

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего профессионального образования
**«ФИНАНСОВЫЙ УНИВЕРСИТЕТ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»**

(Финуниверситет)

Факультет «Финансы и кредит»

Кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

«Допускаю к защите»

Заведующий кафедрой
_____ профессор Рубцов Б. Б.

«___» _____ года

Выпускная квалификационная (дипломная) работа

Лукичевой Александры Максимовны

на тему:

**«Организация выпуска и обращения ценных бумаг коммерческих
банков и направления её совершенствования»**

Специальность «Финансы и кредит»

Специализация «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

Научный руководитель:

к. э. н., доцент

_____ Медина Ирина Сергеевна

Содержание	
Введение.....	3
Глава I Теоретические основы выпуска ценных бумаг коммерческим банком	
1.1 Ключевые понятия процедуры выпуска ценных бумаг коммерческим банком.....	7
1.2 Роль банков в эмиссии ценных бумаг на современном российском рынке.....	11
1.3 Действующее законодательство в сфере выпуска ценных бумаг кредитными организациями.....	17
Глава II Решения, принимаемые банком-эмитентом в процессе организации выпуска и обращения ценных бумаг	
2.1 Взаимодействие банка-эмитента с контрагентами.....	26
2.2 Финансовый инжиниринг выпускаемых банком ценных бумаг.....	42
2.3 Оценка эффективности проведённого публичного размещения.....	51
Глава III Проблемы и перспективы развития процесса организации выпуска и обращения ценных бумаг коммерческих банков	
3.1 Перспективы развития рынка банковских ценных бумаг.....	60
3.2 Предложения по совершенствованию организации выпуска ценных бумаг коммерческих банков.....	68
Заключение.....	79
Список литературы.....	81
Приложение А.....	85
Приложение Б.....	86

Введение

В последние десятилетия произошло стремительное развитие банковской системы всего мира. В настоящее время банки, так или иначе, являются частью жизни практически каждого человека. Кредитные организации обслуживают как индивидуальных предпринимателей и крупные компании, так и частных клиентов разного достатка. Одной из первоочередных задач для коммерческих банков в последние годы стал поиск путей повышения капитализации в связи с повышением требований к показателю достаточности капитала. К тому же высокий уровень конкуренции в банковском секторе требует постоянного совершенствования процесса ведения бизнеса и расширения перечня предлагаемых клиентам услуг и сервисов. Финансировать такие важные для деятельности коммерческого банка проекты только за счёт получаемой прибыли и привлечения межбанковских кредитов сложно не только с точки зрения ограниченности этих типов ресурсов по объёму и по времени. В сравнении с выпуском собственных ценных бумаг, размещаемых по открытой подписке, эти инструменты предоставляют эмитенту значительно меньший простор в формировании конкретных, удовлетворяющих его потребности, условий привлечения средств.

По итогам исследования специалистов компании Ренессанс капитал, объём первичных размещений, проведённых в 2010 году, приблизился к докризисному 2007 году, составив 235 миллиардов долларов (по сравнению с 265 миллиардами за 2007 год), причём почти 20% размещений пришлись на компании финансового сектора.

Формирование рынка банковских ценных бумаг проходит в условиях постоянно меняющихся требований к достаточности капитала коммерческих банков, необходимости расширения границ ведения бизнеса, стремления сформировать положительную кредитную историю, а затем и перейти в статус публичной компании. Интерес к бумагам коммерческих банков на российском рынке велик – например, на долю акций банков приходится 45%

объёма вторичных торгов на биржах РТС и ММВБ; торговля же банковскими облигациями составляет около 30% объёма вторичных торгов. Всё это объясняет актуальность рассмотрения темы организации выпуска и обращения ценных бумаг коммерческих банков.

Цель, поставленная при написании данной работы, - выявить направления совершенствования процесса организации выпуска и обращения ценных бумаг коммерческих банков на основе анализа принимаемых при этом руководством банка решений.

Основные задачи, которые ставились в ходе написания работы:

- определение места коммерческих банков на российском финансовом рынке в части выпуска собственных ценных бумаг;
- изучение правовой среды, в которой функционирует банк-эмитент при организации первичного размещения;
- рассмотрение отношений банка-эмитента с другими участниками процесса организации выпуска бумаг;
- определение возможностей банка по конструированию финансового инструмента, максимально отвечающего его потребностям;
- сравнение различных подходов специалистов к оценке эффективности проведённого размещения;
- выявление основных проблем, которые снижают эффективность организации размещения, выдвижение предложений по их устранению или сглаживанию негативного воздействия на деятельность банка;
- рассмотрение общемировых и российских тенденций, сложившихся в сфере выпуска банками акций и облигаций;

Объект исследования – российские коммерческие банки, проводившие размещение собственных акций и облигаций. При написании работы основное внимание уделено выпуску банками именно эмиссионных ценных бумаг, размещаемых по открытой подписке и обращающихся на биржах. Объясняется такое ограничение объекта исследования желанием более

подробно рассмотреть процесс размещения ценных бумаг, выпуск которых оказывает наиболее серьёзное влияние на деятельность банка.

Предметом исследования являются все решения, которые принимает руководство банка в течение проведения организации выпуска бумаг.

Теоретико-методологическая основа исследования – труды отечественных и зарубежных учёных, посвящённые теме организации выпуска ценных бумаг, в том числе бумаг коммерческих банков. В отечественной литературе рассмотрение процесса организации размещения, принимаемых в связи с этим решений и истории развития организационных услуг проводится в работах Я.М.Миркина, С.В.Лосева, Б.Б.Рубцова, И.А.Никоновой, Р.Н. Шамгунова. В зарубежной – Дж. Риттера, Т. Лограна, А. Дамодарана.

Для получения статистических данных, характеризующих роль банковских ценных бумаг на современном российском рынке, использовалась следующая информационная база: доклады и обзоры современного состояния рынка, выпущенные саморегулируемыми организациями – участниками финансового рынка – НФА, АУВЕР; аналитические доклады ЦБ РФ; исследования инвестиционных банков, например, компании Ренессанс Капитал; исследования зарубежных институтов – участников фондового рынка; данные об обращающихся бумагах и их котировках, размещаемые биржами, как российскими, так и зарубежными; статистические данные, обобщённые на тематических интернет-порталах, характеризующие рынок IPO в России, выпуск корпоративных облигаций; раскрываемая в обязательном порядке эмитентами ценных бумаг информация.

Первая глава работы содержит раскрытие содержания основных понятий, используемых в ходе исследования, на основании поставленных целей и ограничения круга рассматриваемых вопросов выводится авторское определение процесса организации выпуска и обращения ценных бумаг коммерческих банков. Для определения значимости выпуска ценных бумаг

коммерческими банками рассмотрена роль кредитных организаций на российском финансовом рынке. В заключительной части первой главы описаны законодательно предусмотренные действия эмитента при организации выпуска и обращения ценных бумаг.

Вторая глава посвящена рассмотрению непосредственно проведения всех мероприятий в рамках выпуска ценных бумаг с точки зрения банка-эмитента. Первый пункт главы содержит описание отношений эмитента со всеми контрагентами, участвующими в организации выпуска; рекомендации по выбору организаторов, биржи; анализ уже проведённых размещений с целью выявления закономерностей в выборе тех или иных организаторов. Второй пункт главы посвящён конструированию специфических характеристик выпускаемых бумаг, позволяющих привлечь средства в оптимальном объёме, по оптимальной цене, с оптимальным распределением поступлений во времени. Последняя часть главы содержит описание возможных способов оценки эффективности проведённого процесса организации выпуска.

Третья глава содержит анализ мирового и российского рынка первичных размещений банковских ценных бумаг, на основе чего выявляются тенденции и перспективы развития этого направления деятельности банков. Вторая часть главы содержит выводы о наличии проблем в законодательном регулировании процесса организации выпуска бумаг банками, о проблеме ограниченных возможностей банков средней и малой капитализации, о противоречиях, возникающих при разделении обязанностей между организаторами выпусков ценных бумаг, предложены возможные пути их решения.

1. Теоретические основы выпуска ценных бумаг коммерческим банком

1.1 Ключевые понятия процедуры выпуска ценных бумаг коммерческим банком

Для того чтобы проанализировать весь процесс организации выпуска и обращения ценных бумаг коммерческим банком, мне кажется целесообразным начать свою работу с краткого рассмотрения таких понятий как банк, банк-эмитент, эмиссия ценных бумаг, определить какие виды финансовых инструментов вправе выпускать коммерческие банки, привести определение организации выпуска и обращения ценных бумаг.

Коммерческий банк – это кредитная организация (юридическое лицо, которое для извлечения прибыли как основной цели своей деятельности на основании лицензии Центрального банка Российской Федерации имеет право осуществлять банковские операции), которая имеет исключительное право осуществлять в совокупности следующие банковские операции: привлечение во вклады денежных средств физических и юридических лиц, размещение указанных средств от своего имени и за свой счет на условиях возвратности, платности, срочности, открытие и ведение банковских счетов физических и юридических лиц.¹

Помимо осуществления деятельности, связанной с приведёнными выше традиционными банковскими операциями, коммерческие банки выступают одними из крупнейших участников рынка ценных бумаг. Круг операций, которые проводит тот или иной банк с ценными бумагами, зависит от избранного им вида деятельности в этой сфере. В современной экономической литературе выделяют четыре вида деятельности банков на рынке ценных бумаг:

- деятельность банков как эмитентов;

¹ Федеральный закон "О банках и банковской деятельности" от 02.12.1990 N 395-1 глава 1 ст.1

- деятельность банков как инвесторов;
- профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг;
- традиционные банковские операции, связанные с обслуживанием рынка ценных бумаг.

В соответствии с темой моей работы, рассмотрим деятельность банков в качестве эмитентов и связанные с этим понятия.

Эмиссия ценных бумаг - установленная законом последовательность действий эмитента по размещению эмиссионных ценных бумаг.

Банк-эмитент - банк, выпускающий собственные ценные бумаги и несущий от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных этими ценными бумагами.

Коммерческий банк может выступать эмитентом эмиссионных и не эмиссионных ценных бумаг. К первому типу относятся:

1. акция - эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации. Акция является именной ценной бумагой.

2. облигация - эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также предусматривать право ее владельца на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Доходом по облигации являются процент и/или дисконт.

3. опцион эмитента - эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на покупку в предусмотренный в ней срок и/или при наступлении указанных в ней обстоятельств определенного количества акций эмитента такого опциона по цене, определенной в опционе эмитента.

Бумагами второго типа являются:

1. вексель - ценная бумага, содержащая или безусловное обязательство выдавшего его лица (простой вексель), или его приказ третьему лицу (переводной вексель) произвести платеж указанной суммы поименованному в векселе лицу или предъявителю векселя в обусловленный срок.

2. депозитный сертификат (для юридических лиц) или сберегательный сертификат (для физических лиц) - это письменное свидетельство банка - эмитента о вкладе денежных средств, удостоверяющее право вкладчика или его правопреемника на получение по истечении установленного срока суммы депозита (вклада) и процентов по нему.

3. чек – ценная бумага, содержащая ничем не обусловленное распоряжение чекодателя банку произвести платёж указанной в нем суммы чекодержателю.

4. банковская сберегательная книжка на предъявителя – ценная бумага, удостоверяющая право её владельца на получение вклада и процентов по нему.

Кроме ценных бумаг коммерческие банки вправе заниматься заключением срочных контрактов, выпуском производных финансовых инструментов. Но в своей работе я предлагаю рассмотреть выпуск акций и облигаций – ценных бумаг, обращающихся на биржах, выпуск которых способен оказать огромное влияние на всю будущую деятельность банка-эмитента.

Обращение ценных бумаг - заключение гражданско-правовых сделок, влекущих переход прав собственности на ценные бумаги.

В ходе процесса организации выпуска и обращения ценных бумаг коммерческий банк привлекает: во-первых, финансового консультанта, во-вторых, непосредственно организатора выпуска, в-третьих, андеррайтера.²

Финансовый консультант обязан провести подготовку проспекта ценных бумаг для эмитента.

² Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций / Я.М.Миркин, С.В.Лосев, Б.Б.Рубцов, И.В.Добашина, З.А.Воробьева. – М., 2004

Андеррайтер совершает сделки по размещению ценных бумаг, принимает часть обязательств по выкупу бумаг.

К услугам по организации выпуска ценных бумаг относятся виды деятельности, не связанные с гарантированием или осуществлением сделок с размещаемыми бумагами. Эти услуги включают:

- due diligence, консультирование по вопросам устранения нарушений законодательства, соответствия требованиям ФСФР и других органов государственной власти

- проектирование условий выпуска ценных бумаг и их параметров

- оценочная деятельность

- консультирование в вопросах корпоративных действий, реструктурирования бизнеса

- взаимодействие с регистрирующими органами

- раскрытие необходимой информации

- работа с потенциальными инвесторами

- проведение публичных презентаций

- подбор и работа с депозитарием, фондовой биржей, регистратором, платёжным агентом и другими участниками процедуры размещения бумаг.

Таким образом, согласно данному подходу, организация выпуска и обращения ценных бумаг – это строго определённый перечень консультационных и информационных услуг, предоставляемых профессиональным участником рынка ценных бумаг банку-эмитенту, из которого исключается подготовка проспекта ценных бумаг и заключение сделок по их размещению.

В своей работе мне бы хотелось использовать более общее понятие организации выпуска и обращения ценных бумаг. Для меня представляется важным изучить все связанные с этим процессом решения и пути их принятия. Поэтому при анализе этой темы я предлагаю определять организацию выпуска и обращения ценных бумаг как комплекс мер и действий, осуществляемых коммерческим банком при принятии решения о

выпуске ценных бумаг, включая взаимодействие с государственными органами в части соответствия выпуска законодательным требованиям, а также с профессиональными участниками рынка ценных бумаг, оказывающими услуги финансового консультирования, организации выпуска и андеррайтинга.

1.2 Роль банков в эмиссии ценных бумаг на современном российском рынке

Действуя в качестве эмитентов, банки проводят операции по эмиссии собственных ценных бумаг и их первичному размещению, а также другие операции по обеспечению реализации прав инвесторов, удостоверенных ценными бумагами, эмитированными банками: выплату купонных доходов, процентов и дивидендов; погашение долговых ценных бумаг при наступлении срока; обеспечение условий для участия акционеров в управлении кредитной организацией и т.д.

Основная цель выпуска собственных ценных бумаг - привлечение дополнительных финансовых ресурсов. В соответствии с действующим законодательством банки вправе проводить эмиссию акций и облигаций, а также выпускать неэмиссионные ценные бумаги – векселя, сберегательные и депозитные сертификаты.

Прежде чем приступить к изучению механизма выпуска банками собственных ценных бумаг, хотелось бы разобраться каково значение эмиссионных операций кредитных организаций на рынке в настоящее время.

Роль банков в выпуске акций:

На биржах ММВБ и РТС котируются акции менее чем двадцати российских банков, причём большинство из них – крупнейшие игроки банковского сектора. Акции же не допущенные к торгам на самих биржах, имеют котировки в информационно-котировальных системах, например

RTS-Board; эмитентами этих бумаг в большинстве случаев выступают региональные банки, капитал которых несравнимо меньше капитала банков, чьи бумаги обращаются на биржевом рынке (см. Приложение 1). И хотя столь небольшое количество банков-эмитентов, акции которых обращаются на российских биржах, составляет около 5 % всех эмитентов, по объёму капитализации все кредитные организации играют существенную роль на российском фондовом рынке. Благодаря акциям Сбербанка и ВТБ кредитные организации составляют около 12-15% всей капитализации российского рынка (например, акции Сбербанка составляют 60% всей капитализации банковских акций на РТС, а акции ВТБ – более 20%)³.

Что же касается активности торговли акциями российских банков, то этот сегмент рынка акций занимает второе место после компаний нефтегазового сектора. Доля акций кредитных организаций в совокупном объёме вторичных торгов на биржевых площадках РТС и ФБ ММВБ составляла в 2009 году 45%⁴. Акции Сбербанка вообще заняли первое место по торговым оборотам в 2009 году, опередив Газпром, что объясняется кризисом и повышенной волатильностью цен на нефть.

Собственный капитал кредитных организаций:

По данным Банка России на 1 ноября 2010 года собственный капитал кредитных организаций составил 4 613 096 млн. рублей. Причём наращивание совокупного собственного капитала кредитных организаций происходит не за счёт увеличения количества банков, а в связи с установлением более строгих требований к достаточности капитала, следствием чего становится увеличение количества банков с капиталом более одного миллиарда рублей и сокращение количества кредитных организаций с меньшим капиталом.

³ Расчёты авторов Ежегодного доклада «Коммерческие банки на российском фондовом рынке». СРО «Национальная фондовая ассоциация». М., 2010.

⁴ Отчёт о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2009 году стр.16

Таблица 1 - Собственный капитал кредитных организаций

год	собственный капитал, млн. руб. ⁵
2006	1 518 966
2007	2 552 610
2008	3 351 272
2009	4 604 608

Основными источниками капитализации банковского сектора являются рост уставного капитала и эмиссионный доход. По данным Отчёта о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2009 году их суммарная доля в собственном капитале кредитных организаций составила 45,7%.

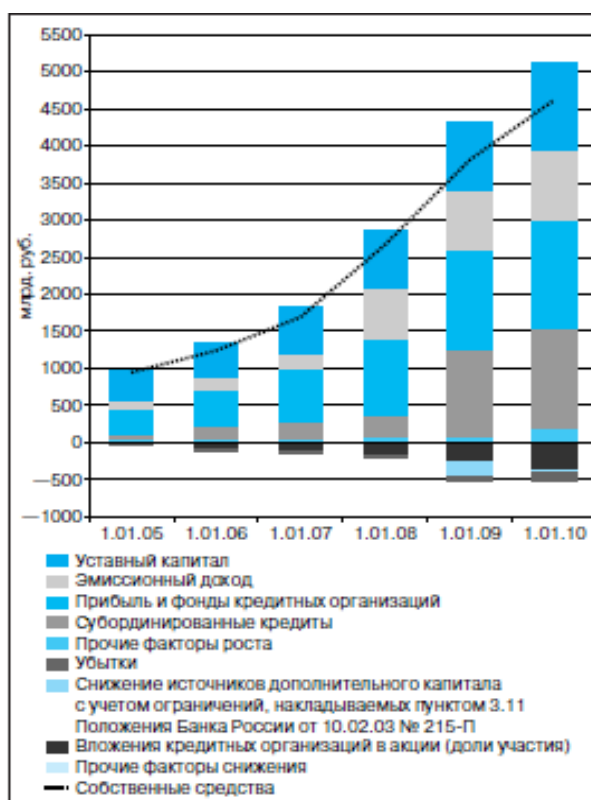


Рис.1 Структура совокупного капитала банковского сектора

⁵ Бюллетень банковской статистики №12 за 2010,2009,2008,2007,2006гг.

В 2009 году отношение активов банковского сектора к ВВП составило 75,3%. Этот показатель показал рост по сравнению с 2008 годом (на 7,7 процентного пункта), но объясняется это в большей степени не ростом объёма активов кредитных организаций, а снижением величины ВВП. Что же касается отношения капитала банковского сектора к величине ВВП, то в 2009 году оно составило 11,8%.⁶ В Европе (в странах-членах Евросоюза, входящих в зону евро) отношение активов банков к ВВП составляет примерно 350% (346,6%)⁷, а банковского капитала к ВВП – 150%. Сравнивая эти показатели, можно отметить существенную разницу в соотношении темпов роста активов банков и их капитала: в европейских странах показатели отличаются в два раза, в России – почти в семь. Во многом из-за этого снижается показатель достаточности капитала кредитных организаций в России, что увеличивает их риски и замедляет развитие экономики. Поэтому сейчас как никогда важной задачей для банков становится повышение капитализации.

На основе приведённой информации о роли банковских акций на финансовом рынке России можно сделать выводы относительно целей, которые преследуют кредитные организации, выпуская в обращение собственные акции.

Конечно, большую долю рынка банковских акций занимают бумаги крупнейших банков – Сбербанка и ВТБ, но и другие организации выходят на биржи. Публичное размещение акций коммерческих банков – один из наиболее перспективных путей повышения капитализации. Преимуществом публичного размещения акций перед другими способами финансирования является большой объем привлекаемых средств, значительное количество инвесторов, справедливая цена и повышение прозрачности бизнеса. Но у публичного размещения акций есть и свои недостатки: "разводнение"

⁶ Отчёт ЦБ РФ о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2009 году.

⁷ Interim Report on Cumulative Impact on the Global Economy of Proposed Changes in the Banking Regulatory. Institute of International Finance, June 2010

структуры собственников, заметные затраты на организацию, предварительную подготовку и размещение ценных бумаг. И уже после всей этой процедуры на первый план выходит работа по поддержанию рынка размещенных акций - иначе легко потерять репутацию среди инвесторов. Но, несмотря на все эти сложности, акционерное финансирование сегодня можно рассматривать как актуальный и перспективный способ увеличения собственного капитала для части банков.

Роль банков в выпуске долговых ценных бумаг:

Анализируя структуру привлечённых кредитными организациями средств, можно заметить наблюдающиеся в последние несколько лет тенденции: во-первых, из долговых бумаг большая часть – выпущенные векселя (4,1% в структуре привлечённых банками средств, из них 3,5% - рублёвые), на втором месте находятся облигации (2% привлечённых средств), на сберегательные и депозитные сертификаты приходится меньше 0,2% привлечённых средств; во-вторых, несмотря на то, что объём средств, привлечённых за счёт выпуска векселей, находится на первом месте, со временем он снижается, эмиссия же облигаций приобретает всё большую популярность и наращивает свои объёмы.

Рост востребованности облигаций со стороны банковского сектора, по мнению С.Лосева, автора статьи «Тенденции на рынке банковских облигационных займов», обусловлен двумя причинами. «Во-первых, это общая для всех эмитентов, выходящих на рынок облигационных займов, цель – формирование публичной кредитной истории. Особенно это важно для средних банков, для которых выпуск займа – это возможность сильнее заявить о себе (с целью развития корреспондентских отношений, поиска стратегического партнера, в частности, со стороны международных организаций). Во-вторых, это взаимно дополняющие друг друга тенденции, прослеживаемые в банковском секторе и в развитии самого рынка

корпоративных облигаций, в совокупности сделавшие облигации привлекательным инструментом пополнения ресурсной базы.

Такой тенденцией в банковском секторе является интенсивное расширение операций по кредитованию, в том числе кредитованию населения (ипотека, автокредитование, потребительские кредиты). Тенденцией же на рынке корпоративных облигаций можно считать снижение процентных ставок и увеличение сроков заимствований. Например, если в начале 2000х гг. обычной практикой были выпуски на 1,5 – 2 года, то на сегодня сроки заимствований, как правило, находятся в диапазоне 3 – 6 лет. Таким образом, на сегодняшний день для банков корпоративные облигации – хороший инструмент «удлинения» и пополнения своих пассивов, возможность формирования необходимых средств для расширения и диверсификации деятельности».

В настоящее время на российском рынке обращаются банковские облигации 56 эмитентов. Двумя крупнейшими эмитентами банковских облигаций являются Россельхозбанк и Газпромбанк, которые составляют около четверти всей эмиссии. На долю десяти крупнейших эмитентов приходится две трети номинального объёма эмиссий.⁸ Торговля облигациями российских банков в 2009 году составляла около 30% от объёма вторичных торгов облигациями на ФБ ММВБ.⁹

По оценкам экспертов АУВЕР объём вексельного рынка в России на конец 2010 года составляет примерно один триллион рублей. Векселя, выпущенные кредитными организациями составляют 82% из этой суммы.¹⁰

⁸ Коммерческие банки на российском фондовом рынке. Ежегодный доклад. СРО «Национальная фондовая ассоциация». Москва, 2010.

⁹ Обзор финансового рынка. Первое полугодие 2009г. №2 (67). Департамент исследований и информации Банка России. Москва, 2009.

¹⁰ Итоги банковской статистики вексельного обращения. Некоммерческая организация АУВЕР 25.01.2011г.

1.3 Действующее законодательство в сфере выпуска ценных бумаг кредитными организациями

В этой части своей работы мне бы хотелось определить, из каких именно этапов с точки зрения российского законодательства состоит процесс выпуска ценных бумаг коммерческим банком. Причём особенный интерес представляет организация выпуска акций и облигаций. Во-первых, потому что именно эти бумаги могут размещаться путём публичного предложения, что представляет собой сложную процедуру с привлечением финансовых консультантов, андеррайтеров и организаторов выпуска и обращения. Во-вторых, эмиссия акций может действительно значимо повлиять на капитализацию банка, что является одной из первоочередных задач, стоящих перед коммерческими банками в настоящее время. В-третьих, процедура эмиссии акций и облигаций является гораздо более трудоёмкой и продолжительной, по сравнению с другими ценными бумагами.

Рассматривая правовое регулирование организации выпуска и обращения ценных бумаг коммерческих банков, обратим внимание на следующие вопросы: в какой форме банки вправе выпускать бумаги, в какой валюте, существующие ограничения по выпуску тех или иных типов ценных бумаг; какие этапы предусмотрены законодательством для процедуры эмиссии ценных бумаг банком, и какие документы должны быть подготовлены; существующие способы проведения размещения бумаг, ограничения на размещение бумаг путём открытой подписки, на размещение на зарубежных площадках.

Форма выпускаемых ценных бумаг: кредитная организация может выпускать ценные бумаги именные и на предъявителя. Именные ценные бумаги кредитной организации могут выпускаться только в бездокументарной форме, за исключением случаев, предусмотренных федеральными законами. Ценные бумаги кредитной организации на предъявителя могут выпускаться только в документарной форме.

Выпуск акций:

Первым условием для осуществления новой эмиссии акций является полная оплата акционерами всех ранее размещенных кредитной организацией акций. Номинальная стоимость акций должна выражаться *только в валюте Российской Федерации*. Кредитные организации - эмитенты вправе выпускать *только именные* акции, как обыкновенные, так и привилегированные.

Обыкновенные акции независимо от порядкового номера и времени выпуска должны иметь одинаковую номинальную стоимость и предоставлять их владельцам одинаковый объем прав. Номинальная стоимость размещенных привилегированных акций не должна превышать 25 процентов от зарегистрированного уставного капитала кредитной организации

Законодательством предусмотрено несколько путей размещения акций кредитной организацией:

1) подписка:

- при оплате акций инвесторами принадлежащим им имуществом оформляется договор мены. Причём доля такого имущества в уставном капитале кредитной организации не может превышать 20 процентов.¹¹
- при оплате акций денежными средствами заключается договор купли-продажи.¹²

Кредитные организации, созданные в форме *открытого акционерного общества*, вправе проводить как *открытую подписку* (публичное размещение) на выпускаемые ею акции, *так и закрытую подписку*. Исключениями являются случаи, когда возможность проведения закрытой подписки ограничена уставом кредитной организации - эмитента или требованиями правовых актов Российской Федерации.

¹¹ Инструкция Банка России от 10.03.2006 N 128-И "О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории РФ" пункт 15.4.1.а

¹² Инструкция Банка России от 10.03.2006 N 128-И "О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории РФ" пункт 15.4.1.б

Кредитная организация - *закрытое акционерное общество* не вправе проводить размещение акций посредством открытой подписки или иным образом предлагать их для приобретения неограниченному кругу лиц.

2) распределение выпущенных дополнительных акций, оплачиваемых за счет имущества кредитной организации, среди акционеров.

В этом случае размещение акций среди акционеров кредитной организации-эмитента производится на основании решения уполномоченного органа кредитной организации - эмитента о капитализации собственных средств. Заключение договора не требуется.¹³

3) конвертация в акции ранее выпущенных конвертируемых ценных бумаг; ценных бумаг реорганизуемых кредитных организаций; ранее выпущенных ценных бумаг, в отношении которых принято решение об изменении объема прав по ним.¹⁴

Законодательством также предусмотрено преимущественное право акционеров при выпуске кредитной организацией дополнительных акций. Акционеры кредитной организации - эмитента имеют преимущественное право приобретения размещаемых посредством открытой подписки дополнительных акций в количестве, пропорциональном количеству принадлежащих им акций этой категории.

Выпуск облигаций:

Номинальная стоимость всех выпущенных кредитной организацией облигаций не должна превышать размер уставного капитала либо величину обеспечения, предоставленного кредитной организации третьими лицами для цели выпуска облигаций.

Облигация имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени ее приобретения.

¹³ Инструкция Банка России от 10.03.2006 N 128-И "О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории РФ" пункт 15.4.2

¹⁴ Инструкция Банка России от 10.03.2006 N 128-И "О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории РФ" пункт 15.4.3

Кредитная организация может выпускать облигации *именные и на предъявителя*; обеспеченные залогом собственного имущества либо облигации с обеспечением, предоставленным кредитной организации для целей выпуска третьими лицами, облигации с ипотечным покрытием, облигации без обеспечения; процентные и дисконтные; конвертируемые в акции; с единовременным сроком погашения или облигации со сроком погашения по сериям в определенные сроки; с возможностью досрочного погашения.

Ограничения по типам выпускаемых облигаций касаются выпуска необеспеченных облигаций. Для того чтобы получить право на выпуск таких бумаг, кредитная организация должна существовать не менее трёх лет при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов и на сумму, не превышающую размер уставного капитала кредитной организации.

Номинальная стоимость облигаций может быть выражена *в валюте Российской Федерации или в иностранной валюте* в случаях, установленных законодательством Российской Федерации, в том числе нормативными актами Банка России.

Облигации могут размещаться следующими способами:

1) подписка:

- в отличие от акций оплата облигаций может быть произведена только в денежной форме, а значит кредитная организация – эмитент заключает с покупателями облигаций договор купли-продажи. При закрытой подписке размещение может осуществляться путём новации долга: облигации обмениваются на иное обязательство, существующее между кредитной организацией - эмитентом и приобретателем (приобретателями) облигаций.

2) конвертация в них ранее выпущенных кредитной организацией конвертируемых облигаций в соответствии с условиями их выпуска.¹⁵

Процедура эмиссии ценных бумаг включает следующие этапы:

1) принятие решения о размещении ценных бумаг, содержащего информацию о: количестве размещаемых ценных бумаг; их номинальной стоимости; форме выпуска; способе размещения; цене размещения ценных бумаг или порядке ее определения; форме оплаты ценных бумаг; сроке обращения, порядке и сроке погашения (для облигаций).

2) утверждение решения о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг: утверждается не позднее 6 месяцев со дня принятия решения об их размещении (кроме выпуска ценных бумаг при учреждении кредитной организации и её реорганизации в форме слияния, разделения, выделения и преобразования); помимо информации, содержащейся в решении о размещении ценных бумаг, решение о выпуске содержит более подробные сведения, раскрывающие права держателей бумаг в соответствии с уставом кредитной организации – эмитента; об обеспечении бумаг в случае его наличия; о реестродержателе, депозитарии, профессиональном участнике рынка ценных бумаг, оказывающем эмитенту услуги по размещению ценных бумаг, организаторе торгов, платёжном агенте;¹⁶ в случае если выпуск ценных бумаг осуществляется в документарной форме, вместе с решением о выпуске ценных бумаг в регистрирующий орган необходимо представить образец сертификата ценной бумаги.¹⁷ Решением о выпуске ценных бумаг, размещаемых путем подписки, может быть определена доля ценных бумаг, при неразмещении которой эмиссия ценных бумаг этого выпуска считается

¹⁵ Инструкция Банка России от 10.03.2006 N 128-И "О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории РФ" пункт ст.15.5

¹⁶ Инструкция Банка России от 10.03.2006 N 128-И "О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории РФ" приложение 4

¹⁷ Инструкция Банка России от 10.03.2006 N 128-И "О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории РФ" пункт п.11.9

несостоявшейся. Такая доля в случае ее установления не должна быть ниже 75 процентов ценных бумаг выпуска.¹⁸

3) регистрация проспекта ценных бумаг (регистрировать проспект ценных бумаг кредитная организация обязана в двух случаях: во-первых, если бумаги размещаются путём открытой подписки, во-вторых, если число подписчиков при размещении по закрытой подписке превышает 500 человек). Помимо подробного описания выпускаемых ценных бумаг проспект эмиссии включает:

- полную информацию о кредитной организации – эмитенте и её финансово-хозяйственной деятельности
- информацию о рисках, связанных с вложениями в ценные бумаги
- сведения о лицах, входящих в состав органов управления кредитной организации - эмитента, сведения о банковских счетах, об аудиторе, оценщике и о финансовом консультанте кредитной организации – эмитента
- информацию о финансово-экономическом состоянии кредитной организации – эмитента (уставный капитал, собственные средства, рентабельность активов, рентабельность собственных средств, привлеченные средства)
- сведения о рыночной капитализации кредитной организации – эмитента
- информацию об обязательствах кредитной организации – эмитента (кредиторская задолженность, кредитная история, обязательства по которым кредитная организация предоставила обеспечение)
- бухгалтерскую отчётность кредитной организации-эмитента

4) государственную регистрацию выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг. Для регистрации выпуска ценных бумаг кредитная организация - эмитент представляет в регистрирующий орган следующие документы: заявление на государственную регистрацию выпуска ценных

¹⁸ Инструкция Банка России от 10.03.2006 N 128-И "О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории РФ" пункт п 15.9

бумаг; опись документов, представляемых в регистрирующий орган; анкету кредитной организации – эмитента; решение о выпуске ценных бумаг; проспект ценных бумаг; меморандум (в случае представления проспекта ценных бумаг, подписанного финансовым консультантом на рынке ценных бумаг); копию платежного поручения, которой подтверждается факт уплаты кредитной организацией - эмитентом государственной пошлины; протокол или выписку из протокола собрания уполномоченного органа кредитной организации - эмитента, подтверждающую принятие всех необходимых решений; копию договора о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг, заключенного кредитной организацией - эмитентом с регистратором; копию устава кредитной организации – эмитента; копии документов, подтверждающих соблюдение кредитной организацией - эмитентом требований о раскрытии информации.

5) размещение ценных бумаг. Возможные способы размещения были рассмотрены ранее, поэтому обратим внимание на ещё одно требование законодательства к проведению размещения – необходимость открытия специального счёта. Аккумуляция средств в процессе эмиссии акций кредитными организациями осуществляется путем открытия кредитной организацией-эмитентом *накопительного счёта* (При размещении облигаций и опционов накопительный счет кредитной организации-эмитенту не требуется).¹⁹

Накопительными счетами признаются:

- корреспондентский счет кредитной организации-эмитента, открытый в Банке России в валюте Российской Федерации,
- корреспондентский счет кредитной организации-эмитента, открытый в уполномоченном банке или банке за пределами территории Российской Федерации в соответствующей иностранной валюте.

Уполномоченные банки:

¹⁹ Инструкция Банка России от 10.03.2006 N 128-И "О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории РФ" пункт 15.10, 15.16

Сбербанк; ВТБ; банк страны из числа группы развитых стран (краткосрочные обязательства которого имеют по классификации Fitch Ratings, Moody's или Standard & Poor's рейтинг не ниже AA, prime-1); иностранный банк, оплачивающий не менее 50 процентов размещаемых акций дочерней кредитной организации-эмитента.²⁰

- накопительный счет со специальным режимом.

Кроме того, существуют ограничения на размещение ценных бумаг за рубежом. В случае если коммерческий банк примет решение размещать свои бумаги на зарубежной торговой площадке, ему потребуется получить разрешение, выполнив при этом следующие условия²¹:

- выпуск должен пройти государственную регистрацию;

- ценные бумаги должны быть включены в котировальный список хотя бы одной фондовой биржи;

- с 1 января 2010 г. ограничения на размещение ценных бумаг российских эмитентов за рубежом поставлены в зависимость от котировального списка, в который включен эмитент: а) акции российского эмитента, включенные в котировальный список «А», допускается размещать за рубежом в количестве не более 25% от общего количества акций; б) акции по списку «Б» допускается размещать за рубежом в количестве не более 15%; в) акции по спискам «В» и «И» - в количестве не более 5%.²²;

- одновременно с возможностью приобретения бумаг за пределами Российской Федерации должна быть предоставлена возможность их приобретения на территории Российской Федерации.

б) государственную регистрацию отчета об итогах выпуска. Кредитная организация - эмитент не позднее 30 дней после дня истечения срока размещения ценных бумаг, указанного в зарегистрированном решении о

²⁰ Инструкция Банка России от 10.03.2006 N 128-И "О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории РФ" пункт 15.10.1.

²¹ Федеральный закон "О банках и банковской деятельности" от 02.12.1990 N 395-1 глава 4. ст.16

²² Приказ от 10 Июня 2009 г. N 09-21/пз-н "Об утверждении Положения о порядке выдачи Федеральной службой по финансовым рынкам разрешения на размещение и (или) организацию обращения эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации" ст.11.1

выпуске ценных бумаг, а в случае, если все ценные бумаги были размещены до истечения этого срока, - не позднее 30 дней после дня размещения последней ценной бумаги этого выпуска, представляет в регистрирующий орган отчет об итогах выпуска ценных бумаг.²³

Теперь, после рассмотрения всех этапов организации выпуска ценных бумаг банком с точки зрения законодательства, перейдём к изучению содержательной стороны всех принимаемых банком решений – взаимодействию с организаторами выпуска и определению всех его параметров.

²³ Инструкция Банка России от 10.03.2006 N 128-И "О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории РФ" пункт 16.1

2 Решения, принимаемые банком-эмитентом в процессе организации выпуска и обращения ценных бумаг

2.1 Взаимодействие банка-эмитента с контрагентами

Процесс организации выпуска и обращения ценных бумаг коммерческого банка – серьёзный шаг в развитии бизнеса, требующий значительных затрат ресурсов и времени. Выходя в статус публичной компании, банк должен сделать всё возможное, чтобы соответствовать высоким международным стандартам ведения деятельности, корпоративного управления, выстраивания отношений с инвесторами. Только предварительный этап выхода банка на IPO, заключающийся в оценке своих финансовых возможностей, анализе рынка и существующего на нём уровня риска, после чего принимается решение начать процесс организации выпуска бумаг, может занять до полутора лет. После принятия этого нелёгкого решения перед руководством банка встаёт задача выбора партнёров в выпуске бумаг – финансового консультанта, организатора, андеррайтера и многих других. Вся работа по подготовке к выходу на биржу, включая составление графика проведения работ, распределение обязанностей, принятие решения в части конструирования характеристик выпускаемых бумаг, проведение финансового, юридического, аудиторского исследования компании, подготовка проспекта эмиссии, договоров со всеми участниками выпуска, выверка всех полученных данных займут ещё от шести до двенадцати месяцев. И лишь заключительный этап – проведение road-show, определение стоимости размещения путём сбора заявок от инвесторов и само размещение – занимают, как правило, от шести до восьми недель.

В обобщённом виде процесс организации выпуска и обращения ценных бумаг коммерческого банка представлен на Рисунке 2.

Самая сложная задача для эмитента при размещении – донести всю необходимую информацию о своей компании до инвесторов в полном

объёме и в соответствии с высокими международными стандартами. Решением этой проблемы занимаются организаторы выпуска.

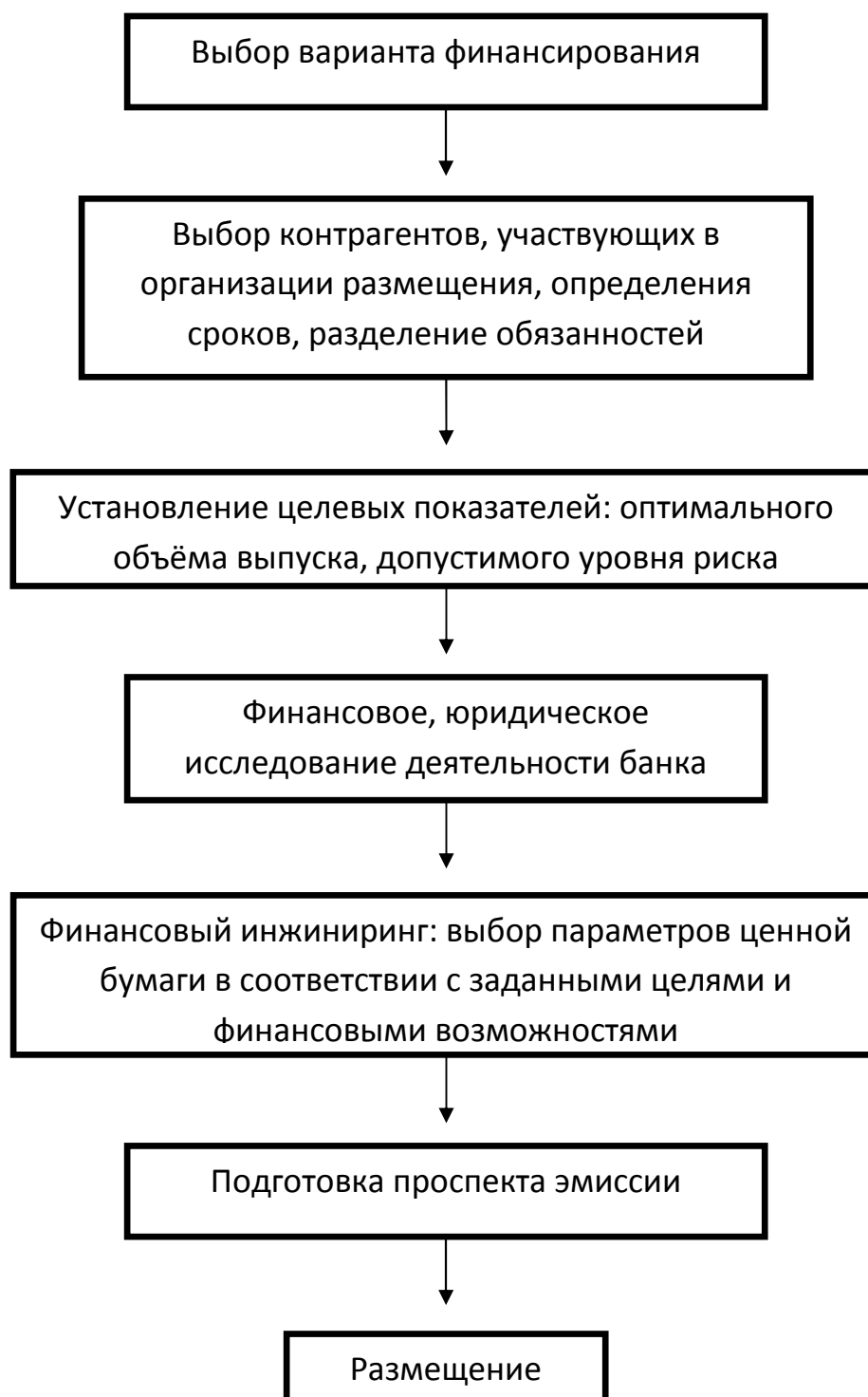


Рисунок 2 - Этапы организации выпуска ценных бумаг коммерческим банком

Работа **организатора** начинается непосредственно со структурирования займа, то есть определения его параметров, которые должны оптимальным образом соответствовать потребностям эмитента и ожиданиям рынка. На протяжении всего срока работы с заемщиком организатор оказывает своему клиенту консультационную поддержку по всем возникающим вопросам. Он проводит анализ рыночной конъюнктуры, прогнозирует доходность, предоставляет информационные услуги. Подготовка проспекта эмиссии является обязанностью финансового консультанта, функции которого, как правило, выполняет сам организатор выпуска. Обязательным наличие финансового консультанта – уполномоченного консультанта (номада – *nominated adviser*) является при размещении ценных бумаг на зарубежной бирже.

Такой субъект рынка ценных бумаг как **финансовый консультант** был введён в целях совершенствования правового механизма защиты прав и законных интересов инвесторов. Понятие финансового консультанта как юридического лица, имеющего лицензию на осуществление брокерской или дилерской деятельности на рынке ценных бумаг и оказывающего эмитенту услуги по подготовке проспекта эмиссии ценных бумаг, было введено федеральным законом от 28.12.2002 г. №185-ФЗ «О внесении изменений и дополнений в ФЗ "О рынке ценных бумаг"».

К полномочиям финансового консультанта относится следующее:

1. Оказание эмитенту услуг по подготовке проспекта ценных бумаг, в том числе разработка бизнес-плана, систематизация предоставленной эмитентом информации о его финансово-хозяйственной деятельности, о ценных бумагах и т.д.
 2. Контроль соблюдения условий размещения, предусмотренных решением о выпуске (дополнительном выпуске), при размещении ценных бумаг:
- при размещении ценных бумаг путем открытой подписки утверждает ведомость приема заявок на покупку ценных бумаг, составляемую

эмитентом, или каждую заявку на покупку ценных бумаг, подлежащую удовлетворению;

- при размещении ценных бумаг путем открытой подписки на торгах, проводимых организатором торговли на рынке ценных бумаг, утверждает по итогам каждого дня, в течение которого проводятся торги, ведомость приема заявок на покупку ценных бумаг, а по окончании размещения - итоговую ведомость приема заявок на покупку ценных бумаг, которые составляются организатором торговли до заключения договоров.

3. Контроль соблюдения требований к рекламе;

4. Мониторинг раскрытия информации эмитентом. Финансовый консультант проверяет:

- сообщения, публикуемые эмитентом на этапах эмиссии ценных бумаг;
- копию зарегистрированного проспекта ценных бумаг эмитента;
- копию зарегистрированного отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг эмитента;
- сообщения о существенных фактах финансово-хозяйственной деятельности эмитента;
- ежеквартальные отчеты эмитента.

5. Контроль за нарушениями, допущенными эмитентом при раскрытии информации. В случае обнаружения нарушения, связанного с размещением ценных бумаг эмитента, которое может повлечь существенное нарушение прав инвесторов, финансовый консультант обязан в течение одного дня с момента обнаружения такого нарушения сообщить о нём в федеральный орган исполнительной власти, осуществляющий регулирование рынка ценных бумаг.

К обязанностям организатора выпуска относится и координация работы андеррайтера. Часто синдикат андеррайтеров формирует именно организатор. Более того, распространена практика выплаты комиссии андеррайтерам из дохода организатора, а не непосредственно эмитентом.

Свой же доход организатор выпуска чаще всего формирует как процент либо от номинальной суммы займа, либо от рыночной капитализации фактически размещённых ценных бумаг.

Андеррайтинг подразумевает сбор заявок от инвесторов, их удовлетворение, аккумуляцию денежных средств от продажи ценных бумаг и последующее их перечисление эмитенту. Именно андеррайтер непосредственно продает бумаги инвесторам. При этом возможны два варианта размещения — гарантированное с обязательством в случае неразмещения выкупить оставшийся объем и так называемое *best efforts* (наибольшие усилия), при котором андеррайтер должен предпринять все меры для наилучшего размещения при текущей конъюнктуре, но не принимает на себя обязательств по выкупу выпускаемых бумаг.

Основные критерии, на которые следует ориентироваться эмитенту при выборе андеррайтера, следующие:

1. Опыт проведения организации первичных размещений в банковской сфере.
2. Наличие широкого круга клиентов, способных инвестировать свои средства в размещаемые бумаги.
3. Необходимо оценить портфель ценных бумаг андеррайтера с целью определения будет ли он способен разместить бумаги эмитента в полном объёме и по цене, оговорённой в договоре. Активы андеррайтера должны соотноситься по объёму с размещаемыми ценными бумагами.
4. Как дополнительные преимущества можно рассматривать:
 - предоставление андеррайтером бридж-кредитования - краткосрочного займа на расходы по организации выпуска ценных бумаг, который погашается за счет средств от их размещения²⁴;
 - помощь в осуществлении процедур, связанных со встроенными офертами: одна из основных функций организатора при организации выпусков облигаций — конструирование наиболее оптимального механизма

²⁴ <http://www.gendirector.ru/>

использования оферт, а именно время проведения оферты, определение ставки купона по облигации до и после оферты. При досрочном выкупе организатор может быть как исключительно техническим посредником, так и предоставлять определенные гарантии поддержки. В частности, в случае необходимости он может выкупить на себя определенную часть предъявленных к оферте облигаций. И затем либо поместить их в свой портфель, либо распродать на вторичном рынке.

Рассматривая наиболее крупные размещения акций российских банков за последние пять лет (таблица 2), отметим, что в число организаторов и андеррайтеров входят либо зарубежные лидеры рынка организаторских услуг, либо крупнейшие игроки российского рынка. Выпуск банками акций рассматривается ими как наиболее ответственный и сложный шаг из всех возможных вариантов привлечения средств в бизнес. Поэтому и агентов по организации этих выпусков выбирают из числа самых надёжных, имеющих высокую репутацию и широкий круг клиентов, являющихся потенциальными инвесторами.

Таблица 2 - Организаторы крупнейших размещений акций российских кредитных организаций 2007–2011 гг.²⁵

Банк	Год размещения	Объём размещения	Организатор	Андеррайтер
Возрождение, банк	2007	165.9 млн \$	Тройка-Диалог	Тройка-Диалог
Сбербанк	2007	3 228.2 млн \$	J. P. Morgan, Credit Suisse	J. P. Morgan, Credit Suisse, Сбербанк
ВТБ, банк	2007	7 982.1 млн \$	Citigroup, Deutsche Bank, Goldman Sachs	Citigroup, Deutsche Bank, Goldman Sachs, "Ренессанс Капитал", ВТБ
Санкт-	2009	197.9 млн \$	Deutsche Bank	Ренессанс Капитал,

²⁵ По данным offerings.ru

Петербург, банк				Deutsche Bank
Номос-банк	2011	718.2 млн \$	Credit Suisse, Deutsche Bank, «ВТБ Капитал»	Credit Suisse, Deutsche Bank, «ВТБ Капитал»

Что же касается выпусков облигационных займов (таблица 3), то ситуация с организаторами немного другая: распространённой практикой при выпуске облигаций является исполнение роли ведущего менеджера, то есть организатора, самим эмитентом, зачастую при наличии нескольких соорганизаторов. Причём соорганизаторами как правило выступают также коммерческие банки. Встречаются случаи, когда банк выступает в качестве единственного андеррайтера своего выпуска облигаций, что совсем не характерно для эмиссии акций.

Таблица 3 - Организаторы некоторых размещений облигаций кредитных организаций на территории РФ

Банк	Объем эмиссии	Организатор	Андеррайтер
БНП Париба	2 000 000 000 RUB	<u>Сбербанк России</u> Соорганизаторы: ЗАО «ГЛОБЭКСБАНК», «ИНГ БАНК (ЕВРАЗИЯ) ЗАО», ЗАО «БАНК КРЕДИТ СВИСС (МОСКВА)», ЗАО КБ «Ланта-Банк», АКБ «НОВИКОМБАНК» (ЗАО), ОАО «НОМОС Банк», ОАО «Первобанк», ОАО Банк «Петрокоммерц», ОАО «Промсвязьбанк», АКБ «РОСБАНК» (ОАО), ЗАО «Банк «Русский стандарт».	АКБ «Абсолют банк»; ООО «Автоторгбанк»; «Азиатско- Тихоокеанский Банк» (ОАО, Коммерческий банк «АРЕСБАНК» (ООО), «Джей энд Ти Банк» (ЗАО), ОАО АКБ «Еврофинанс Моснарбанк», АКБ «Инвестиционный торговый банк» (ОАО), Коммерческий банк «Локо-Банк» (ЗАО), Коммерческий банк «Маст-банк» (ОАО), ОАО «МДМ Банк», ОАО «Металлургический коммерческий банк», АКБ «Национальный залоговый банк» (ОАО), ОАО «Национальный космический банк», АКБ «Национальный резервный банк» (ОАО), ООО КБ «Национальный стандарт», ОАО «НБД-банк», ОАО Банк «Открытие», ОАО «Русь-Банк», ОАО «ТрансКредитБанк», ООО «Эйс-

			эс-би-си Банк (РР)».
Альфа-Банк	5 000 000 000 RUB	<u>Альфа-Банк</u> Соорганизаторы: Глобэксбанк, Банк Русский стандарт, МДМ Банк, Собинбанк, ПромсвязьБанк, Банк Credit Suisse	НовикомБанк, МБРР, Алеф-Банк, Финанс Банк, АресБанк, Джей Энд Ти Банк, Банк «Развитие-столица», КБ «Рублев», ТатфондБанк, Банк «Форштадт», Банк Хлынов, КБ "Агростандарт", Гаранти Банк-Москва, М2М Прайвет Банк, НацинвестпромБанк, ИНГ Банк, Банк «Зенит», РосЭнергоБанк.
Промсвязьбанк	5 000 000 000 RUB	<u>Промсвязьбанк</u> Соорганизаторы: Банк «Зенит», Банк Кредит Свисс (Москва), Глобэксбанк, НОМОС-Банк, БК «Регион», РОНИН	Дойче Банк, ИНГ Банк (Евразия), М2М Прайвет Банк, Нордеа-Банк, Нота-Банк, Собинбанк, Углеметбанк, АБ «Финанс Банк», Банк «Новое время», Банк «Национальный стандарт», Банк «Рублев», Гаранти Банк - Москва, Западный банк, Ланта банк, Нацинвестпромбанк, Райффайзенбанк, Росэнергобанк, Татфондбанк
Банк Национальный Стандарт	1 500 000 000 RUB	<u>ОАО «МДМ Банк»</u> , <u>ОАО «Промсвязьбанк»</u> Соорганизаторы: ОАО «Московский кредитный банк», БК «Регион», ЗАО КБ «РусНарБанк», ООО КБ «Новое Время»	ОАО СКБ Приморья «Примсоцбанк». ООО КБ «Агросоюз», ОАО М2М ПрайветБанк, ЗАО АКБ «Русславбанк», ОАО АКБ «Чувашкредитпромбанк», Банк «Левобережный» (ОАО), ЗАО АКБ «Алеф-Банк», ОАО «НК Банк»
Московский кредитный банк	3 000 000 000 RUB	Росбанк, Райффайзенбанк	Московский кредитный банк
МДМ Банк	5 000 000 000 RUB	МДМ Банк, "Барклайс Капитал"	Глобэксбанк, HSBC, Ханты-Мансийский банк, Азиатско-Тихоокеанский Банк, АКБ Национальный Клиринговый Центр, Росэнергобанк, ОАО Банк Западный, Татфондбанк, Новикомбанк, АБ Финанс Банк, ОАО Банк АББ, Банк Проектного Финансирования (БПФ), Банк Зенит, Промсвязьбанк

Глобэкс банк	3 000 000 000 RUB	Глобэксбанк Соорганизаторы: Банк Петрокоммерц, МДМ-Банк, ФК Уралсиб, Связь- Банк, Россельхозбанк, АБ Россия	Банк Национальный Стандарт, Банк Казанский, Велес-Капитал
--------------	-------------------	---	--

На основе таблиц 2 и 3 можно сделать вывод о ещё одной тенденции в выпуске как акций, так и облигаций российскими банками: абсолютное большинство кредитных организаций формирует эмиссионный синдикат – временное объединение инвестиционных банков, выполняющих функции андеррайтеров и организаторов выпуска бумаг, что позволяет с большей вероятностью обеспечить полное покрытие спросом заявленного объёма выпуска бумаг.

В 99% случаев эмитенты приобретают организационные и андеррайтинговые услуги, доверяя компаниям, для которых эта деятельность является основной. А вот **платежного агента** коммерческие банки привлекают значительно реже, так как им удобнее осуществлять эти функции собственноручно, сокращая при этом свои расходы на организацию выпуска и обращения бумаг (стоимость услуг, например, Национального Расчётного Депозитария, входящего в группу ММВБ, составляет от 0,010% до 0,025% от суммы, подлежащей распределению)²⁶.

Кроме уже рассмотренных контрагентов, для организации выпуска эмитент обязан заключить договор на обслуживание с депозитарием и регистратором. В обязанности **депозитария** входит:

- открытие счетов депо и их использование для хранения сертификатов и/или учета прав на ценные бумаги;
- заключение договора попечителя счета для обслуживания счетов клиентов;

²⁶ <http://www.nsd.ru/ru/fees/general/>

- работа с ведущими расчетными депозитариями, обслуживающими торговые площадки;
- проведение перерегистрации ценных бумаг в реестрах владельцев;
- получение от эмитентов, распределение и перечисление на денежные счета клиентов доходов по ценным бумагам;
- оплата купонов и погашение купонов с зачислением средств на денежные счета клиентов;
- обеспечение клиента информацией об эмитенте, адресованной акционерам, включая рассылку бюллетеней для голосования, сведений о корпоративных мероприятиях;
- осуществление первичного контроля документов, поступающих на перерегистрацию в соответствии с требованиями реестродержателей, отслеживание сделок;
- осуществление операций блокирования ценных бумаг по поручениям клиентов в связи с проведением ими залоговых, расчетных или иных операций с ценными бумагами;

Регистратор же отвечает за обеспечение учета, реализации и защиты прав и законных интересов инвесторов с помощью:

- услуг по ведению реестра;
- учёта всех операций с акционерным капиталом;
- мониторинга структуры акционерного капитала: консолидация ценных бумаг у одного владельца, переход прав на крупные пакеты;
- правового сопровождения, организации и проведения общих собраний акционеров;
- ведения электронного документооборота.

Выстраивание необходимой PR-кампании и работа с инвесторами, подразумевающая так называемый премаркетинг — изучение спроса, а также встречи с потенциальными покупателями могут также входить в обязанности организатора выпуска, но например при организации очень крупного

размещения, ориентированного на широкий круг инвесторов, функции по проведению **PR-** и **IR-**кампаний возлагаются на специализированную организацию, обеспечивающую корректную и эффективную коммуникацию эмитента с российскими и международными финансовым СМИ, с инвестиционным сообществом, существующими акционерами, бизнес - партнерами, государственными органами. Кроме того, IR-консультант необходим и после проведения размещения: он помогает в подготовке текущих и ежегодных отчётов и пресс-релизов, связанных с итогами работы банка.

Большинство российских банков, проводивших публичное размещение своих акций, выбрали организаторами торгов российские **биржи** - ММВБ и РТС. Как правило проводить размещение акций зарубежом решаются самые крупные участники рынка: гигант банковского сектора ВТБ провёл IPO в 2007 году и SPO в начале 2011 на основном рынке Лондонской фондовой биржи (LSE), в апреле же 2011 года Открытое акционерное общество «Номос-Банк», восьмая по величине активов банковская группа в России и вторая крупнейшая частная российская универсальная банковская группа по величине активов, провела размещение глобальных депозитарных расписок на свои акции на той же Лондонской фондовой бирже.²⁷

Схема допуска бумаг к листингу в том или ином котировальном списке на двух крупнейших российских биржах одинаковая: требования к капитализации, к концентрации акций в руках одного акционера (не более 75%), к прибыльности деятельности за последние годы (отсутствие убытков за последние годы), к сроку осуществления деятельности компанией (не менее 3 лет), к наличию отчётности, составленной по международным стандартам (IFRS или US GAAP). К тому же и суммы комиссий за допуск к листингу и анализ предоставляемой документации одинаковы. На обеих биржах общая сумма затрат на выпуск акций составит около 100 тысяч

²⁷ <http://www.rbcdaily.ru/2011/04/19/finance/562949980098411>

рублей для компании с капитализацией 1,5 миллиарда рублей²⁸ (единственное различие заключается в том, что в информации о тарифах ММВБ указана стоимость ежегодного взноса за поддержание листинга акций – 100 тысяч рублей, а биржа РТС такой информации не предоставляет, но можно предположить, что всё же такой взнос существует и на этой бирже, а значит затраты на выпуск акций на обеих торговых площадках можно считать эквивалентными).

Рассмотрим условия выпуска акций на иностранной торговой площадке. Например, Лондонская фондовая биржа, являясь одним из лидеров в проведении IPO для зарубежных эмитентов (общая рыночная капитализация составляет 6,8 триллионов долларов, из которых 3,5 триллиона – капитализация зарубежных компаний)²⁹, предъявляет строго определённые требования к претендентам на листинг. Капитализация компании должна составлять не менее семисот тысяч фунтов стерлингов (что составляет примерно тридцать пять миллионов рублей), проспект эмиссии должен быть зарегистрирован в UKLA, не менее 25% акций должны находиться в свободном обращении, отчётность должна составляться в соответствии с международными стандартами бухгалтерской отчётности.³⁰

Затраты на выпуск депозитарных расписок на акции на этой бирже составят около 0,5 миллиона рублей для компаний с капитализацией 500 миллионов рублей, 1,5 миллиона - для компаний с капитализацией 1,5 миллиарда рублей и столько же для компаний с капитализацией 3 миллиарда рублей.³¹

Дочерняя структура Лондонской фондовой биржи Биржа альтернативных инвестиций (Alternative investment market - AIM) является одной из самых популярных в мире торговых площадок для первичного размещения бумаг. Объясняется это тем, что в отличие от LSE эта торговая

²⁸ Рассчитано на основании тарифов на обслуживание ММВБ и РТС

²⁹ www.londonstockexchange.com

³⁰ London stock exchange – A guide to capital markets, page 17 www.londonstockexchange.com

³¹ Рассчитано на основе тарифов на обслуживание LSE

площадка не ограничивает минимальный размер капитализации компании, проводящей IPO, и не требует обязательной регистрации выпуска в UKLA – комиссии по листингу Великобритании. Затраты на выпуск акций на этой бирже составят около полумиллиона рублей для компаний с капитализацией 500 миллионов рублей, 750 тысяч для компаний с капитализацией 1,5 миллиарда рублей и столько же для компаний с капитализацией 3 миллиарда рублей.³² Ещё одним отличием от размещения на российской бирже является обязанность эмитента нанять номада и брокера, которые включены в список на этой бирже, для допуска акций банка к листингу. Номадом может выступать инвестиционный банк, компания, чьей основной деятельностью является консультирование по вопросам корпоративного финансирования или ведения бухгалтерского учёта. В обязанности номада входит проведение due-diligence на предмет соответствия банка требованиям биржи, подготовка всей необходимой документации для подачи на биржу заявки о вхождении в число её участников, постоянный контроль за соответствием корпоративного управления, финансовой отчётности и деятельности банка в целом требованиям, предъявляемым к публичным компаниям, ознакомление банка со всеми нововведениями на бирже, а также отслеживание исполнения банком своих обязательств перед биржей.

По большому счёту, суммы, которые приходится уплачивать зарубежным биржам, даже таким как LSE, превышают те же сборы российских бирж в 2-4 раза. Для действительно крупных размещений это может быть совсем не существенным фактором, по сравнению с тем престижем, который получит компания в случае удачного размещения. Для компаний, с меньшей капитализацией и меньшим объёмом размещения сумма комиссии зарубежной биржи может оказаться существенной статьёй затрат, но вероятно не многие из таких компаний сделают выбор в пользу иностранного размещения в первую очередь не из-за затрат на комиссию, а

³² Рассчитано на основании тарифов на обслуживание AIM

из-за отсутствия зарубежных контрагентов и клиентов в других странах, способных обеспечить спрос на акции компании.

После принятия решения о том, на какой бирже будет проводиться размещение бумаг банка и успешного завершения этого процесса, новые ценные бумаги должны быть включены в перечень ценных бумаг, допущенных к обращению на бирже. В общем виде эта процедура состоит из следующих действий эмитента: подача заявления на допуск к обращению; анкета заявителя, содержащая основную информацию о банке-эмитенте и выпущенных ценных бумагах; копия учредительных документов; эмиссионные документы (решение о выпуске, проспект эмиссии, уведомление ФСФР о регистрации выпуска); финансовая отчетность.

Так называемые **маркетмейкеры** отвечают за обеспечение постоянного наличия двусторонних ценовых котировок на ценные бумаги, в отношении которых они зарегистрированы как маркетмейкеры. Они играют важную роль в функционировании вторичного рынка как источники ликвидности, обеспечивающие инвесторов эффективными средствами покупки и продажи ценных бумаг компании. Брокер может дополнительно взять на себя функции маркетмейкера в отношении ценных бумаг компании, и для этого он должен быть зарегистрирован на Бирже. Максимизация ликвидности станет основной задачей банка после выхода на рынок, однако планировать это направление можно уже на этапе допуска, с тем чтобы положительно влиять на активность торгов с самого начала. Несмотря на то, что роль маркетмейкера заключается в повышении ликвидности, на ликвидность влияет целый ряд факторов. Компания, активно взаимодействующая с инвесторами, учитывающая уровень публичного владения ее акциями и реализующая комплексную коммуникационную стратегию, может повысить уровень осведомленности существующих и потенциальных инвесторов о ее бизнесе, и это может самым положительным образом отразиться на ликвидности ее ценных бумаг.

В процессе вывода компании на публичный рынок обслуживающая коммерческий банк **юридическая фирма** консультирует его по множеству самых разнообразных вопросов, включая корпоративную структуру банка, необходимую документацию и обязанности директоров в связи с публичным размещением бумаг и связанным с этим привлечением капитала. Если говорить более конкретно, в функции юристов будет входить:

- проведение юридической экспертизы бизнеса;
- консультирование по вопросам подготовки проекта документа о допуске;
- согласование условий договора о размещении между банком, директорами, уполномоченным консультантом и брокером;
- подготовка трудовых договоров с директорами и прочими ведущими сотрудниками;
- консультирование директоров банка по вопросам их ответственности и корпоративного управления;
- консультирование в целом по правовым аспектам процесса публичного размещения ценных бумаг.

Функции бухгалтерской фирмы, составляющей отчетность, заключаются в рассмотрении и подготовке отчетов по ряду ключевых аспектов: финансовое положение, процедуры подготовки финансовой отчетности, налоги и схемы выплат по ценным бумагам, а также раскрытие финансовой информации за прошлые периоды. При выполнении этих функций бухгалтерская фирма, составляющая отчетность, отвечает за выявление потенциальных проблем на ранних стадиях процесса с тем, чтобы обеспечить скорейшее их устранение. Бухгалтерская фирма, составляющая отчетность, привносит в процесс выхода на публичный рынок важный независимый взгляд и обеспечивает инвесторам дополнительные гарантии того, что компания подверглась надлежащей финансовой экспертизе.

Как правило, бухгалтерская фирма предоставляет услуги по составлению:

- детального отчета по результатам всестороннего предварительного исследования (Long Form report);
- пояснительного отчета (commentary report) и письма-подтверждения (comfort letter) по оборотному капиталу;
- пояснительного отчета (commentary report) и письма-подтверждения (comfort letter) по процедурам составления финансовой отчетности;
- отчета аудитора для опубликования в проспекте эмиссии, содержащего историческую финансовую информацию;
- отчета для опубликования в проспекте эмиссии в отношении гипотетической (pro forma) финансовой информации;
- отчета для опубликования в проспекте эмиссии в отношении прогнозов прибыли и иных оценок;
- прочих писем-подтверждений (comfort letters).³³

Так как процесс вывода компании в статус публичной сопряжён с большим количеством рисков, так же как и конструирование крупных облигационных займов, для банка целесообразно застраховать свою ответственность. Как правило при проведении IPO используются два типа **страхования**: D&O и POSI. Страхование **D&O** (Directors and officers liability insurance³⁴) защищает органы управления банка от возможных исков, поданных вследствие проведения публичного размещения бумаг. Но в то же время риски, связанные с процессом проведения IPO, часто носят специфический характер и не могут быть полностью покрыты D&O. Для обеспечения гарантии защиты прав самого банка и инвесторов, вкладывающих средства в выпускаемые ценные бумаги, существует страхование **POSI** (Public offering of securities insurance³⁵), покрывающее ответственность органов управления банка, андеррайтера в части всех

³³ A guide to AIM p.30

³⁴ http://www.accessunderwriting.co.uk/professional/directors_officers.html

³⁵ http://www.chartisinsurance.com/CG-Public-Offering-of-Securities_911_217157.html

действий, связанных с составлением проспекта эмиссии, искажением финансовой отчётности, проведения предварительных road-show и других принятых решений при проведении IPO.

Выбор партнёров, участвующих в организации размещения, - решение, способное значительно повысить вероятность успешного проведения эмиссии ценных бумаг. Именно в силах организатора и андеррайтера привлечь тот круг инвесторов, на который рассчитывает эмитент, обеспечить отсутствие сложностей во взаимодействии с государственными регулирующими органами, создать ликвидный вторичный рынок.

2.2 Финансовый инжиниринг выпускаемых банком ценных бумаг

Финансовый инжиниринг – деятельность по конструированию и выведению на рынок новых разновидностей финансовых инструментов в соответствии с потребностями эмитентов и инвесторов в ликвидности, прибыльности, специальных стратегиях, при поддержании необходимого уровня рисков.³⁶

На основе методов финансового инжиниринга на рынке облигаций, приведённых авторами Руководства по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций³⁷, включив в рассмотрение также и выпуск акций, определим общие методы финансового инжиниринга, применяемые банками при принятии решения о выпуске ценных бумаг:

- формирование специфических характеристик бумаги (номинал, способ закрепления прав, порядок определения цены размещения, для акций – дивидендная политика, для облигаций - размеры купона и дисконта и частота их выплат, возможность выпуска облигаций траншами, срок, предоставление оферт по выкупу бумаг, наличие обеспечения и др.).

³⁶ Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций / Я.М.Миркин, С.В.Лосев, Б.Б.Рубцов, И.В.Добашина, З.А.Воробьёва. – М., 2004, стр.159

³⁷ Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций / Я.М.Миркин, С.В.Лосев, Б.Б.Рубцов, И.В.Добашина, З.А.Воробьёва. – М., 2004стр.162

- **структурирование** бумаги, то есть включение в структуру бумаги опциона или фьючерса. Самый распространённый пример структурирования при эмиссии бумаг – индексация суммы выплат по облигациям в зависимости от изменений различных показателей: стоимости ценных бумаг, процентных ставок, индексов.
- **декомпозиция** бумаги, напротив, подразумевает разделение бумаги на несколько самостоятельно обращающихся финансовых инструментов. Наиболее распространённый пример – стриппирование (STRIP – Separate TRading of Interest and Principal) – раздельное обращение основной суммы долга и купонного дохода³⁸;
- **выпуск пакетного продукта**³⁹, включающего связанные с бумагой общей конструкцией финансовые инструменты, отдельно обращающиеся на других рынках.

Кроме того, при разработке параметров выпуска, деривативы могут использоваться не только как инструмент, встраиваемый в ценную бумагу в целях удовлетворения интересов инвесторов. Производные финансовые инструменты, например опционы, могут выпускаться и для андеррайтеров выпуска. Сельскохозяйственный банк Китая был второй в мире компанией, использовавшей так называемый greenshoe опцион (over-allotment option – опцион доразмещения⁴⁰, опцион зелёного ботинка – назван в честь компании, впервые использовавшей такой дериватив) при первичном размещении, после своего конкурента - банка ICBC. Greenshoe опцион даёт право андеррайтеру увеличить число акций выпуска (как правило, в пределах 15%) в течение определённого времени после начала торговли при наличии превышающего предложение спроса на акции. Такой опцион способен

³⁸ Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций / Я.М.Миркин, С.В.Лосев, Б.Б.Рубцов, И.В.Добашина, З.А.Воробьева. – М., 2004, стр.162

³⁹ Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций / Я.М.Миркин, С.В.Лосев, Б.Б.Рубцов, И.В.Добашина, З.А.Воробьева. – М., 2004, стр.162

⁴⁰ <http://www.investopedia.com/terms/g/greenshoe.asp>

обеспечить дополнительную стабилизацию цены акций, так как даёт андеррайтеру право увеличить предложение и сгладить ценовые колебания при слишком большом спросе. Такая же схема была использована при недавнем размещении Номос-банка: один из крупнейших держателей акций банка, которые продавались по открытой подписке, компания Lobston Enterprises Limited предоставила банкам-организаторам IPO опцион доразмещения на 15% от общего объёма ГДР.⁴¹

Рассмотрим какие конкретно характеристики выпускаемых акций и облигаций используются российскими банками как инструменты формирования оптимального механизма привлечения средств.

Объём выпуска акций для коммерческого банка – эмитента определяется, в первую очередь, его потребностью в привлечении капитала. В первой главе уже была рассмотрена основная причина, мотивирующая российские кредитные организации искать источники увеличения своей капитализации – а именно, постоянно ужесточающиеся требования к достаточности капитала. Но особенностью процесса определения оптимального объёма выпуска для коммерческого банка является и то, что в силу специфики своей деятельности и высокой социальной ответственности, кредитные организации обязаны соблюдать нормативы ликвидности, а также формировать резервы в соответствии с требованиями законодательства. Коммерческим банкам в значительно большей степени, чем многим другим организациям, проводящим первичное размещение, приходится оценивать сопряжённые с этим процессом риски. Несмотря на то, что выпуск облигационных займов рассматривается эмитентами как менее трудоёмкий и рискованный процесс, чем выпуск в обращение акций, значение успеха в этом деле для компании может оказаться не менее высоким. Облигационные займы используются банками для финансирования своей инвестиционной деятельности, для удовлетворения спроса клиентов на получение кредитных

⁴¹ www.offerings.ru

средств, для формирования положительной кредитной истории как один из этапов подготовки к будущему размещению акций. В ходе определения объёма облигационного займа в дополнение к тем же параметрам, что влияют на выбор объёма размещения акций, организаторы выпуска оценивают имеющееся в наличии у эмитента обеспечение.

Такие параметры как **номинал** выпускаемых бумаг и **валюта** выпуска зависят в первую очередь от того, каким представляется круг потенциальных инвесторов, целевой аудитории, на которую рассчитан выпуск. В соответствии с тем, насколько крупные инвесторы должны стать владельцами выпускаемых бумаг, увеличивается номинал инструмента; в зависимости от нацеленности эмитента на работу с иностранными инвесторами, либо высокой степени привязанности его деятельности к работе с валютными операциями, определяется валюта выпускаемых бумаг (для облигаций).

При определении валюты номинала выпускаемых ценных бумаг возникает также и вопрос о возможности размещения валютного выпуска на зарубежной бирже или на внебиржевом иностранном рынке. Основные требования к выпуску депозитарных расписок на акции российских эмитентов, предъявляемые зарубежными торговыми площадками были рассмотрены ранее, остановимся на таком инструменте как еврооблигация. Еврооблигация – это бумага, выпускаемая в валюте, являющейся иностранной для эмитента, на территории зарубежного государства в соответствии с законодательством этой страны с помощью международного синдиката андеррайтеров. Доходности еврооблигаций российских банков превышают доходность по банковским депозитам в иностранной валюте в среднем на 4 – 5%.⁴² Купить еврооблигации и другие иностранные ценные бумаги в России могут только квалифицированные инвесторы⁴³.

⁴² По оценкам Bloomberg

⁴³ ФЗ «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ от 22.04.1996

Банки выступают крупнейшими участниками рынка еврооблигаций: сегодня соотношение российских банков и управляющих компаний в транзакциях по размещению еврооблигаций составляет 9/1.⁴⁴ Большинство выпущенных крупных займов данного типа номинированы в долларах и эмитентами их выступают ведущие банки, как правило с государственным участием в капитале. В 2010 году пятилетние еврооблигации разместили ВТБ (на сумму 1,25 миллиарда долларов с доходностью около 6,5% годовых, срок погашения - 4 марта 2015 года) и Банк Москвы (объём эмиссии 750 миллионов долларов, под 6,7% годовых).

При этом распространённой практикой на российском рынке является выпуск еврооблигаций, номинированных в рублях. Для выпуска таких бумаг формируются проектные компании – *Special purpose vehicle* – дочерние компании, создаваемые для осуществления конкретных сделок, часто в Ирландии или Люксембурге. Номинал бумаг и купонные платежи при этом в большинстве случаев конвертируются из рублей в доллары США.

Порядок определения цены размещения ценных бумаг, размещаемых путем подписки, может⁴⁵:

1. устанавливаться *в виде формулы с переменными*, значения которых не могут изменяться по усмотрению кредитной организации - эмитента. Переменными могут выступать: курс определенной иностранной валюты, котировка определенной ценной бумаги у организатора торговли на рынке ценных бумаг и другие.
2. *определяться советом директоров* кредитной организации – эмитента: а) в ходе торгов, осуществляемых при размещении ценных бумаг; б) как цена отсечения – минимальная цена, ниже которой эмитент не станет размещать бумаги; в) в виде иных требований или условий, в соответствии с которыми

⁴⁴Соловьёв А. Еврооблигации российских эмитентов — время проводить роуд-шоу и в Москве / Ведомости – М., - 23 августа 2010

⁴⁵ Инструкция 128-И ст.10.2.2

уполномоченным органом управления кредитной организации - эмитента должна определяться цена размещения ценных бумаг.

Тип подписки. Размещение ценных бумаг путём открытой подписки сопряжено со сложнейшим процессом подготовки, с поиском подходящих организаторов размещения, с большими затратами и крупными рисками, но позволяет банку помимо повышения деловой репутации получить доступ к средствам широчайшего круга институциональных и индивидуальных инвесторов. Размещения, проводимые по закрытой подписке как правило проводятся в рамках сделок, заключаемых мажоритарными акционерами банка, зачастую в связи с планируемыми кардинальными изменениями в структуре бизнеса. Самый известный пример – Акционерный Коммерческий Банк Росбанк. На протяжении последних лет новостные агентства не раз сообщали о возможности выхода банка на IPO, но в итоге руководством банка было принято решение продать свои акции финансовой группе Societe Generale. После заключения этой сделки банк размещал дополнительные выпуски акций также по закрытой подписке. Так в августе 2010 года Росбанк разместил дополнительные акции общей стоимостью в почти пять миллиардов рублей в пользу Societe Generale (82% допэмиссии) и кипрской компании ICFI (18% допэмиссии), после чего под контролем Societe Generale оказалось 81,5% всего капитала созданной на основе слияния с Росбанком группы.

Акции, выпускаемые коммерческими банками, могут быть только именованными, облигации же - **именными или на предъявителя**. В **документарной** форме могут выпускаться только предъявительские облигации. Самым оптимальным вариантом, наиболее часто встречающимся на современном финансовом рынке, являются облигации на предъявителя с обязательным **централизованным хранением сертификата** (как правило глобального – единственного сертификата, удостоверяющего права на весь выпуск бумаг). Именно эта форма удостоверения прав делает процедуру

перевода прав на бумаги наиболее простой и сопряжённой с меньшими затратами денег и времени.

Порядок выплаты дохода по бумагам. При выпуске облигаций банк выбирает между дисконтными (доход определяется как разница между ценой погашения и ценой размещения) и купонными облигациями (предусматривают процентные выплаты, способы определения размера и частоты начисления купона будут рассмотрены далее в настоящем параграфе). Анализ облигационных займов российских кредитных организаций показывает, что большинство выпущенных бумаг – купонные. Объясняется это во многом за счёт того, что налог на операции с ценными бумагами подлежит уплате с суммы номинальной стоимости бумаг, тогда как при выпуске дисконтных облигаций банк получит меньший объём средств, чем тот, который выступал налоговой базой при расчёте данного налога. Кроме того, отчисления в фонд обязательных резервов кредитной организации также формируется на основании номинальной стоимости выпущенных облигаций. В последние же годы большой популярностью среди кредитных организаций стали пользоваться биржевые облигации, которые не могут выпускаться с дисконтом согласно требованиям законодательства (подробнее о биржевых облигациях будет рассказано в третьей главе).

Выплаты же дивидендов по акциям определяются таким документом, как Дивидендная политика, как правило, стандартным и не отличающимся среди разных кредитных организаций. Документом регулируется порядок определения объёма дивидендов – как процента от чистой прибыли, рассчитанной на основании бухгалтерской отчётности. Чаще всего банком не указывается конкретная цифра, но есть случаи, когда устанавливается нижняя граница возможных выплат: например, дивидендная политика банка ВТБ содержит указание на то, что на выплату дивидендов будет

направляться не менее 10% чистой прибыли⁴⁶ (в дивидендной же политике Сбербанка нет оговорённого процента⁴⁷, но тем не менее в течение последних двух лет выплаты также составляли 10% от чистой прибыли). При этом всегда присутствует указание на то, что выплата дивидендов банком является его правом, но не обязанностью. Также дивидендная политика содержит информацию о сроках вынесения общим собранием акционеров решения о выплате или невыплате дивидендов: раз в квартал, в полугодие, девять месяцев или год.⁴⁸ Выплата дивидендов по акциями также связана с типом выпущенных акций: по обыкновенным акциям дивиденды могут не выплачиваться, по привилегированным же невыплаченные дивиденды считаются накопленным долгом и выплачиваются в следующем периоде (такие акции известны под названием кумулятивные акции).

Тип выплачиваемого купона по облигациям это один из самых гибких параметров, позволяющих конструировать оптимальные условия выпуска облигационного займа. Во-первых, банк-эмитент может выбирать непосредственно тип купона: постоянный, установленный как процент от номинала и не меняющийся до момента погашения бумаги; фиксированные купоны, установленные для каждого купонного периода при размещении бумаг, то есть имеющие разную величину, но заранее известные; плавающий купонный доход рассчитывается на основании определённой при размещении формулы таким образом, чтобы величина купона менялась от одного купонного периода к другому, но порядок расчёта оставался неизменным. Во-вторых, эмитент имеет право выбрать наиболее удобный для себя способ определения купона. Например, не устанавливая размер купона традиционно решением органов управления, а включив этот параметр в заявку, подаваемую инвесторами. Таким образом, по мере заполнения книги заявок эмитент может получить информацию об оценке купонных

⁴⁶ Дивидендная политика ВТБ

⁴⁷ Дивидендная политика Сбербанка

⁴⁸ ФЗ «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ глава 5 ст.42 п.1

ожиданий от самих инвесторов, что часто позволяет снизить заранее запланированный диапазон ставки купона и уменьшить стоимость своего заимствования. В-третьих, эмитент определяет частоту выплаты купона. Все эти параметры возможно комбинировать. Для примера рассмотрим купонные облигации Альфа-банка, размещённые восьмого февраля 2011 года: объём эмиссии составил 5 миллиардов рублей, номинал облигации равен тысяче рублей, срок обращения – 5 лет, купон выплачивается один раз в полгода, первые шесть купонов установлены в размере 8,25% годовых, остальные купоны будут определены эмитентом при наступлении срока выплаты.

Использование механизма **безотзывной оферты** на досрочный выкуп имеет очень большое значение для банков-эмитентов. Выпустив долгосрочные облигации, но при этом оговорив при выпуске сроки выставления оферты, например по прошествии половины срока до погашения, эмитент фактически получает краткосрочные облигации. Это позволяет, во-первых, привлечь больше инвесторов, снизив рискованность своего выпуска, ведь чем больше срок до погашения облигации, тем больше риск по ней при прочих равных условиях.⁴⁹ Во-вторых, эмитенту не приходится дважды проходить процесс регистрации проспекта эмиссии, уплаты налога на операции с ценными бумагами при выпуске облигаций с офертой, в отличие от выпуска взамен него двух краткосрочных займов. Кроме того после выкупа у инвестора облигаций по итогам выставленной оферты бумаги не считаются погашенными и могут быть снова проданы эмитентом. Те же облигации Альфа-банка, что были рассмотрены выше, выпущены с офертой: срок выставления оферты - по прошествии трёх лет с даты размещения облигаций, условия оферты – бумаги выкупаются по цене 100% от номинала.

Право инвесторов на сокращение срока до погашения облигаций реализуется также с помощью встраивания в выпускаемую облигацию

⁴⁹ Измеряется при помощи показателя дюрации

опциона put. В отличие от безотзывной оферты этот механизм подразумевает право инвестора не продать эмитенту свои облигации, а погасить их. Право на досрочное погашение может иметь не только инвестор, но и банк-эмитент. Реализуется оно при помощи выпуска отзывных облигаций.

Конструирование характеристик выпускаемых бумаг – одна из самых ответственных частей всего процесса организации выпуска и обращения, ведь от неё напрямую зависит большинство принимаемых решений. Именно подбор подходящих параметров выпуска позволяет обеспечить необходимый объём привлекаемых средств, распределение поступлений по времени, подобрать оптимальную схему расчётов с инвесторами, учесть влияние рисков, сформировать эффективную по временным и финансовым затратам схему учёта перехода прав на ценные бумаги, выстроить рынок вторичного обращения с высокой ликвидностью. Несмотря на то, что и акции и облигации нельзя сравнить по широте выбора параметров, определяемых при выпуске, например, производных финансовых инструментов, или структурированных продуктов, нельзя сказать, что в российской практике недостаточно механизмов, позволяющих провести эмиссию, максимально удовлетворяющую потребности банка.

2.3 Оценка эффективности проведённого публичного размещения

По завершении долгого и непростого процесса первичного размещения ценных бумаг приходит время задаться вопросом о том, насколько эффективной оказалась работа организатора и самого банка. Проводить такую оценку можно по множеству формальных и неформальных показателей. Рассмотрим основные из них.

В первую очередь показателем успешности проведённого размещения для эмитента становится проявленный инвесторами интерес к бумагам –

степень превышения спроса над предложением, о чём можно судить по переподписке в книге заявок.

Второй показатель – это анализ цены размещения. Резкое падение стоимости бумаг на следующий день после размещения рассматривается как неудача и эмитента, и андеррайтера, не выполнившего в полной мере свои обязательства по стабилизации цены. Очень интересным, но в то же время противоречивым является процесс определения эффективности выхода компании в статус публичной путём оценки стоимости размещения ценных бумаг при её росте после размещения. Специалистами, проводившими исследования в этой области, предлагается два основных подхода: первый – сравнение цены в первый день после размещения с ценой размещения – определение недооценки IPO (IPO underpricing); второй – сравнение цены размещения с заранее установленным андеррайтером и эмитентом диапазоном цены размещения.

Недооценка IPO представляется противоречивым показателем для оценки эффективности выпуска, поскольку с одной стороны, при превышении цены закрытия торгов на следующий день после размещения, эмитент мог бы получить больше средств, разместив бумаги по цене выше выбранной в итоге; с другой стороны рост цены бумаг можно рассматривать как справедливую плату за риск для инвесторов, для которых недооценка IPO может рассматриваться как положительное явление. Но всё же проведённые специалистами исследования⁵⁰ позволили сделать вывод, что недооценку IPO неверно объяснять только как премию за риск и результат неверной оценки будущего поведения рынка, так как анализ статистических данных проведённых в мире первичных размещений показывает, что доходность первого дня торгов, как правило, слишком высока по сравнению с последующими доходностями этой же ценной бумаги и к тому же снижается

⁵⁰ Например, Репин Д., Солодухина А. Поведенческие корпоративные финансы. Обзор. 2008 год
<http://ssrn.com/abstract=1133842>

уже на следующий день, а значит, недооценка как премия за риск инвесторов не может быть единственным объяснением.

Недооценку IPO можно представить в виде формулы:

$$\text{недооценка IPO} = \frac{(\text{цена}_{\text{закрытия_первого_дня_торгов}}) - (\text{цена}_{\text{размещения}})}{\text{цена}_{\text{размещения}}} \quad (1)$$

Объяснения существованию недооценки IPO даются в основном в рамках бихевиаристской теории финансов. Первое объяснение – эффект стадного чувства (bandwagon effect⁵¹): по мнению приверженцев этой теории организатор выпуска намеренно занижает цену размещения, чтобы вызвать ажиотаж среди инвесторов.

Вторая теория – обратная связь с рынком (market feedback⁵²). Если андеррайтер, занимающийся сбором заявок, понимает, что инвесторы честно называют свои оценки выпускаемых бумаг, не занижая цены своего предложения на покупку, то он принимает решение наградить их, разместив выпуск по заниженной цене, так как становится очевидным, что привлечь запланированный объём капитала удалось.

Третье объяснение недооценки первичного выпуска – теория размывания собственности (ownership dispersion⁵³). Согласно этой теории компания-эмитент может намеренно занижать стоимость размещения, создавая повышенный спрос, с целью привлечения большого круга инвесторов. В такой ситуации бумаги эмитента оказываются во владении у большего числа инвесторов, защищая его от возможности снижения контроля за компанией мажоритарных акционеров.

Вернёмся ко второму подходу оценки эффективности выбранной цены размещения – сравнению её с предварительно установленным диапазоном.

⁵¹ Ritter, J. (1998), "Initial public offerings," Contemporary Finance Digest

⁵² Ritter, J. (1998), "Initial public offerings," Contemporary Finance Digest

⁵³ Ritter, J. (1998), "Initial public offerings," Contemporary Finance Digest

Для этого можно рассчитать индекс изменения цены размещения (price revision index⁵⁴).

$$PRI = \frac{\text{Цена_первичного_размещения_Верхняя_граница_установленного_диапазона}}{\text{Верхняя_граница_установленного_диапазона}} \quad (2)$$

На первый взгляд, очевидно, что чем ближе цена размещения к верхней границе диапазона, тем более успешным считается проведённое IPO.

Но исследователи, изучавшие вопрос оценки эффективности проведённого первичного размещения, выявили противоречие между двумя подходами к анализу цены размещения, получившее название «феномен частичного приспособления». Противоречие заключается в следующем: чем выше цена размещения по сравнению с серединой установленного организатором диапазона цены размещения, тем выше недооценка IPO. Для иллюстрации этого феномена рассмотрим два размещения акций, проведённых практически одновременно двумя российскими банками:

Таблица 4 – Анализ цены размещения банков Возрождение и ВТБ в 2007 году

дата размещения	банк	диапазон цены размещения		фактическая цена размещения	цена закрытия первого дня торгов	отклонение от верхней границы диапазона	недооценка по итогам первого дня торгов
		нижняя граница	верхняя граница				
15 мая 2007	Возрождение	57 \$	63 \$	59 \$	62,77 \$	-6,35%	6,38%
28 мая 2007	ВТБ	0,113 руб.	0,139 руб.	0,136 руб.	0,1449 руб.	-2,16%	6,54%

Из таблицы видно, что акции ВТБ, цена размещения которых была больше приближена к верхней границе предварительно установленного ценового диапазона, выросли в первый день торгов больше, подтверждая феномен частичного приспособления.

Объяснение феномена частичного приспособления следующее: чем большую недооценку ожидают инвесторы, тем ближе цены заявок к верхней

⁵⁴ Ивашковская И.В., Харламов Л.С. Эффективность ценообразования российских IPO. Журнал «Корпоративные финансы» №3 2007 стр.54

границе ценового диапазона и тем больше должна быть фактическая недооценка, чтобы компенсировать инвесторам потери от раскрытия информации (другими словами, андеррайтер лишь частично приспособливает цену размещения к растущему спросу в качестве мотивации инвесторов)⁵⁵. Это объяснение фактически повторяет теорию обратной связи с рынком как объяснения недооценки бумаг при IPO.

Таким образом, размещение бумаг банка по цене, полностью соответствующей их реальной оценке, во многом является следствием решения эмитента и организатора. Стимулирование спроса за счёт занижения цены позволяет привлечь как правило инвесторов-спекулянтов. Уоррен Баффетт, председатель совета директоров и исполнительный директор компании Berkshire Hathaway, один из богатейших людей мира и самых успешных инвесторов, в своей книге «Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями» говорит, что сам не стал бы покупать акции своей компании, будучи инвестором, потому что они не недооценены. Главный принцип деятельности его компании – служение интересам акционеров и справедливая оценка бумаг компании, позволяющая собственникам получать доход, полностью соответствующий результатам работы компании.

Ещё один аспект, позволяющий определить успешность проведённого размещения бумаг это сформировавшийся круг инвесторов. При рассмотрении основных параметров, которые определяет для себя эмитент в процессе конструирования выпуска, упоминалось, что выбор круга инвесторов, на которых ориентирован выпуск, находится в числе первых решаемых им задач. Именно от принятия этого решения во многом зависят другие характеристики выпускаемых бумаг. Если круг инвесторов, которые вложили свои средства в выпущенные ценные бумаги, оказался не

⁵⁵ Loughran, T., and J. Ritter (2002), “Why don’t issuers get upset about leaving money on the table in IPOs?”, *The Review of Financial Studies*

соответствующим ожиданиям эмитента и андеррайтера, размещение нельзя назвать успешным. Важно чтобы андеррайтер смог сформировать такой круг потенциальных инвесторов, чтобы он был сбалансирован в соответствии с ожиданиями инвестора относительно последующей ликвидности бумаг и наличия инвесторов, ориентированных на долгосрочные вложения.

Как показатель эффективности завершённой организации размещения можно использовать и объём произведённых затрат. Специалистами, оценивающими эффективность использования капитала, например Николаем Переверзевым⁵⁶, предлагается сопоставить стоимость проведённого первичного размещения со средневзвешенной стоимостью капитала банка-эмитента (Weighted Average Cost of Capital). Первичное размещение можно считать эффективным в случае превышения WACC над стоимостью размещения, рассчитанной как отношение затрат на организацию выпуска бумаг к объёму привлечённого капитала.

Средневзвешенная стоимость капитала в самом общем виде рассчитывается как⁵⁷:

$$WACC = Kd \times \frac{D}{D + E} + Ke \times \frac{E}{D + E} \quad (3)$$

Где Kd – средняя стоимость заёмного капитала

Ke – стоимость собственного капитала

D – заёмный капитал

E – собственный капитал

В классическом понимании долгом кредитной организации являются средства, привлечённые в виде депозитов от клиентов банка. Соответственно

⁵⁶ Переверзев Николай Методика оценки эффективности IPO Журнал "Финансовый директор" № 2, 2006 год

⁵⁷ Никонова И.А., Шамгунов Р.Н. Стратегия и стоимость коммерческого банка стр.69

затратами на обслуживание долга будут считаться процентные расходы по привлечённым депозитам. Но некоторые специалисты, в том числе А.Дамодаран⁵⁸, считают, что так как привлечение депозитов является для банков *не финансовой, а операционной деятельностью*, их не стоит принимать за показатель долга; да и расчёт WACC для предприятий финансового сектора представляется не совсем целесообразным.

Возвращаясь к классическому пониманию долга и его стоимости для кредитной организации, формула расчёта WACC примет следующий вид⁵⁹:

$$WACC = MVe * Ke + MVd * Kd \quad (4)$$

$$MVe = CSP \times Ns \quad (5)$$

$$MVd = IE \times \frac{1 - (1 + Km)^{-T}}{Km} + \frac{BVd}{(1 + Km)^{-T}} \quad (6)$$

$$Ke = Krf + Kp \times \beta \quad (7)$$

$$Kd = Km \times (1 - Tax) \quad (8)$$

Где MVe – рыночная стоимость собственного капитала (Market Value of equity)

MVd – рыночная стоимость долга (Market Value of debt)

Ke – стоимость собственного капитала

Kd – стоимость долга

CSP – текущая стоимость акции (Current Stock Price)

Ns – количество акций в обращении

IE – расходы на выплату процентов (Interest Expenditure)

Km – рыночная ставка процента

⁵⁸ Aswath Damodaran Valuing financial service firms – 2009 <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

⁵⁹ Никонова И.А., Шамгунов Р.Н. Стратегия и стоимость коммерческого банка стр.70

BVd – балансовая стоимость долга (Balance Value of debt)

T – средний срок погашения долга

Krf – безрисковая ставка процента

Kp – премия за риск

β – бета-коэффициент

Tax – ставка налога

После расчёта средневзвешенной стоимости капитала до проведения IPO её нужно сравнить со стоимостью организации выпуска бумаг. Для расчёта этой стоимости банк составляет смету расходов на проведение IPO⁶⁰. Все затраты можно разделить на прямые и косвенные: к прямым затратам относится оплата услуг всех организаций, принимавших участие в процессе подготовки и проведении IPO – финансового консультанта, организатора, андеррайтера, юридического консультанта, фирмы, составляющей бухгалтерскую отчётность, биржи, депозитария, регистратора и т.д., расходы на раскрытие информации, на проведение road-show; к косвенным же затратам можно отнести расходы на совершенствование процедур корпоративного управления, расходы на устранение аффилированности между юридическими лицами, повышение налоговой нагрузки в связи с повышением прозрачности ведения бизнеса.

После составления сметы, необходимо оценить в процентах стоимость привлеченного капитала, то есть определить отношение итоговой суммы затрат на проведение IPO к сумме привлекаемого рыночного капитала.

Оценка эффективности проведенной процедуры организации выпуска и обращения ценных бумаг коммерческого банка – вопрос, однозначного ответа на который нет. Многие специалисты расходятся во мнениях на счёт применения того или иного метода оценки цены размещения. Единого

⁶⁰Переверзев Николай Методика оценки эффективности IPO Журнал "Финансовый директор" № 2, 2006 год

объяснения закономерностям, наблюдаемым по итогам размещений большинства российских банков (например, недооценка, наблюдаемая по итогам первого дня обращения акций, в диапазоне 6 – 7 %⁶¹), тоже нет. Поэтому главное, чем стоит руководствоваться эмитенту, да и организатору размещения тоже, - степень достижения изначально поставленных задач: удалось ли привлечь нужный объём средств, сформировался ли подходящий круг инвесторов, ликвидный вторичный рынок.

По итогам проведения организации размещения должны быть удовлетворены интересы не только банка-эмитента, но и инвесторов, и что немаловажно – организатора размещения и андеррайтера. Именно формирование всего процесса на взаимовыгодных условиях, когда не ущемляются права ни одной из сторон, принимающей участие в процессе размещения, и является признаком эффективности выпуска бумаг. Кроме того, окончательно понять насколько целесообразным оказалось размещение ценных бумаг, можно лишь в долгосрочном периоде.

⁶¹ Рассчитано как превышение цены закрытия торгов в первый день обращения акций над ценой размещения на основе данных, представленных в отчётах об итогах выпуска ценных бумаг и на официальном сайте ММВБ

3 Проблемы и перспективы развития процесса организации выпуска и обращения ценных бумаг коммерческих банков

3.1 Перспективы развития рынка банковских ценных бумаг

По результатам исследования, проведённого специалистами компании Ренессанс Капитал, 2010 год приблизился по показателям рынка первичных размещений акций к докризисному 2007 году (в 2007 году объём проведённых IPO составил 265 миллиардов долларов, в 2008 – 81 миллиард, в 2009 – 106 миллиардов, в 2010 – 235 миллиардов).⁶² Причём 18,8% первичных размещений приходится на финансовый сектор.⁶³ Каковы же основные тенденции в развитии рынка банковских IPO в России и мире?

Абсолютным лидером в сфере банковских IPO, как по количеству размещений, так и по объёму привлечённых средств по-прежнему остаётся Китай. Все первичные размещения акций банков в Китае были проведены в рамках приватизации, главной их целью было способствование развитию рыночных механизмов в экономике. Первым банком Китая, привлёкшим средства посредством первичного размещения акций, стало гонконгское подразделение Bank of China – BoC Hong Kong – в 2002 году. Благодаря высокому интересу со стороны местных инвесторов, поддержавших первое публичное размещение национального банка, заявки на покупку превысили объём предложения в двадцать пять раз. По окончании размещения BoC Hong Kong привлёк более двух с половиной миллиардов долларов. Вторым ещё более успешным оказалось размещение China Construction Bank в 2005 году. Спрос на акции в этот раз превысил предложение не в двадцать пять, а более чем в 40 раз. Итогом IPO стало привлечение девяти миллиардов долларов. В мае 2006 года 10,5% своих акций разместил на Гонконгской бирже Bank of China, собрав одиннадцать миллиардов долларов. Подписка на акции Bank of China со стороны частных инвесторов перекрыла предложение

⁶² 2010 Global IPO Market Review and 2011 Outlook Renaissance Capital ipo expert стр.1

⁶³ См. приложение Б

в 76 раз. В октябре 2006 года впервые первое место по объёму привлечённых средств среди всех проведённых IPO занял банк - Industrial and Commercial Bank of China. Общая сумма размещения составила двадцать один миллиард долларов. Главной причиной успеха IPO ICBC, по мнению аналитиков, стало господствующее положение банка в стране с 1,3-миллиардным населением и стремительно развивающейся экономикой. Дополнительно спрос на акции банка стимулировала более скромная первоначальная оценка ICBC по сравнению с другими китайскими банками. Летом 2010 года состоялось размещение Agricultural Bank of China, ставшее крупнейшим первичным размещением не только в банковской сфере, а во всей истории IPO . После исполнения опциона на доразмещение общая сумма привлечённых средств составила более двадцати двух миллиардов долларов.

Французские банки по части успешных IPO уступают китайским, но также входят в число крупнейших банковских IPO мира. IPO банков во Франции проходили с начала 90-х годов и были так же как и в Китае связаны с политическими реформами. Одним из первых в октябре 1993 года был приватизирован Banque Nationale de Paris. Подписка на акции банка превысила объем предложения в пять раз. В результате BNP удалось привлечь в ходе IPO около \$3 млрд. Успех был закреплен тем, что в течение нескольких дней после начала торгов акции BNP выросли в цене почти в полтора раза. Еще одним крупным IPO во французской банковской сфере стало размещение в 1999 году акций государственного банка Credit Lyonnais. Credit Lyonnais оказался тогда в сложной ситуации. После бурного роста в 1980-х годах банк после нескольких неудач с крупными инвестициями в начале 1990-х оказался на грани банкротства. В марте 1999 года было объявлено о планах приватизации Credit Lyonnais. В июне того же года акции банка вышли на биржу. Из 80-процентного пакета, выставленного на продажу, институциональные инвесторы имели право купить не более трети акций банка. Сотрудники банка получили право на 10% капитала, еще 10% государство оставляло себе. Подписка получилась больше предложения в 30

раз. В ходе IPO Credit Lyonnais привлек \$3,6 млрд. В 2001 году IPO провёл крупнейший во Франции розничный банк Credit Agricole. Подписка на акции превысила предложение в 16 раз. Вполне предсказуемо IPO крупнейшего во Франции розничного банка Credit Agricole стало одним из самых "народных" — около 60% акций было распределено среди частных инвесторов.

Японский банк Aozora был национализирован японским правительством в 1998 году после азиатского финансового кризиса. В 2003 году американский частный инвестфонд Cerberus Partners приобрел 49% банка Aozora. А когда после масштабной реорганизации в 2005-2006 годах банк получил максимальную прибыль за всю его полувековую историю, Cerberus Partners, руководствуясь обычной практикой частного инвестфонда, решил разместить акции банка на бирже, чтобы выручить средства на новые приобретения. Хотя IPO Aozora нельзя назвать блестящим (в первые дни торгов акции упали на 12%), размещение банка стало крупнейшим в истории банковской отрасли Японии. Банк привлек более трёх миллиардов долларов.

Россия вошла в список крупнейших банковских IPO в 2007 году, когда Сбербанком и ВТБ были проведены размещения акций. До этого времени все лидирующие позиции в этом рейтинге занимали кредитные организации Китая, Франции, Японии и Италии.

В настоящее время российские банки, отказавшиеся от размещений акционерного капитала в кризис, возвращаются к планам выхода на биржу. После кризисного 2008 года свои акции на биржи вывел Банк Санкт-Петербург, провёл вторичное размещение Банк ВТБ, совсем недавно, в апреле 2011 года, провёл первичное размещение Номос-банк. "В принципе на российском фондовом рынке представлено не так много акций компаний финансового сектора, на эти бумаги есть спрос, о чем говорит недавнее довольно успешное размещение Номос-банка, и такая конъюнктура

сохранится в течение ближайших года-двух",— рассуждают авторы газеты «Коммерсантъ».⁶⁴

Банк «Возрождение» 15 марта на встрече с инвесторами заявил о возможности проведения SPO в перспективе 1-1,5 года. Планы по выходу на биржу в ближайшее время вынашивают и многие другие игроки. В декабре о намерениях привлечь стратегического инвестора или провести IPO официально заявил «Уралсиб». Также есть информация о подготовке к IPO «Газпромбанка». В настоящее время к выходу на биржу готовятся в той или иной степени порядка 15-17 банков.⁶⁵

Однако шансы на успешное размещение в ближайшее время имеют только крупные игроки. Инвесторы в банковском секторе в значительной степени будут сосредоточены на размещениях «Сбербанк» и ВТБ, запланированных в рамках приватизации. В феврале правительство приватизировало часть своего пакета во втором по величине госбанке ВТБ. В ходе размещения 10% акций банка книга заявок была переподписана более чем вдвое. Организаторами размещения выступили Merrill Lynch, Deutsche Bank и «ВТБ Капитал». В ходе SPO было привлечено 95,7 млрд рублей.

ВТБ стал первым из предприятий и банков, включенных в госпрограмму приватизации на 2011–2013 годы, который частично реализовал госпакет акций на открытом рынке. Кроме ВТБ в госпрограмму приватизации включены частично госпакеты Сбербанка и Россельхозбанка.

Национальный банковский совет (НБС) на заседании 22 марта принял решение об уменьшении в 2011–2013 годах доли участия Банка России в капитале Сбербанка. Предполагается, что доля ЦБ будет сокращена на 7,58% минус одна акция. В настоящее время доля участия Банка России в уставном капитале Сбербанка составляет 57,58%. Приватизация акций Сбербанка в размере, утвержденном НБС, позволит сохранить долю участия Банка России

⁶⁴ Газета "Коммерсантъ", №76 (4617), 29.04.2011

⁶⁵ Газета "Коммерсантъ", №44 (4585), 16.03.2011

в уставном капитале Сбербанка на уровне 50% плюс одна голосующая акция и является достаточным для сохранения контроля ЦБ в Сбербанке.

Предусматривается, что продажа акций Сбербанка может быть осуществлена в условиях благоприятной конъюнктуры в любой период в течение 2011–2013 годов, указано в материалах ЦБ. «Приватизация части пакета акций Сбербанка будет способствовать повышению доверия к российской экономике в части формирования конкурентной среды и рыночных принципов корпоративного управления, увеличению количества акций, находящихся в обращении, и росту их инвестиционной привлекательности, расширению состава акционеров за счет увеличения числа миноритарных акционеров, а также получению дополнительных доходов федерального бюджета»,— мотивирует свое решение ЦБ.⁶⁶

Крупные частные игроки могут заинтересовать нишевых инвесторов. Акции частных банков будут привлекать, в том числе иностранных инвесторов, несколько иными факторами, нежели госбанки, в частности — ожиданиями активного роста на российском рынке, который гораздо менее насыщен и в целом имеет больший потенциал роста, чем рынки других стран Центральной и Восточной Европы. Учитывая, что в российском финансовом секторе недостаточно публичных компаний, к лучшим игрокам в отрасли, будь то банки или страховые компании, у инвесторов должен быть интерес.

Однако мелким игрокам, по мнению экспертов, едва ли удастся успешно разместиться в ближайшее время. Всего в текущем и следующем году на биржу может выйти не более четырех-шести российских банков, оценивают эксперты. «Подготовка и выход на IPO долгосрочный процесс, поэтому прогнозировать, сколько банков действительно разместится в ближайший год, сложно,— указывает вице президент «Юникредит секьюритиз» Виктор Тимотин.— В 2008 году карты большинству игроков

⁶⁶ www.cbr.ru

спутал кризис, и в настоящее время рынок нервно реагирует на события на Ближнем Востоке и в Африке, а также на катастрофу в Японии».⁶⁷

Согласно данным, содержащимся в ежегодном докладе СРО «Национальная фондовая ассоциация», посвящённом месту коммерческих банков на российском финансовом рынке, лидерами рынка банковских облигаций по объёму находящихся в обращении бумаг по состоянию на начало 2010 года были Россельхозбанк, Газпромбанк, ВТБ и ВТБ 24. За 2010 год ситуация не изменилась кардинальным образом (см. таблицу 5): в лидерах остались те же участники рынка, ими же были выпущены новые облигационные займы; растёт популярность биржевых облигаций (например, ВТБ выпустил в 2010 году три биржевых облигационных займа на общую сумму 20 миллиардов рублей).

Таблица 5 - Крупнейшие эмитенты банковских облигаций

	Дата допуска к торгам	Дата погашения	Количество выпускаемых акций	Номинал	Код бумаги
Россельхозбанк	2007-02-22	2017-02-09	10 000 000	1000	RU000A0JP2G4
	2007-10-10	2017-09-27	10 000 000	1000	RU000A0JPF47
	2008-02-22	2018-02-09	5 000 000	1000	RU000A0JPMT8
	2008-06-17	2018-06-05	5 000 000	1000	RU000A0JPTE5
	2008-12-09	2018-11-27	10 000 000	1000	RU000A0JQ1H3
	2009-11-26	2019-11-14	5 000 000	1000	RU000A0JQK72
	2009-11-26	2019-11-14	5 000 000	1000	RU000A0JQK64
	2010-02-10	2020-01-29	5 000 000	1000	RU000A0JQS09
	2010-02-11	2020-01-30	5 000 000	1000	RU000A0JQS74
	2010-09-01	2013-08-28	5 000 000	1000	RU000A0JR0D3
	2010-09-01	2013-08-28	10 000 000	1000	RU000A0JR084
2010-11-02	2013-10-29	10 000 000	1000	RU000A0JR3V9	
Газпромбанк	2006-11-29	2010-11-20	5 000 000	1000	RU000A0JNXH5
	2007-11-22	2012-11-15	20 000 000	1000	RU000A0JPHB6
	2007-11-29	2012-11-22	20 000 000	1000	RU000A0JPHS0
	2008-10-06	2011-10-10	10 000 000	1000	RU000A0JPYE5
	2010-12-08	2013-12-08	10 000 000	1000	RU000A0JR5P6
ВТБ	2005-10-27	2013-10-17	15 000 000	1000	RU000A0GHL00
	2010-03-19	2013-03-15	5 000 000	1000	RU000A0JQT99

⁶⁷ Газета "Коммерсантъ", №44 (4585), 16.03.2011

	2010-03-19	2013-03-15	5 000 000	1000	RU000A0JQTA1
	2010-03-19	2013-03-15	10 000 000	1000	RU000A0JQTB9
ВТБ24	2007-10-10	2011-10-05	6 000 000	1000	RU000A0JPF62
	2008-02-12	2013-02-05	10 000 000	1000	RU000A0JPM48
	2008-06-04	2013-05-29	6 000 000	1000	RU000A0JPSP3
	2009-02-26	2014-02-20	8 000 000	1000	RU000A0JQ458
	2009-12-16	2014-12-10	15 000 000	1000	RU000A0JQMG3

Так какие же тенденции в области организации выпуска и обращения ценных бумаг коммерческих банков будут наблюдаться в ближайшее время?

Первое: рост объёмов выпускаемых облигаций. По оценкам рейтингового агентства Moody's по итогам 2010 года банки разместили облигаций на 55% больше, чем в докризисный период. Облигационные займы коммерческих банков оцениваются специалистами как имеющие высокий потенциал роста. Постепенно облигации смещают с лидирующих позиций в составе заёмных средств коммерческих банков векселя. Что же касается перспектив в выборе эмитентами конкретных типов выпускаемых облигаций, то постоянно наблюдается рост использования коммерческими банками такого инструмента, как биржевые облигации, имеющего упрощённую процедуру предоставления эмиссионных документов; кроме того банки выступают одними из ведущих участников рынка еврооблигаций, позволяющих привлечь иностранных инвесторов.

Второе: основная тенденция развития рынка первичного размещения акций коммерческих банков в ближайшее время – это проведение крупных сделок по приватизации пакетов акций госкомпаний. Не сложно предположить, что именно эти сделки привлекут наибольшее внимание инвесторов.

Третье: по-прежнему организация выпуска собственных ценных бумаг остаётся способом привлечения финансирования, доступным по большей части крупным участникам рынка. Возможно на рынке банковских облигаций положение средних и малых банков лучше, чем на рынке акций, где и конкуренция и затраты сил, времени и средств слишком высоки. Сейчас

моя работа - это сопровождение операций с ценными бумагами в небольшом коммерческом банке, находящемся в конце второй сотни банков, ранжированных по размеру активов. И при том, что банк работает на рынке вот уже более 20 лет, имеет сложившийся круг клиентов, устоявшиеся связи с банками-контрагентами, ведёт активную торговлю на рынке ценных бумаг, речи о выпуске собственных акций или облигаций не идёт. Единственный тип выпускаемых ценных бумаг – векселя, изредка разовые форвардные контракты. Для финансового института с объёмом активов среднего уровня выпуск облигационного займа представляется слишком сложной задачей, в первую очередь в связи с организационной сложностью этого процесса и связанных с его несовершенствами рисками, которые не оказывают столь существенного влияния на результаты проведённого размещения для крупных банков.

Четвёртое: сохранение лидирующих позиций среди организаторов выпуска и андеррайтеров ведущими иностранными компаниями в этой области. Особенно при выпуске банками акций. Если выпуск облигационных займов банками практиковался ещё в начале двухтысячных годов, то эмиссия размещаемых по открытой подписке акций – процесс новый для нашего рынка, использующийся лишь в течение последних пяти лет. Иностранные компании – организаторы выпуска ценных бумаг гарантируют большее доверие со стороны инвесторов, имеют многолетний опыт в проведении подобных сделок; к тому же, учитывая растущую популярность вывода бумаг компаний на зарубежные финансовые рынки, обращение к организатору, имеющему опыт работы в международных синдикатах, представляется вполне очевидным решением.

Пятое: учитывая постоянно ужесточающиеся требования к достаточности капитала кредитных организаций, а также наличие сложностей, испытываемых средними и более мелкими банками при привлечении капитала путём выпуска собственных ценных бумаг, можно

сделать вывод о тенденции к укрупнению существующих на рынке коммерческих банков. Выжить на рынке, не нарушая и не обходя закон, при этом не имея возможности самостоятельно привлечь необходимое финансирование задача не невозможная, но очень трудная. Вероятно, объединение мелких банков с аналогичными или более крупными структурами позволит им использовать выпуск собственных ценных бумаг как источник повышения капитализации и финансирования проектов по развитию бизнеса в будущем.

3.2 Предложения по совершенствованию организации выпуска ценных бумаг коммерческих банков

Первый недостаток процесса организации выпуска и обращения ценных бумаг в России - это чрезмерно длительные сроки регистрации выпуска и отчета об итогах размещения. Первый из этих процессов в целом соответствует общепринятой мировой практике, но необходимость регистрации отчета по размещению вкупе с параллельным запретом на обращение бумаг на бирже вряд ли оправдана. Сейчас на подготовку и утверждение отчета об итогах выпуска уходит в среднем полторы - две недели, затем в течение еще двух недель отчет регистрируется в ФСФР. Только после этого подаются документы для допуска бумаг к биржевому обращению, и по прошествии какого-то времени бумаги выводятся на вторичный рынок. Сроки регистрации займа представляют основную проблему. По наиболее интересным и большим по объему выпускам организован неофициальный рынок *when and if* («когда и если» — англ.)⁶⁸, то есть, иными словами, существует форвардный контракт с поставкой бумаги в первый день биржевого обращения, а вот бумаги второго эшелона, как

⁶⁸ www.psbank.ru/news/press/1104.html

правило, продать за период регистрации практически невозможно. Кроме того, за время долгого отсутствия выпуска на рынке интерес инвесторов к нему может снизиться или переключиться на другие транши, что негативно отражается на дальнейшей ликвидности бумаг. Затянутый срок регистрации приводит к удорожанию выпуска бумаг для эмитента — он вынужден предоставлять аукционную премию, компенсирующую инвесторам риски изменения конъюнктуры за время регистрации выпуска. В ожидании внесения изменений в законодательство организаторы вынуждены идти на различные ухищрения. Например, при размещении облигаций Банка «Балтика» на 1 миллиард рублей организатор займа Raiffeisen Банк выкупил бумаги на себя, а после регистрации выпуска в ФСФР провел реальный аукцион.⁶⁹

Для сокращения сроков выпуска существуют и другие схемы. «Номос-банк» провел IPO по схеме, которая еще не использовалась на российском банковском рынке. «Номос-банк» является универсальным сетевым банком с филиалами во всех крупнейших городах России. Банк представляет полный спектр услуг для корпоративных клиентов, малого бизнеса и частных лиц, является одним из ведущих участников инвестиционного рынка и рынка private banking. Банк входит в число 15 крупнейших российских банков по размерам активов.⁷⁰ По итогам первого полугодия 2010 года активы «Номос-банк» по МСФО составили 279,25 миллиардов рублей, собственный капитал — 36,6 миллиардов рублей. Чистая прибыль составила 4,26 миллиарда рублей.

14 января 2011 года акционеры «Номос-банк» одобрили решение о дополнительном выпуске акций, объем доэмиссии по номиналу составил 300 миллионов рублей, что увеличило уставный капитал банка на 6,06%, до

⁶⁹ www.psbank.ru/news/press/1104.html

⁷⁰ www.banki.ru/banks/ratings/

5,25 миллиардов руб. Допэмиссия была размещена по закрытой подписке среди нынешних акционеров. При этом допэмиссия является лишь частью сделки банка по выходу на IPO. Размещение прошло в России и на Лондонской фондовой бирже. Организаторами размещения были выбраны Deutsche Bank, Credit Suisse и «ВТБ Капитал».

На бирже акционеры банка продали часть имеющихся у них акций неограниченному кругу инвесторов. После этого акционеры часть привлеченных средств потратили на выкуп допэмиссии, а часть оставили себе. Такая структура предоставляет возможность ускорить сделку и позволяет провести ее при благоприятной рыночной конъюнктуре.

Схема, по которой провёл IPO «Номос-банк» для компаний других отраслей не нова — по такой схеме в апреле прошлого года размещались фармдистрибьютер «Протек» и группа компаний «Русское море», в свое время ее использовали такие эмитенты, как НЛМК, «Северсталь», группа «Разгуляй». Часто акционеры проводят первичное размещение акций компаний прежде, чем выкуп допэмиссии, с целью определить рыночную оценку акций.

Также такая схема позволяет сократить время от момента размещения до регистрации выпуска российским регулятором. При такой структуре сделки инвесторы могут сразу же торговать бумагами, не дожидаясь регистрации в ЦБ отчета об итогах допэмиссии, на что по закону у регулятора есть 14 дней.

Впрочем, у описанной схемы размещения есть и недостатки. Выход на биржу без проведения допэмиссии юридически сложнее и дороже из-за многочисленных трансакций денег и бумаг, чем размещение новых акций. Причем такая структура сделки может снижать привлекательность акций в глазах инвесторов и, как следствие, рыночную стоимость размещаемых

акций, поскольку говорит о том, что не все привлеченные средства будут направлены на развитие банка. Рынок будет ждать меньшего роста и доходности от компании, из которой акционеры выходят, чем от компании, в которой акционеры остаются и размещают новые акции.

Возвращаясь к вопросу о недостатках процедуры организации выпусков бумаг: участники рынка отмечают наличие своеобразных двойных стандартов: с одной стороны, они вынуждены действовать в строго формальных рамках, малейшее отступление от которых влечет за собой суровые санкции — от долгосрочного приостановления эмиссионного процесса до отказа в регистрации выпуска. С другой — регулятор может позволить себе выходить за рамки регламента. Примеры таких действий — неаргументированная задержка регистрации и выдачи прошедших все процедуры документов на срок от нескольких дней до недели.

Большинство организаций, как кредитных, так и не связанных с финансовой сферой, отмечают слишком формализованный подход к порядку раскрытия информации при проведении первичного размещения ценных бумаг. Например, проспект ценных бумаг — неотъемлемый атрибут выхода акций и облигаций на рынок — довольно труден для ознакомления. Он имеет чрезмерно сложную структуру, содержит огромное количество дублирующейся информации, а требования к его содержанию не учитывают особенности сферы деятельности эмитентов. По мнению участников рынка, не стоит недооценивать заинтересованность и компетентность самого эмитента. То есть разработка оптимальной структуры раскрываемой информации входит в интересы эмитента, и именно он должен позаботиться о том, чтобы предоставить инвесторам максимально полную и объективную информацию. Ведь никакой участник рынка не будет вкладывать деньги в бумаги, если он не располагает достаточными данными для принятия инвестиционного решения. Инвесторов сильно беспокоит недостаточность информации о реальном состоянии дел в компании-эмитенте.

Неудивительно, что потенциальные инвесторы, как отечественные, так и иностранные, оценивают риск вложения в ценные бумаги российских эмитентов как высокий.

По законодательству акции и облигации, являясь эмиссионными бумагами, подлежат регистрации в ФСФР. За рассмотрение документов для регистрации и саму регистрацию взимается государственная пошлина в размере 0,2%⁷¹ номинальной суммы выпуска (но не более 200 000 рублей), которая подлежит уплате одновременно с представлением документов на регистрацию эмиссии. Исходя из этого, коммерческий банк обязан заплатить сумму налога еще до получения привлекаемых средств, не будучи уверенным в том, что выпуск разместится полностью, а также в том, что он пройдет регистрацию в ФСФР.

Многие специалисты выступают и вовсе за отмену процедуры регистрации выпуска в ФСФР, предлагая передать эти обязанности организаторам торговли выпускаемых ценных бумаг. То есть предлагается исключительно уведомительный характер оформления процедуры, что существенно сократит сроки вывода бумаг на рынок. На рынке уже появились такие инструменты - биржевые облигации. На бирже ММВБ биржевые облигации выпущены сорока четырьмя коммерческими банками.⁷²

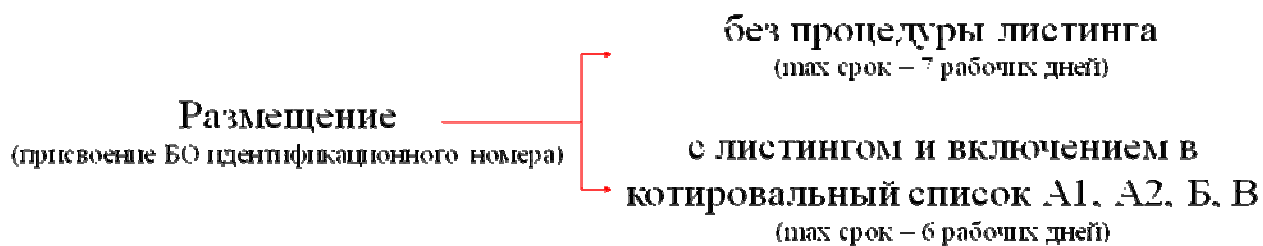
Выпуск биржевых облигаций осуществляется в соответствии с правилами, определёнными биржей:

- размещение облигаций производится путём *открытой подписки* на торгах ММВБ с использованием двух вариантов допуска к торгам:⁷³

⁷¹ Ст.333.33 п.53 НК РФ

⁷² <http://www.micex.ru/markets/stock/emitents/bonds/emitents/>

⁷³ www.micex.ru



- акции и (или) облигации эмитентов должны быть включены в *котировальный список* ММВБ
- эмитент облигаций *существует не менее трех лет* и имеет *утвержденную годовую бухгалтерскую отчетность* за два завершенных финансовых года
- облигации не предоставляют их владельцам иных прав, кроме права на получение номинальной стоимости либо номинальной стоимости и процента от номинальной стоимости
- *срок исполнения обязательств* не может превышать *три года* с даты начала их размещения
- облигации выпускаются *в документарной форме на предъявителя* с обязательным централизованным хранением их сертификатов в расчетном депозитарии
- оплата облигаций при их размещении, а также выплата номинальной стоимости и процентов по облигациям осуществляются *только денежными средствами*⁷⁴

На допуск биржевых облигаций к торгам в ЗАО «ФБ ММВБ» коммерческому банку придётся потратить:

Объем выпуска	Порядок расчета размера оплаты
до 120 млн. руб.	0,05 % от объема выпуска

⁷⁴ <http://www.micex.ru/markets/stock/emitents/bonds/profile/>

от 120 млн. руб. до 1 млрд. руб.	60 000 руб. + 0,005% от размера превышения объема выпуска над 120 млн. руб.
свыше 1 млрд. руб.	104 000 руб. + 0,0025% от размера превышения объема выпуска над 1 млрд. руб., но не более 150 000 руб.

Кроме того, за присвоение биржевым облигациям идентификационного номера при первом выпуске организация платит 150 тысяч рублей, при последующих выпусках – по 50 тысяч рублей.⁷⁵

Выпуск биржевых облигаций не предоставляет эмитентам и организаторам выпуска такого широкого спектра параметров для конструирования бумаг. Чтобы избавить эмитентов от сложного и продолжительного процесса регистрации проспекта эмиссии в ФСФР, биржевые облигации стандартизированы по многим параметрам – максимальному сроку обращения, объёму предоставляемых прав, форме выпуска. Но и в таких условиях организаторам выпуска есть над чем поработать.

15 апреля 2011 года состоялось размещение биржевых облигаций ОАО "Московский кредитный банк" общей номинальной стоимостью 5 миллиардов рублей.⁷⁶ Срок до погашения выпущенных облигаций – 3 года. Организаторами выпуска выступили Банк Зенит и ВТБ Капитал; со-организаторами - Глобэксбанк, Интерпромбанк, Регион (БК), Совкомбанк. Андеррайтеры: Бин-Банк, Национальный космический банк, Национальный стандарт, Промсвязьбанк и другие. Техническим агентом размещения и платежным агентом стал сам эмитент – банк МКБ.

Размещение проходило на ЗАО "ФБ ММВБ" по открытой подписке в форме букбилдинг. Так в чём же состоит конструирование займа, когда так много параметров выпуска являются стандартными для всех эмитентов? Во-

⁷⁵ Тарифы ММВБ

⁷⁶ http://mkb.ru/news/bank_news/detail.php?ID=688341

первых, эмитент устанавливает диапазон ставок купонов по бумаге, который в ходе сбора заявок может корректироваться. Пример: банком МКБ изначально был установлен диапазон первого купона 8,25% - 8,5% годовых. При сборе заявок было получено 79 предложений о приобретении биржевых облигаций с диапазоном ставок первого купона от 7.8 % до 8.3 % годовых. Общий спрос превысил 10 миллиардов рублей. Спрос на бумаги, превышающий предложение вдвое, позволил банку снизить ориентир ставки купона до 8.00% - 8.15% годовых. В результате ставка первого купона по биржевым облигациям была определена в размере 8.00 % годовых, ставка второго и третьего купонов равна ставке первого купона. Кроме того, для повышения привлекательности своего займа эмитент вправе оговаривать сроки выставления оферт для инвесторов. Например, банком МКБ обозначена полуторагодовая оферта по их выпущенным биржевым облигациям.

Ещё одной проблемой, выделяемой экспертами, называется неверная оценка акций, как при первичном размещении, так и при последующем их обращении на рынке. Специалистами Промсвязьбанка было проведено исследование на предмет адекватности оценки акций крупнейших мировых кредитных организаций, по результатам которого акции большинства российских банков переоценены. Единственным российским банком, акции которого были признаны недооцененными на 22.5%, стал Сбербанк, попавший в середину рэнкинга самых инвестиционно привлекательных банков мира (рисунок 3). Первые же места в рэнкинге заняли банки, акции которых недооценены в среднем на 20—30%.⁷⁷

⁷⁷ Оценка инвестиционной привлекательности банков проводилась аналитиками Промсвязьбанка по трем критериям: стоимости капитала (соотношение P/B), ожидаемой прибыльности (P/E), а также оценке потенциала роста акций. В качестве последнего критерия сопоставлялись текущая стоимость акций банка и консенсус-прогноз ведущих инвестбанков.

В качестве одного из основных недостатков процесса организации выпуска и обращения ценных бумаг российскими эмитентами в целом и коммерческими банками в частности многие специалисты называют жадность участвующих сторон. Эмитенты зачастую выплачивают значительно меньшие объёмы дивидендов по акциям, чем это было предусмотрено в дивидендной политике при размещении, причём не всегда это связано с объективными причинами.

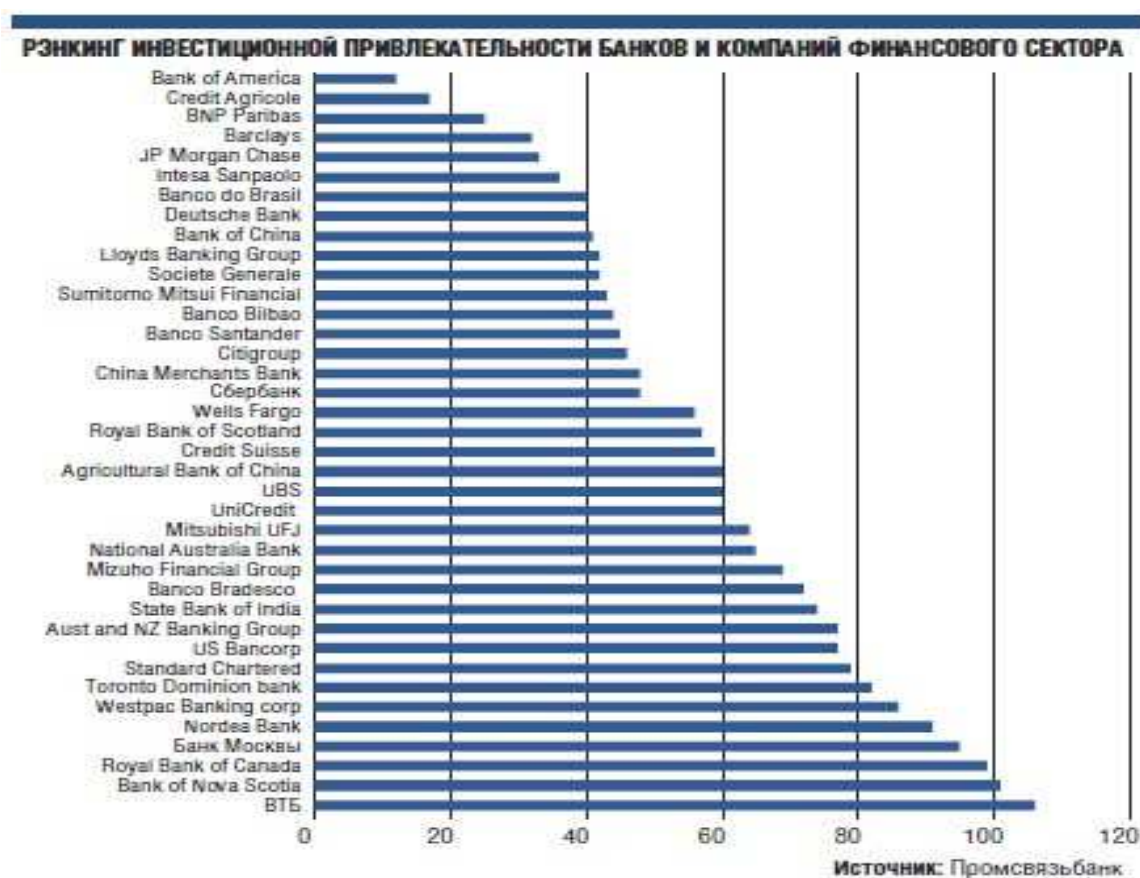


Рисунок 3

Организаторы же выпуска и обращения виноваты в том, что стремясь получить как можно большее вознаграждение за оказываемые услуги, берут на себя все обязанности по сопровождению процесса выпуска бумаг. Мне кажется, что выполнение функций финансового консультанта, готовящего проспект эмиссии, и бухгалтерской фирмы, составляющей отчётность и проводящей анализ финансовой деятельности банка, должны выполняться

обособленными от организатора выпуска компаниями. Обособленными не в плане отсутствия кооперации и сотрудничества, а в смысле высокой важности независимого взгляда на процесс организации выпуска и обращения.

Таким образом, предложений по совершенствованию процесса организации выпуска и обращения несколько:

1. первое, что сильно отличает организацию выпуска бумаг в России от стран с развитыми финансовыми рынками, - это срок регистрации эмиссионных документов в ФСФР. Изменить эту ситуацию можно пересмотрев структуру представляемых в регистрирующие органы документов. Существующий проспект эмиссии перегружен информацией, часть которой не имеет значения при принятии решения о вложении средств инвестором. В то же время в текст проспекта эмиссии было бы целесообразно включить показатели, характеризующие состояние капитала коммерческого банка, которые инвесторам невозможно рассчитать самостоятельно в связи с недостатком информации. Например, таким показателем может выступать WACC.

Помимо усовершенствования системы формирования эмиссионной документации возможным решением проблемы больших сроков до начала обращения бумаг на бирже могло бы стать создание организованного рынка производных финансовых инструментов, отражающих ожидания инвесторов на счёт изменения стоимости выпущенных ценных бумаг. Об этой системе – рынке when and if – уже упоминалось в работе. Но заключение форвардных контрактов на внебиржевом рынке, объектом которых выступают бумаги, проходящие регистрацию в ФСФР, не представляется достаточно разумным с точки зрения рисков мероприятием. Поэтому формирование отдельного списка для обращения на бирже контрактов на бумаги, выход которых на рынок только ожидается, могло бы сократить сроки, риски инвесторов и не потерять контроль за складывающейся при размещении ситуацией.

2. снизить риски искажения информации в ходе подготовки к первичному размещению, возникающие в связи с выполнением всех функций по организации одной компанией, может обязательное разделение функций финансового консультанта, бухгалтерской фирмы (reporting accountant) и организатора размещения. Кроме того, для контроля за качеством оказываемых, например, финансовыми консультантами услуг, к ним может предъявляться требование по получению аккредитации от биржи (такой механизм существует на Лондонской фондовой бирже, где есть институт уполномоченных консультантов – nominated advisers).

Заключение

Значение ценных бумаг коммерческих банков на российском рынке нельзя недооценивать. Банковские бумаги обеспечивают практически треть объёма вторичных торгов на российских биржах, хотя по большей части это является заслугой крупнейших участников банковского сектора – Сбербанк и ВТБ. Акции банков с небольшим относительно лидеров рынка капиталом, большинство из которых региональные, не имеют возможности разместить свои акции по открытой подписке на бирже, включив их в котировальные списки и обеспечив ликвидный вторичный рынок. В лучшем случае акции таких кредитных организаций включены в информационные внебиржевые списки российских организаторов торговли.

Проведённый анализ показывает, что на российском финансовом рынке существуют предпосылки для того, чтобы выпуск ценных бумаг на организованных рынках стал широко используемым инструментом привлечения средств не только для крупнейших банков, но и для кредитных организаций с меньшим капиталом.

В ходе изучения различных источников по теме работы были выявлены основные слабые места процесса организации выпуска ценных бумаг коммерческих банков. Главное в процессе взаимодействия с организаторами выпуска и инвесторами – учёт интересов каждой стороны, а не стремление максимизировать только свою прибыль. Ведь именно на этой почве возникает проблема недостаточно эффективной организации выпуска, вызванная выполнением всех функций одной компанией-организатором размещения. Целесообразным для российского рынка представляется введение требования к обязательному разделению функций финансового консультанта, организатора выпуска и фирмы, готовящей бухгалтерскую отчётность, что позволит снизить риски эмитента и повысить эффективность выпуска бумаг.

В российской практике присутствует достаточное количество механизмов для конструирования выпуска бумаг, максимально соответствующего интересам всех заинтересованных сторон. Основная проблема, с которой сталкиваются эмитенты при конструировании выпуска бумаг, – несоответствие планируемых сроков до выхода бумаг в обращение с фактическими. Решением проблемы может стать создание организованного рынка производных финансовых инструментов, отражающих ожидания инвесторов на счёт изменения стоимости выпущенных ценных бумаг (when and if) и изменение структуры эмиссионных документов в сторону сокращения объёмов раскрытия информации, не имеющей значения для инвесторов, и введения показателей, используемых в мировой практике для оценки реального состояния дел банка и стоимости его капитала.

В ближайшее время ожидать бурного всплеска выхода российских банков на рынок IPO с собственными акциями не приходится. Основные ожидаемые события в этой области – приватизация пакетов акций госкомпаний. В то же время по мере накопления российским рынком опыта выхода компаний в статус публичных, рост частоты применения этого механизма привлечения средств банками со средней и малой капитализацией. Рынок же банковских облигаций характеризуется высокими темпами роста на протяжении последних лет. Именно этот тип заимствований постепенно вытесняет нынешнего лидера – банковские векселя. Объём выпущенных банковских облигаций в 2010 году вырос на 55% по сравнению с докризисным уровнем.

Проведённое исследование даёт комплексное представление о цепочке решений, принимаемых коммерческим банком при размещении им ценных бумаг, обращает внимание на специфику организации обращения именно в отношении кредитных организаций. Работа содержит указания на существующие сложности в процессе организации выпуска ценных бумаг, предлагает возможные способы их решения на основе анализа российского и зарубежного опыта.

Список литературы

I Законодательные и нормативные акты

1. Федеральный закон «О банках и банковской деятельности» № 395-1 от 02.12.1990
2. Федеральный закон «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ от 26.12.1995
3. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» №39-ФЗ от 22.04.1996
4. Налоговый кодекс Российской Федерации N 146-ФЗ от 31.07.1998
5. Инструкция Банка России № 128-И «О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории РФ» от 10.03.2006
6. Приказ № 09-21/пз-н «Об утверждении Положения о порядке выдачи Федеральной службой по финансовым рынкам разрешения на размещение и (или) организацию обращения эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации» от 10 Июня 2009 г.

II Документальные и статистические публикации

7. Бюллетень банковской статистики / Банк России. - №12 (2010,2009,2008,2007,2006гг.)
8. Итоги банковской статистики вексельного обращения / Некоммерческая организация АУВЕР, 25.01.2011г.
9. Коммерческие банки на российском фондовом рынке: ежегодный доклад / Я.М.Миркин [и др.] – М.: СРО НФА, 2010. – 182 с. – ISBN 978-5-9902100-2-8
10. Обзор финансового рынка. Первое полугодие 2009г. №2 (67) / Департамент исследований и информации Банка России – М., 2009.
11. Отчёт о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2009 году / Банк России.
12. Репин Д., Солодухина А. Поведенческие корпоративные финансы: обзор. / Репин Д., Солодухина А. – М., 2008г. – электронная версия опубликована по адресу <http://ssrn.com/abstract=1133842>

III Монографии

- 13.Баффетт У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями / Уоррен Баффетт ; сост., авт. предисл. Лоренс Каннингем ; пер. с англ. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. — 268 с. ISBN 5-9614-0180-4
- 14.Миркин Я.М. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций / Я.М.Миркин [и др.] – М.: Альпина паблишер, 2004. Доступно в электронном виде в библиотеке www.mirkin.ru
- 15.Никонова И.А. Стратегия и стоимость коммерческого банка / И.А.Никонова, Р.Н.Шамгунов, 3-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 301 с. ISBN 978-5-9614-0634-4

IV Статьи из периодических изданий

- 16.Дементьева С. Газфондбанк / Дементьева С., Ладыгин Д. // Коммерсантъ – М., 2011 – 29 апреля (№76 (4617))
17. Ивашковская И.В. Эффективность ценообразования российских IPO. / Ивашковская И.В., Харламов Л.С. // Журнал «Корпоративные финансы» - М., 2007 - №3
- 18.Лосев С. Тенденции на рынке банковских облигационных займов / - М., 2007. Статья доступна в электронном виде в библиотеке www.mirkin.ru
- 19.Переверзев Николай Методика оценки эффективности IPO / Журнал "Финансовый директор" – М., 2006 - № 2 электронная версия по адресу http://www.cfin.ru/finmarket/ipo_efficiency.shtml
- 20.Соловьёв А. Еврооблигации российских эмитентов — время проводить роуд-шоу и в Москве / Ведомости – М., - 23 августа 2010
- 21.Юрищева Д. Капитальное возвращение / Коммерсантъ – М., 2011 – 16 марта (№44 (4585))

V Источники на иностранных языках

- 22.Damodaran A. Valuing financial service firms (2009), электронная версия по адресу <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

23. Ritter, J. (1998), "Initial public offerings," Contemporary Finance Digest электронная версия по адресу <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/rittip01.pdf>
24. Loughran, T., and J. Ritter (2002), "Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs?", The Review of Financial Studies электронная версия по адресу <http://www.jstor.org/pss/2696783>
25. 2010 Global IPO Market Review and 2011 Outlook Renaissance Capital IPO Expert электронная версия по адресу www.renaissancescapital.com/ipohome/review/2010review.pdf
26. Interim Report on Cumulative Impact on the Global Economy of Proposed Changes in the Banking Regulatory. Institute of International Finance, June 2010
27. A guide to AIM электронная версия по адресу <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/documents/a-guide-to-aim.pdf>

VI Электронные ресурсы:

28. <http://www.cbonds.ru/> - информационный портал, посвящённый рынку облигаций
29. <http://www.offerings.ru/> - информационный портал, посвящённый первичным размещениям в России
30. <http://www.micex.ru/> - сайт биржи ММВБ
31. <http://www.nsd.ru/> - официальный сайт Национального расчётного депозитария
32. <http://www.rts.ru/> - сайт биржи РТС
33. <http://www.gendirector.ru/> - сайт Журнала Генеральный директор с архивом статей
34. <http://www.rbcdaily.ru/> – новостной и аналитический портал, посвящённый финансам
35. <http://www.londonstockexchange.com/> - сайт Лондонской Фондовой Биржи
36. <http://www.accessunderwriting.co.uk/>, <http://www.chartisinsurance.com/> - сайты, посвящённые страхованию D&O и POSI

37.<http://www.investopedia.com/> - словарь финансовых терминов

38.<http://www.bloomberg.com/> - сайт рейтингового агентства Bloomberg

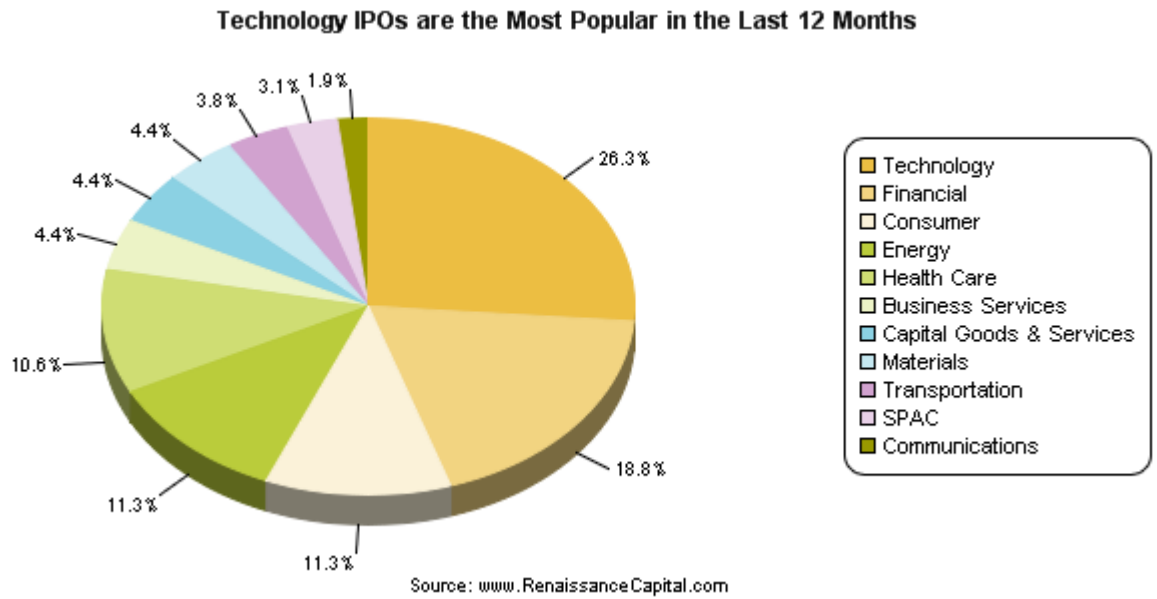
Приложение А

Акции российских коммерческих банков на биржах РТС и ММВБ

РТС		ММВБ	
Биржевой рынок (Classica, Standart)	Внебиржевой рынок (Board)	Биржевой рынок	Внебиржевой рынок
Банк Москвы	Курский промышленный банк	<i>Сбербанк</i>	Банк Москвы
Росбанк	Курский промышленный банк прив	Росбанк	Номос-банк
Стелла-Банк	Уральский Промышленный Банк	Сбербанк	<i>Дальвостбанк</i>
ВТБ	Пробизнесбанк	ВТБ	Дальвостбанк
<i>Банк Санкт-Петербург</i>	Челиндбанк	Возрождение	<i>Возрождение</i>
Банк Санкт-Петербург	Московский Банк Реконструкции и Развития	Банк Санкт-Петербург	<i>Банк Санкт-Петербург</i>
Транскредитбанк	Финансово-Промышленный Банк		Транскредитбанк
Банк Уралсиб	Банк Авангард		Банк Таврический
<i>МДМ банк</i>	Московский Индустриальный банк		
Номос банк	Руссобанк		
Сбербанк	Тверьуниверсалбанк		
<i>Сбербанк</i>	Банк Зенит		
Возрождение	Волго-Каспийский Акционерный Банк		
Петрокоммерц	Газпромбанк		
	СДМ-Банк		
	КБ Ярославич		
	Банк Солидарность		
	Акционерный Сибирский Нефтяной банк		
	МДМ банк		
	Международный банк Санкт-Петербурга		
	Уральский Транспортный банк		

Приложение Б

Распределение проведённых в мире IPO за 2010 год по секторам экономики



Данная дипломная работа выполнена мною самостоятельно

«___» _____ 20__ г. _____