вас получилось, а у других – нет?»

Проанализировав полученные ответы и выделив ключевые темы, поднятые респондентами при ответе на этот вопрос, мы смогли выделить 10 ключевых (по мнению респондентов нашего исследования) составляющих (фактора) их успеха.

ПРАВИЛЬНЫЙ ВЫБОР КОМАНДЫ И ПАРТНЕРОВ

Выяснилось, что наибольшее предпочтение российские капиталисты отдают человеческому фактору – правильному выбору команды и партнеров: «У меня работали умные люди. Делал бизнес с профессионалами». Причем в это понятие вкладывается как профессионализм членов команды, так и комфорт во взаимодействии с ними.

Косвенным подтверждением важности этого тезиса является уже упоминавшийся выше факт, что по данным наших исследований как этого, так и 2015 года три из четырех опрошенных нами бизнесменов создавали свой бизнес с партнерами.

ГРАФИК 19. ФАКТОРЫ ЛИЧНОГО УСПЕХА



Источник: Анализ Центра управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО (SWTC)

ХАРАКТЕР

Признавая важность работы команды, многие отмечали особые черты собственного характера, свои сильные стороны, которые, по их мнению, сыграли решающую роль в формировании их личности и успехе.

Показателен здесь ответ одного из респондентов: *«Я был умнее, сильнее, как личность масштабнее, более готов, чем все остальные, много работал. По всем конкурентным характеристикам я превзошел моих ровесников».*

Такой подход может показаться непривычным, излишне нескромным. С другой стороны, не исключено, что именно такой, более смелый взгляд на вещи позволяет успешным капиталистам и предпринимателям видеть больше возможностей и эффективнее их использовать – в чем, собственно, и состоит суть рыночной экономики.

НАСТОЙЧИВОСТЬ

В один ряд с личностными характеристиками российские капиталисты ставят упорство в достижении целей, способность не пасовать перед трудностями, готовность и умение много работать.

ПРАВИЛЬНО ВЫБРАННАЯ НИША

Что касается вклада внешних факторов, то наиболее важным, по мнению опрошенных, является умение выбрать перспективную нишу и отрасль: на растущем рынке заработать деньги и добиться успеха легче, чем на падающем.

ПРОФЕССИОНАЛЬНЫЕ ЗНАНИЯ

На одной уровне с перспективностью отрасли респонденты расположили значимость профессиональных знаний. Вопреки распространенному мнению о том, что любому управленцу достаточно развивать в себе общеуправленческие навыки, профессионализм и доскональное понимание ключевых

вопросов, характерных для отрасли, в которой работаешь, позволяет, как минимум, избежать ненужных ошибок, характерных для новичков. Как метко выразился один из респондентов: *«достоинства лучших делаются недостатками толпы худших».*

ГРАМОТНЫЙ АНАЛИЗ

Важным аспектом успеха российские капиталисты также считают необходимость грамотного анализа для дальнейшего принятия правильных решений, и способность формулировать долгосрочное видение для проекта, что создает им конкурентное преимущество на фоне своих менее успешных коллег.

ГОТОВНОСТЬ К РИСКУ И УМЕНИЕ ДЕЙСТВОВАТЬ

Наконец, успешный владелец капитала, по мнению наших респондентов, должен быть готов брать на себя риски и действовать: *«они не хотели менять что-то в своей жизни и брать на себя риски».* Ведение предпринимательской или инвестиционной деятельности невозможно без риска, поэтому повышенная склонность к рискованным поступкам является нормой. В то же время, предприниматель должен быть достаточно мудрым, чтобы не рисковать напрасно.

СПОСОБНОСТЬ УЧИТЬСЯ

Экономические и рыночные условия в нашей стране последние 20 лет постоянно, и зачастую резко, меняются. «Удержаться на плаву» могут только те, кто умеет оперативно и адекватно реагировать на происходящие изменения, умеет отбросить старые, отжившие своё подходы, воспринять новые и нестандартные способы и методы ведения дел. Поэтому многие отмечали умение учиться как важный фактор успеха. Как сказал один из наших респондентов: *«Мы одни из первых внедряли западные стандарты (у нас у первых в отрасли*

появился торговый дом); мы стали первые отстраивать вертикальную интеграцию. Ключевое отличие – мы постоянно развивались, тогда как наши коллеги и конкуренты пытались жить по старым управленческим моделям».

В этой связи любопытно, что мало кто из опрошенных отметил качество полученного формального образования. При этом в отношении собственных детей, как мы отмечали выше, российские владельцы капитала, как правило, уделяют внимание, прежде всего, обеспечению им первоклассного образования в лучших школах и университетах. В этом есть определенное противоречие.

Что касается фактора везения, то его вклад в собственный успех отмечали единицы. Вместе с тем, сложно сказать, насколько это отражает реальный эффект случайности и везения, учитывая давно известный в психологии феномен «игры в свою пользу» (responsibility bias)⁴⁶: преувеличенного представления

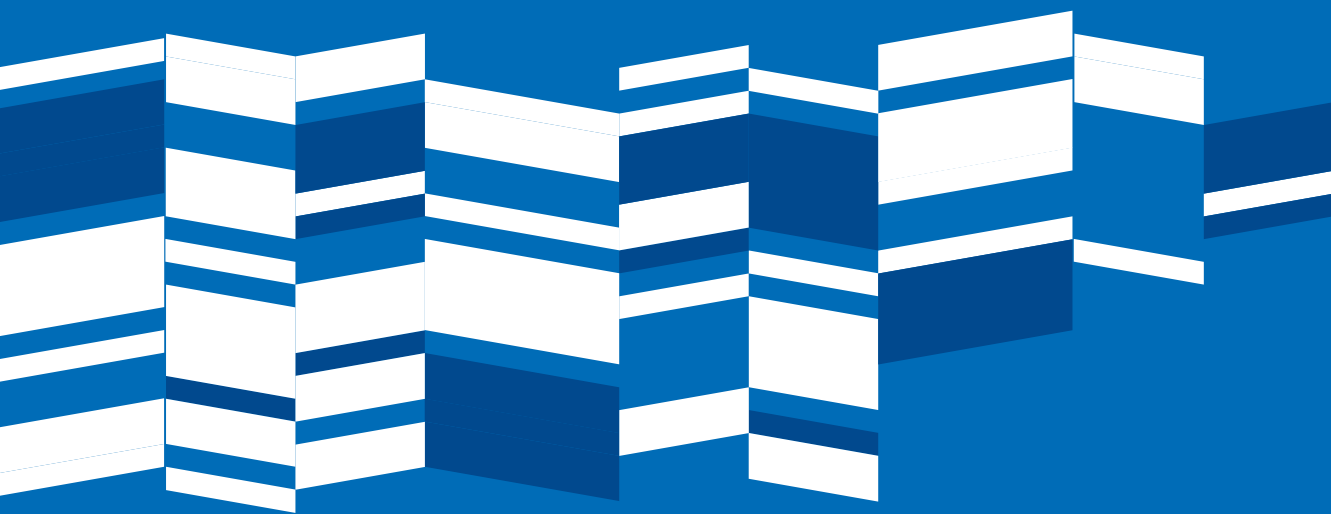
людей о собственном вкладе в полученный результат.

Несмотря на разные представления об успехе, ключевой пул факторов, которыми с нами поделились респонденты исследования, можно назвать универсально применимым для предпринимателей и инвесторов всех уровней и возрастов.

Полученные результаты философски пересекаются с результатами Исследования владельцев капиталов 2015 года, в ходе которого пятью наиболее популярными ответами на вопрос о «качествах успешного предпринимателя»⁴⁷ были:

1. Готовность к риску, не бояться трудностей (48%)
2. Воля, твердость выдержка (29%)
3. Талант, склонность к предпринимательству (29%)
4. Интеллект, знания, умение анализировать (23%)
5. Амбиции, всегда хотеть большего (23%)







РЕКОМЕНДАЦИИ

1

2

3

4

5

6

РЕКОМЕНДАЦИИ ДЛЯ ВЛАДЕЛЬЦЕВ КАПИТАЛОВ

Полученные результаты позволяют сформулировать несколько рекомендаций владельцам капиталов

— **Не забывайте учитывать отрицательные аспекты своих сильных сторон.** У многих предпринимателей сильно развита ориентация на потенциальные возможности и доверие членам команды. Но обратной стороной этого может являться недостаточный учёт возможных рисков (особенно это характерно для финансовых инструментов, где возможность исправить негативную ситуацию за счёт дополнительных собственных усилий, в отличие от бизнеса, как правило, отсутствует). Верно и обратное. Тщательный учёт рисков со стороны финансовых инвесторов (в ситуации, когда всё заранее просчитать невозможно) нередко приводит к упущенным возможностям.

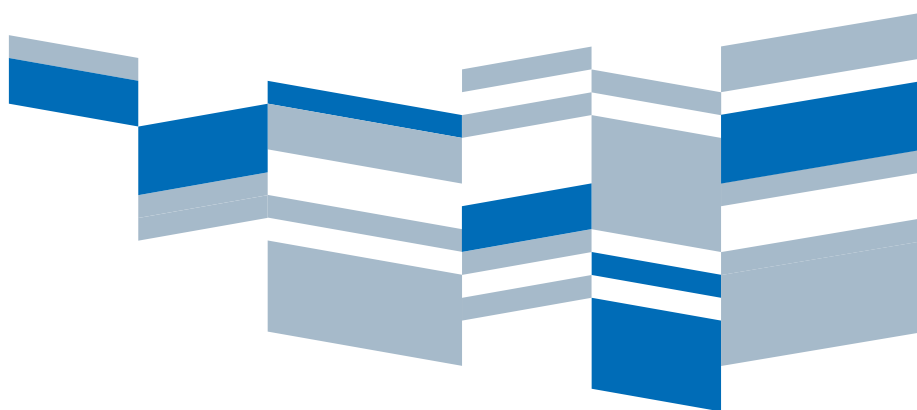
— **Повышайте уровень финансовой грамотности.** У российских инвесторов до сих пор несколько завышенные ожидания от финансовых рынков, хотя эти ожидания в некоторых аспектах уже приблизились к реальности. Более реалистичное понимание того, что разумно ожидать, а что нет, поможет не терять деньги и нервы на лишние «метаниях» в погоне за недостижимым «финансовым идеалом».

— **Сделайте финансовый и юридический «стресс-тест».** Многие респонденты нашего исследования признавались, что структура их активов складывалась стихийно, а вопросам планирования преемственности они не уделяют много внимания. Проведение финансовых и юридических «стресс-тестов», т.е. моделирование практических последствий для семьи наступления как форс-мажорных обстоятельств с «патриархом», так и резкого ухудшения финансового состояния бизнеса (например, невозможность получать дивиденды из бизнеса, или даже необходимость докапитализации бизнеса) может помочь определить целевую структуру активов, которая бы более адекватно отвечала целям и задачам конкретного владельца капиталов.

— **Определите собственную модель преемственности.** Так как управление бизнесом нередко отнимает много времени у российских владельцев капиталов, у них не всегда хватает времени осознанно подойти к вопросу определения формата и модели преемственности в отношении собственного благосостояния. В результате многие идут на поводу каких-то традиционных моделей поведения (таких как «советская» модель преемственности как «стартового капитала»), которые не обязательно отражают их собственные устремления и желания, и не обязательно учитывают все нюансы его семейной ситуации.

■ **Проясните ожидания членов семьи.** Как «танго танцуют двое», так и в вопросах преемственности мнение «патриарха» не является единственным (хотя и во многих вопросах – юридически наиболее значимым). Поэтому прежде чем окончательно фиксировать планы преемственности, важно понять, а как себе видит преемственность само второе поколение? Что ожидает, на что рассчитывает? Насколько оно будет мотивировано «продолжать дело отца», если не будет считать его своим, и не будет разделять его ценности? Учитывая отмеченный в исследовании большой разрыв в ожиданиях от процесса преемственности между первым и вторым поколениями, более системное обсуждение взаимных ожиданий поможет избежать взаимного непонимания и разочарования в будущем.

■ **Вовлекайте второе поколение в управление благосостоянием.** Даже если вы не собираетесь строить «семейный бизнес» небесполезно подумать, что вы можете передать второму поколению помимо финансовых ресурсов? Как можете помочь в формировании полезного опыта и навыков? Даже «пассивное» присутствие на деловых встречах или участие в обсуждении финансовых вопросов может помочь детям расширить горизонты и способствовать появлению общего «словаря» для обсуждения деловых вопросов, а также укрепить отношения через совместное участие в бизнес-проектах. Также могут быть полезны в расширении бизнес-кругозора у второго поколения специализированные обучающие программы для второго поколения (такими как «Академия преемников» СКОЛКОВО).



46 Ross and Sicoly, "Egocentric Biases in Availability and Attribution", Journal of Personality and Social Psychology 37 (1979): 322-336

47 Вопрос «Как вы думаете, какими качествами должен обладать предприниматель, чтобы добиться успеха в России?», Исследование владельцев капиталов России 2015, с.55

РЕКОМЕНДАЦИИ ДЛЯ БАНКОВ И ПОСТАВЩИКОВ УСЛУГ

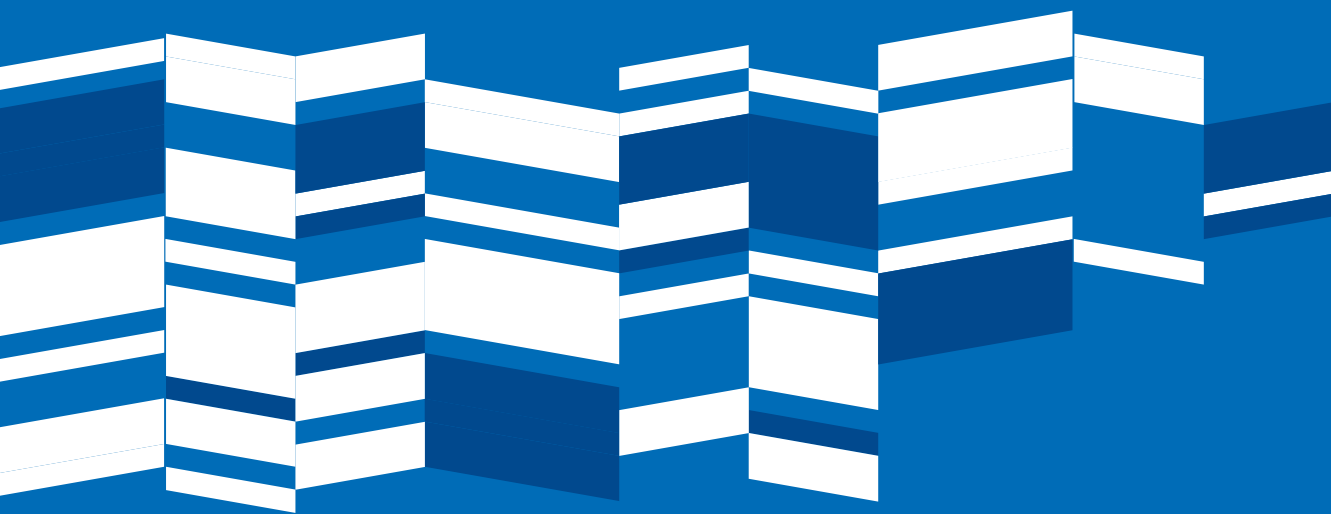
Банкам и поставщикам услуг мы можем дать следующие рекомендации:

■ **Учитывайте разные инвестиционные убеждения разных категорий клиентов.** Наше исследование выявило довольно существенную разницу между «предпринимателями» (у которых в активах доминирует бизнес) и «финансовыми инвесторами» (у которых доминируют ликвидные активы и недвижимость). Если первые больше ориентированы на прирост капитала и поиск возможностей, больше ценят конкретные персоналии, то вторые гораздо внимательнее относятся к анализу рисков и больше сфокусированы на сохранение капитала.

■ **Доносите выгоды своего предложения до потенциального клиента в формате, который ему ближе.** Рассказ о выгодах минимизации рисков и диверсификации вряд ли будет пользоваться большим успехом у «предпринимателей». С другой стороны, акцентирование «уникальных возможностей» или представление уникальной экспертизы конкретного специалиста может вызвать у этой аудитории более положительный отклик.

■ **Уделяйте больше внимания качеству обслуживания и профессионализму персонала, чем широте продуктовой линейки.** Ключевыми факторами смены обслуживающего банка у состоятельных клиентов оказались неудовлетворенность уровнем предоставляемого сервиса, частая ротация клиентских менеджеров и низкий уровень профессиональных знаний клиентского менеджера. К сожалению, до сих пор многие российские банки предпочитают фокусироваться больше на разработке и продвижении инвестиционных продуктов (что может вступать в конфликт с задачами выстраивания долгосрочных отношений с клиентом).





6.

ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ МАТЕРИАЛЫ И ПРИЛОЖЕНИЯ

1

2

3

4

5

6

Методология исследования и источники данных

Ниже представлены основные характеристики исследования, описание методологии, процедур сбора данных, а также описываются принципы, обеспечивающие конфиденциальность данных и личной информации.

ОБЪЕКТ ИССЛЕДОВАНИЯ

Объектом исследования являлись владельцы частных капиталов («капиталисты»), представители российского предпринимательского сообщества, которые ведут свою деятельность в России.

Под российским владельцем капитала для целей исследования понималось лицо, имеющее более 1 млн. долларов США инвестируемых активов и удовлетворяющее одному или нескольким из нижеприведенных критериев:

1. российское происхождение капитала за последние 25 лет;
2. его/ее ключевые активы сосредоточены в России;
3. его/ее основная бизнес-деятельность осуществляется в пределах России.

ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКАЯ ЗАДАЧА

■ Сформировать карту инвестиционных предпочтений владельцев капитала;

■ Изучить структуру активов в портфеле и ожидания по доходности своих инвестиций;

■ Определить позиции участников исследования в отношении процессов, связанных с передачей благосостояния следующим поколениям и степени проработанности плана преемственности;

■ Проанализировать краткосрочные и долгосрочные планы относительно владения бизнесом.

МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

Ключевая особенность данного исследования состояла в его специфической целевой группе – российские владельцы частных капиталов и предприниматели. В социологической классификации эта категория относится к высокостатусной и труднодоступной категории информантов, в связи с наличием риска, связанного с поддержанием должного уровня анонимности. Эти обстоятельства в значительной мере определили и методологию, и процедуру сбора данных.

При рассмотрении подобной группы исследование в первую очередь направлено на наиболее доступных их членов. Поэтому нами были использованы элементы методологии выборки, управляемой респондентом (respondent-driven sampling, выборка, считающаяся в социологической литературе более строгим вариантом выборки типа «снежный ком», более корректной по своей процедурной части и лучше подходящей для исследования трудно достижимых целевых групп с неизвестной генеральной совокупностью). При использовании выборки, управляемой респондентом, анкетизируемые, в свою очередь, привлекают новых респондентов из исследуемой популяции. Наличие неформальных связей между представителями целевой труднодоступной группы позволяет компенсировать тот факт, что система отбора респондентов не была случайной, и получить более валидные результаты⁴⁸.

Таким образом, основой выборки стали несколько «списков» или «контактных листов», имеющих разную

48 Salganik, M., Heckathorn, D. (2004). Sampling and Estimation in Hidden Populations Using Respondent-Driven Sampling. Sociological Methodology. Vol. 34. No. 1. 193–239

природу. Во-первых, это публичный список богатейших бизнесменов России по версии Forbes. Во-вторых, это бизнесмены, связанные с предпринимательским сообществом бизнес-школы СКОЛКОВО. В-третьих, это собственные контакты владельцев капиталов, и их поставщиков услуг, решивших оказать поддержку исследовательской группе и проекту, а также членов исследовательской группы.

ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

■ **Кабинетное исследование и разработка вопросника** (январь – март 2016 года). Изучение научных и практических работ по теме исследования. Формулировка с учётом результатов анализа исследовательской задачи и гипотез, уточнение объекта исследования. На базе проведенного анализа был подготовлен типовой вопросник, включающий в себя вопросы как «открытого» типа, так и формализованные («закрытые») вопросы, послуживший основой для проведения интервью с респондентами на полевом этапе исследования.

■ **Полевой этап** (апрель 2016 года – сентябрь 2016 года). Было проведено 32 фокусированных интервью на базе типового гайда-вопросника с российскими владельцами частных капиталов разных уровней благосостояния. Интервью включали 3 основных блока вопросов:

- Характеристика инвестиционного портфеля;
- Планирование преемственности и передача благосостояния;
- Текущее состояние и планы относительно основного бизнеса.

В среднем длительность одного интервью составляла от 40 до 90 минут. В дополнение к опросу мы также обсудили наши наблюдения с российскими и иностранными экспертами, вовлеченными в процесс обслуживания владельцев частных капиталов.

Условия строгой конфиденциальности и анонимной обработки полученных данных основывались на нескольких правилах:

- обезличивание данных, полученных в ходе заполнения анкеты; анонимизация сведений о респондентах, содержащихся в полевых материалах, способных указать на информанта;
- оперирование кодами респондентов, а не именами, кодирование всех полевых материалов;
- использование паролей для доступа к файлам и базам данных;
- особый режим физического хранения электронных носителей и полевых материалов.

Исследование проводилось в соответствии с требованиями Международного кодекса ICC/ESOMAR по практике проведения маркетинговых и социальных исследований.

■ **Предварительный анализ данных и формулирование первичных выводов** (октябрь-ноябрь 2016 года).

■ **Представление предварительных результатов исследования** (ноябрь 2016 года) международному экспертному сообществу в рамках третьей ежегодной конференции «Частное благосостояние в России», которая состоялась на кампусе бизнес-школы СКОЛКОВО 30 ноября 2016 года. В рамках конференции были получены ценные замечания от аудитории, которые позволили уточнить исследовательские выводы.

■ **Дополнительный анализ данных и подготовка отчета** (декабрь 2016 года – май 2017 года). На данном этапе был проведен глубинный анализ данных, в том числе с учетом замечаний по результатам представления данных на конференции, и подготовлен к публикации отчет.

РЕЗУЛЬТАТЫ ОПРОСА ПО ФОРМАЛИЗОВАННЫМ ВОПРОСАМ ИНТЕРВЬЮ

ТАБЛИЦА 1. ОЦЕНИТЕ, ПОЖАЛУЙСТА, РАЗМЕР ВАШЕГО СЕМЕЙНОГО БЛАГОСОСТОЯНИЯ

	«Предприниматель» ⁴⁹	«Венчурный инвестор»	«Финансовый инвестор»	Не раскрыл(а) данных о составе активов	Итого
Менее US\$ 30M	5	3	7	1	16
От US\$ 30M до US\$ 100M	2	0	2	0	4
Более US\$ 100M	4	2	3	0	9
Не раскрыл(а) данных о составе активов	1	1	1	0	3
Итого	12	6	13	1	32

ТАБЛИЦА 2. КАКИЕ ЦЕЛИ ВЫ ПЕРЕД СОБОЙ СТАВИТЕ В ОТНОШЕНИИ ВАШИХ ИНВЕСТИЦИЙ?

	«Предприниматель» N=12	«Венчурный инвестор» N=6	«Финансовый инвестор» N=13	Не раскрыл(а) данных о составе активов. N=1	Итого N=32
Приумножение благосостояния в долгосрочной перспективе	10	4	7	1	22
Сохранить благосостояние	5	4	9	1	19
Обеспечить определенный уровень собственного дохода	5	3	5	0	13
Обеспечить определенный уровень жизни/дохода членам семьи	5	3	2	0	10
Приобрести какой-либо новый актив	3	2	0	0	5
Другое	3	1	2	0	6

⁴⁹ Полученные ответы, где возможно, представлены в разрезе следующих трех групп респондентов, сформированных на базе ответов о составе активов:

- «Предприниматели» (более 50% благосостояния приходится на инвестиции в бизнес, который владелец считает «основным» для себя)
- «Венчурные инвесторы» (доля вложений в частный бизнес превышает долю ликвидных активов и недвижимости, но при этом «основной» бизнес занимает менее 50% благосостояния, т.е. присутствует существенный портфель инвестиций в другие частные бизнесы)
- «Финансовые инвесторы» (доля ликвидных активов и недвижимости превышает долю вложений в частный бизнес).

ТАБЛИЦА 3. ГОРИЗОНТ ПЛАНИРОВАНИЯ

	На сколько лет вперед Вы планируете свои действия, касающиеся Вашего основного бизнеса? Примерно каков Ваш горизонт планирования применительно к нему? N = 27	Если не говорить о бизнесе и работе, а только о семье и собственной жизни, на какой период времени вы обычно планируете? N = 27
Менее 1 года	1	3
1-3 года	6	5
3-5 лет	7	3
6-10 лет	5	2
Более 10 лет	6	11
Не планирую	1	3

ТАБЛИЦА 4. КАКИЕ МЕХАНИЗМЫ ПЛАНИРОВАНИЯ ПРЕЕМСТВЕННОСТИ У ВАС УЖЕ ИМЕЮТСЯ?

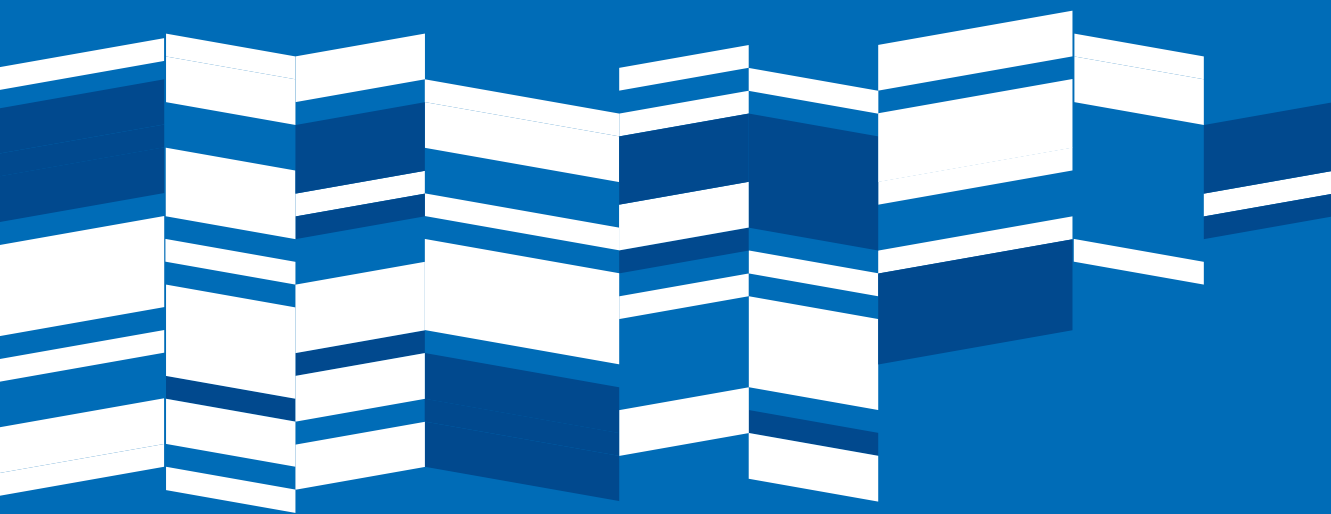
	«Предприниматель» N=6	«Венчурный инвестор» N=5	«Финансовый инвестор» N=8	Не раскрыл(а) данных о составе активов. N=1	Итого N=20
Траст	1	3	3	0	7
Частный / семейный фонд	0	2	1	0	3
Завещание	4	4	6	1	15
Брачный договор	2	0	1	0	3
Специальные виды страхования	1	2	2	0	5
Другое	0	0	0	0	0

ТАБЛИЦА 5. ЕСЛИ ВЫ ВЕДЕТЕ ВАШ ОСНОВНОЙ БИЗНЕС ВМЕСТЕ С ПАРТНЕРАМИ, ТО ЕСТЬ ЛИ У ВАС АКЦИОНЕРНОЕ СОГЛАШЕНИЕ С ВАШИМИ ПАРТНЕРАМИ?

	«Предприниматель» N=10	«Венчурный инвестор» N=6	«Финансовый инвестор» N=6	Не раскрыл(а) данных о составе активов. N=1	Итого N=23
Соглашение по английскому праву	5	5	1	1	12
Соглашение по российскому праву	2	4	3	0	9
Письменное, но неформальное соглашение	1	1	3	1	5
Устная договоренность	2	0	1	0	3
Нет	2	0	0	0	2

ТАБЛИЦА 6. ЕСЛИ ВАШ БИЗНЕС СОЗДАВАЛСЯ СОВМЕСТНО С ПАРТНЕРАМИ, БЫЛИ ЛИ СРЕДИ НИХ РОДСТВЕННИКИ?

	N=22
Да, были	5
Нет, не было	17



Если у вас есть интересные идеи об актуальных темах в области управления благосостоянием, преемственности и частной филантропии, которые могут представлять интерес для исследования, напишите нам по адресу: wtc@skolkovo.ru, или напрямую руководителю исследовательско-консультационного направления Центра: Andrey_Shpak@skolkovo.ru.





ОБРАТНАЯ СВЯЗЬ – ИДЕИ НОВЫХ ТЕМ ИССЛЕДОВАНИЙ

Центр управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО (SWTC) – это образовательная, дискуссионная и исследовательско-экспертная платформа в России и СНГ для предпринимательских семей, их семейных офисов, поставщиков услуг, филантропических организаций, регуляторов и ученых по всем вопросам, связанным с управлением благосостоянием, преемственностью и филантропией. Под эгидой SWTC вышли первые серьезные исследования российских владельцев капиталов: «Исследование владельцев капиталов России 2015» и «Семейные офисы в России: мифы и факты», а также единственная в России образовательная программа в области преемственности «Программа для преемников». Эксперты SWTC регулярно консультируют как финансовые институты по вопросам стратегии обслуживания российских состоятельных клиентов, так и семейные офисы и их владельцев по лучшим практикам в области организации процессов преемственности, принятия семьями решений относительно управления благосостоянием (family governance) и филантропии. На основе собственных исследований и мировой практики центр SWTC реализует специальные учебные программы, корпоративные тренинги и семинары под задачи клиента.

НАПРАВЛЕНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ЦЕНТРА

ИССЛЕДОВАНИЯ

КОНСАЛТИНГ
И МЕДИАТОРСТВО

ПРОДВИЖЕНИЕ
ИЗМЕНЕНИЙ
В ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВЕ

ОБРАЗОВАНИЕ

КОНФЕРЕНЦИИ
И МЕРОПРИЯТИЯ



Phone:
+7 495 539 3003



E-mail:
wtc@skolkovo.ru



Website:
wtc.skolkovo.ru

Московская школа управления СКОЛКОВО – одна из ведущих частных бизнес-школ в России и СНГ, основанная по инициативе делового сообщества. В состав партнеров-учредителей школы входят 8 российских и международных компаний и 11 частных лиц – лидеров российского бизнеса. Программы школы ориентированы на все стадии развития бизнеса – от стартапа до крупной корпорации, выходящей на международные рынки.

Адрес:
Московская область,
Одинцовский район,
Сколково, ул. Новая, д.100
www.skolkovo.ru

WTC.SKOLKOVO.RU

ЦЕНТР УПРАВЛЕНИЯ
БЛАГОСОСТОЯНИЕМ
И ФИЛАНТРОПИИ
СКОЛКОВО