

## ИРО БАНКОВ: БУДУЩЕЕ БЕЗ ПРОШЛОГО

Российский рынок IPO демонстрирует стремительный рост. В 2005 г. компании провели 13 публичных размещений акций, выручив 4,5 млрд долл. А в 2006 г. число IPO выросло почти вдвое, а объем привлеченных средств увеличился чуть ли не в четыре раза – до 17,7 млрд. долларов.

**А.В. БУЗДАЛИН,**  
заместитель генерального директора «Интерфакс Бизнес Сервис», к.э.н.

### Настало время банков

До 2007 г. среди российских компаний не было первичных размещений акций банковского сектора, они выпали из этой общей экономической тенденции. Настало время разобраться в причинах, сдерживающих российские банки от проведения IPO, а также попытаться спрогнозировать, когда изменится ситуация и банки последуют примеру других секторов экономики.

В минувшем году прошли вторичные размещения акций некоторых банков-эмитентов. Так, банк «Возрождение» провел допэмиссию акций (10% от собственного капитала), которая была размещена среди инвестиционных фондов и позволила банку выручить 54 млн. долл. Аналогично поступил Банк Москвы, продав 2,3% акций за 2,9 млрд. руб. Однако эти единичные сделки несопоставимы ни по количеству, ни по объемам с суммарными первичными размещениями акций корпоративного сектора.

Ситуация стала меняться, когда Сбербанк РФ разместил 10% собственных акции среди российских и иностранных инвесторов, выручив за них 8,8 млрд. долл. Однако размещение Сбербанка также нельзя назвать настоящим IPO, т.к. акции данного банка и раньше достаточно активно торговались на бирже.

Первым настоящим банковским IPO в России стало размещение акций ВТБ в мае этого года. Банк планирует привлечь порядка 6 млрд. долл., разместив на биржах Москвы и Лондона допэмиссию примерно на 23% капитала. Известно о планах проведения IPO в 2007 г. и другого крупного государственного банка: Газпромбанк надеется за 15% своих акций получить 450 млн. долларов.

Таблица 1 Планируемые IPO российских банков в 2007 г.

Банк	Доля	Планируемый объем, млн. долл.
Сбербанк*	10%	8750
Внешторгбанк	15%	3300
Газпромбанк	15%	450
Зенит	10%	100
Международный банк Санкт-Петербург	15%	100
Юнистрим	10%	100

\* IPO проведено

Таким образом, очевидна еще одна особенность российского рынка IPO: пионерами среди банков стали крупнейшие финансовые институты с государственным капиталом. Частные банки пока еще пребывают в состоянии нерешительности – из 77 планируемых российских первичных размещений акций в 2007 г. банковскими будут лишь 7, включая IPO трех крупнейших госбанков (табл. 1). Чтобы понять, почему частный банковский сектор пока слабо

заинтересован в привлечении средств посредством IPO, нужно выяснить, какие банки при существующих экономических реалиях могут претендовать на размещение акций посредством открытой подписки.

### **Это доступно только крупнейшим**

Одно из основных ограничений, определяющих состав банков, для которых допустимо проведение публичных размещений акций, – достаточно высокий кредитный рейтинг. Если уровень надежности кредитной организации предполагает более 20% вероятности дефолта, то банк не может рассчитывать на привлечение в собственный капитал инвесторов, особенно иностранных. Одним из основных отличий фондового рынка от рынка долговых инструментов является возможность получения гарантированной прибыли лишь при достаточно больших временных горизонтах инвестирования. Фактор долгосрочной финансовой устойчивости эмитента –

необходимое условие, чтобы заинтересовать инвесторов.

С другой стороны, уровень надежности банков, как правило, находится в прямой зависимости от размера кредитной организации. А в российской банковской системе на долю 10 крупнейших банков приходится 54% совокупных активов. Так что по уровню финансовой устойчивости большинство из 1133 действующих банков неприемлемо для инвесторов.

Степень надежности банка в глазах инвестора должна подтверждаться соответствующей оценкой хотя бы одного из трех ведущих международных рейтинговых агентств. Анализ наличия международных рейтингов у российских банков в контексте размеров их чистых активов (рис. 1) позволяет сделать два основных вывода.

Во-первых, на проведение IPO могут претендовать, прежде всего, банки из группы 50 крупнейших, абсолютное большинство которых уже сейчас имеет международные кредитные рейтинги. Не будет редкостью IPO банков из второй полусотни, где также многие кредитные организации (более 50%) имеют международные рейтинги. Вероятность проведения IPO банками второй и третьей сотни в ранжировке по величине чистых активов ничтожно мала, об еще более мелких банках речь и вовсе не идет.

Во-вторых, факт получения банком международного кредитного рейтинга можно рассматривать как сигнал о его намерениях привлечь иностранные инвестиции, в том числе на фондовом рынке. На 1 апреля 2007 г. только 91 российский банк обладал международным кредитным рейтингом, следовательно, именно от этих кредитных организаций можно сегодня ожидать размещения акций по открытой подписке.

### **Насколько это целесообразно**

Второй по значимости фактор, ограничивающий круг потенциальных банковских IPO, – особенности бизнеса кредитных организаций. Так, в настоящий момент наибольшим спросом со стороны иностранных инвесторов пользуются банки, занимающиеся развитием розничного бизнеса, предпочтительно с хорошо развитой региональной сетью продаж. Это объясняется, с одной стороны, высокими темпами их роста, а значит, и уровнями рентабельности, с другой стороны – рыночностью и устойчивостью клиентской базы банка при смене их собственников и менеджмента. Именно эти нюансы определяют франшизу банка и формируют реальную стоимость его бизнеса.

## Рисунок 1 Международный кредитный рейтинг и размер банка

Если посмотреть на российскую банковскую систему с данных позиций, то становится ясно, что наибольший интерес инвесторов способны вызвать 50-60 банков, как правило, это крупные структуры из первой сотни в рэнкинге по величине активов.

Целесообразность проведения IPO, по сравнению с другими способами привлечения инвестиций, определяется, прежде всего, стоимостью данной процедуры. Альтернативой выступает, конечно, прямая продажа части акций стратегическому инвестору.

Существующая практика проведения IPO показывает, что комиссии инвестиционных банков, занимающихся организацией данных процедур, как правило, составляют около 5% от объема вырученных средств от продажи акций. Именно эта комиссия составляет львиную долю в совокупных затратах банка на IPO. Несмотря на то, что эти затраты банка фактически пропорциональны масштабу его операций, данный показатель, который может интерпретироваться как чистые активы банка, существенно влияет на решение владельцев банка о выходе на IPO.

Действительно, если подходить к вопросу определения целесообразности проведения IPO с учетом существующих альтернатив, например, грубо предположив, что привлечения стратегического инвестора является бесплатной процедурой, то выходит, что величина чистых активов банка будет в этом вопросе играть ключевую роль.

Так, от величины уплаченных инвестбанку комиссионных напрямую зависит объем собственного капитала кредитной организации после проведения IPO, который опосредованно, через механизм регулятивных требований к достаточности капитала, влияет на общие масштабы бизнеса. Получается, что, выбирая между необходимостью платить комиссионные и привлечением «бесплатного» стратегического инвестора, банк сам определяет будущие масштабы своего бизнеса, а значит – и соотношение с масштабами конкурентов. При этом необходимо учитывать, что стоимость продажи акций стратегическому инвестору, как правило, согласуется со среднерыночными коэффициентами, что, в частности, видно на примере недавней сделки по продаже банка «Абсолют».

Если проведение IPO будет стоить банку 1-3 позиций в рэнкинге среди конкурентов, то, возможно, данный шаг будет оправдан. А если проведение IPO будет означать, например, уступку 15 пунктов рэнкинга, то, очевидно, возможность привлечения стратегического инвестора выглядит более привлекательной. Тем более что приход стратегического инвестора, особенно для некрупного банка, означает появление современных технологий ведения бизнеса и корпоративной культуры, что само по себе имеет ценность.

Таким образом, обоснованность стоимости IPO определяется изменением рэнкинга банка при снижении его капитала на 5%. Существует линейная регрессионная зависимость между изменением рэнкинга и величиной капитала банка (рис. 2). Получается, что стоимость проведения IPO оправдана, прежде всего, для 50 крупнейших банков (т.е. с величиной капитала более 4 млрд. руб.). С учетом принципа упущенной выгоды это будет означать потерю 1-3 позиций рэнкинга относительно возможности привлечь стратегического инвестора. Проведение IPO может оказаться оправданным и для некоторых банков из второй полусотни (капитал свыше 2 млрд. руб.). А для более мелких проведение IPO становится абсолютно нецелесообразным.

## Рисунок 2 Влияние стоимости IPO на рэнкинг банка по величине капитала

### **Зачем это банкам**

Каковы основные причины, подталкивающие банки к публичному размещению акций на бирже?

Пожалуй, одним из основных факторов, вынуждающих собственников банка соглашаться на проведение IPO и тем самым делиться частью контроля над бизнесом является недостаточная капитализация банка, сдерживающая его дальнейшее развитие. Согласно данным отчетности российских банков, типичное значение коэффициента достаточности капитала (Н1) крупнейших российских банков с собственным капиталом свыше 20 млрд. руб. составляло в начале года 12,6%, что близко к нормативно установленному Банком России уровню – 10% (рис. 3).

## Рисунок 3 Зависимость достаточности капитала банка от его величины

Банки с такими показателями достаточности капитала не способны наращивать объемы привлечения и размещения средств, а значит, неизбежно вынуждены терять завоеванные доли рынка при отсутствии притока инвестиций от имеющихся акционеров. Такая ситуация типична для многих банков, акции которых принадлежат собственному менеджменту. Не имея дополнительных источников для наращивания капитала, собственники банка будут пытаться решить проблему за счет проведения IPO.

Низкая достаточность капитала свойственна в настоящее время не только крупнейшим банкам, но и многим банкам из первой полусотни, что является для них стимулом к проведению IPO. Проблема достаточности капитала для банков второй полусотни стоит менее остро, а для входящих во вторую сотню и вовсе отсутствует – рост этих кредитных организаций пока может происходить без дополнительных вливаний.

Но даже в том случае, если банк не испытывает проблем с капитализацией, его акционеры могут быть заинтересованы в его продаже, что предполагает их полный или частичный выход из банковского бизнеса. Возможно, акционеры имеют более выгодные направления инвестиций, либо они не видят перспектив собственного банковского бизнеса.

Также проведение IPO для собственников банка может быть интересно не только как самостоятельный инструмент продажи бизнеса, но и как промежуточный этап перед продажей основного портфеля акций стратегическому инвестору. Действительно, создание достаточно ликвидных акций банка означает для его собственников определенную точку отсчета в переговорах о стоимости продажи бизнеса стратегическому инвестору. А с учетом того, что существующий рынок банковских акций перегрет, такая точка отсчета может быть весьма выгодной для собственников кредитной организации.

Почему именно государственные банки первыми вышли на рынок IPO? Теперь ответ очевиден: это крупнейшие российские банки с кредитными рейтингами, близкими к суверенному рейтингу РФ; эти банки испытывают острую потребность в росте капитала для охранения доли на рынке банковских услуг; стоимость проведения IPO для них наиболее приемлема. Эти факторы в совокупности предопределили лидерство по времени IPO Сбербанка, ВТБ и Газпромбанка.

### **Что сдерживает банки от IPO**

Крупнейшие российские частные банки до сих пор не стремятся на рынок IPO. Так, в прошлом году Росбанк объявил о намерении провести IPO, но буквально в последний момент передумал и предпочел продать акции стратегическому инвестору в лице французского Societe Generale.

Что же сдерживает банки? Один из сдерживающих факторов – отсутствие прецедентов. При всей схожести процедуры публичных размещений акций для банковского и корпоративного сектора существуют и определенные различия, в частности, связанные с требованием банковских регуляторов. Банковский сектор сам по себе весьма специфичен, а российский – особенно. Никто не может предсказать, как проведение IPO отразится на деятельности банка. Поэтому отечественные кредитные организации осторожничают и прибегают к более привычным инструментам заимствования.

Банк России как надзорный орган за деятельностью коммерческих банков должен заботиться об их финансовой стабильности, что выражается и в контроле за качеством капитала кредитных организаций. Проводимая Банком России борьба с формированием капитала за счет ненадлежащих активов привела к существенному ужесточению требований к новым акционерам банков. Так, раньше нерезиденты должны были информировать ЦБ о покупке акций банка свыше 5% уставного капитала. С начала этого года планка была опущена до 1%. Если иностранный инвестор желает купить пакет банковских акций объемом более 1%, он должен доказать регулятору свою финансовую состоятельность, предоставив финансовую отчетность и расчет чистых активов, что весьма непривычно для принятой международной практики.

Безусловно, эти ограничения не принципиальны, они вполне могут быть нивелированы в процессе подготовки к IPO, конечно, за счет дополнительных усилий и финансовых затрат. Но при отсутствии реальных прецедентов IPO эти особенности регулирования вызывают у банков некоторые опасения, ведь учиться, как известно, лучше на чужих ошибках.

Сдерживает процесс банковских IPO и высокая степень кэптивности российского банковского сектора. Она выражается в том, что существенная доля операций в балансе многих банков классифицируется международным аудитом как операции со связанными сторонами. Инвестор, покупая акции на IPO настроен на приобретении активов банковского сектора, но операции со связанными сторонами неминуемо примешивают к банковскому бизнесу часть непрофильных активов. Получается, что кэптивность банковского сектора ведет к тому, что инвесторам предлагают купить «в нагрузку» ненужные активы, таящие в себе опасность дестабилизации банка. Очевидно, что такие «нагрузки» существенно занижают рыночную стоимость банков и делает финансово неоправданным проведение IPO.

Не способствует выходу на биржу и высокая дробность российского банковского сектора, что выражается в общей численности действующих кредитных организаций. Малые банки не способны провести IPO, а их объединению препятствует все та же кэптивность банковского сектора, т.к. отсутствует экономическая целесообразность объединять вместе с банками стоящие за ними разноплановые финансово-промышленные группы.

Многие малые банки, формально являющиеся самостоятельными, на деле функционируют в составе финансовых холдингов, владельцы которых по тем или иным причинам (как правило, связанным с безопасностью бизнеса) не заинтересованы в формальной консолидации холдинга. В результате возникает непреодолимая преграда для выхода на IPO: банк нельзя продать как самостоятельную кредитную организацию, так как она по факту является частью

финансового холдинга, а холдинг нельзя продать, поскольку он формально не существует.

Следующий нюанс банковского бизнеса, существенно отличающий его в глазах инвесторов от корпоративного сектора, заключается в особенностях организации и роли корпоративного управления при определении финансовой стабильности банка. Мало где еще столь весома роль топ-менеджмента, как в банковском секторе. Уход топ-менеджеров зачастую может означать существенные изменения в клиентской базе банка, что чревато рисками в глазах потенциальных инвесторов. Получается, что банк может идти на IPO только в том случае, если он докажет инвесторам устойчивость своей системы корпоративного управления.

### **Когда же начнется бум?**

Закономерен вопрос: насколько нынешние темпы роста российского банковского сектора способствуют проведению IPO? В 2006 г. рынок банковской розницы в 2006 г. вырос на 75%, а некоторые банки росли существенно быстрее рынка. Сопоставимыми темпами должна расти и стоимость банковского сектора. И в 2007 году темпы роста банковского сектора сохранятся на том же уровне. В такой ситуации проведение IPO, т.е. продажа части бизнеса, не очень привлекательно – через некоторое время та же самая процедура может принести владельцем банка существенно большую выручку.

Многие крупные банки сегодня активно занимаются развитием бизнеса, увеличивая свою долю присутствия на рынке, в том числе посредством скупки малых кредитных организаций в регионах. Это способно существенно увеличить их рыночную капитализацию, что делает крайне выгодными инвестиции в развитие банковского бизнеса и при этом отодвигает даты проведения IPO. Действительно массовый характер банковские IPO приобретут лишь после стабилизации данного сектора экономики, по крайней мере, в части расстановки сил между основными участниками рынка банковских услуг.

Текущая конъюнктура фондового рынка свидетельствует о переоцененности акций банковского сектора развивающихся рынков, к которым принадлежит и Россия. Так, коэффициент P/PV для банков группы BRIC в 2006 году составил 4,32, тогда как аналогичный коэффициент для развитых рынков равнялся только 2,50. Данное соотношение является нетипичным для фондового рынка и не согласуется с уровнями кредитных рисков развитых и развивающихся рынков. Причина этого явления – в рекордных темпах роста банковского сектора развивающихся стран. Рыночная капитализация банков учитывает будущие темпы роста. Такая ситуация является выгодной отечественным банкам, задумывающимся об IPO. Однако рынок не может быть перегретым бесконечно долго, равно как не может долго сохраняться стремительный рост банковского сектора. Таким образом, период массового IPO российских банков наступит раньше снижения темпов роста сектора.

Особенность российского фондового рынка – крайне ограниченное количество торгуемых на нем ликвидных акций банковского сектора. Несмотря на то, что формально на биржах торгуются акции 14 банков, из них (не считая Сбербанка) более-менее ликвидны лишь бумаги банка «Возрождение», за ним идут акции Росбанка и Банка Москвы.

В отсутствие альтернатив инвестор готов предъявлять спрос на ликвидные бумаги любого банковского эмитента, диверсифицируя свои вложения в акции Сбербанка. Такая ситуация добавляет существенную премию «за уникальность» банковским акциям. Например, в начале этого года акции банка «Возрождение» торговались с коэффициентом P/PV на уровне 5-6. Из этого следует, что банки,

планирующие IPO, будут стараться воспользоваться этой благоприятной ситуацией. Причем велика вероятность эффекта лавины: вслед за IPO крупнейших банков последует массовый выход на биржу других кредитных организаций, стремящихся не упустить момент и получить дополнительную премию в стоимости размещения.

### **IPO станет защитой от потери независимости**

Не несет ли массовый выход российских банков на биржу опасности их поглощения иностранными собственниками и потери самостоятельности национальной банковской системы? Такие опасения беспочвенны – емкость российского банковского сектора и национальная специфичность существенно отличают его от банковских систем стран Восточной Европы, где сегодня доминируют банки развитых стран Запада. Более того, процесс IPO следует рассматривать как защиту российской банковской системы. В отличие от процедуры привлечения в капитал банка стратегического инвестора, после IPO владельцами банка становятся множество не связанных между собой собственников, не способных, а зачастую и не желающих, вмешиваться во внутреннее управление банком. Это может гарантировать сохранение менеджмента и стратегической линии развития банка.

Сделки по прямой продаже банков иностранцам пользуются популярностью у российских акционеров. Но такие сделки они не могут доминировать на рынке – стратегических иностранных инвесторов существенно меньше, чем российских банков, рассчитывающих на продажу. Следовательно, выход на IPO для многих российских банков неизбежен, поскольку капитал наращивать необходимо, а альтернативные источники финансирования отсутствуют.

После первичных размещений ВТБ, Газпромбанка и Зенита банковские IPO перестанут быть уникальными событиями для российского фондового рынка, и многие банки активно включатся в эти процессы. Бум IPO возможен к концу 2008 года, что будет согласовываться со стабилизацией рынка и обострением проблемы достаточности банковского капитала. Сообщений о планируемых IPO следует ждать от банков из группы 100 крупнейших, имеющих международные рейтинги и занимающихся развитием розничного бизнеса в регионах. В основном это будут банки, чьи акции принадлежат собственному менеджменту.

Массовые IPO банков не только увеличат капитализацию банковского сектора, но и неминуемо повлекут его качественные изменения, связанные с повышением прозрачности, трансформацией корпоративной культуры и интеграции российских банков в международную финансовую систему. Так что мы стоим перед началом нового этапа развития национального банковского сектора.