

Расчет надежности

// IPO

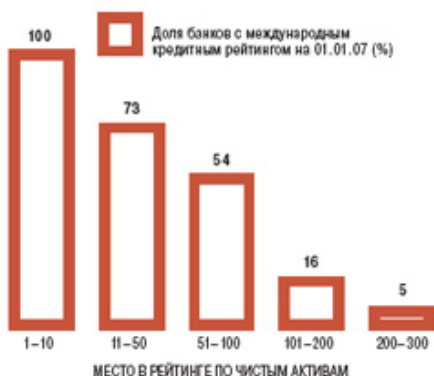
Приложение к газете "Коммерсантъ" № 98(3674) от 07.06.2007



Российский рынок IPO демонстрирует стремительный рост: если в 2005 году российские компании провели 13 публичных размещений акций, выручив таким образом \$4,5 млрд, то в 2006 году число IPO возросло почти вдвое (до 23), а объем привлечения -- почти в четыре раза (до \$17,7 млрд). Парадоксальность ситуации заключается в том, что до 2007 года в банковском секторе, казалось бы самом динамичном секторе экономики, не было примеров первичного размещения акций.

Право иметь

ЗАВИСИМОСТЬ НАЛИЧИЯ У БАНКА МЕЖДУНАРОДНОГО КРЕДИТНОГО РЕЙТИНГА ОТ РАЗМЕРА БАНКА



Особенностью российского рынка банковского IPO становится то, что пионерами здесь стали крупнейшие банки с государственным капиталом, тогда как крупнейшие частные банки еще только планируют размещение.

Одним из основных ограничений, определяющих состав группы банков, для которых допустимо проведение публичных размещений акций, является наличие достаточно высокого кредитного рейтинга. Если уровень надежности кредитной организации предполагает вероятность дефолта 20% и более, то банк не может рассчитывать на привлечение инвесторов в свой капитал, особенно иностранных.

Степень надежности банка в глазах инвестора должна подтверждаться наличием соответствующего кредитного рейтинга хотя бы одного из трех ведущих международных рейтинговых агентств.

С другой стороны, надежность банка, как правило, находится в прямой зависимости от его размеров, а из этого следует, что в России, где на долю десяти крупнейших банков приходится 54%

совокупных активов банковской системы, уровень финансовой устойчивости большинства из 1133 действующих банков неприемлем для инвесторов.

На проведение IPO могут претендовать прежде всего банки из группы 50 крупнейших, абсолютное большинство которых уже сейчас имеют международные кредитные рейтинги. Не будут редкостью и IPO банков из второй полусотни -- более 50% из них имеют международные рейтинги.

А факт получения банком международного кредитного рейтинга можно рассматривать как сигнал о намерениях банка привлечь иностранные инвестиции, в том числе на фондовом рынке. На 1 апреля 2007 года только 91 российский банк обладал международным кредитным рейтингом.

Следующим по значимости фактором, ограничивающим круг потенциальных банковских IPO, являются особенности бизнеса кредитных организаций. Сейчас наибольшим спросом со стороны иностранных инвесторов пользуются ритейловые банки с хорошо развитой региональной сетью продаж. Это объясняется, с одной стороны, высокими темпами их роста, а значит, и уровнями рентабельности, а с другой стороны, рыночностью и устойчивостью клиентской базы при смене собственников и менеджмента. Именно эти нюансы определяют франшизу банка и формируют реальную стоимость его бизнеса.

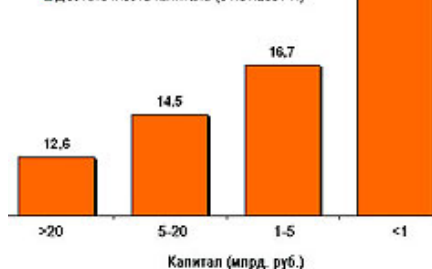
За и против

С точки зрения целесообразности проведения IPO по сравнению с другими способами привлечения инвестиций ключевым фактором для банка является стоимость этой процедуры. Комиссии инвестиционных банков, занимающихся организацией данных процедур, как правило, составляют около 5% от объема вырученных банком средств от продажи акций, при этом именно эти комиссии составляют львиную долю совокупных затрат банка на IPO.

Пожалуй, одним из основных факторов, вынуждающих собственников банка соглашаться на проведение IPO, является недостаточная капитализация банка, сдерживающая его дальнейшее развитие. По данным отчетности российских банков, по состоянию на 1 января 2007 года типичным значением коэффициента достаточности капитала (Н1) крупнейших российских банков с собственным капиталом свыше 20 млрд. руб. являлось 12,6%, что означает уровень, близкий к нормативно установленному Банком России (10%). Банки с такими показателями достаточности капитала неспособны наращивать объемы привлечения и размещения средств. Такая ситуация является типичной для многих банков, акции которых принадлежат их собственному менеджменту. В данной ситуации решение проблемы может быть найдено за счет проведения IPO.

Достаточности капитала банка от его величины

■ Достаточность капитала (01.01.2007 г.)



Вместе с тем даже если банк не испытывает проблем с капитализацией, его акционеры могут быть

заинтересованы в продаже. В этой ситуации проведение IPO для собственников может быть интересно не только как самостоятельный инструмент продажи бизнеса, но и как промежуточный этап перед продажей основного портфеля акций стратегическому инвестору. Создание достаточно ликвидного рынка акций банка означает для его собственников определение точки отсчета в переговорах о стоимости продажи бизнеса стратегическому инвестору, причем с учетом перегретости рынка банковских акций такая точка отсчета может быть весьма выгодна банку.

Высокая кэптивность

И все же крупнейшие российские частные банки не стремятся на рынок IPO. Так, в прошлом году Росбанк объявил о намерении провести IPO, но в последний момент передумал, предпочтя продать акции стратегическому инвестору – французскому Societe Generale.

Даже при условии схожести процедуры публичных размещений акций для банковского и корпоративного секторов существуют и определенные нюансы, связанные, в частности, с требованием банковских регуляторов. Так, проводимая Банком России борьба с формированием кредитными организациями капитала за счет ненадлежащих активов привела к существенному ужесточению требований к новым акционерам банков. Только в нынешнем году эти требования стали смягчаться.

Еще одним важным фактором, сдерживающим процесс банковских IPO, является высокая кэптивность российского банковского сектора, выражающаяся в том, что существенная доля операций в балансе многих банков классифицируется международным аудитом как операции со связанными сторонами. Инвестор, покупая акции банка на IPO, прежде всего настроен на приобретение активов банковского сектора, но операции со связанными сторонами неминуемо примешивают к банковскому бизнесу часть непрофильных активов, при этом их исчезновение в случае ухода из банка собственников может существенно дестабилизировать весь бизнес.

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

Еще одним нюансом банковского бизнеса, существенно отличающим его в глазах инвесторов от корпоративного сектора, является роль корпоративного управления при определении финансовой стабильности банка. Получается, что банк может идти на IPO только в том случае, если он может доказать инвесторам устойчивость системы корпоративного управления, где роль отдельных личностей не определяет характер деятельности всего банка. А таких кредитных организаций в России не очень много.

Бум или не бум

Многие крупные банки сегодня активно занимаются развитием бизнеса, максимально увеличивая свою долю присутствия на рынке, в том числе посредством скупки малых региональных кредитных организаций. Все это также способно существенно увеличить их рыночную капитализацию, что делает крайне выгодными инвестиции в развитие банковского бизнеса и при этом отодвигает проведение IPO.

Вместе с тем текущая конъюнктура фондового рынка свидетельствует о переоцененности акций банковского сектора развивающихся рынков, к которым принадлежит и Россия. Так, значение коэффициента P/BV (отношение цены продажи к капиталу) для банков группы BRIC в 2006 году составило 4,32, в то время 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. Вместе с тем объяснение этого явления базируется на рекордных темпах роста банковского сектора развивающихся стран. Такая ситуация выгодна российским банкам, задумывающимся об IPO. Однако перегретость рынка не может продолжаться бесконечно, равно как не будут бесконечно сохраняться стремительные темпы роста банковского сектора. Время массового IPO российских банков наступит раньше, чем начнут снижаться темпы роста сектора.

Несет ли массовый выход российских банков на биржу опасность их поглощения иностранными собственниками и потери самостоятельности национальной банковской системы? Представляется, что такие опасения беспочвенны. Емкость российского банковского сектора и специфичность существенно отличают его от банковских систем стран Восточной Европы, где сегодня доминируют банки развитых стран Запада. Более того, процесс IPO следует рассматривать как защитную функцию российской банковской системы, способную обеспечить ее независимость. В отличие от процедуры привлечения в капитал банка стратегического инвестора после IPO владельцами банка становятся множество не связанных между собой собственников, неспособных вмешиваться во внутреннее управление, что может гарантировать банку сохранение команды менеджмента и стратегической линии развития.

Скорее всего, уже к концу этого года публичные размещения перестанут быть уникальными событиями для российского фондового рынка, и многие банки активно включатся в эти процессы. Пик банковских IPO будет достигнут к концу 2008 года.

[Алексей Буздалин, заместитель генерального директора "Интерфакс Бизнес Сервис", к. э. н.](#)

ССЫЛКИ ПО ТЕМЕ

25.06.2007 — Русские разместились на третьем месте

// По итогам IPO Россия уступает только США и Китаю

27.04.2007 — "Основной проблемой акционеров российских эмитентов является их желание 'выжать'

максимальную цену"

27.04.2007 — "Инвесторы терпеть не могут, когда к ним пришли, взяли у них деньги, а потом пропали и молчат"

27.04.2007 — Как сложно быть публичным

// Чего ждут инвесторы от российских эмитентов

06.04.2007 — Британия -- для британских

// В Лондоне собираются ужесточить правила проведения IPO для российских компаний