

банк

IPO

Госпоказ для народа

За последний год размещения по схеме «народных» IPO, то есть для неквалифицированных инвесторов, провели сразу два крупнейших банка и одна компания с государственным участием — Сбербанк, ВТБ и «Роснефть». Однако до сих пор непонятно, какие специфические риски несет инвестирование в акции госбанков. А общий успех «народного» IPO отнюдь не обязательно свидетельствует об общем успехе размещения. Это скорее лишний политический козырь, чем крупный рыночный успех.

Образцово-показательное размещение

«Народные» IPO — изобретение не российское. Ранее при их помощи многие государства, в том числе Восточной и Западной Европы, проводили приватизацию государственных компаний, осуществляли финансирование инфраструктурных проектов. Но назвать их опыт успешным можно было далеко не всегда. Так, в Польше в начале 1990-х котировки акций государственного Bank T?ski спустя некоторое время после IPO обрушились, спровоцировав обвал фондового рынка. При размещении банка PKO в 2004 году польское правительство учло негативный опыт, но на оставленные грабли наступили другие. В Саудовской Аравии, чтобы предотвратить волнения миллионов акционеров нефтяных компаний после падения котировок, члены королевской семьи вынуждены были скупать акции и искусственно поддерживать их курс.

В России «народные» IPO эксперты признают достаточно успешными. Опыт предыдущих размещений учитывается, и на каждом последующем граждане зарабатывают все больше и больше. Кроме того, повышается активность населения.

Од назид акции госкомпаний «Роснефть» пожелали приобрести 115 тыс. граждан, каждый из которых в среднем заплатил \$6,5 тыс. Правда, доходность по этим бумагам, несмотря на первоначальную поддержку государства (а возможно, именно благодаря ей), пока невелика — по сравнению с ценой размещения она составила всего 2%. Как отмечает вице-президент банка «Любэкс» Алексей Струнилин, «отсюда следует вывод, что инвестор должен приходить на рынок осознанно, понимая ту степень риска, которая реально существует в связи с изменениями экономической ситуации в мире».

Инвесторы свои выводы сделали, и покупать акции Сбербанка в феврале — марте текущего года пришли только 30 тыс. неквалифицированных инвесторов (именно так называются граждане на языке профессиональных участников фондового рынка). Правда, и объявленная цена за одну акцию банка — 89 тыс. руб. — оказалась тогда многим не по карману. Тем не менее средний размер вложенных частных инвесторов составил \$17,5 тыс. В итоге те, кто захотел купить ценную бумагу, не прогадали. Несмотря на недоподписку книги заявок (всего из 3,5 млн акций было продано около 2,7 млн), котировки Сбербанка сейчас

зашкаливают за 100 тыс. руб., и аналитики прогнозируют их дальнейший рост. Однако лучше всего — и по результатам — разместился банк ВТБ. Его IPO эксперты уже назвали образцово-показательным. Там и граждан было много, и рекламная кампания широкая, и информацией эмитент делился охотно. Всего акционерами ВТБ в результате размещения стали 131 тыс. человек, каждый из которых в среднем купил бумаг на сумму \$12,2 тыс. Первые торги зафиксировали взлет котировок на 8–10%. Конечно, как отмечают аналитики, ВТБ удачно воспользовался ситуацией на волне интереса населения к акциям.

Действительно, как свидетельствуют исследования фонда «Общественное мнение», если в ходе IPO «Роснефти» интерес к покупке акций проявляли 31% граждан, то незадолго до размещения Сбербанка — 33%, а сразу после него — 39%. Здесь уместно вспомнить, как еще полгода назад эксперты жалели ВТБ, говоря, что Сбербанк соберет все сливки с рынка и на долю «вечно второго» ничего не достанется.

Оборотная сторона государства

Вместе с тем успех в «народности» вовсе не обязательно свидетельствует об общем успехе размещения. Это скорее лишний политический козырь, чем крупный рыночный успех. Вопреки мнению многих частных инвесторов их деньги большим компаниям не очень нужны, а весь совокупный объем заявок может быть покрыт одним предложением крупного иностранного фонда. Не зря Сбербанк предлагал себе «физикам» с видимым нежеланием, не захотев провести дробление номинала акций, чтобы сделать их более доступными по цене.

Как говорил в начале года бывший руководитель Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР) Олег Вьюгин, к такому механизму размещения имеет смысл прибегать только крупным государственным компаниям, которые хотят диверсифицировать базу инвесторов и избежать концентрации крупных пакетов акций в одних руках. «Эмитенту выгоднее иметь как можно большее число акционеров, которые не смогут влиять на управление компанией», — уточняет зампред правления Москоммерцбанка Асхат Сагдиев. Вместе с тем такая ситуация хороша для эмитентов и не обязательно хороша для граждан.

В более широком, государственном смысле преимуществ

у «народных» IPO несколько. Как отметила аналитик по макроэкономике ИК «Финам» Ольга Бельнская, это и «определенная социальная легитимизация идеи госкапитализма», и форма организации сбережений населения, «которые в идеале должны трансформироваться в производственные инвестиции». Кроме того, «народное» IPO ограничивает инфляционное давление (средства вкладываются в акции на длительный срок, а не идут на текущее потребление).

Вместе с тем все эти соображения не имеют ничего общего с целью, которую ставит перед собой любая компания при IPO, — продать акции по максимально возможной цене наиболее уважаемым инвесторам.

Конечно, как заметила вице-президент Бинбанка Ирина Комарова, «при «народном» размещении есть вероятность государственной поддержки — по крайней мере, на начальном этапе», однако от массового падения рынка эта поддержка не спасет.

Что же касается интересов государства, то они могут и не совпадать с интересами его компании и, главное, с интересами новых акционеров, то есть простых граждан. «Потому что при значительной доле госучастия в капитале размещающей компании немного повышается риск вмешательства государства в оперативное управление. При этом такое вмешательство не обязательно предполагает рост рентабельности деятельности компании», — говорит Асхат Сагдиев.

В частности, по его мнению, в случае с ВТБ его вложения в акции Европейского аэрокосмического агентства (EADS) в размере около \$2 млрд не обоснованы с экономической точки зрения. «Очевидно, что эти инвестиции, последствия которых теперь ложатся на инвесторов, — результат вмешательства государства в деятельность банка», — считает Сагдиев. Однако есть у «народных» IPO и свои «прямники» для эмитентов: для института, чьиими акционерами являются тысячи простых граждан, упрощается диалог с государством.

Фондовизация всей страны

Для организации «народного» IPO компания должна соответствовать как минимум двум условиям. Во-первых, должна быть не просто известной, а всенародно известной, причем как финансово устойчивая организация с большим потенциалом развития (и, соответственно, роста котировок). Кроме того, она должна принадлежать более чем на 50% государству, которое и выступает основным инициатором

целевого предложения акций гражданам. Как отмечает Ирина Комарова из Бинбанка, «нельзя недооценивать тот факт, что доверие населения к государственным компаниям всегда остается выше, чем к частным».

Если фондовый рынок будет устойчив и граждане не разочаруются в своих инвестициях, то государству наверняка предложит им что-то еще. Определенных кандидатов на «народные» размещения сейчас нет, однако эксперты считают, что это могут быть компании из финансового или энергетического сектора.

К примеру, в среднесрочной перспективе готовится IPO третьего по величине Газпромбанка. Кроме того, в планы по приватизации на 2008 год попал Россельхозбанк. В энергетической отрасли госактивы тоже велики. Та же «Роснефть» далеко не исчерпала свой потенциал по продаже акций населению. Главное здесь — не переборщить с предложением. Потому что частные инвесторы как никто подвержены стадному инстинкту. Если они начнут извлекаться от бумаг, то ни одной компании мало не покажется. А восстановить свой имидж после этого будет почти невозможно.

Так, Франция с Великобританией создали компанию «Евротуннель» для строительства и обслуживания туннеля под проливом Ла-Манш. Ее акции тоже были предложены широкому кругу инвесторов. Но их котировки падали, имидж компании ухудшался. В итоге «Евротуннелю» сложно получить кредитование, и сегодня компания фактически находится в состоянии банкротства. То есть привлечь деньги народа очень легко, но потом нужно соответствовать его требованиям, а это определенная ответственность.

Поэтому «народного» размещения частной компании мы вряд ли дождемся. Мало того что наши граждане изначально будут меньше доверять такому эмитенту, так еще и государство, весьма ревниво относящееся к заигрыванию с электоратом не от своего имени, будет вставать палки в колеса. Компаниям, действительно ориентированным на рыночный успех, такое просто не нужно.

«Частная компания не нуждается в проведении «народного» размещения, ей нужны деньги», — считает Алексей Струнилин из банка «Любэкс». — На мой взгляд, организация «народных» размещений — это некая рекламная акция, которая несет один посыл: «Граждане, участвуйте в фондовом рынке!».

Игорь Моисеев

Расчет надежности

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

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 из 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.

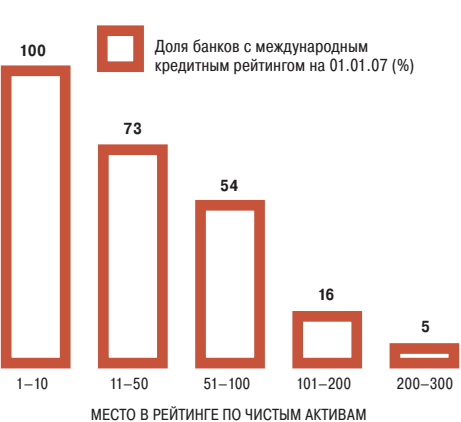
Следующим по значимости фактором, ограничивающим круг потенциальных банковских IPO, являются особенности бизнеса кредитных организаций. Сейчас наибольшим спросом со стороны иностранных инвесторов пользуются ритейловые банки с хорошо развитой региональной сетью продаж. Это объясняется, с одной стороны, 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

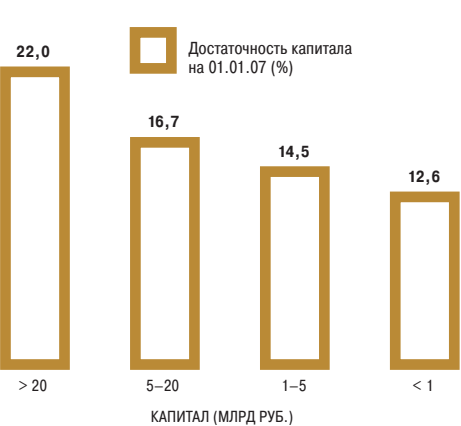
С точки зрения целесообразности проведения IPO по сравнению с другими способами привлечения инвестиций ключевым фактором для банка является стоимость этой процедуры. Комиссии инвестиционных банков, занимающихся организацией данных процедур, как правило, составляют около 5% от объема вырученных банком 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 россий-

ЗАВИСИМОСТЬ НАЛИЧИЯ У БАНКА МЕЖДУНАРОДНОГО КРЕДИТНОГО РЕЙТИНГА ОТ РАЗМЕРА БАНКА



ЗАВИСИМОСТЬ ДОСТАТОЧНОСТИ КАПИТАЛА БАНКА ОТ ЕГО ВЕЛИЧИНЫ



ских 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.

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 перепродажи 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 с чет неадекватных 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 секто-

ра, 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 препятствуют 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 перепергоность 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 включаются в эти процессы. Пик банковских IPO будет достигнут к концу 2008 года.

Алексей Буздалин, заместитель генерального директора «Интерфакс Бизнес Сервис», к. э. н.

СТАНДАРТ-РЕЗЕРВ. ТАЛИСМАН НА СЧАСТЬЕ.

С ВЕТЕРКОМ И БЕЗ ПРОБЛЕМ

Мы разделяем беспокойство и ответственность за вашего «железного коня». Страховое ЗАО «Стандарт-Резерв» предлагает как программы автострахования эконом-класса, так и программы, включающие эксклюзивное обслуживание. Кроме того, при содействии компаний «Лоджек», «Автолака-тор», «Автоконекс», представляющих охранские системы сигнализации и радиопоисковые системы, разработаны программы, направленные на защиту автомобиля при попытках угона и на защиту клиента в случае разбойного нападения.

Лицензия С. № 1137-77 ФСН РФ

(495) 788-1122

NO COMMENT | THE WALL STREET JOURNAL

China's bank stocks could cool if rate increases slow lending. Акции китайских банков могут упасть, если увеличение процентных ставок приведет к сокращению объема займов

James T. Aredy Джейм Т. Эредди

С каждым днем все больше вероятность того, что акции китайских банков недолюго поддержатся на столь высоком уровне. Спровоцировать их падение могут, в частности, процентные ставки, которые растут все быстрее.

Банки — это крупнейший объект инвестиций в Китае, особенно после прошлогоднего рекордного \$22-миллиардного первичного предложения акций (IPO) Industrial & Commercial Bank of China и IPO Citic Bank на \$5,4 млрд в этом году, которое пока остается крупнейшим в мире.

На долю банков и других финансовых компаний приходится большая часть из \$90 млрд выручки, полученной за последние два года от IPO китайских компаний за рубежом. Благодаря взлету своих акций в прошлом году Industrial & Commercial Bank,

Bank of China и China Construction Bank вошли в число крупнейших кредитных учреждений мира по объему рыночной стоимости.

Однако многие инвесторы утверждают, что высокие цены отражают лишь самые радужные ожидания, но при этом не учитывают определенные риски. Некоторые инвесторы считают, что акции упадут.

«Если брать двухлетний период, то снижение акций китайских банков очевидно», — считает Энди Мантел, основатель и глава по инвестициям компании Pacific Sun Investment Management. «Есть много плохих новостей, которые должны бы сказываться на ценах, но они не сказываются», — говорит господин Мантел, приводя в пример риск сокращения объема займов.

Кредитование крайне важно для китайских банков, поскольку практически все свои средства они зарабатывают на жестко регулируемом спреде, или разнице между ставкой кредитования и ставкой по депозитам.

Китайское правительство неоднократно пыталось несколько охладить активность в сфере кредитования, однако большинство аналитиков сходятся в том, что People's Bank of China повысит процентные ставки. Центробанк, по-видимому, намерен поднять ставки уже второй раз в этом году — и всего в пятый раз за последние десять лет — на фоне озабоченности властей возможным перегревом экономики.

Эта обеспокоенность усилилась после того, как правительство заявило, что в первом квартале ВВП вырос больше, чем ожидалось, — на 11,1%. Повышение ставок может сделать кредиты более дорогими, что приведет к снижению спроса на них.

Вице-председатель China Constitution Bank Чжан Цзяньгун заявил на прошлой неделе, что в этом году «кредитный рост может в определенной степени сдерживаться». Он сослался на правительственное экономическое регулирование и усиление конкуренции со стороны иностранных банков.

Акции финансовых компаний Китая торгуются преимущественно на двух биржах — в Гонконге и Шанхае. Биржа Гонконга ориентирована больше на внешний мир и более чувствительна к рекомендациям по выбору акций от аналитиков, которые сравнивают различные биржи в мировом масштабе. Господин Мантел из Pacific Sun говорит, что акции крупнейших государственных китайских банков торгуются в Гонконге с таким соотношением между их рыночной и балансовой стоимостью, что их цена на треть, а то и наполовину превышает цену на акции других азиатских и крупных международных банков.

После прошлогоднего взлета размещенных на бирже Гонконга акций крупнейших китайских банков в начале этого года упали. Однако в последние недели они вернули себе часть потерянной стоимости. Так, на торгах 20 апреля акции Industrial & Commercial Bank (ICBC) не изменились и остались на уровне 4,33 гонконгского доллара (\$0,55). С момента IPO в октябре про-

шлого года эти акции выросли на 41%. Акции ICBC, размещенные на шанхайской бирже, выросли еще значительно. На закрытии торгов 20 апреля они выросли на 1,9% и стоили 5,32 юаня (\$0,69). Если учесть, что в ходе IPO эти акции предлагались по 3,12 юаня, то рост составил 71%.

Аналитик гонконгского отделения ABN Amro Holding Саймон Хо считает, что широкий спразд в процентных ставках — банки платят 2,79% по вкладам на год, а кредит на год дают под 6,39% — гарантирует им высокие прибыли.

Аналитик рынка ценных бумаг гонконгского отделения HSBC Holdings Гарри Эванс говорит, что «продолжающееся ужесточение регулирования вряд ли сколько-нибудь значительно скажется на росте объема кредитов», который в год составляет в среднем 15%. Однако, сказал он, это не означает, будто он считает, что эти акции имеют уровень buy, потому что финансовая индустрия Китая «полностью оценена» и HSBC поэтому склонен

давать ему скорее рейтинг «нейтральный», чем «выше среднерыночного», и, кроме того, он отвечает за другие азиатские рынки.

Насколько оперативно рынок реагирует на изменение цены, было хорошо заметно в ходе недавно проведенного IPO среднего китайского банка China Citic Bank Corp. Банк получил \$5,4 млрд от одновременного размещения акций на биржах Шанхая и Гонконга, но только после того, как максимальная цена предложения была снижена на 5%.

В некоторых случаях аналитиков устраивают цены на акции на бирже Гонконга, но в то же время они считают, что акции тех же банков, но размещенные на бирже Шанхая, могли бы быть и ниже. Аналитик J. P. Morgan Chase & Co. Сэмюэл Чэнь склонен ожидать повышения акций China Merchants Bank, торгующихся в Гонконге, и придерживается нейтральной позиции в отношении акций того же банка, торгующихся в Шанхае.

Перевела Алена Миклашевская