

**ПРОБЛЕМЫ И ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ  
АНДЕРРАЙТИНГОВЫХ УСЛУГ ПРИ ОРГАНИЗАЦИИ  
IPO-КОММЕРЧЕСКИМИ БАНКАМИ  
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

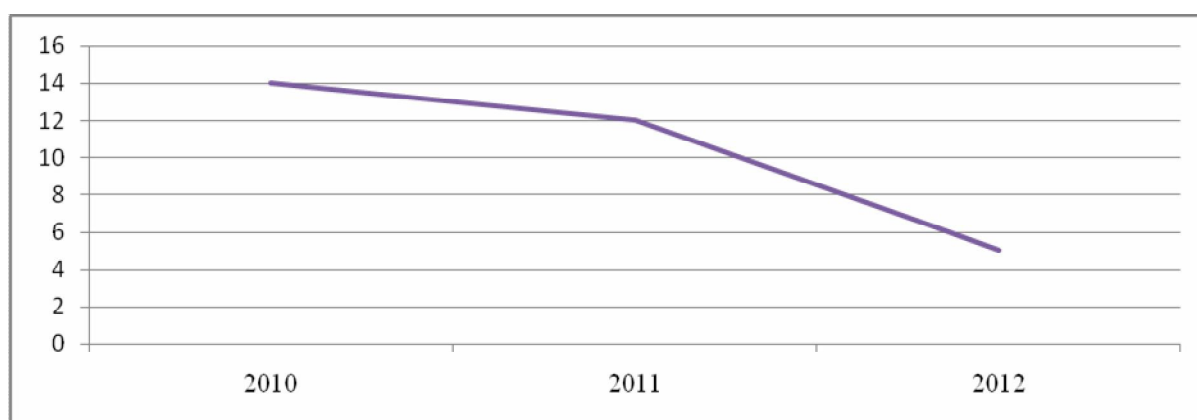
В настоящее время многие компании решают проблему привлечения капитала в пользу приобретения публичного статуса. В последние годы российские компании так же стали прибегать к подобной практике. За период с 2010 по 2012 год 34 российские компании впервые разместили свои акции не только на отечественных, но и на зарубежных площадках. Одной из основных особенностей, которой отличается российская конъюнктура от иностранной является то, что российские компании предпочитают наиболее надежный способ первичного размещения – прямое размещение ценных бумаг определенному кругу инвесторов, договоренность с которыми достигается до выхода на рынок ценных бумаг. К выбору именно этого типа размещения эмитентов подталкивает не только его надежность, но и слабо развитая культура приобретения ценных бумаг физическими лицами, через посредников, работающих на рынке. Поведение на бирже такого рода потенциальных акционеров сложно прогнозировать в критических ситуациях, которые часто имеют место быть при первичном публичном предложении ценных бумаг.

Многие эмитенты либо пролонгируют отдельные этапы, что откладывает завершение сделки в целом. Либо размещение прогорает совсем. Такого рода нарушения обусловлены не только практическими недоработками эмитента и андеррайтеров в каждом конкретном случае, но и отсутствием исчерпывающей теоретической базы, отсутствием инновационных решений по минимизации потерь при первичном публичном размещении.

Российская история осуществления первичных публичных предложений началась сравнительно недавно, а осуществление андеррайтинговой деятельности ценных бумаг еще позже. Именно публичное размещение ценных бумаг в России было не популярно до последнего времени. Данное обстоятельство обусловило слабое развитие рынка андеррайтинга ценных бумаг. В настоящее время на российском рынке практически не встречаются сложные формы организации андеррайтинговых синдикатов в силу неразвитости изучаемой отрасли, в то время, как теоретики освещают структуру функционирования в основном сложных форм андеррайтинговых синдикатов.

Российский рынок андеррайтинга при эмиссии ценных бумаг, безусловно, развивается, однако на данном этапе развития, российские эмитенты чаще всего делают выбор в пользу иностранных андеррайтеров. Это происходит вследствие присутствия некоторых проблем. Обозначить их конкретнее поможет анализ сделок российских эмитентов за 2010, 2011 и 2012 года.

За последние три года 31 российская компания стала публичной. В 2010 и 2011 годах количество таких компаний было практически одинаковым – 14 и 12 компаний соответственно. В 2012 году эта цифра сократилась практически вдвое. Динамику данного процесса можно увидеть на рисунке 1.

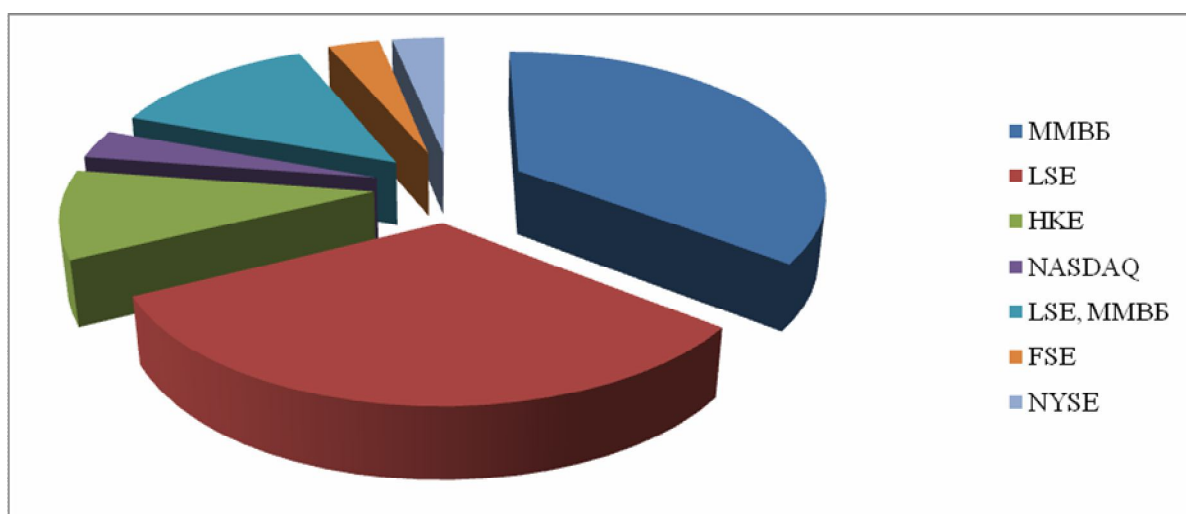


**Рис. 1** – Динамика IPO российских компаний с 2010 по 2012 гг.  
(составлено автором)

В 2010 и 2011 годах экономическая ситуация была спокойнее и располагала к успешному приобретению публичного статуса. Кроме того, к этому времени, в стране имелась достаточно успешная практика IPO не только на отечественных площадках, но и на зарубежных. Такой способ привлечения капитала стал популярным. Однако в результате экономической нестабильности 2012 года многие компании отказались от IPO совсем или перенесли его на 1–2 года, чтобы иметь возможность лучше подготовить компанию к перемене статуса.

За рассматриваемые три года компании в совокупности чаще размещались на иностранных площадках, чем на российских. 52 процента размещений (16 сделок) совершалось не на отечественных площадках против 35 процентов сделок (14 сделок), заключенных на ММВБ (рисунок 2). Оставшиеся 15 процентов сделок (4 сделки) совершались сразу в России и за границей. В последнем случае, эмитенты размещали свои акции на ММВБ и LSE. Наибольшей популярностью из всех заграничных площадок, у российских эмитентов пользовалась лондонская биржа (LondonStockExchange). В 32 процентах случаев (10 сделок), эмитенты выбирали именно эту площадку для первичного публичного размещения. В 2010 году на ММВБ были совершены четыре совмещенных размещения и только одна чистая сделка. В 2011 году российская биржа была намного более популярна. Российскими эмитентами на ней было совершено сделок немногим меньше, чем на зарубежных площадках – по 7 и 8 сделок соответственно. В 2012 году не было зарегистрировано ни одного IPO за границей. Все 5 сделок были совершены на ММВБ. Это связано с тем, что размещение в России на порядок легче и дешевле для эмитентов и андеррайтеров, чем размещение за границей. Однако существует несколько возможных вариантов размещения ценных бумаг для будущих эмитентов на иностранных площадках с финансовыми затратами, соразмерными с затратами, которые понесут эмитент и андеррайтер при обеспечении выпуска на российских площадках. Кроме того, при размещении на заграничных площадках, как правило, андеррайтеры,

выбранные эмитентом – это международно-известные крупные инвестиционные банки, способные привлечь большой объем капитала. Конечно, услуги таких организаций обходятся иностранному эмитенту дороже, чем услуги отечественных банков. Однако, российские банки не всегда способны поддержать соответствующий уровень финансового обеспечения, необходимого для успешного сопровождения эмиссии ценных бумаг на зарубежных площадках.



**Рис. 2** – Биржи, на которых размещались российские эмитенты за 2010–2012 (составлено автором)

За рассматриваемые 3 года компании из 15 различных отраслей провели свое первое размещение (рисунок 3). Наиболее частыми были размещения российских компаний, работающих в технологической и телекоммуникационной отрасли (по 19 процентов случаев). Тенденция по размещению компаний, принадлежащих к последней отрасли, поддерживается во всем мире. Особенной популярностью у вкладчиков пользуются размещения компаний – интернет ресурсов. В отличие от компаний других отраслей, такие компании указывают на то, что главный их капитал – это люди, пользующиеся их интернет-услугами. И чем выше популярность сайта, тем выше их стоимость, а значит и прибыль акционера.

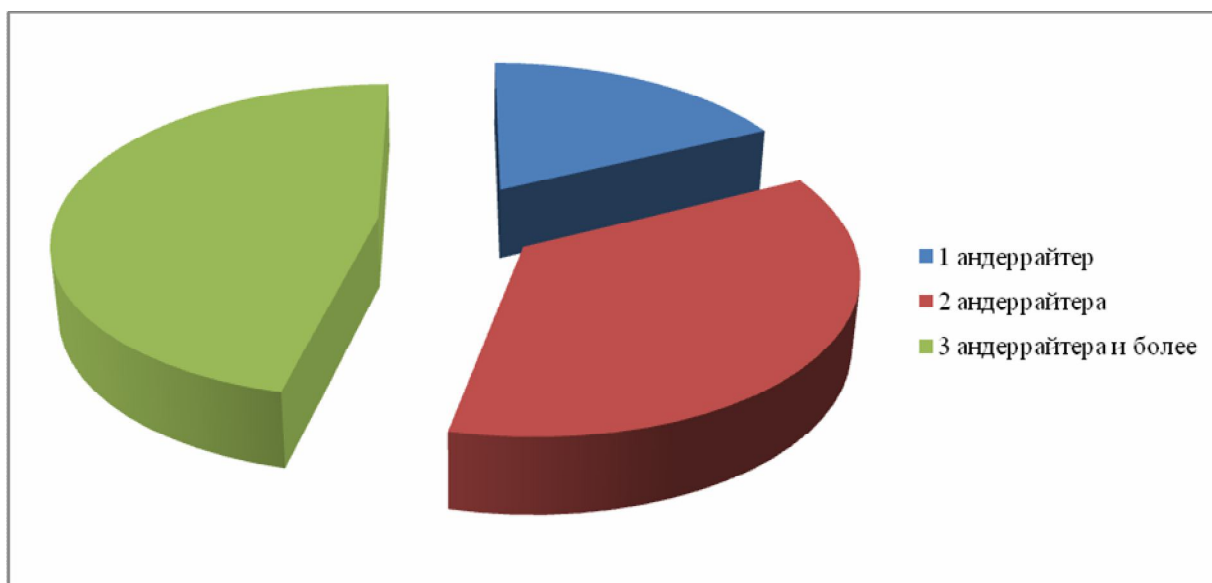
На втором месте по размещениям сектор металлургии и горного дела. 13 процентов от общего количества сделок были совершены

компаниями именно этой отрасли. По десять процентов от общего количества пришлось на сектор торговли и потребительский сектор. По шесть процентов от общего числа сделок совершили компании из коммунального сектора, сектора недвижимости и девелопмента, пищевой промышленности, транспорта и логистики, фармацевтического сектора и сектора финансовых услуг. По две компании из каждого указанного сектора провели IPO за анализируемый промежуток времени.



**Рис. 3** – Отраслевое деление компаний-эмитентов (составлено автором)

Как и говорилось ранее, большинство публичных размещений проводится с поддержкой синдиката андеррайтеров с участием до 10 инвестиционных банков. Это предположение полностью подтверждает статистика за рассматриваемые 3 года (рисунок 4).



**Рис. 4** – Количество андеррайтеров при размещении  
(составлено автором)

В пятидесяти двух процентах случаев, эмитент работал с андеррайтинговым синдикатом, состоящим из трех или более финансовых организаций. В большинстве случаев андеррайтинговые синдикаты образовывались при организации публичного размещения на зарубежных площадках. В шестнадцати процентах случаев эмитенты нанимали только одного андеррайтера.

Исходя из проанализированного материала о завершенных первичных размещениях российских эмитентов, начиная с 2010 года, можно уверенно сказать, что наиболее востребованными были услуги ВТБ Капитала. Кроме того, по мнению информационного интернет ресурса «financialbondsinformation», ВТБ Капитал занимает первое место среди андеррайтеров на 2012 г., работающих на внутреннем рынке.

ВТБ Капитал, Инвестиционный бизнес Группы ВТБ, является одним из трех стратегических направлений бизнеса Группы ВТБ, наряду с корпоративным и розничным. С момента создания в 2008 году ВТБ Капитал принял участие более чем в 370 сделках на рынках долгового и акционерного капитала, что позволило привлечь в экономику России и стран СНГ инвестиции на сумму свыше 152 млрд.

долларов США. ВТБ Капитал предлагает полный спектр инвестиционно-банковских продуктов и услуг как российским, так и международным клиентам, фокусируя свою деятельность на организации выпусков долговых и долевых ценных бумаг, развитии бизнеса прямых инвестиций, проведении торговых операций, управлении активами, предоставлении клиентам консультационных услуг по сделкам на рынках капитала в области слияний и поглощений в России и за ее пределами

По итогам 2011 и 2012 годов ВТБ Капитал занимает лидирующие позиции в рейтингах Dealogic и Bloomberg на рынках долгового и акционерного капитала в России и СНГ. Аналитическая команда ВТБ Капитал признана лучшей в России по итогам опросов инвесторов ThomsonReutersExtel и InstitutionalInvestorAll-Russia в 2011 и 2012. ВТБ Капитал осуществляет операции из офисов в Москве, Лондоне, Сингапуре, Дубае, Гонконге, Софии, Киеве, Нью-Йорке, Париже и Вене. Головной офис компании находится в Москве.

Цель ВТБ Капитала – сохранить позиции крупнейшей инвестиционной компании России. ВТБ Капитал стремится стать признанным во всем мире поставщиком инвестиционно-банковских услуг на российском рынке, которому доверяют, и к которому постоянно обращаются клиенты из разных стран. Для этой компании движущая сила бизнеса это потребности клиентов. В команде этой компании – профессионалы из разных стран мира. Они стремятся сплотить, заинтересовать и обязательно сберечь созданное сообщество профессионалов из разных стран мира.

Среди наград ВТБ Капитала такие как (на 2012г.):

От Bloomberg:

- Первый среди организаторов размещений на внутреннем долговом рынке России
- Первый среди организаторов размещений еврооблигаций для эмитентов из России
- Второй среди организаторов размещений на долговых рынках развивающихся стран Европы, Ближнего Востока и Африки

От Dealogic:

- Первый среди организаторов размещений на внутреннем долговом рынке России
- Первый среди организаторов размещений еврооблигаций для эмитентов из России и СНГ
- Первый среди организаторов долговых размещений в Центральной и Восточной Европе
- Второй среди организаторов долговых размещений в Центральной и Восточной Европе, Ближнем Востоке и Африке
- Второй среди финансовых консультантов по объему сделок M&A в России и СНГ

С 2010 по 2012 ВТБ Капитал участвовал в андеррайтинговых синдикатах при первичных публичных размещениях восьми компаний: EuroSibEnergo, НОМОС-БАНК, О'кей, Мегафон, Mail.ru, Русское Море, ЛенспецСМУ, КОКС. В большинстве случаев размещения осуществлялись на ММВБ.

На фоне совершения успешных сделок лидером российского рынка андеррайтинга ценных бумаг, а так же исходя их проанализированной теоретической базы и аналитических материалов за 2010, 2011 и 2012 года проблемы остальных банков, работающих в этом сегменте, становятся еще более явными.

Одной из основных проблем современного российского рынка андеррайтинговых услуг при эмиссии ценных бумаг, является отсутствие сравнительно равных условий при выборе инвестиционного банка в качестве андеррайтера.

Отсутствует общепринятая система показателей, по которым следует проводить выбор подходящего андеррайтера для определенного выпуска ценных бумаг, которая учитывала бы степень сложности размещения, необходимую степень подготовки андеррайтера и степень финансовой нагрузки. А так же отсутствует система показателей, по которым можно определить необходимость образования андеррайтингового синдиката. Если необходим



андеррайтинговый синдикат, то будет ли достаточно образования андеррайтингового синдиката с простой системой организации или необходима организация многоуровневого андеррайтингового синдиката? Нет рекомендаций по определению необходимости привлечения зарубежных андеррайтеров.

На данный момент, выбор андеррайтера в российской практике чаще всего зависит от его известности. Даже количество успешно-проведенных сделок так не влияет на положительное решение о подписании контракта. Если эмитент может позволить себе услуги самого дорогого андеррайтера на рынке, а на российском рынке самые высокие цены на предоставляемые услуги выставляют самые крупные банки, то, безусловно, именно с ним и будет подписан контракт т.к. в России высокая цена до сих пор является аналогом высокого качества оказания услуг, что не всегда отражает реальность. Если же эмитент располагает меньшими средствами, ему придется выбирать между услугами региональных банков, работающих в том же регионе.

Немаловажным фактором при выборе андеррайтера российскими эмитентами являются личные связи с топ-менеджментом того или иного банка. Такое положение вещей во многом отражает специфику российского рынка в целом, однако, подобная культура заключения сделок в дальнейшем будет если не ликвидирована, то минимизирована по средствам разработки методики выбора андеррайтера. Это позволит потенциальным эмитентам избежать лишних затрат при первичном публичном размещении, а инвестиционным банкам, которые хотят работать и развиваться в данной сфере позволит уравнивать шансы с лидирующими банками для развития конкуренции в отрасли.

Российская практика показывает, что большинство эмитентов предпочитают видеть в качестве андеррайтера зарубежный банк с богатой историей успешно проведенных первичных эмиссии. Часто этот выбор зависит от страны будущего размещения. Российские же эмиссионные банки выбираются эмитентами чаще для организации первичного публичного размещения на ММВБ. Причем, выбор

российского андеррайтера весьма ограничен. Небольшие российские банки, коих и так не много, практически не участвуют даже в андеррайтинговых синдикатах.

Такая система выбора андеррайтера постепенно приводит к монополизации сектора андеррайтинга ценных бумаг при первичном публичном предложении. Отсутствие развитой конкурентной сферы – это вторая весомая проблема российского рынка андеррайтинга ценных бумаг. Фактически, противостояние за право организовывать выпуск ценных бумаг осуществляется между десятком российских инвестиционных банков и финансовых организации и между иностранными банками-андеррайтерами, не оставляя шансов менее крупным российским банкам работать в данной отрасли.

Построение конкурентной среды на российском рынке андеррайтинга необходимо не только для улучшения положения российских банков, но и для развития среды, в которой могут развиваться банки, способные составить конкуренцию иностранным андеррайтерам ценных бумаг.

Третьей, не менее важной проблемой российского андеррайтинга ценных бумаг является отсутствие широкой практики IPO в целом на российском рынке. С каждым годом, число компаний, выбирающих способ привлечения капитала через размещение акций на бирже, со временем становится все меньше и меньше. Это значит, что в России нет большого спроса на андеррайтинговые услуги, значит достаточно ограниченного числа банков, которые такие услуги могут предоставить. А если учесть, что многие российские компании при первичном публичном предложении, осуществляют сделки напрямую, а другая часть для привлечения капитала заключает сделки с зарубежными инвестиционными банками, для российских не самых крупных инвестиционных банков особенно сложно пробиться в данной сфере.

В последнее время, компании используют для привлечения капитала более традиционные и понятные методы. При принятии решения о получении публичного статуса, эмитенты зачастую предпочитают размещать акции напрямую определенному кругу лиц.

Такое размещение намного надежнее публичного, т.к. эмитент осведомлен о размере прибыли, которую получит после размещения. Однако, публичное размещение ценных бумаг широкому кругу общественности может принести компании-эмитенту гораздо большую прибыль, но компания должна быть готова к рискам, которые возникнут при таком типе размещения. Пока рынок недостаточно развит, эмитенты чаще будут делать выбор в пользу наиболее надежного способа размещения акций с низким уровнем привлечения капитала.

С вопросами осведомленности в специфике работы региональных компаний-эмитентов так же связана следующая проблема российского рынка андеррайтинга ценных бумаг: в последнее время в России очень актуален вопрос о слиянии и поглощении в банковской сфере. Наблюдается тенденция укрупнения лидеров российского банковского сектора и ликвидация банков менее развитых. Причем происходит это укрупнение с явным уклоном на укрупнение именно московских банков и ликвидацию банков других регионов. Данная проблема будет раскрыта в более интересном ракурсе, если рассмотреть условия, при которых в России банк может стать андеррайтером при первичном публичном предложении акций.

Для того чтобы полноценно осуществлять андеррайтинговую деятельность в России, как правило, банку требуется четыре вида лицензий на осуществление деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг, а именно:

- лицензия на осуществление брокерской деятельности;
- лицензия на осуществление дилерской деятельности;
- лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами;
- лицензия на осуществление депозитарной деятельности.

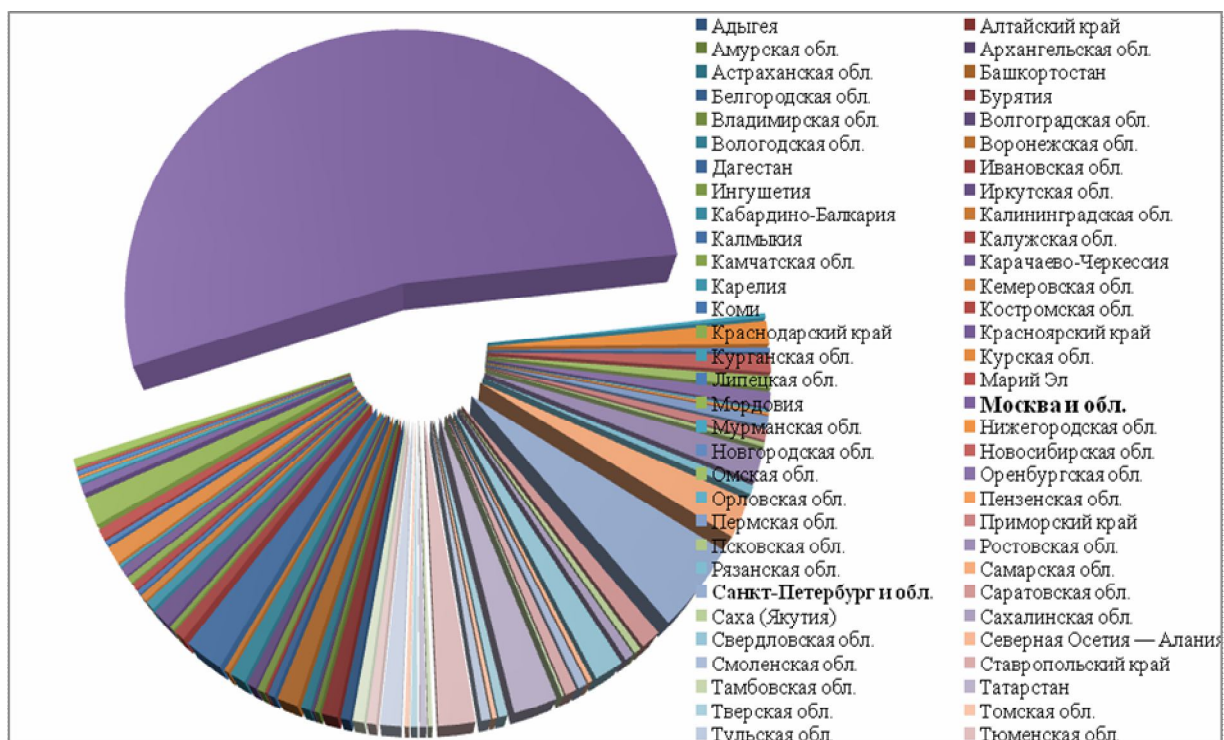
Итак, чтобы получить указанные выше лицензии, федеральной службой по финансовым рынкам России установлены определенные нормативы о размере собственного капитала банка, необходимые для соблюдения. С первого июня 2011 года, для получения лицензии на

осуществление деятельности по управлению ценными бумагами, а так же для получения лицензий на осуществление дилерской и брокерской деятельности собственный капитал банка должен превышать 50 миллионов рублей. А для осуществления депозитарной деятельности, размер собственного капитала банка должен быть не менее 200 миллионов рублей. Ранее условия на получение лицензий были значительно ниже. Соответственно, их получение не было сопряжено с затратами, которые несут банки на современном этапе. И опять же, при изменении требований, в основном с рынка ушли профессиональные участники всех регионов кроме Московского. Например, в Южном федеральном округе потери от изменений требований к размеру собственного капитала составили – 70%, а Восточносибирском округе – 75%.

Проанализируем, какое количество банков проходит отбор по установленным параметрам. По данным сайта «банки.ру» в России на первое марта 2013 года функционируют 904 банка.

Как правило, банки, предоставляющие андеррайтинговые услуги, предпочитают получить все вышеуказанные лицензии для более комфортной работы с клиентом. Соответственно, минимальный размер собственного капитала банка, который потенциально может выступить в качестве андеррайтера при первичном публичном предложении должен быть не менее 200 млн. руб. Из всех российских банков этому условию удовлетворяют 758 банков, т. е. намного больше половины от общего числа, а если быть точнее, это примерно 84 процента. 84 процента российских банков могут получить все необходимые лицензии, необходимые для предоставления андеррайтинговых услуг. Только 387 банков имеют все необходимые лицензии.

Определим региональную принадлежность указанных банков. Насколько сильно сдвинуты очаги финансовой активности в европейском направлении?



**Рис. 9** – Региональная принадлежность российских банков  
(составлено автором)

Диаграмма иллюстрирует значительное количественное превосходство московских банков над банками других регионов, что способствует замедлению развития андеррайтинга ценных бумаг с участием региональных инвестиционных банков.

Ну и конечно, далеко не все зависит от степени развитости анализируемого рынка внутри страны. Естественно, очень важна степень инвестиционной привлекательности страны, желание иностранных инвесторов становиться акционерами российских предприятий. Рейтинг инвестиционной привлекательности России, в общем, остается достаточно низким. Исключение составляют некоторые отрасли, такие как инновационная сфера или информационная. Размещения российских эмитентов за границей способствует распространению информации о расширяющейся практике проведения размещений ценных бумаг. Чаще всего, подобные размещения проводятся с участием иностранных и российских инвестиционных банков-андеррайтеров. Успешные размещения позволяют российским андеррайтерам

нарабатывать необходимый опыт и продвигаться на зарубежных площадках. Таким образом, постепенно, культура российских первичных публичных размещений расширяется и приобретает собственный вектор развития. Подобные процессы расширения андеррайтинговых операций требуют создания определенных институтов, которые могли бы устанавливать определенные правила и контролировать функционирование эмитентов и инвестиционных банков – андеррайтеров. Так же, подобные институты могли бы способствовать распространению и эффективному применению актуальной информации о совершаемых сделках, необходимости различных контрагентов, и отчетности банков-андеррайтеров. Однако, уровень инвестиций все еще не достиг желаемого уровня. Иностранные инвесторы с опасением вкладывают средства в российские компании, а значит инвестиционным банкам, выступающим в качестве андеррайтеров при первичном публичном предложении, приходится прилагать дополнительные усилия для поиска надежных инвесторов за рубежом.