Федеральное государственное образовательное учреждение высшего профессионального образования

Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации
Институт Кредита
Кафедра «Ценные бумаги и финансовый инжиниринг»

«Допускаю к защите»

_____
(Я. М. Миркин)

Дипломная работа

Толмачёва Валерия Геннадьевна

«Принцип взаимодействия инвестиционных банков с предприятиями реального сектора в условиях российской экономики»

Специальность «Финансы и кредит»
Специализация «Ценные бумаги и биржевое дело»

Научный руководитель:
Андрианова Л.Н, к.э.н, доцент

Москва- 2007 г.

Введение

Мировая хозяйственная практика XX-XXI в. в полной мере подтверждает факт того, что эффективное функционирование рыночной экономики нереально в отсутствие возможности привлекать капитал для реализации целей развития и повышения эффективности работы корпоративного сектора. Таким образом, любая экономическая система, основанная на рыночных принципах, предполагает наличие хорошо развитой финансовой системы, которая обеспечивала бы свободный переток капитала между хозяйствующими субъектами. Этому требованию в полной мере отвечает рынок ценных бумаг, который предоставляет корпорациям возможность быстро и эффективно привлекать внешнее финансирование путем эмиссии ценных бумаг, сохраняя и поддерживая таким образом необходимый баланс между инвестициями и требуемым капиталом. Фондовый рынок традиционно играл первостепенную роль в обеспечении внешними инвестиционными ресурсами реального сектора в странах с рыночно-ориентированной, или англо-саксонской, экономикой. В ходе последних декад роль фондового рынка серьезно повысилась и в странах, где внешнее финансирование корпораций осуществлялось преимущественно за счет банковского сектора.

Главным звеном системы финансирования реального сектора посредством инструментария рынка ценных бумаг являются инвестиционные банки, выступающие самым эффективным финансовым посредником, обеспечивающим переток капитала от конечных инвесторов к его реципиентам. Усиление влияния фондового рынка на мировую экономику, широкое распространение секьюритизации долговых обязательств и поступательная консолидация финансовых институтов привели к тому, что крупнейшие мировые инвестиционные банки постепенно развились из классических посредников, содействующих корпорациям в привлечении инвестиций путем выпуска ценных бумаг, в глобальные мульти-продуктовые универсальные институты полного цикла.

В современных условиях основным двигателем российской экономики выступают предприятия и организации различных отраслей реального сектора

экономики. Их ключевой задачей является стабильный и устойчивый рост и развитие за счет расширения производств, повышения конкурентоспособности, осуществления инвестиций в производство. Несмотря на то, что в последние годы российские банки стали активно кредитовать реальный сектор экономики, эти ресурсы не всегда могут удовлетворить потребности предприятий в финансировании их производственной деятельности, так как это дорогие заимствования, с предоставлением как правило обязательного обеспечения на срок не более трех лет и в ограниченных объемах.

Поэтому, российские предприятия активно пытаются диверсифицировать свои заимствования с помощью международного рынка капитала, как акционерного так и долгового, экономическая сущность которого состоит в перераспределении денежных ресурсов в глобальном масштабе. Однако, как показывает практика, данная привилегия использования международных рынков доступна далеко не каждому предприятию. Только крупнейшие игроки российской экономической системы смогли организовать и поддерживать работу на рынках капитала. В настоящее время также имеет место бум первичных размещений – предприятия осуществляют размещения с целью диверсификации источников финансирования, но как показывает практика, большинство предприятий просто не подготовлены к проведению первичных размещений в силу непрозрачности структуры, владения, а также низкой эффективности производства в сравнении со своими зарубежными аналогами.

В этой ситуации именно инвестиционные банки призваны помимо своих классических функций, взять на себя ответственность по подготовке предприятий реального сектора стать полноценными участниками глобальных рынков капитала, и позволить предприятиям позиционироваться в качестве учреждений с прозрачной организационной структурой, высокой эффективностью производства и иметь возможность доступа к равнозначным рынкам капитала, тем самым обеспечив фундаментальные основы для конкурентной борьбы.

Цель данной работы состоит в проведении исследования основ взаимодействия инвестиционных банков с предприятиями реального сектора в условиях российской экономики, и выработки основного

принципа взаимодействия, направленного на получения конкретных результатов.

Для достижения данной цели, необходимо решить следующие задачи:

- рассмотреть теоретические аспекты деятельности инвестиционного банка;
- определить потребности промышленных предприятий России в услугах инвестиционных банков;
- отразить основные принципы взаимодействия инвестиционных банков с предприятиями реального сектора экономики.

Предметом исследования данной работы являются процессы развития инвестиционно-банковской деятельности в российской практике. В качестве объекта исследования выбраны инвестиционно-банковские институты, являющиеся посредниками между инвесторами и реципиентами капитала.

Теоретическую основу исследования составили работы российских и зарубежных авторов, исследующих процесс привлечения финансирования путем размещения ценных бумаг за рубежом и в экономике современной России, генезис финансового посредничества, процессы глобализации и трансформации инвестиционно-банковской отрасли, методы и технологии размещения ценных бумаг.

Данная работа имеет практическую значимость в связи с тем, что в ней приведена в систему основные аспекты взаимодействия инвестиционных банков с предприятиями реального сектора экономики.

Данная проблема ещё достаточно мало изучена и не находит глубокого анализа в литературе по профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, научных трудах и разработках. Вследствие чего при написании работы были использованы публикации российских и зарубежных авторов, материалы из профессиональных журналов по банковскому делу, рынку ценных бумаг, аналитические данные информационных агентств и инвестиционных банков.

Глава I. Особенности деятельности инвестиционного банка

1.1. Сущность и роль инвестиционно-банковской деятельности

Бум коммерческих банков, товарных и фондовых бирж, чековых инвестиционных фондов уже имел место в российской практике. В итоге которого происходило возникновение нового вида рыночного института, который занимал свое место в структуре рыночной экономики, как бы достраивая систему экономических отношений до определенного уровня, а со временем исчезал бесследно. Проследив некую закономерность и последовательность появления и развития на российском рынке различных финансовых институтов можно сделать вывод о начале новой эпохи финансовых посредников- инвестиционных банков.

В российской практике имеет место наличие основных, взаимодополняющих предпосылок успешного развития инвестиционных банков:

Во-первых, крупнейшим российским предприятиям, практически восстановившим свои силы после кризиса, остро необходимы услуги по привлечению средств[1].Это обусловлено действием ряда факторов, в том числе и проведением государством достаточно жесткой финансовой политики, сокращением возможности финансирования за счет традиционных источников: государственных капиталовложений, банковских кредитов и собственных средств. Резко увеличиваются потребности предприятия в долгосрочных финансовых ресурсах, необходимых для тотального обновления основных фондов, значительно устаревших за последние 5-10 лет.[2] При этом менеджмент предприятий частично приспособился к рыночным условиям существования, выработал соответствующий стиль поведения, в результате чего руководители предприятий начали осознавать роль и возможности рынка

[1] Мелс Цховребов, «Решение остаться в России после кризиса было сугубо стратегическим. И оно себя оправдало», журнал «Слияния и поглощения» №1-2 (35-36) 2006

[2] Заседание президиума Государственного совета « О мерах поддержки развития промышленности в РФ»,19 февраля 2007

ценных бумаг как потенциального источника долгосрочных финансовых ресурсов.

Во-вторых, возникли крупные российские финансовые капиталы, которые уже не удовлетворяются участием в традиционных секторах рынка и ищут приложения на рынке финансовом[3]. Эти капиталы обладают принципиально новыми характеристиками, которые способствуют вовлечению их не только в фондовый рынок, но и в другие направления деятельности, свойственные для инвестиционного банка (корпоративное финансирование во всех его формах, проектное финансирование, оказание нетрадиционных банковских услуг).

Большинство российских компаний уже вошли в ту стадию развития, при которой дальнейшее развитие и реализация долгосрочных стратегических задач невозможны без наращивания финансового рычага, то есть без привлечения внешнего финансирования[4]. Наиболее крупные из них уже обладают опытом привлечения финансирования на рынке ценных бумаг (преимущественно, международном), другим неизбежно предстоит столкнуться с необходимостью осуществления долгосрочных и бессрочных внешних вливаний. В то же время российский рынок ценных бумаг, несмотря на развитую инфраструктуру, в настоящий момент не решает в полной мере задач финансирования реального сектора[5]. Ему еще предстоит стать полноценным рынком капитала, и в его становлении ключевую роль сыграют глобальные и российские инвестиционные банки.

В основе организации деятельности инвестиционного банка, как коммерческого, так и универсального банков, лежит теория финансового посредничества, предметом которой являются функции, цели и механизмы работы финансовых посредников[6]. Первоочередным при определении места инвестиционных банков в системе финансового посредничества и положения его

---

[3] Семён Доронин «Инвестиции нуждаются в сопровождении», Эксперт №48, 18 декабря 2000
[4] Европин Дмитрий, opec.ru, 14 марта 2007г
[5] Ирина Самольская, «Финансовые посредники нужны экономике для развития», журнал «Экономика России:XXI век», №2(7) май 2002г

[6] Берездивин В.В, «Управленческий учёт в инвестиционном банке», журнал «Аудит и финансовый анализ»,2002

относительно других посреднических институтов, является конкретное определение инвестиционно- банковской деятельности и инвестиционного банка.

1.1.1. Определение инвестиционно-банковской деятельности и инвестиционного банка.

Определение и роль инвестиционно-банковской деятельности и инвестиционного банка являются одними из ключевых понятий для целей данной дипломной работы. Согласно классическому определению инвестиционно-банковская деятельность - это финансовое посредничество в обеспечении финансирования корпоративного или государственного сектора путем эмиссии ценных бумаг. Механически это выглядит как посредничество в продаже выпускаемых корпоративными эмитентами ценных бумаг конечным инвесторам[7]. Сам термин «инвестиционно-банковская деятельность» происходит от английского «investment banking», которое переводится как «инвестиционная банковская деятельность». На данном этапе своего развития банки, с глобальной ориентацией, представляют собой, как правило, универсальные финансовые «супермаркеты» с широким спектром бизнеса, работающие за рамками классической инвестиционно-банковской деятельности. Таким образом, необходимо проводить границу между инвестиционно-банковской деятельностью и инвестиционными банками, так как термин «деятельность инвестиционных банков» гораздо шире термина «инвестиционно- банковская деятельность».[8]

Дать окончательное определение современного инвестиционного банка сложнее ввиду вышеупомянутого широкого спектра деятельности, а также отсутствия в большинстве юрисдикций формальных определений института под этим названием. В частности, в законодательстве Российской Федерации отсутствует понятие инвестиционного банка, равно как и инвестиционно-банковской деятельности. Тем не менее, нельзя отрицать факт возникновения

---

[7] Миловидов В. Д. «Современное банковское дело. Опыт США». М, 1992;

[8] Шумпетер Й. Теория экономического развития. М.: Прогресс, 1982

[*] *Финансовые «супермаркеты»- сбалансированные финансовые конгломераты .Перечень услуг:от стандартных банковских депозитов до доверительного управления и пенсионного страхования.*

становления в России относительно нового для нашей страны бизнеса - инвестиционно-банковской деятельности. Кроме того, целый ряд инвестиционных компаний и коммерческих банков позиционируют себя как инвестиционные банки. Такая ситуация сложилась не только на российском рынке, в ряде стран, законодательная база которых не содержит формального понятия инвестиционного банка и не описывает сферу его бизнеса, деятельность, которую общепринято называют инвестиционно-банковской, осуществляют различные по форме институты (коммерческие банки, инвестиционные компании и фонды, управляющие компании и др.).

В странах с англо-саксонской моделью финансовой системы инвестиционные банки формально выделены как отдельный институт в системе финансового посредничества. Стоит отметить, что инвестиционный банк представляет собой не столько юридически оформленный институт фондового рынка, сколько определенный вид бизнеса, которому присущи свои закономерности и который характеризует своим появлением достаточно высокую стадию развития рынка ценных бумаг.[9] Прежде чем сформулировать окончательное определение инвестиционного банка, стоит обратиться к существующим понятиям инвестиционного банка в отечественной и западной литературе.

Неформальное определение инвестиционного банка характеризирует его как организацию, которая сводит вместе инвесторов и привлекательные инвестиционные проекты и помогает инвесторам успешно завершить сделки, то есть как посредника между обладателями капитала, и теми, кто нуждается в инвестициях. Более формализованное определение инвестиционного банка — определение его как института, специализирующегося на организации выпуска, гарантировании размещения и торговле ценными бумагами, осуществляющего также консультации клиентов по различным финансовым вопросам (в первую очередь, по слияниям и поглощениям), ориентированного при этом в основном на оптовые финансовые рынки.[10]

---

[9] Брейли Р., Майерс С. «Принципы корпоративных финансов». М., 1997

[10] Федоров Б.Г. Англо- русский банковский энциклопедический словарь, стр. 212, 214

Из-за различий в терминологических системах разных экономических моделей имеет место большой спектр отличающихся терминов, определяющих по своей сути, одни и те же принципы. Так, в Великобритании к сути инвестиционного банка более подходит термин инвестиционный траст (investment trust), а не собственно «инвестиционный банк» (investment bank); в США наряду с термином «инвестиционный банк» (investment bank) очень широко используется термин инвестиционный банковский дом (investment banking house), который определяется как предприятие, занимающиеся торговлей корпоративными и государственными ценными бумагами, прежде всего в форме покупки крупного пакета и дальнейшей продажи этих бумаг конечным инвесторам, а также корпоративным финансированием в форме привлечения капитала под выпускаемые ценные бумаги или в форме долгосрочного инвестиционного кредита.[11]

Здесь стоит выделить два важных момента. Во-первых, справедливо указать еще один вид деятельности инвестиционного банка, получившего большое распространение в экономических моделях развивающихся рынков- финансовое консультирование.[12] Во-вторых, необходимо показать различие в терминах, используемых в разных странах для определения одного понятия. Так как в настоящее время в России профессиональный участник рынка ценных бумаг называет себя инвестиционным банком в силу личных предпочтений владельцев, либо вследствие наличия инвестиционного департамента или департамента корпоративных финансов, то институт, называемый инвестиционным банком в США, в Российской Федерации, как правило, называется инвестиционной компанией, а американское понятие «инвестиционная компания» соответствует российскому «инвестиционный фонд». Например, в отличие от США в европейских и азиатских странах не стали законодательно отделять инвестиционную деятельность банков от коммерческой, и поэтому там до сих пор действуют универсальные банки. Тем не менее, многие банки сами пытаются отделить коммерческую деятельность от инвестиционной и главной причиной такого рода разделения является

[11] Rosenberg J. M. Dictionary of Investing. N. Y., 1993, p. 169
[12] Росс Джеддес, IPO и последующие размещения акций, 2001г,стр 27

принципиальная разница в круге клиентов коммерческих и инвестиционных банков, в их запросах и, соответственно, наборах предоставляемых услуг.[13] Это приводит к необходимости жесткого разделения как средств клиентов коммерческих банков и инвестиционных, так и специалистов, их обслуживающих.

Данилов Ю.А. определяет современный универсальный инвестиционный банк посредством следующего набора характеристик:

- «это крупная универсальная коммерческая организация, сочетающая большинство допустимых видов деятельности на рынке ценных бумаг и на некоторых других финансовых рынках;
- основная деятельность - привлечение финансовых ресурсов посредством ценных бумаг;
- проведение операций прежде всего на оптовых финансовых рынках;
- приоритет имеют средне- и долгосрочные вложения;
- основа портфеля – ценные бумаги, при этом большинство инвестиционных банков в наибольшей степени ориентируются на негосударственные ценные бумаги[14].

Данное определение содержит в себе несколько принципиальных моментов. Прежде всего то, что инвестиционный банк должен обладать крупным капиталом. Этот фактор обеспечивает следующую важную характеристику - универсальный характер инвестиционной банковской деятельности: в отличие от других финансовых посредников, у инвестиционного банка нет большой необходимости специализироваться на отдельных операциях. Диверсификация обеспечивает инвестиционным банкам, среди прочего, стабильный поток доходов и устойчивость во время глобальных финансовых кризисов.

Миркин Я.М., даёт более широкое определение инвестиционному банку. Инвестиционный банк – финансовый институт, который является

[13] Олег Мальцев, «Организаторские способности», Финанс, №39(127) 24-30 октября 2005

[14] Данилов Ю.А. «Создание и развитие инвестиционного банка в России», М. 1998.

профессиональным участником рынка ценных бумаг и объединяет дилерские операции (открытие твёрдых котировок за свой собственный счёт), андеррайтинг (полный и частичный выкуп или гарантирование выкупа эмиссии ценных бумаг, как акционерных так и долговых), брокерство, финансовое консультирование, управление инвестиционными фондами, обслуживание реорганизаций (слияний, поглощений, выделений и т.п) компаний, депозитарную деятельность, персональный траст, инвестиции за свой счёт и т.д».[15]

Окончательное определение инвестиционного банка как института финансового посредничества можно дать исходя из характерных черт этой организации и направлений ее деятельности. Итак, подчеркнув, что деятельность глобальных инвестиционных банков чрезвычайно диверсифицирована, перечислим ее основные направления:

1) инвестиционно-банковская деятельность, в том числе:

- андеррайтинг,
- привлечение финансирования;
- слияния и поглощения;
- финансовое консультирование;

2) управление активами и пассивами, в том числе:

- управление активами крупных институциональных клиентов;
- управление взаимными фондами;
- управление активами частных лиц;
- управление государственным долгом различных стран, не оформленным в виде ценных бумаг;
- анализ портфеля ценных бумаг;
- выработка и осуществление инвестиционной стратегии

3) операции с ценными бумагами, в том числе:

- купля-продажа за свой счет и за счет клиента на рынках корпоративных ценных бумаг;

[15] Миркин Я.М, Лекции по профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, 2006

- брокерско-дилерская деятельность с государственными ценными бумагами различных стран;
- торговля деривативами (опционы, фьючерсы) на финансовых и товарных рынках;
- многоплановая аналитическая деятельность.

Организация, обладающая подобными чертами, является полностью универсальным инвестиционным банком, в противовес существующему классу «инвестиционных бутиков», специализирующихся на каких-то отдельных операциях, т.е. фирм, которые осуществляют некоторые операции инвестиционного банка, но не представляют полный спектр его услуг.

Доля тех или иных операций в общем количестве операций и их доходность, естественно, изменяются во времени. На данный момент, так же как в конце XX- начале XXI века, традиционным для инвестиционных банков видом деятельности является торговля ценными бумагами, но и одновременно возрастает удельный вес консультаций по вопросам проведения публичных размещений, сделок слияний и поглощений. Последнее является очень перспективным видом бизнеса, поскольку при осуществлении сделок по слиянию или поглощению обычно возникают долгосрочные связи между инвестиционными банками и их клиентами, то есть возможность сделок в различных областях инвестиционной деятельности в будущем. Имеет место и «неумышленная» конкуренция: сами корпорации все чаще предпочитают займу в коммерческом банке самостоятельный выход на мировой рынок капитала посредством размещения дополнительных эмиссий акций или выпуска корпоративных облигаций. Выделим общую тенденцию развития современного инвестиционного банка: дальнейшая диверсификация деятельности, комплексность и универсальность предоставляемых услуг[16].

Итак, **инвестиционный банк – крупный финансовый институт, являющийся профессиональным участником рынка ценных бумаг,**

[16] Кобяков А «Соискатели мирового богатства», Эксперт, №15, 19.04.1999 г

деятельность которого в значительной степени диверсифицирована по направлениям, перечисленным выше.

1.1.2 Место инвестиционных банков в системе финансовых посредников

При определении места инвестиционного банка в системе финансового посредничества необходимо обратить внимание на то, что инвестиционный банк является в наибольшей степени институтом первичного рынка, так как основным видом деятельности инвестбанка является привлечение финансовых ресурсов для корпоративных клиентов посредством выпуска и размещения на первичном рынке их ценных бумаг[17]. Данный момент исключительно важен, так как именно состояние первичного фондового рынка тесно взаимосвязано с общей эффективностью экономики (и содержит в себе предпосылки к ее росту): наличие эффективного первичного рынка ценных бумаг означает широкие возможности для финансирования реальных инвестиций корпоративного сектора, что способствует экономическому росту. В свою очередь, экономический рост приводит к росту инвестиционного спроса, а следовательно, и к росту объемов финансирования инвестиций через первичный фондовый рынок. Таким образом, инвестиционные банки, являясь ведущими финансовыми посредниками первичного рынка, оказывают значительное влияние на эффективность экономики в целом. К тому же, как показано ниже, инвестиционные банки, в отличие от многих других финансовых посредников, обеспечивают прямое финансирование, тогда как другие институты обеспечивают косвенное финансирование.

Место финансовых посредников в финансовой системе можно проследить на примере США, где финансовая система состоит из трёх компонентов: финансовых институтов, финансовых рынков и финансовых инструментов. Финансовые институты включают три широкие категории: финансовые посредники, агенты и брокеры, товарные и фондовые биржи. Первая категория соответствует депозитарным учреждениям, таким как коммерческие и сберегательные банки; договорным институтам, таким как фирмы по страхованию

[17] Брейли Р., Майерс С. «Принципы корпоративных финансов». М., 1997

жизни и пенсионные фонды; неконтрактным учреждениям, таким как фирмы по страхованию собственности и инвестиционные компании. Вторая категория включает ипотечные и инвестиционные банки, а так же брокеров и дилеров по операциям с ценными бумагами[18]. Существуют три крупные группы участников первичного рынка[19]: Конечные кредиторы и инвесторы, обладающие капиталом для инвестирования; заемщики, предъявляющие спрос на финансовые ресурсы для финансирования инвестиционных проектов и дефицита (корпорации, правительства); посредники, обеспечивающие переток средств от первой группы ко второй.

В процессе прямого финансирования посредник (инвестиционно-банковская фирма) находится в контакте с обеими сторонами и сводит их в сделке, где происходит покупка инвесторами нового выпуска ценных бумаг эмитента. Как только выпуск полностью распределен между инвесторами, посредник выпадает из транзакции. Инвестиционным банкам приходится чаще прибегать к «полной покупке» выпуска, когда инвестиционный банк становится первоначальным покупателем выпуска ценных бумаг до того, как он разойдется среди конечных инвесторов. При такой схеме инвестбанк берет на себя риск владения ценными бумагами, который при брокерской сделке целиком перекладывается на конечных инвесторов.

Существует мнение, что наибольшая эффективность функционирования инвестиционного банка достигается при объединении всех типов финансовых посредников первичного фондового рынка в рамках интегрированной модели универсального посредничества, объединяющей инвестиционный банк (ИБ), коммерческий банк (КБ) и инвестиционный фонд.[20]

В Европе, например, крупнейшие коммерческие банки (преимущественно германские, голландские и швейцарские) относительно недавно присоединили к себе в качестве подразделений ряд известных британских инвестиционно-банковских и брокерских фирм (к континентальным европейским банкам отошли

---

[18] Мировые финансы, М.В. Энг Фрэнсис, А. Лисс, Лоуренс Дж. Маоер.-изд.-М.:Консалтинговая компания Декка.-1998, стр. 233
[19] Росс Джеддес, IPO и последующие размещения акций, 2001г,стр 77
[20] Юлия Гордиенко, «Ключевое слово», Финансы и инвестиции, №41(455) от 7 ноября 2005

такие структуры, как «Хор Говетт» (Hoare Govett), «Бэрингз» (Barings), «Кляйнворт Бенсон» (Kleinwort Benson), «Морган Гренфел»). Таким образом, континентальная банковская культура обогащается англосаксонским «ноу-хау» брокерского и инвестиционно-банковского бизнеса.

Функционирование в рамках универсальной банковской модели действительно может повысить эффективность каждого блока системы за счет синергического эффекта, но стоит отметить опасность излишнего взаимопроникновения элементов каждого блока в смежные блоки. Прежде всего это связано с тем, что изначально у ИБ, КБ и инвестиционного фонда (траста) принципиально разные непосредственное рыночное окружение, цели и задачи, и, соответственно, стратегия[21]. Поэтому, говоря о модели универсального финансового посредника, следует представлять его не как единый универсальный институт, объединяющий все виды деятельности «под одной крышей», а как три института, координирующие свое поведение на рынке таким образом, чтобы достигалась максимальная эффективность каждого блока системы и всей системы в целом.

Для инвестиционного банка самостоятельность и обособленность бизнеса имеет, по нашему мнению, наибольшее значение по сравнению с другими финансовыми посредниками, так как инвестиционно-банковская деятельность является наиболее специфичной, ей свойственна меньшая открытость и более высокий, например, по сравнению с коммерческим банком, профессиональный уровень персонала.

1.1.3. Конкурентные позиции инвестиционного банка

Деятельность инвестиционных банков сегодня включает комплекс услуг, предоставление которых связано с одновременным задействованием как первичного, так и вторичного рынков, как в глобальном, так и в локальном масштабе[22]. *Конкурентная среда ИБ* - совокупность факторов, определяющих конкурентную позицию ИБ, - включает следующие факторы:

---

[21] Юлия Гордиенко, «Ключевое слово», Финансы и инвестиции, №41(455) от 7 ноября 2005

[22] Открыт новый сектор финансового рынка России». Инфраструктура, № 6, июнь 2006;

- Клиенты ИБ, потребители инвестиционно-банковских продуктов;
- Спектр продуктов ИБ;
- Спектр отраслей, в которых ИБ ведет конкурентную борьбу;
- Организационная структура ИБ;
- Географическое положение.

Интенсивная глобализация инвестиционно-банковского бизнеса началась в конце 40-х гг., когда инвестиционные банки (американские) стали обслуживать массовый переток инвестиций из США в Европу, что сопровождалось развитием международной филиальной сети[23]. Современные транснациональные корпоративные клиенты требуют от ИБ предоставления комплекса услуг, включающего операции с различными финансовыми инструментами, номинированными в различных валютах. Соответственно расширился спектр продуктов ИБ: в настоящее время кроме специфических (корпоративное финансирование путем выпуска ценных бумаг, консультации при проведении слияний и поглощений) и традиционных (торговля ценными бумагами и инструментами денежного рынка, синдицированное кредитование) продуктов глобальный ИБ предлагает практический полный спектр финансовых продуктов, включающих коммерческое кредитование, конструирование индивидуальных финансовых инструментов под конкретные сделки, а также продукты, не связанные напрямую с финансовыми рынками (в частности, страховые услуги). Таким образом, ИБ становится универсальной организацией, агрессивно вторгающейся в смежные отрасли, где функционируют другие институты.

Стремление предоставить наиболее полный спектр продуктов сделало необходимым условие «вертикальной интеграции»- объединения последовательных звеньев продуктовой цепи от анализа клиента и выработки рекомендаций до размещения ценных бумаг и поддержки их на вторичном рынке, от консультаций при проведении слияний и поглощений до покупки на себя крупных пакетов и «раскрутки» компании на вторичном рынке.

---

[23] Железова В.Ф. «Клан 20-ти. Международные банки США». М., 1979;

Неизбежным элементом становления глобального ИБ стала географическая экспансия. Главным образом это было связано с необходимостью осуществлять размещения ценных бумаг одновременно на нескольких географически удаленных рынках и обслуживать транснациональных клиентов[24].

Основным решающим фактором, определяющим не только конкурентную позицию ИБ, создание и реализацию его конкурентных преимуществ, но и выживание ИБ в стратегическом плане, является его организационная структура и человеческий фактор (кадры). Как правило, человеческий фактор становится точкой роста, источником создание конкурентных преимуществ, он же может стать причиной краха ИБ.

1.1.4. Глобальный ИБ против локального ИБ

Мощным импульсом, подтолкнувшим интеграционные процессы инвестиционно-банковской среде в 80 - 90-е гг., стала волна приватизации крупных государственных предприятий в Европе и Азии, где доля частных предприятий традиционно была намного ниже, чем в США. Множество крупных эмиссий были проведены на международной основе с использованием евроакций с целью получить максимальную цену за выпуск, обеспечив крупнейшим институциональным инвесторам во всем мире возможность инвестирования в первоначальные выпуски акций приватизируемых предприятий[25], а предприятиям максимально возможный денежный ресурс для финансирования программы их развития и только крупнейшим глобальным ИБ оказался по силам андеррайтинг подобных выпусков. Аналогичная картина наблюдается и в отношении еврооблигаций - как правило, только глобальные ИБ конкурентоспособны, так как на данном рынке преобладают институциональные инвесторы, нацеленные на оптовое инвестирование (крупные пакеты ценных бумаг), которое могут предоставить только глобальные ИБ.

---

[24] Железова В.Ф. «Клан 20-ти. Международные банки США». М., 1979;

[25] Моисеев С. «Рынок евробумаг в круговороте событий». Рынок Ценных Бумаг, №3 (114), 1998;

Еще одно свидетельство в пользу глобальных инвестиционных банков - относительный рост эмиссионной активности в Европе, связанный с взрослением восточноевропейских развивающихся экономик (включая российскую экономику) и ростом капитализации корпоративного сектора[26]. В условиях, когда о выздоровлении западных экономик говорят преимущественно в прогнозных терминах, рынки ряда развивающихся стран выглядят весьма привлекательными для североамериканских и азиатских инвесторов, ищущих высокодоходные инструменты. Тем не менее, для самостоятельных инвестиций в европейский корпоративный сектор у институциональных инвесторов нет ни соответствующих знаний (многие из публичных компаний-новичков не известны за пределами Европы), ни желания оперировать на внутренних европейских рынках. Глобальные банки создают для них условия для прибыльного и комфортного инвестирования: проводят широкомасштабные «роад шоу» *(road show),* предшествующие размещению выпуска, а также используют глобальные инструменты типа депозитарных расписок *(ADR / GDR).* Опыт осуществления практически всех сделок по привлечению финансирования как в Европе, так и в России, свидетельствует, что основными дирижерами этого процесса являются глобальные инвестиционные банки, полностью переигрывающие специализированные локальные инвестиционные банки. В частности, абсолютно все эмиссии еврооблигаций и акций (или депозитарных расписок), осуществленные российскими эмитентами, размещались именно такими институтами. Локальным институтам, лучше знакомым с национальными эмитентами и их финансовым состоянием, тем не менее, приходилось довольствоваться в лучшем случае ролью со-менеджеров размещения.

1.1.5. Организация инвестиционного банка

Организация ИБ является одним из важнейших факторов конкурентной позиции ИБ. Ее значение трудно переоценить, так как данный фактор в отличие от

[26] Олег Мальцев, «Глобально- бутиковая эра», 2006

других факторов, формирующих конкурентные преимущества ИБ, полностью контролируется самими банкирами.

Несмотря на то, что инвестиционно-банковские организации могут представлять собой непостоянные и отчасти непредсказуемые структуры, можно выделить три основных типа оргструктуры ИБ: функциональную, географическую и матричную[27]:

Организации с *функциональной структурой* подразделяются на функциональные области (например, корпоративное финансирование, рынки капиталов), каждая из которых включает несколько регионов. В чистом виде данная структура встречается у относительно небольших (локальных) ИБ.

Организации с *географической структурой,* напротив, делятся по регионам, каждый из которых содержит функциональные подразделения. Принцип данной структуры - скоординированная децентрализация: высший уровень централизует планирование и принимает стратегические решения, в то время как региональные подразделения принимают оперативные решения и ответственны за получение прибыли.

Матричные организации по своему характеру имеют перекрестные функции - каждая функция и каждый регион связаны матричной структурой. В организациях такого типа высшее руководство определяет права и ответственности обеих частей организации — функциональной и региональной. Вследствие этого данной структуре присущи конфликты между управленцами функциональной и региональной части организации при условии наличия неопределенностей в деятельности матричных ячеек.

Среди глобальных ИБ наибольшее распространение получили функциональная (Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley в США; Societe Generale, Credit Lyonnaise, Commerzbank в Европе) и комбинированная (функциональная/географическая: Credit Suisse First Boston). У истоков инвестиционно-банковского бизнеса стояли частные компании-товарищества (партнерства), однако в настоящее время их становится все меньше и меньше: большинство ИБ-партнерств было куплено конгломератами или стало

[27] Миловидов В. Д. «Современное банковское дело. Опыт США». М, 1992

открытыми компаниями. На сегодняшний день из глобальных ИБ только один Goldman Sachs сохранил форму партнерства. В 1970 - 1980-х гг. многие крупнейшие (в основном американские) ИБ стали открытыми компаниями и выпустили свои акции. Это заставило их сделать прозрачной свою деятельность и открыть информацию о доходах, но также повысило кредит доверия к ним со стороны клиентов (намного легче судить о ИБ по курсу его акций, чем по рекламе и субъективным экспертным оценкам).

Из всего вышесказанного, можно сделать вывод, что инвестиционный банк - это профессиональный участник финансового рынка, основным бизнесом которого является инвестиционно-банковская деятельность: привлечение финансирования путем выпуска и размещения ценных бумаг на фондовом рынке. Однако современный глобальный инвестиционный банк - это универсальный институт, сфера деятельности которого охватывает практически все виды профессиональной деятельности на фондовом рынке, а также простирается в смежные сегменты финансового рынка (валютный, кредитный рынки, депозитарный бизнес и др.). Тем не менее, критерием причисления той или иной организации к инвестиционному банку остается факт осуществления ею корпоративного финансирования и крупнооптовых операций на фондовом рынке.

1.2. Спектр услуг инвестиционного банка.

В контексте данного пункта, по нашему мнению, следует рассматривать основные и самые востребованные услуги, предоставляемые финансовым посредником - инвестиционным банком, в точности отражающим его сущность. Таким образом, наиболее целесообразным рассмотрение услуг, предоставляемым инвестиционным банком предприятиям реального сектора экономики, а именно услуги в области привлечения капитала на долговом рынке (через выпуск облигаций, еврооблигаций), услуги на рынке акционерного капитала, включая частное размещение (Private Placement) и первое публичное размещение IPO, сделок по реорганизации предприятия (слияния, поглощения).

1.2.1. Услуги в области привлечения капитала

Привлечение долгового финансирования путём размещения долговых инструментов

Одним из возможных способов привлечения долгового финансирования для компаний является организация облигационного займа, который является альтернативным способом привлечения инвестиций, имеющий свои преимущества в форме достаточно быстрой организации процесса и является более дешевым способом привлечения средств. На международном рынке инструментом привлечения долгового финансирования выступают евробумаги, а частности еврооблигации.

Облигация - эмиссионная ценная бумага, содержащая обязательство эмитента выплатить ее владельцу (кредитору) номинальную стоимость по окончании установленного срока и периодически выплачивать определенную сумму процента. Облигации выпускаются государством, местными органами власти или компаниями в форме ценных бумаг с фиксированной или переменной процентной ставкой. Большая часть облигаций не имеет обеспечения и не дает права на участие в управлении.[28]

*Еврооблигации***.** Еврооблигациями принято называть облигации, размещаемые одновременно на рынках нескольких стран («еврорынке») и номинированные в валюте, которая не является национальной валютой заемщика или кредитора. Необходимо отличать еврооблигации от иностранных облигаций (foreign bonds) - облигаций, размещаемых на рынке одной страны, причем валюта займа для заемщика является иностранной, а для кредитора - национальной. Принципиальная разница между этими ценными бумагами в том, что иностранные облигации можно отнести к международному облигационному рынку с большой долей условности, тогда как еврооблигации во всем своем многообразии составляют действительно международный, глобальный рынок, поэтому очень часто их называют «глобальными облигациями» (global bonds).

Большая часть еврооблигаций выпускается крупными, в основном транснациональными корпорациями, международными организациями

[28] Глоссарий.ru

(например, Мировым банком) и государственными органами. Крупные инвестиционные банки и компании по ценным бумагам- непосредственные профессиональные участники на рынке евробумаг. По величине полученных доходов на международном рынке в 2000-2005 гг. 10 крупнейших из них расположились в следующем порядке : J. P. Morgan, Citigroup, CSFB, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Deutsche Bank, UBS, Bank of America, Banco Santander Central Hispano[29].

Основными преимуществами облигационного займа как инструмента привлечения инвестиций для эмитента являются:

- Привлечение значительных объёмов денежных средств на длительный срок;
- Маневрирование при определении характеристики выпуска: все параметры облигационного займа (объём эмиссии, процентная ставка, сроки, условия обращения и погашения и т.д) определяются эмитентом самостоятельно;
- Оперативное управление структурой и объёмом задолженности, использование своих облигаций в качестве расчётного инструмента, оптимизация взаимозачётов;
- Льготный режим налогообложения;
- Финансовая независимость от одного или нескольких кредиторов за счёт аккумулирования денежных средств различных категорий инвесторов;
- Выгодные условия привлечения финансовых средств за счёт длительных сроков и учёта реальной экономической обстановки и состояния финансового рынка;
- Создание публичной кредитной истории, прямое положительное влияние на кредитный рейтинг. Полное и своевременное выполнение обязательств по своим облигационным займам позволит клиенту в будущем привлекать денежные средства (в том числе и по банковским кредитам) на более выгодных условиях.

[29] Б.Б. Рубцов, «Современные фондовые рынки»,М, 2007,стр 749

Основные участники размещения и обращения облигационного займа[30]:
Инвестиционный консультант — разработка финансового обоснования целесообразности организации облигационного займа, предложение и согласование с эмитентом оптимальных параметров займа, исходя из потребностей и возможностей эмитента, а также из рыночной ситуации, разработка оптимальной схемы размещения займа с выбором торговой площадки, депозитария, расчетного центра и других контрагентов.
Юридический консультант — подготовка, составление и сопровождение в регистрирующем органе пакета документов, необходимых для государственной регистрации выпуска облигаций, в том числе проспекта эмиссии и решения о выпуске.
Ведущий организатор — создание инфраструктуры размещения облигационного займа. Обеспечивает подготовку, согласование условий и заключение договоров со всеми основными участниками размещения облигаций: эмитентом, биржей, депозитарием, расчетным центром, регистратором (при выпуске именных ценных бумаг), генеральным агентом, платежным агентом, андеррайтерами, маркет-мейкерами. По согласованию с эмитентом организует информационное обеспечение выпуска облигаций и итогов размещения.
Платежный агент — кредитная организация, осуществляющая расчеты и иные платежи, связанные с выплатой купонного дохода и погашением облигационного займа.
Андеррайтер — профессиональный участник рынка ценных бумаг, принимающий на себя обязательство разместить облигации среди инвесторов от своего имени за счет и по поручению эмитента.
Маркет-мейкер — профессиональный участник рынка ценных бумаг, ответственный за поддержание ликвидности рынка выпущенных облигаций посредством выставления двусторонних рыночных котировок — на покупку и продажу.

[30] Б.Б. Рубцов, «Современные фондовые рынки»,М, 2007,стр 749

Услуги инвестиционно банка по размещению и обращению займа[31].

- Разработка индивидуальной структуры и параметров облигационного займа, исходя из потребностей и запросов эмитента. Использование схем выпуска, оптимально отвечающим интересам эмитента; Формирование стратегии поведения эмитента на рынке корпоративных облигаций.
- Обеспечение кратчайших сроков подготовки регистрационных документов (решение о выпуске, проспект эмиссии);
- Услуги советника по прохождению процедуры присвоения рейтинга эмитенту (в случае использования в качестве инструмента еврооблигаций). Как правило, эта задача отводится отдельному подразделение инвестиционного банка, обладающего уникальными знаниями касательно основных аспектов деятельности той или иной компании (подготовка презентационных материалов совместно с эмитентом в течение 7-8 недель).[32]
- Проведение размещения в строго оговорённые сроки среди широкого круга контрагентов, благодаря обширной клиентской базе и прочным связям с операторами рынка;
- Подготовка и государственная регистрация отчёта об итогах выпуска;
- Дальнейшее сопровождение облигационного выпуска после регистрации отчёта об итогах размещения;
- Организация и поддержание рынка вторичных котировок;
- Исполнение функций агента при исполнении оферт эмитента в период обращения выпуска;
- Выполнение функций платёжного агента;
- Информационная поддержка облигационного займа, используя устоявшиеся связи со средствами массовой информации (печатные, электронные СМИ и финансовые информационные системы, собственные информационные ресурсы банка), а также проведение презентаций для инвесторов («роад шоу» - представление облигационного выпуска потенциальным инвесторам).

---

[31] Информационные материалы инвестиционного банка «Кит-Финанс»

[32] Васильев М.А. Рынок евробумаг российских эмитентов // Рынок ценных бумаг. 2001, № 6, Презентация Branswick UBS Rating Advisory, сентябрь 2005

1.2.2. Услуги на рынке акционерного капитала

Частное размещение (Private Placement) и первичное публичное предложение (IPO)

Частное размещение (Private Placement) характеризуется продажей (обменом) ценных бумаг ограниченному количеству заранее известных инвесторов без публичного предложения продажи. Инвестиционные банки проводят размещения акций среди ограниченного круга инвесторов. Специалисты инвестиционного банка определяют круг возможных приобретателей пакета акций и согласуют его с клиентом. Эффективной работе в этом направлении способствуют принципы взаимодействия банка с российскими и зарубежными инвесторами, как частными, так и институциональными (фонды и т. д.), исходя из деловой репутации банка, его опыта, партнёрских связей и размера клиентской базы[33].

Когда же компания нуждается в большем объёме денежных ресурсов, заинтересована в собственном имидже и узнаваемости, стремиться стать публичной, то она прибегает к первому публичному предложению акций или IPO.

IPO (*Initial Public Offering*) – первичное публичное размещение акций. Привлечение финансирования на основе первого выхода компании на открытый рынок и размещение акций среди первичных инвесторов. Осуществляется при завершении венчурной стадии финансирования, после того, как компания выжила, создала продуктовые линии, завоевала минимальную рыночную нишу, создала базовое производство и переходит к стадии быстрого расширения бизнеса.[34]

Двойное IPO- одновременное IPO эмитента – резидента Российской Федерации, осуществляемое на российской и зарубежной фондовой биржах в соответствии с порядком, установленным Федеральной службой по

---

[33] Данилов Ю.А, Создание и развитие инвестиционного банка в России. - М.: Финансы и статистика, 2004

[34] Я.М. Миркин, Лекционные материалы по профессиональной деятельности на рынке ЦБ, 2006

финансовым рынкам:[35] при эмиссии акций не более 70% из них могут быть размещены за рубежом, остальные (от 30% и выше) должны одновременно размещаться внутри России (на фондовой бирже или через российского брокера). Акции должны котироваться (иметь листинг) на российской фондовой бирже.

Ни один выпуск не может быть осуществлён без привлечения банка, способного организовать процесс подготовки, размещения и дальнейшего сопровождения займа. Роль инвестиционного банка в данном случае имеет первостепенное значение, так как он призван помочь заёмщику реализовать проект привлечения долгового финансирования на высокопрофессиональном уровне. Услуги по финансовому консультированию, организация займа, андеррайтингу, поддержание котировок вторичного рынка – данный спектр услуг не является ограниченным и инвестиционный банк имеет возможность предложить потенциальному клиенту более расширенный список услуг. При этом, взаимодействие инвестиционного банка и клиента происходит в тесном контакте, с учётом интересов и потребностей последнего. Для этого банк использует все свои принципы работы такие, как профессионализм, достоинство, доверие, доход, поддержание деловой репутации, взаимной выгоды, ответственности за результат выполненной работы, индивидуальный подход к каждому клиенту.

Функции инвестиционного банка как финансового посредника в процессе выпуска и размещения ценных бумаг[36]:

- Организация первичного рынка ценных бумаг, «проведение ценной бумаги через рынок», к которому у эмитента нет непосредственного доступа, установление справедливой цены на фондовые ценности;
- Прямое перераспределение денежных ресурсов от первичных инвесторов в ценные бумаги к эмитентам;

[35] Приказ ФСФР от 12 января 2006 г. №06-5/пз-н «Об утверждении положения о порядке выдачи Федеральной службой по финансовым рынкам разрешения на размещение и (или) обращения эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации.
[36] Я.М. Миркин, Лекционные материалы по профессиональной деятельности на рынке ЦБ, 2006

Приложение 1

Таблица 1. Рейтинг организаторов IPO 2006 г.

N	Организатор	Эмитент
1	**Morgan Stanley**	Trader Media East, CTC Media, Роснефть, RGI International
2	**Deutsche UFG**	Комстар- ОТС, Магнит, CTC- Media, ОГК-5, Распадская, Северсталь, Система- Галс
3	**Dresdner Kleinwort Wasserstein**	Разгуляй, C.A.T Oil, Роснефть, ТМК
4	**Credit Suisse**	ТМК, ОГК-5, ЧЦЗ, Распадская, Mirland Development
5-6	**ABN Amro**	Роснефть
5-6	**JPMorgan**	Роснефть
7	**Тройка Диалог**	Верофарм, ОГК-5, ЦМТ, Timan Oil and Gas
8	**Ренессанс Капитал**	Комстар- ОТС, Черкизово, ТМК
9	**UBS Investment Bank**	Северсталь, Система- Галс
10	**Citigroup**	Северсталь

Источник: *РБК Рейтинг, www.rating.rbc.ru*

Приложение 2

Таблица 2. Рейтинг инвестиционных консультантов M&A 2006 г.

N	Консультант	Предприятие
1	**Deutsche UFG**	Корбина Телеком, Красный восток, Лебединский ГОК, Мрия, Новороссийский морской торговый порт, Удмуртнефть, Новгородские Телекоммуникации, Мурманские мобильные сети, Парма Мобайл Архангельские мобильные сети, Пикра, Ярпиво, Вена, Петербургская генерирующая компания, Росбанк
2	**Ренессанс Капитал**	ВСПМО-АВИСМА, Экстра М Медиа, Афиша, ТВ-3, Rambler Media Group, Евраз групп, Трубная металлургическая компания
3	**Morgan Stanley**	Объединенные кабельные сети, Pyaterocka Holding, Дулисма/Ленская Транспортная Компания, W.W. Marpetrol, Khanty Mansiysk Oil Corp, Oriel Resources
4	**UBS**	Удмуртнефть, Арментел, Трубная металлургическая компания
5	**Тройка Диалог**	Мостотрест, World Class, Глобус-Телеком, Зебра Телеком, Buztel, Unitel, Инвестсбербанк
6	**Credit Suisse**	Перекресток, Pyaterocka Holding, Highveld Steel and Vanadium Corporation
7	**Dresdner Kleinwort**	Intracom Telecom, Удмуртнефть
8	**HSBC**	Перекресток, Арментел
9	**AGA MANAGEMENT**	Донецкгоргаз, Криворожгаз, Харьковгоргаз, Днепрогаз, Харьковгаз
10	**Ernst & Young**	Профибанк, Столичное кредитное товарищество, СОК, СПСР Экспресс

Источник: www.mergers.ru, Слияния и поглощения в России

Приложение 3

Таблица 1. Результаты проведённых размещений предприятиями реального сектора в 2005-2007 г.

Эмитент	ipo date	Тикер	Cap	Cap	Изменение капитализации, %	Изменение цены на ОА, %	ipo price	
			ipo date	today			ord	pref
Роснефть	17.07.2006	rosn	78 585 488 490,81	92 363 119 649,01	**17,53**	17,53	7,42	
Полиметалл	07.02.2007	pmtl	2 409 750 000,00	2 181 375 000,00	**-9,48**	-9,48	**7,65**	
ТМК	31.70.2006	trmk	5 456 256 250,00	8 009 784 175,00	**46,80**	46,80	6,25	
Северсталь	08.11.2006	chmf	11 921 107 029,65	13 629 160 826,38	**14,33**	14,33	11,83	
Магнит	28.04.2006	mgnt	2 010 600 000,00	3 330 000 000,00	**65,62**	65,62	27,93	
Распадская	10.11.2006	rasp	1 671 499 882,24	1 892 411 562,58	**13,22**	13,22	2,14	
Челябинский ЦК	07.11.2006	chzn	940 290 363,50	677 442 625,00	**-27,95**	-27,95	173,50	
ОГК-5	31.10.2006	ogke	3 293 103 920,42	4 943 193 049,18	**50,11**	50,11	0,0931	
НОВАТЭК	21.07.2005	nvtk	14 726 084 100,00	16 396 052 400,00	**11,34**	11,34	4,85	
Новолипецкий МК	09.12.2005	nlmk	8 720 145 634,20	16 331 544 229,00	**87,29**	87,29	1,455	
Белон	05.06.2006	blng	442 750 000,00	416 875 000,00	**-5,84**	-5,84	38,5	

Источник: Оценки инвестиционной компании «АЛОР-Инвест»

Приложение 4

Таблица 1. Компании — лидеры в секторе услуг по корпоративному финансированию за 2006 г.

	Андеррайтинг IPO		Организация IPO		Размещение облигаций		Сделки M&A	
	Компания	Кол-во IPO	Компания	Кол-во IPO	Компания	Кол-во эмиссий	Компания	Кол-во сделок
1	Deutsche UFG	8	Deutsche UFG	7	ВТБ*	32	Deutsche UFG	15
2	Dresdner Kleinwort	6	Credit Suisse	5	РосБанк	31	ИК Тройка Диалог	7
3	Credit Suisse	6	Morgan Stanley	4	ГазпромБанк	27	Ренессанс Капитал	7
4	ИК Тройка Диалог	6	Dresdner Kleinwort	4	Банк Москвы	25	Morgan Stanley	6
5	Morgan Stanley	5	ИК Тройка Диалог	4	ФК УРАЛСИБ	22	AGA MANAGEMENT	5
6	Ренессанс Капитал	4	Ренессанс Капитал	3	Райффайзен Банк	17	Ленстройматералы	5
7	JP Morgan	3	UBS Investment Bank	2	ИК Тройка Диалог	17	Ernst & Young	4
8	Уралсиб	3	ABNAMRO	1	АКБ СОЮЗ	17	UBS InvestmentBank	3
9	Альфа-Банк	3	JP Morgan	1	Банк ЗЕНИТ	15	Credit Suisse First Boston	3
10	ABN AMRO	2	Citigroup	1	ИБ КИТ Финанс	14	ABNAMRO	3

*Включая Промышленно-строительный Банк

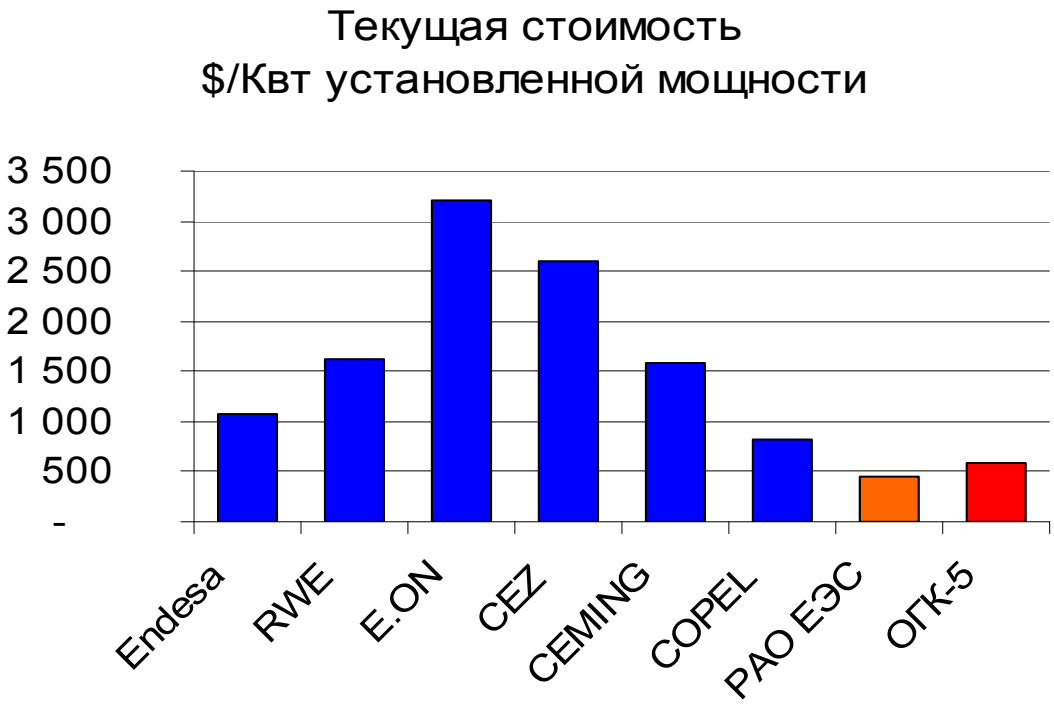
Источник: "Эксперт РА", www.mergers.ru, www.offerings.ru, www.cbonds.ru, www.rts.ru

Приложение 5

График 1. Расположение генерирующих активов ОАО «ОГК-5»

Источник: www.rao-ees.ru, официальный сайт РАО «ЕЭС России»

Приложение 6



Источник: www.rao-ees.ru, официальный сайт РАО «ЕЭС России»

Приложение 7

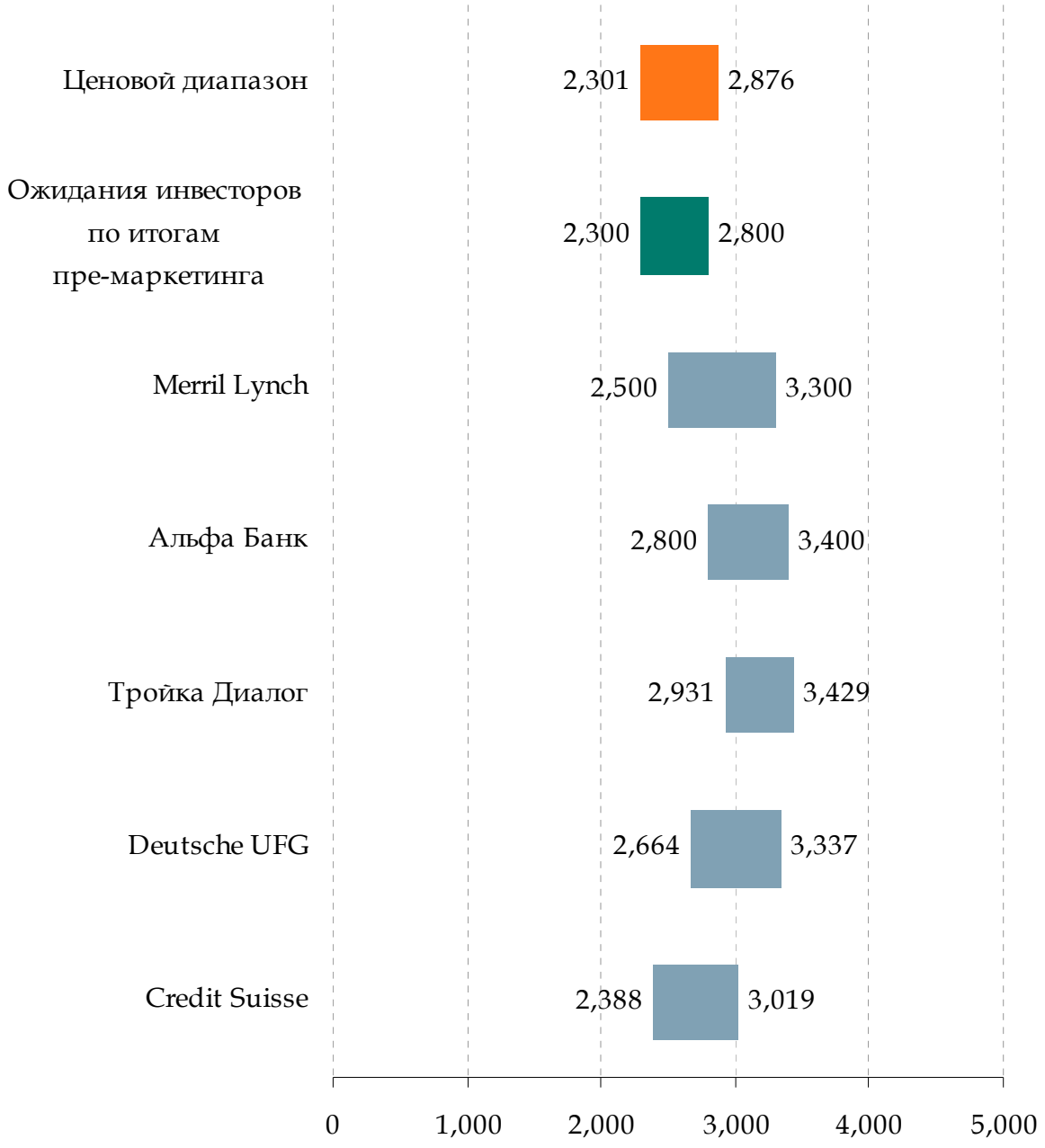
Таблица 1. Контакты с инвесторами в ходе пре-маркетинга

СТРАНА	БАНК	ДАТА	Кол-во контактов
Великобритания	Credit Suisse	3, 4, 5, 6, 9, 10, 16 Октября	22
	Deutsche Bank	10, 12, 17 Октября	23
	Тройка Диалог	3, 4 Октября	14
	Альфа-Банк	6, 9, 10, 11 Октября	8
	Merrill Lynch	9, 10, 11, 12, 13 Октября	19
Россия	Credit Suisse	16 Октября	12
	Deutsche Bank	3, 4, 17, 19 Октября	12
	Тройка Диалог	12, 13, 16 Октября	23
	Альфа-Банк	5, 6, 9 Октября	8
США	Deutsche Bank	12, 19 Октября	2
	Credit Suisse	9, 11 Октября	18
	Merrill Lynch	13 Октября	1
Швеция	Deutsche Bank	5, 12 Октября	5
	Тройка Диалог	5 Октября	6
	Альфа-Банк	12 Октября	4
	Merrill Lynch	13, 16 Октября	2
Швейцария	Deutsche Bank	10, 16, 17 Октября	7
	Тройка Диалог	11 Октября	5
	Merrill Lynch	12, 16 Октября	2
Финляндия	Deutsche Bank	18 Октября	3
	Тройка Диалог	6 Октября	6
Германия	Deutsche Bank	9 Октября	4
	Тройка Диалог	10 Октября	1
	Merrill Lynch	17 Октября	2
Дания	Тройка Диалог	9 Октября	3
	Альфа-Банк	9 Октября	2
Австрия	Deutsche Bank	6, 10 Октября	4
	Тройка Диалог	10 Октября	1
Голландия	Deutsche Bank	19 Октября	3
	Тройка Диалог	9 Октября	1
	Merrill Lynch	9 Октября	1
ВСЕГО:			**224**

Источник: Презентационные материалы ИК «Тройка Диалог»

Приложение 8

График 1.Выбор диапазона цен инвестиционными банками, являющимися организаторами IPO ОГК- 5 наряду с банком «Х».



Источник: Презентационные материалы ИК «Тройка Диалог»

Приложение 9

График 1. ОАО «НОВАТЭК» до реструктуризации

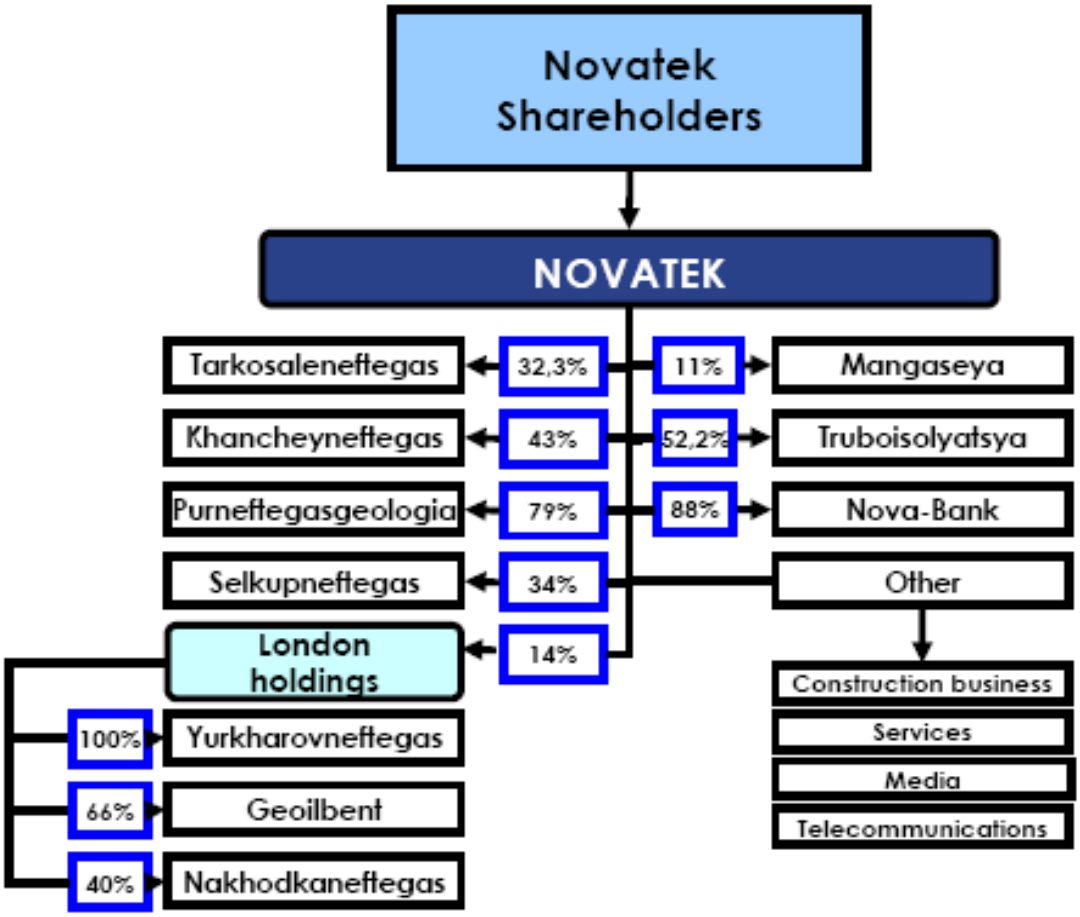
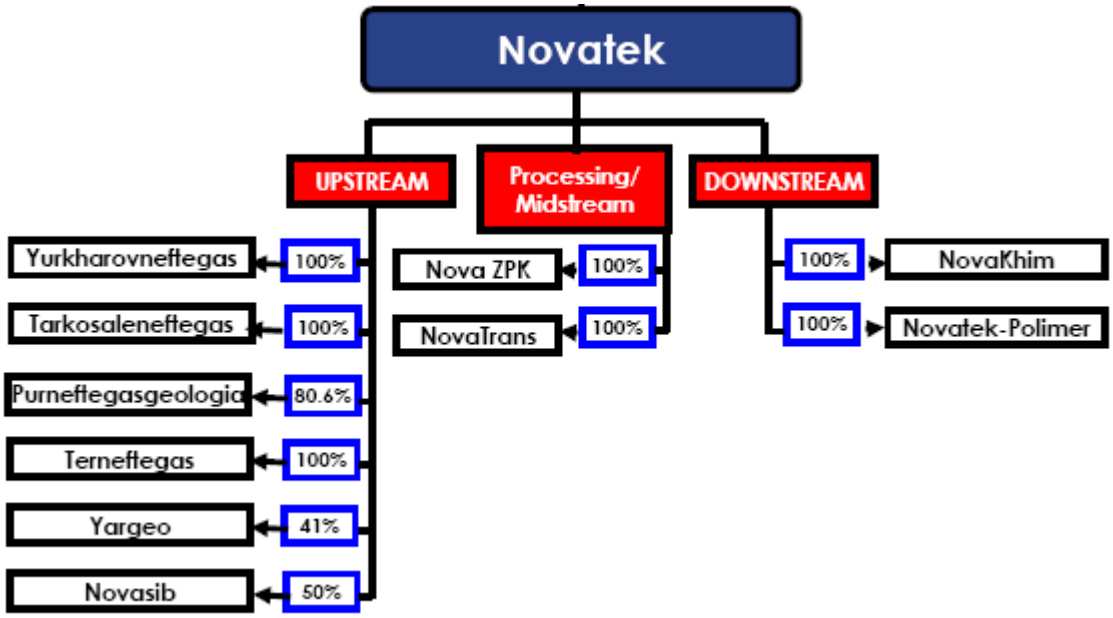
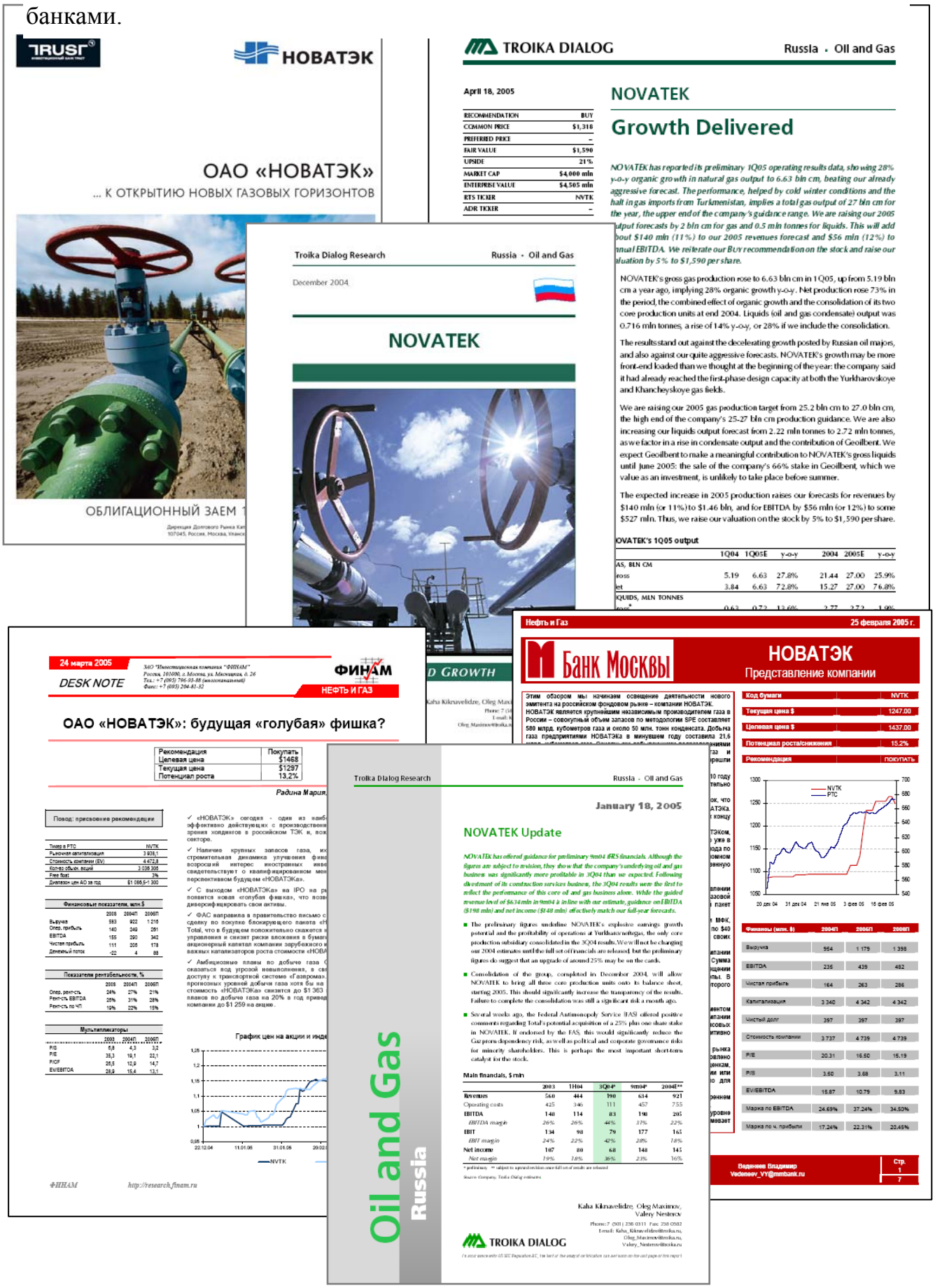


График 2. ОАО «НОВАТЭК» после реструктуризации



Приложение 10

График 1.Покрытие одного из предприятий реального сектора инвестиционными банками.



- Обеспечение ликвидности первичного рынка, послерыночная поддержка ценных бумаг эмитента;
- Перераспределение финансовых рисков (от эмитента) к инвесторам. При размещении ценных бумаг передаются не только денежные ресурсы, но и продаются и покупаются риски эмитента, связанные с инвестированием средств, привлечённых на основе выпуска акций;
- Перераспределение информации (оценка и анализ эмитента и рисков, связанных с его ценными бумагами, и предоставление этой информации широкому кругу инвесторов, которой обладает инвестиционный банк. Стоит отметить, что наличие огромной базы инвесторов – это одно из важнейших преимуществ инвестиционных банков. База инвесторов, которой обладают банки, недосягаема практически самостоятельно ни одному заёмщику.

Когда предприятие - эмитент принимает решение о первом публичном выходе на рынок капитала перед ним возникает вопрос выбора финансового посредника, так как успех выпуска акций во многом зависит от того, насколько правильно эмитент выберет инвестиционный банк в качестве посредника на рынке капитала. Основными критериями выбора могут являться: профессиональная репутация инвестиционного банка, отзывы других клиентов; прошлый опыт удачного обслуживания корпоративных эмиссий; способность к размещению акций, наличие богатой клиентской базы, способность выкупать займы на первичном рынке; способность к финансовой поддержке размещаемого выпуска акций (выкуп части эмиссии, гарантирование выкупа); перечень услуг, возможность грамотно произвести все работы, необходимые для выпуска акций; цена на услуги, конкурентоспособность в сравнении с ценовыми заявками других инвестиционных банков.

Вопрос выбора инвестиционного банка стоит не только перед эмитентом, но и сам инвестиционный банк организует процесс выбора потенциального клиента и выбирает в потоке заявок эмитентов на выпуск ценных бумаг те потенциальные эмиссии, которые соответствуют установленным критериям. К ним обычно относятся: размер эмиссии. Чем крупнее и известнее

инвестиционный банк, тем выше требования, предъявляемые им к минимальному объёму эмиссии, который он берётся вывести на рынок (исходя из соотношения затрат и результатов на проект IPO); наличие потенциального спроса на акции эмитента, приемлемое прогнозируемое соотношение риска, доходности и ликвидности по ним.

Имея ввиду факт того, что инвестиционный банк и клиент непосредственно тесно взаимодействуют между собой в процессе организации размещения, из этого следует то, что инвестиционный банк имеет доступ к наиболее закрытой информации об эмитенте и вследствие может предполагать его будущие конкурентные позиции на рынке, динамику экономического и финансового положения, изменения курсов ценных бумаг. Это так называемая служебная информация, которая ещё не известна широкому кругу инвесторов на рынке. В этой связи необходимо иметь ввиду, что при осуществлении андеррайтинга и оказании других услуг по размещению ценных бумаг, к инвестиционному банку должны предъявляться принципы этики инвестиционного банковского дела.

Среди принципов организации деятельности, которым непосредственно должен следовать инвестиционный банк при взаимодействии с клиентом стоит выделить: приоритет интересов клиента над собственными интересами андеррайтеров и других профессиональных участников, принимающих участие в подготовке выпуска. Так же, инвестиционный банк не вправе манипулировать ценами на фондовом рынке. Соответственно, подготовка выпуска и размещения акций не должны содержать действия, являющиеся манипулированием ценами на ранее размещённые ценные бумаги данного эмитента, обращающиеся на фондовой бирже или внебиржевом рынке. Важным моментом деятельности инвестиционного банка является запрет на использование служебной информации, полученной при подготовке выпуска и размещения акций.

Услуги, предоставляемые инвестиционным банком в процессе организации IPO:

Услуги профессионального участника по подготовке размещения и размещения акций можно поделить на: услуги финансового консультанта на рынке ценных бумаг по подготовке проспекта ценных бумаг; услуги по организации выпуска ценных бумаг; услуги по андеррайтингу выпуска ценных бумаг.

В услуги инвестиционного банка, как финансового консультанта, обычно входят: оказание эмитенту услуг по подготовке проспекта ценных бумаг; удостоверение соответствия информации, раскрываемой эмитентом в процессе эмиссии ценных бумаг, требования законодательства той страны, где располагается эмитент.

Услуги по организации выпуска ценных бумаг не связаны с гарантированием или осуществлением сделок с размещаемыми акциями. Эти услуги носят организационный, консультационный и информационный характер, включают в себя:

- Анализ правоспособности эмитента по осуществлению выпуска ценных бумаг, консультирование эмитента по вопросам, связанным с устранением нарушений законодательства о рынке ценных бумаг и инвесторов и т.п;
- Оценочная деятельность. При выпуске акций и подготовке сделок с ними на первичном рынке часто возникают задачи по оценке активов, прежде всего ценных бумаг, связанных с необходимостью такой оценки при принятии решений эмитентами и инвесторами в акции;
- Разработка параметров и условий выпуска ценных бумаг с учётом целей эмитента, инвестиционное проектирование, разработка бизнес планов, консультирование по проблемам реорганизации и структурирования сделок;
- Консультирование эмитента по вопросам организации деятельности его органов управления при принятии решения о выпуске ценных бумаг;
- Представление документов в регистрирующий орган;
- Организация раскрытия информации на всех этапах осуществления выпуска ценных бумаг согласно требованиям законодательства;

- Подготовка инвестиционного меморандума о выпуске ценных бумаг для распространения среди потенциальных инвесторов
- Выявление потенциальных инвесторов и представление им выпуска ценных бумаг с позиций их привлекательности и рисков для инвесторов;
- Организация публичных презентаций выпуска ценных бумаг («роад шоу»), встреч представителей эмитента и потенциальных инвесторов;
- Организация взаимодействия эмитента с фондовыми биржами или иными организаторами торговли на рынке ценных бумаг по подготовке размещения ценных бумаг;
- Проведение работы по выявлению потенциальных поручителя, депозитария, платёжного агента, регистратора и других сторон, участвующими в организации выпуска, размещения и последующего обращения ценных бумаг и организация взаимодействия клиента с данными участниками процесса;

Организация размещений ценных бумаг

Технология андеррайтинга - базовая функции инвестиционного банка. Общепринятой в мировом инвестиционном сообществе стала американская схема осуществления публичного размещения. Данная схема практически без изменений взята в качестве стандарта по всему миру (Россия не является исключением). Первичное публичное размещение (IPO) в полной мере задействует инвестиционно-банковские технологии, поскольку речь идет о привлечении финансирования изначально не публичной компанией. В случае «сезонного», или «вторичного» предложения акций (SEO - seasoned equity offering) размещаются акции уже публичной компании, информация о которой раскрывается в соответствии с требованиями регулирующих органов, и имеющей рыночную оценку. Примерно такая же схема используется и при размещении облигационных выпусков – различия кроются преимущественно в ценообразовании эмиссии и структуре синдиката андеррайтеров, а также в базе инвесторов.

Отправной точкой мы будем считать заключение *договора с организатором размещения* - момент оформления отношений потенциального эмитента и инвестиционного банка, который исполнит роль ведущего менеджера (лид-менеджера) эмиссии. В принципе, эмитент не обязан привлекать профессионального посредника для осуществления размещения, однако в подавляющем большинстве случаев эмитенты решают воспользоваться услугами инвестиционных банков, поскольку андеррайтинг - довольно специфическое мероприятие, к тому же инвестиционные банки десятилетиями формировали инвестиционную среду таким образом, чтобы сделать свое участие в размещении эмиссий практически неизбежным.

Могут быть заключены два вида соглашений: (1) «твердое обязательство» (Firm Commitment) и (2) «приложение максимальных усилий» (Best Efforts agreement). Твердое обязательство предполагает, что инвестиционный банк (синдикат инвестиционных банков - андеррайтеров) соглашается купить у компании весь новый выпуск акций и в дальнейшем разместить его среди инвесторов. Подписывая такой договор, андеррайтер гарантирует выплату эмитенту определенной суммы и несет весь риск, сопряженный с размещением выпуска. Если инвестиционному банку не удается перепродать купленные у компании-эмитента бумаги, его обязательство заплатить компании оговоренную сумму остается в силе. С точки зрения эмитента, этот тип соглашения наиболее предпочтителен, поскольку эмитент освобождает себя от риска, сопряженного с размещением, перекладывая его на андеррайтера. За эту свободу эмитенту приходится платить, делая скидку (дисконтный спрэд) с оговоренного эмиссионного курса при продаже выпуска инвестиционному банку. Соглашения такого рода используются главным образом для размещения эмиссий качественных предприятий (с низким уровнем риска). С подписанием договора на условиях приложения максимальных усилий андеррайтер соглашается сделать все возможное для продажи новых акций инвесторам, но при этом не гарантирует получение эмитентом всей ожидаемой от размещения выпуска суммы. Инвестиционный банк выступает в роли агента, оказывая помощь в размещении выпуска на комиссионных началах, т.е

вознаграждение в этом случае в форме процента от объема размещенного выпуска. Риск в данной ситуации ложиться на самого эмитента. Стоит отметить, что данный тип соглашения не является андеррайтингом (подпиской) в строгом смысле; он используется для очень сильных и очень слабых выпусков, а также для размещения выпусков новых компаний.

На начальном этапе инвестиционный банк выступает в качестве финансового консультанта эмитента. В зависимости от квалификации менеджмента компании-эмитента эта работа или какая-то ее часть может быть выполнена самостоятельно силами специализированного подразделения в рамках предприятия, но в условиях современного глобального рынка такая экономия грозит непозволительной потерей эффективности (в силу отсутствия профессиональных кадров).

Когда компания осуществляет публичное предложение своих ценных бумаг в США, она обязана соблюдать требования Закона о ценных бумагах 1933 г. (Закона о полном раскрытии информации, Full Disclosure Act). На российском рынке компания должна соблюдать требования Федерального закона № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг». Инвестиционному банку - лид-менеджеру необходимо представить в Комиссию по ценным бумагам и биржам - SEC (КЦББ) регистрационную заявку (registration statement, S-1). В России данная функция возложена на Федеральную службу по финансовым рынкам (ФСФР). После представления в КЦББ заявки начинается *«период ожидания»* (Quiet Period / Cooling Off Period), когда новый выпуск находится «на регистрации». В это время Комиссия проверяет соответствие представленных компанией сведений положениям Закона о полном раскрытии информации. Если от Комиссии получено одобрение, выпуск может быть предложен широкому кругу инвесторов. Одобрение КЦББ означает, что вся представленная компанией информация признана полной и соответствующей действительности. Никаких выводов о качестве выпускаемых ценных бумаг Комиссия делать не имеет права. Если же Комиссия отклоняет заявку, она направляет эмитенту письмо-отказ (Letter of Deficiency), в котором извещает его обо всех неясных моментах и несоответствиях с просьбой внести необходимые дополнения и уточнения. В

период ожидания регистрации инвестиционный банк стимулирует интерес инвесторов к новому выпуску, распространяя предварительный проспект эмиссии (Preliminary Prospectus). Цель данного документа - ознакомить потенциальных инвесторов с компанией-эмитентом. Большая часть сведений, публикуемых в предварительном проспекте, соответствует содержанию регистрационной заявки: описание компании и предлагаемых ею ценных бумаг, финансовая отчетность за последние пять лет, органы, регулирующие ее деятельность, целевой рынок и сравнительная характеристика конкурентов, структура управления компании, предполагаемые направления использования привлеченных средств. Цена предложения, по которым новые бумаги будут продаваться инвесторам, и дата получения одобрения КЦББ не отражаются в предварительном проспекте, так как они в период ожидания регистрации не известны. Цена предложения определяется в день получения от КЦББ одобрения регистрационной заявки, что позволяет скорректировать ее в соответствии с текущими рыночными условиями.

После изучения предварительного проспекта клиенты инвестиционного банка, заинтересованные в покупке бумаг нового выпуска, передают своему брокеру (работающему в этом инвестиционном банке) так называемые «проявления интереса» (Indication of Interest). Инвестор до официального начала IPO не может отдать брокеру приказ на покупку. Единственное, что он может сделать - подтвердить свой интерес. Перед получением одобрения Комиссии между инвестиционным банком и компанией-эмитентом должна пройти процедура проверки финансово-хозяйственной деятельности *(«проверка должной добросовестности» или «фондовый аудит»* - Due Diligence). Стороны должны прояснить все появившиеся на тот момент спорные и неясные моменты и констатировать, что в период ожидания никаких изменений в процедуре выпуска не произошло.

После получения одобрения Комиссии новые ценные бумаги могут быть предложены широкому кругу инвесторов, кроме того, наступает момент для выпуска окончательного варианта проспекта эмиссии. Он почти

повторяет предварительный проспект, но еще содержит информацию о цене предложения и о дате получения одобрения Комиссии.

В большинстве случаев инвестиционный банк не желает брать на себя все риски, связанные с размещением выпуска. Поэтому он формирует *синдикат* - группу инвестиционных банков-андеррайтеров, которые имеют значительную клиентскую базу и будут принимать участие в продаже новых ценных бумаг.

Если размещение осуществляется на принципах «приложения максимальных усилий», синдикат (в строгом смысле этого понятия) не формируется. Андеррайтеры не берут на себя обязательств по покупке ценных бумаг, а только соглашаются сделать все возможное для продвижения и размещения выпуска. Вместо синдиката андеррайтеры формируют группу продаж (Selling Group), каждый участник которой делает все возможное для продажи инвесторам своей доли ценных бумаг, полученной по соглашению.

Примерно за месяц до получения одобрения выпуска компания организует своего рода рекламную компанию, получившую название *«дорожная презентация»* или *«выездные гастроли»* (от английского названия Road Show). «Роад шоу» включает ряд встреч в различных городах и, по сути, является проверкой для высшего управленческого звена компании на профессионализм и искусство убеждения. На эти встречи приглашаются институциональные и частные инвесторы, для которых «Роад шоу» - возможность получить более подробную информацию об эмитенте (по сравнению с той, которая содержится в предварительном проспекте эмиссии), а также оценить перспективы компании и инвестиционные возможности, которые предоставляют выпускаемые бумаги.

«Роад шоу» дает представление о величине первоначального спроса на бумаги нового выпуска, так что у лид-менеджера размещения появляется возможность объективно обозначить уровень цены предложения. Определение оптимальной цены, по мнению многих специалистов, является скорее искусством, нежели наукой, ведь андеррайтеру на основе знаний о предварительном спросе и текущих рыночных условиях нужно найти компромиссное решение для двух сторон с противоположными интересами. Компания-эмитент желает привлечь максимально возможные финансовые

ресурсы, а инвесторы хотят купить новые бумаги по минимально возможной цене и в первые же дни увидеть рост их курсовой стоимости. Проблема ценообразования первичного размещения является одной из доминирующих в современной инвестиционно-банковской практике.

Завершение андеррайтинга, проводимого по принципу «твердого обязательства» (Firm Commitment Closing), происходит через 1-2 недели после начала операций по публичному размещению. В день начала предложения окончательно определяются цена продажи и количество акций в выпуске. До этого момента невозможно определить, какую сумму денег компания в состоянии привлечь. Однако подготовка к завершению размещения начинается еще раньше, чтобы аккумулировать денежные средства и подготовить необходимую документацию. На лид-менеджера возложена основная ответственность за *поддержку котировок на вторичном рынке:* организатор размещения отвечает за отсутствие резких скачков в торговле новыми бумагами в первые дни после объявления IPO. Он имеет право осуществлять давление на цену путем покупки новых акций или их короткой продажи.

Важным этапом в ходе деятельности инвестиционного банка и во многом определяющего исход сделки (размещения) является ценообразование. Рассмотрим технику ценообразования проводимое инвестиционным банком на примере определения цены первичного публичного предложения акций компании.

Определение цены первичного предложения

Общепринятый метод оценки стоимости компаний, используемый инвестиционными банкирами, состоит в дисконтировании денежных потоков, генерируемых бизнесом.

При оценке бизнеса методом дисконтирования денежных потоков (Discount Cash Flow - DCF) составляется прогноз развития компании (обычно от трех до пятнадцати лет), причем считается, что одна и та же сумма денежных средств будет иметь большую ценность в данный момент времени по сравнению

с будущим. Процедура дисконтирования как раз и состоит в уменьшении будущего дохода[37].

Для прогнозного периода рассчитывается денежный поток (CF), формируемый чистой прибылью после уплаты налогов, амортизационных отчислений, уменьшения (прироста) чистого оборотного капитала, инвестиций в основные средства и долгосрочной задолженности. Бизнес продолжает приносить доходы и после прогнозного периода, однако предполагается, что темпы роста компании за пределом прогнозного периода стабилизируются. Оценка IPO представляет собой сложный процесс прежде всего из-за того, что для непубличной компании (особенно не имеющей долгой истории функционирования) достаточно сложно предсказать будущие денежные потоки, дисконтирование которых является на сегодняшний день наиболее распространенным методом оценки бизнеса. Предварительную оценку менеджер размещения может получить, используя сравнение с аналогичными компаниями, являющимися публичными, то есть акции которых обращаются на фондовом рынке. В качестве инструментов сравнения используются, как правило мультипликаторы P/E (Price/Earnings - отношение рыночной капитализации компании к ее чистой прибыли), P/S (Price/Sales - отношение рыночной капитализации компании к ее выручке), EV/S (Enterprise Value/Sales - отношение показателя «рыночная капитализация плюс долгосрочные заимствования минус денежные средства» к выручке), EV/EBITDA (Enterprise Value/Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization — отношение показателя «рыночная капитализация плюс заимствования минус денежные средства» к прибыли до налогообложения, процентных и амортизационных выплат).

Помимо предоставления услуг в области привлечения финансирования, планирования и организации эмиссии ценных бумаг предприятия, оценки, инвестиционные банки осуществляют услуги по финансовому реструктурированию предприятия, которое включает в себя реорганизацию структуры собственности предприятия, реструктурирование долгов, подготовка к продаже и организация продажи пакетов акций, оптимизация структуры и

[37] Микроэкономика. Теория и российская практика: Учебное пособие/Под ред. А.Г.Грязновой, А.Ю.Юданова.-5-ое стереотипное издание.-М.:КНОРУС.-2005

услуги по реорганизации предприятия, включающие в себя сделки слияния, поглощения, выделения, формирование холдингов. В настоящий момент именно Россия является одним из мировых лидеров по количеству сделок слияний и поглощений (Merger and Acquisition – M&A). В различных отраслях компании преобразуются в холдинги, приобретаются активы, проходит реорганизация и укрупнение компаний. Растут обороты, объемы инвестиций, на рынке проходят активные процессы. Сделки по слияниям и поглощениям (M&A) становятся всё более востребованными услугами инвестиционных банков, а инвестиционные банки являются неотъемлемой структурой в организации успешной сделки. Поэтому на наш взгляд, в контексте данной дипломной работы стоит уделить внимание данной услуге.

В российской экономической литературе для описания слияний и поглощений некоторое использование получило понятие реструктуризации компаний. По одному из существующих определений, реструктуризация компаний — «это структурная перестройка в целях эффективного распределения и использования всех ресурсов предприятия, заключающаяся в создании комплекса бизнес-единиц на основе разделения, соединения, ликвидации действующих и организации новых структурных подразделений, присоединения к предприятию других предприятий и приобретения определяющей доли в уставном капитале или акций сторонних организаций»[38]. В международной практике термин слияние (merger) принято использовать для обозначения «объединения двух или нескольких компаний посредством бухгалтерского метода покупки (purchase) или методом слияния (pooling of interests)».[39] Юридическое определение слияния, принятое в США, в противоречие с деловой практикой (и российским определением), означает прекращение существования одной компании и объединение ее с другой компанией, а слияние в его российском юридическом понимании называется «консолидацией по закону» (statutory consolidation). Поглощением (takeover,

[38] Крыжановский В.Г. Реструктуризация предприятия. — М.: Издательство ПРИОР, ИВАКО Аналитик, 1998.
[39] Barron's finance and investment handbook/John Downes, J.E. Goodman, NY, 1995.

acquisition) принято называть «переход контроля над корпорацией».[40] Очевидно, что объединение на основании того или иного бухгалтерского метода возможно только при условии перехода контроля, что закреплено Международными нормами бухгалтерского учета. Такое близкое смысловое сходство позволяет автору, основываясь на широко принятой в экономической литературе практике, использовать термины слияние и поглощение либо в паре, либо по отдельности для описания одного и того же процесса.

1.2.3. Роль инвестиционного банка в процессе сделок M&A. Принципы работы

Сделка по слиянию и поглощению представляет собой сложный процесс, успех которого зависит не только от правильности выбранной стратегии, но в большей степени от профессионализма её исполнения, от ответственной работы целой команды специалистов. Некоторые услуги, такие как правовое консультирование и оценка являются необходимыми в процессе поглощения. Компания перед тем как выбрать консультанта по сделке должна определиться с набором услуг, необходимых ей для успешного совершения сделки. Роль инвестиционного банка в данном процессе колоссальна, так как на него приходится основная часть работы по M&A сделке и нет возможности допущения ошибок и неточностей. Инвестиционный банк организует весь процесс сделки и выступает в роли координатора всех привлекаемых к работе консультантов. Предприятие напрямую вовлекает в процесс бухгалтерских, налоговых, юридических консультантов, но в процессе сделки банк централизует и координирует их деятельность. Более того, часто инвестиционные банки дают рекомендации относительно выбора и привлечения других консультантов. На инвестиционный банк так же возложена функция составления программы финансирования сделки, выхода на российский и международный финансовые рынки.

[40] Barron’s finance and investment handbook/John Downes, J.E. Goodman, NY, 1995.

Традиционно инвестиционные банки выполняют на рынке слияний и поглощений следующие функции:[41]

- *Финансовое консультирование*, т.е. аналитические исследования конъюнктуры отрасли и конкурентной среды, определение круга предприятий интересных для организации альянса, разработка и согласование с клиентом сценариев слияния и поглощения, разработка схем финансирования, разработка концепции развития холдинга;
- *Организация слияний и поглощений*, т.е. поиск потенциальных участников сделки, ведение переговоров и согласование условий слияния, реализация поглощения путем скупки акций либо долговых обязательств целевой фирмы;
- *Защита целевых фирм от враждебного поглощения*. Защита может включать такие приемы, как внесение дополнений в устав целевой фирмы; возбуждение судебных исков (в надежде на антимонопольный комитет);
- *Установление справедливой цены (оценочная деятельность).* При "дружественном" слиянии необходимо доказать акционерам, что согласованная цена является справедливой. Если слияние не является дружественным, то поглощающая фирма обычно хочет знать, какая самая низкая цена, по которой можно было бы приобрести акции, в то время как целевая фирма может искать помощи в доказательстве того, что предложенная цена слишком низка;
- *Финансирование слияний*. Если у приобретающей компании нет свободных денежных средств, то инвестиционный банк помогает найти эти средства;
- *Перестройка структуры владения* компаний, системы финансовой отчётности, стратегическое планирование.

Привлекать в качестве консультанта инвестиционный банк или нет остаётся на усмотрение предприятия, но организация успешной сделки невозможна без привлечения профессионального консультанта. В развитых

[41] Алексеев В.Л, Слияния и поглощения, М, 1998 г

странах практически ни одна сделка по слияниям и поглощениям не проходит без участия инвестиционного банка, в российской же практике пока ещё наблюдается данная тенденция. Услуги консультантов недешевы, но ради справедливости стоит отметить, что в процентном соотношении к полной стоимости сделки их оплата минимальна, особенно учитывая цену, которую приходится платить компании в случае неудачного поглощения.

Таким образом, выше был проведен анализ теоретических основ деятельности инвестиционного банка. Далее определим потребности реального сектора экономики в услугах инвестиционных банков.

Глава II. Потребности предприятий реального сектора в услугах инвестиционного банка.

2.1. Особенности современного развития российской экономики и предприятий реального сектора

Промышленность России в последние годы растёт заметно медленнее, чем валовый внутренний продукт. Темп роста промышленности в последние два года находился на уровне 4%[42]. Такой низкий показатель роста свидетельствует о том, что предприятия реального сектора испытывают ряд проблем, некоторые из них решаемы в долгосрочной перспективе и требуют тщательных разработок, но и есть ряд проблем, стоящих более остро и требующих решения в ближайшее время.

Традиционной проблемой для российской промышленности является высокая степень износа основных производственных фондов. Для решения этой проблемы необходимо модернизировать перспективные предприятия, ликвидировать неэффективные мощности, диверсифицировать убыточные производства. Также положительно скажется проведение реформирования горизонтальных и вертикальных связей предприятий. Как отметил в интервью журналу «Итоги» аналитик инвестиционной компании «Тройка Диалог» Василий Николаев: «По своему техническому оснащению отечественные предприятия, как правило, уступают западным конкурентам. Значительная часть оборудования находится на уровне 80-х годов прошлого столетия. Что касается металлургической отрасли, то по мнению замглавы департамента промышленности Минпромэнерго Владимира Лаврищева, несмотря на все достижения в черной и цветной металлургии, отечественные производители пока отстают по некоторым технико-экономическим показателям от уровня своих конкурентов в развитых странах.

Между тем, подчеркивают в Минпромэнерго, российская металлургия сталкивается с рядом системных проблем. Во-первых, это недостаточное развитие металлопотребляющих отраслей внутри страны. В настоящее время на внутреннем рынке РФ потребляется менее 50% готового проката черных

[42] Политическая экспертная сеть «Кремль. Org», 26 февраля 2007

металлов и менее 20% основных цветных металлов.[43] Во-вторых, отмечается недостаточно высокая конкурентоспособность российской металлопродукции на внешнем и внутреннем рынках. В последнее время на внешнем рынке, особенно на рынке стальной продукции, резко обострилась конкурентная борьба. При этом многие российские металлургические предприятия по основным технико-экономическим показателям деятельности отстают от зарубежных компаний (по удельным расходам материальных и энергоресурсов, по производительности труда, по качеству отдельных видов продукции и т.д.). Помимо упомянутых основных проблем, работа предприятий металлургического комплекса осложняется относительно высокими ценами на продукцию и услуги естественных монополистов (прежде всего, топливно-энергетического комплекса). Российских металлургов обременяют и другие заботы: необходимость технологического обновления, снижения издержек, низкая по сравнению с зарубежными конкурентами эффективность производств. Поэтому наиболее актуальная задача, стоящая перед отечественными металлургами на ближайшие 5-7 лет, до полноценного вступления России в ВТО, — повышение эффективности производства.

Особенностью электроэнергетики по отношению к другим отраслями реального сектора экономики РФ в первую очередь следует считать то, что ведущей компанией в данной сфере является РАО «ЕЭС России», которая в настоящий момент проходит демонополизационную структурную реформу. Средний возраст энергогенерирующих мощностей составляет по РАО ЕЭС 26 лет, при традиционном 25-ти летнем цикле эксплуатации оборудования. Данный фактор очень низко сказывается на эффективности генерации и использовании первичных энергоресурсов – именно поэтому Россия является одним из крупнейших в мире потребителей природного газа – потребление составляет 40% от общего потребления стран Европы и Евразии[44]. Собственно, главной задачей на 2007 год для отрасли можно считать решение вопроса привлечения инвестиций. «Инвестиции сегодня самое главное, ради этого - мы и проводили

[43] www.aks.ru, АКС реальный сектор.

[44] BP Statistical Review of World Energy, июнь2005

реформу, - заявил в апреле Анатолий Чубайс. - И сегодня мы предлагаем механизмы привлечения частных инвестиций в конкурентный сектор энергетики, тот, который создан благодаря реформе, в сектор генерации[45].

Химическая промышленность России является одной из базовых отраслей экономики страны, удельный вес химпрома в объеме товарной продукции достигает 6%. В отрасли сосредоточено более 7% основных промышленных фондов, а ее предприятия обеспечивают около 5% общероссийского объема валютной выручки. При этом натуральные ресурсы и материалы имеют тенденцию к истощению и необходимость создания искусственных материалов, полноценно замещающих натуральные, все более возрастает. Имеющиеся резервы роста химпрома за счет ценовой конкуренции и созданных ранее технически конкурентоспособных мощностей практически исчерпаны. В частности, в результате стагнации инновационной и инвестиционной деятельности удельный вес убыточных предприятий химической и нефтехимической отрасли в 2004 году вырос до 36,7%. Поэтому основное внимание должно быть уделено проблеме износа технологического оборудования. По мнению специалистов Минпромэнерго, в случае проведения в химическом комплексе активной инновационной политики к 2015 году удельный вес прогрессивных технологий может достичь 30-50%, что позволит существенно увеличить объем производства и снизить нагрузку на окружающую среду.[46]

Так же среди важных проблем, присущих всем основным предприятиям реального сектора стоит отметить: (1) невозможность получения долгосрочных кредитов на тех условиях и в тех объемах, которыми пользуются иностранные конкуренты. А рассчитывать на модернизацию экономики только за счёт средств, которые зарабатывает предприятие невозможно, так как в целом ряде секторов уровень рентабельности выпуска ниже ставки по банковским кредитам. В связи с этим, у предприятий нет возможности вкладывать в модернизацию производства, потому что в силу запущенности ситуации проекты очень капиталоёмки и требуют дополнительных средств со стороны;

[45] АКС реальный сектор
[46] АКС реальный сектор

(2) проблема профессиональных кадров, связанная с отсутствием опыта и квалифицированных специалистов (даже среди лидеров низка доля предприятий, в которых качество менеджмента соответствует образцам лучших иностранных и международных компаний.); (3) проблема входа на рынки новых производств. Рынки монополизированы, это не секрет, и издержки, связанные с появлением новых бизнесов, до сих пор чрезвычайно высоки.[47]

Масштабные задачи по реформированию экономики России на период до 2010 г., были определены Президентом РФ В. В. Путиным на заседании президиума Государственного совета «О мерах поддержки развития промышленности в РФ» и требуют нахождения адекватных, эффективных решений, в числе которых диверсификация экономики, прирост инвестиций в основной капитал в ближайшие 4 года примерно должен составить 40 млрд. долларов, необходимость в принципиально новой модели производства, опирающейся на инновации и конкурентное производство; инвестиции в производство высокотехнологических промышленных продуктов. Одним из способов решения проблемы в первую очередь должен стать одинаковый доступ для всех промышленных предприятий к финансовым ресурсам.

Для этого целесообразны меры по поддержке и развитию фондового рынка, потому что банковский сектор в одиночку с кредитованием промышленности явно не справится. Важно направить интересы фондовых инвесторов в машиностроительный сегмент обрабатывающего сектора промышленности, за счёт государственных средств, средств инвестиционного фонда и проектов по IPO промышленности.[48]

Примечательно, что предприятия независимо от их конкурентоспособности или финансового положения, практически не используют такой источник капитала как фондовый рынок. Только 4,3% компаний включены в листинг российских бирж, ценные бумаги менее 1%

[47] Заседание президиума Государственного совета « О мерах поддержки развития промышленности в РФ»,19 февраля 2007

[48] «Как сберечь российскую промышленность», Политическая экспертная сеть «Кремль org», 26 февраля 2007г.

фирм котируются на зарубежных торговых площадках. Большинство предприятий не планирует привлекать сторонних стратегических инвесторов. [49]

Дальнейший рост эффективности возможен только за счет быстрого наращивания интенсивных факторов производства, таких как инвестиции, инновации, человеческий капитал.

Для дальнейшего роста и поддержания конкурентоспособности предприятия реального сектора российской экономики должны ставить перед собой первостепенные задачи для решения:

1. Повышения уровня квалификации и опыта специалистов. Создание полноценных служб, таких как корпоративное финансирование, плановых служб, финансовых служб, аналитических отделов.

2. У большинства российских предприятий реального сектора, даже из числа лидеров отсутствуют чёткие стратегии развития предприятия, производства, что связанно со слабым пониманием функционирования рынка, конкурентных преимуществ. Отсутствуют навыки грамотного ведения бизнеса.

3. Расширение ресурсной базы, привлечение финансирования, обеспечение предприятий полноценными профессиональными кадрами.

2.2. Инвестиционно-банковский бизнес в России.

2.2.1 Этапы развития фондового рынка

История фондового рынка России условно насчитывает как минимум два основных этапа своего развития: «дореволюционный» (до 1917 г.) и «современный» этап, т.е. после 1990 года и до наших дней.

До революции 1917 года в России первые акционерные общества и выпущенные ими корпоративные ценные бумаги, а следовательно и первые инвестиционно-банковские операции, появились сравнительно поздно по сравнению с некоторыми западными странами - во второй половине XIX века. Основными признаками финансовой системы России тогда являлись концентрация банковского капитала в государственных банках и доминирование небольшого количества акционерных банков. Основным

[49] Российская промышленность на перепутье: Что мешает нашим фирмам стать конкурентоспособными?», Доклад ГУ-ВШЭ, 30 марта 2007г

источником привлечения капитала являлось получение банковской ссуды. Рынок ценных бумаг развивался медленнее, чем в США или Великобритании. Санкт-Петербургская фондовая биржа являлась основным местом публичного размещения ценных бумаг. Таким образом, в России тех лет складывалась европейская (континентальная) модель финансовой системы.

Современный период развития рынка ценных бумаг в России ведет свой отсчет с 1991 года - момента принятия Постановления Совета Министров РСФСР № 601 «Об утверждении Положения об акционерных обществах» и последовавшего за ними процесса приватизации государственных предприятий.

В новейшей истории российского рынка ценных бумаг можно условно выделить четыре основных этапа[50].

Этап	**Период**	**Определение**
1-й этап	1990-1992 года	Появления первых акционерных обществ. Первые размещения ценных бумаг. Биржевой бум.
П-этап	1992-1994 года	Приватизация государственных предприятий. Создание институционального рынка ценных бумаг корпоративного и государственного секторов.
Ш-й этап	1995-17 августа 1998 года	Начало регулирования рынка ценных бумаг - создание Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг. Выход российских компаний на международные рынки капиталов.
IV-й этап	Вторая половина 1998 – наст.вр.	Реструктуризация капитала акционерных обществ.

В 1990-х годах приватизация спровоцировала появление «ваучерных спекулянтов», которые обеспечивали как консолидацию пакетов ваучеров, так и их обмен на акции различных предприятий. Все ведущие российские инвестиционные банки и компании выросли из таких операций: «Атон»,

[50] Маренков Н.Л, Ценные бумаги, М, 2005

«Тройка Диалог», «Уралсиб» («НИКойл») и многие другие[51]. На следующем этапе развития инвестиционно-банковской деятельности, успешно развивающиеся компании приобрели форму брокерских домов, обеспечивая развитие фондового рынка, путём формирования цивилизованного рынка через общественные организации и установлением норм и правил торговли. Именно на данных двух этапах происходило основное становление российской инвестиционно-банковской деятельности и именно в тот период были заключены первые профессиональные сделки с участием инвестиционных банков. Данный этап характеризовался появлением на российском рынке крупнейших мировых игроков, таких как Deutsche Bank, Citigroup, Goldman Sachs. J.P.Morgan, что повлекло за собой расширение границ географии сделок, повышение уровня и качества работы, принципов обслуживания клиентов[52].

После августовского кризиса 1998 г. инвестиционный рынок фактически перестал существовать[53]. Кризис перекрыл российским компаниям доступ к рынкам ценных бумаг и значительно снизил интерес к России западных стратегических и финансовых инвесторов. В результате этого деятельность по слиянию и поглощению (Merger & Acquisition) и всяческая активность на рынках ценных бумаг прекратились, оставив инвестиционные банки не востребованными.

В то же время кризис открыл новые возможности российским банкам. Дело в том, что большинство инвестиционных компаний либо потеряли интерес к России и совсем покинули российский рынок (в частности Morgan Stanley, Goldman Sachs), либо сократили свои представительства. При этом в России стало больше опытных западных и российских компаний, пытающихся стратегически позиционировать себя в будущем через реструктуризацию активов, включая слияния и поглощения и/или внутреннюю подготовку сделок с ценными бумагами в ожидании лучших рыночных условий. Такое несоответствие между спросом и предложением представило ряд возможностей локальным инвестиционным банкам, имеющим профессиональную команду

[51] Юлия Земцова «Двигатели для корпораций», журнал «Слияния и Поглощения», №11(33) 2005
[52] Юлия Земцова «Двигатели для корпораций», журнал «Слияния и Поглощения», №11(33) 2005
[53] Информационные материалы «Альфа Банка»

и соответствующий опыт. Данный этап характеризовался объединением многих компаний, предоставляющих инвестиционно-банковские услуги и выходом российских компаний на международные рынки капиталов.

В настоящее время российский рынок инвестиционно- банковских услуг, по мнению большинства экспертов, достиг среднего, по мировым меркам, уровня операционного менеджмента, качества и объёма и сохраняет тенденцию к росту как по ценовым, так и по объёмным характеристикам.

В целом, рынок инвестиционно-банковских услуг в России можно считать сформированным, так как здесь присутствуют как отечественные, так и зарубежные инвестиционные банки. Помимо глобальных игроков, на российском рынке успешно функционирует ряд небольших узкоспециализированных инвестиционных бутиков. Условно российский рынок инвестиционных банков можно поделить на три группы[54]:

1) *Крупнейшие международные банки*, ориентированные на сделки с участием транснациональных корпораций. Суммы сделок данной категории банков оцениваются в несколько сотен миллионов и миллиарды долларов. В числе таких банков на российском рынке можно выделить: Morgan Stanley, Dresdner Kleinwort Wasserstein, J.P.Morgan, UBS, Deutsche UFG, Citigroup, Goldman Sachs.

2) *Российские банки*, фокусирующиеся на международных рынках с участием российских корпораций. К таким банкам относятся, прежде всего, Альфа Банк и «Ренессанс Капитал».

3) *Российские инвестиционные банки*, ориентированные на работу на отечественном рынке. К таким банкам можно отнести Банк «Траст», «Тройка Диалог» и др.

На данный момент, развитие крупного бизнеса в России подошло к той черте, когда компании готовы к выходу на рынки капитала: они становятся прозрачными, внедряют современные стандарты организации бизнес-процессов и управления. Как было отмечено ранее, российским предприятиям остро требуются услуги для привлечения финансирования для обновления сильно изношенных основных фондов. В этом и заключается основная работа

[54] Олег Мальцев, «Организаторские способности», Финанс, №39(127) 24-30 октября 2005

инвестиционных банков, являющихся в первую очередь институтами первичного финансового рынка. События последних лет свидетельствуют о начале бума инвестиционно-банковских услуг. Только в 2005 году совокупный объём первичных размещений акций российских компаний достиг $4.3 млрд, тогда как до этого за всю историю рынка этот показатель составил менее $1.3 млрд. В 2006 году продолжился рост числа IPO российских компаний, начавшийся в 2005 году[55]. Было проведено 16 публичных размещений с совокупным объёмом привлечённых денежных средств более $17.5 млрд, что является абсолютным рекордом для для эмитентов Российской Федерации[56]. Для сравнения, за период с первого IPO российских компаний в 1996 году (Вымпелком) по декабрь 2005 года (Zirax Plc.) было привлечено около $7 млрд, т.е 2,5 раза меньше.[57] Список запланированных IPO пополняется, и объём заявленных размещений уже превышает $27 млрд[58]. Значительно выросла активность на рынке слияний и поглощений, увеличилась средняя стоимость сделок и их сложность, что также требует поддержки со стороны инвестиционных банков.

По сравнению с концом 1990-х годов значительно выросла доходность инвестиционно-банковской деятельности, так как в классическом понимании инвестиционный банк управляет рентабельностью своего бизнеса не через процентную ставку, а через маржу конечного числа операций. А в последние годы в России появилась возможность реализовывать большое количество инвестиционных сделок, так как инвестиционно-банковский бизнес в России изначально развивался на довольно высоком уровне- крупные инвестиционные компании позаимствовали все имеющиеся на Западе технологии.[59] Стоит отметить, что полноценному развитию инвестиционной деятельности в нашей стране присущ ряд ограничений, проявляющихся в относительной неразвитости фондового рынка, отсутствием целостной и последовательной законодательной базы, большой долей незаконных операций в бизнеса и т.д.

---

[55] Росбизнесколсалтинг (РБК)
[56] Аналитика ИК «Церих Кэпитал Менеджмент», Итоги IPO 2006
[57] Лобанов И, «Банковское дело», М, 2006
[58] Аналитика ИК «Церих Кэпитал Менеджмент», 2006
[59] Юлия Земцова «Двигатели для корпораций», журнал «Слияния и Поглощения», №11(33) 2005

2.2.2.Правовая база инвестиционно-банковской деятельности.

Как мы уже отмечали, понятие «инвестиционный банк» в российском законодательстве отсутствует. Современное законодательство рынка ценных бумаг является сложным и многоуровневым. С точки зрения регулирования процесса привлечения финансирования путем публичного размещения ценных бумаг (собственно инвестиционно-банковской деятельности) можно схематично выделить следующие основные уровни и нормативные документы[60]:

1-ый уровень: Гражданский кодекс РФ, от 1.01.1995

2-ой уровень: Основные законы: Федеральный закон № 208-ФЗ "Об акционерных обществах" от 01.01.1996; Федеральный закон № 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг" от 22.04.1996; Федеральный закон от 05.03.1999 №46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг».

3-ий уровень: Указы Президента РФ и Постановления Правительства РФ.

4-ый уровень: Нормативные акты Министерств и ведомств, а также Федеральной службы по финансовым рынкам и Центрального Банка РФ.

Регулирование выпуска ценных бумаг основывается главным образом на положениях закона «О рынке ценных бумаг». С точки зрения публичного размещения ценных бумаг, закон «О рынке ценных бумаг» установил целый ряд новых моментов. Прежде всего, государственной регистрации подлежат все выпуски независимо от объема эмиссии. Вся процедура эмиссии разбивается на этапы от принятия решения эмитентом о выпуске ценных бумаг до регистрации отчета от итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг. Законодательно определены общие требования, предъявляемые к проспекту эмиссии.[61]

В качестве результатов анализа регулирования инвестиционно-банковской деятельности можно сделать следующие выводы: несмотря на то, что инвестиционно-банковская деятельность и инвестиционные банки не имеют формально определенного статуса в российском законодательстве, существующее законодательство в достаточной степени обеспечивает правовое покрытие данного вида бизнеса.

---

[60] www. fcsm.ru, Федеральная служба по финансовым рынкам, официальный сайт.
[61] Федеральный закон № 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг" от 22.04.1996

2.2.3. Международные эмиссии российских эмитентов

В развитой хорошо структурированной рыночной экономике между её агентами складывается система рационального разделения труда. Предприятия реального сектора осуществляют деятельность по выпуску продукции, непосредственно выполняя свою стратегическую функцию, а предоставление им финансовых услуг должно отводиться специализированным организаторам финансового сектора. Среди этих услуг особое место занимают те, которые связаны с посредничеством при внешних заимствованиях, без которых не может обойтись ни одно предприятие промышленности, прежде всего операции по андеррайтингу акций и других долговых бумаг. Естественно, что компании, даже крупные корпорации, не занимаются этим сами, а нанимают профессиональных участников фондового рынка, располагающих соответствующими ресурсами, в том числе клиентской базой.

Возможность выхода на рынок международных заимствований открылась перед отечественными корпоративными эмитентами в конце 1997 г., после размещения еврооблигаций Правительства Российской Федерации в ноябре 1997 г. и получения Россией международного кредитного рейтинга ведущих рейтинговых агентств. Суммарный объем еврооблигационных заимствований отечественных корпоративных эмитентов по состоянию на начало марта 1998 г. составил более 2 млрд. долларов США, в том числе 1,125 млрд. долларов США - промышленными предприятиями и более 1 млрд. долларов США - коммерческими банками.[62]

Для российского фондового рынка годом тяжёлых испытаний стал 1998 год, воплотивший последствия мирового финансового кризиса, начавшегося еще в 1997 году. Этот кризис наиболее сильно ударил по развивающимся странам, однако наднациональный рынок еврооблигаций не подвергся глобальным изменениям благодаря тому, что решающее влияние на него оказывали рынки стран Большой Семерки, так как практически все крупнейшие маркет-мейкеры рынка международных облигаций - представители высоко развитых стран. Азиатский кризис закономерно привел к снижению активности

[62] Интернет-сайт «Корпоративные облигации в России» (www.cbonds.ru).

на первичном рынке еврооблигаций: произошло снижение объема новых эмиссий эмитентов из развивающихся рынков Юго-Восточной Азии и Латинской Америки.

Что касается России, то хотя РФ и является страной с развивающейся рыночной экономикой, драматическое падение российского рынка ценных бумаг в 1998 году было вызвано не столько «азиатским кризисом» и снижением мировых цен на нефть, сколько внутренними причинами: валютным кризисом, кризисом банковской системы и, прежде всего, кризисом государственного краткосрочного долга (особенно внутреннего). Финансовый кризис негативно повлиял на инвестиционную привлекательность России.

Во второй половине 1998 и на протяжении 1999 года инвестиционно-банковская деятельность практически замерла: размещения ценных бумаг практически не осуществлялись. Первичный рынок перестал быть активным и практически стал неликвидным.

Тем не менее, после кризиса рынок ценных бумаг, на взгляд автора, перешел в новую стадию своего развития - стадию реструктуризации капитала российскими компаниями и подготовки к новому витку инвестиционного подъема в России. Опыт, полученный компаниями за предыдущие годы, стал способствовать лучшему пониманию целей и задач компании в эмиссионной деятельности. Появилось четкое понимание способов привлечения капитала с помощью выпуска акций или облигаций и, самое главное, появилось понимание, что открытость компании есть прямой шаг к завоеванию доверия инвесторов. Свидетельством улучшения восприятия иностранными инвесторами ценных бумаг российских корпоративных эмитентов служит и то, что активность российских компаний по выпуску еврооблигаций превысила докризисный уровень. Первым посткризисным выпуском еврооблигаций стало размещение пятилетних облигаций ОАО «Роснефть» объемом в 150 млн. долл. США, состоявшееся в ноябре 2001 года. Практически сразу вслед за «Роснефтью» еврооблигации разместили «Сибнефть» и «Магнитогорский Металлургический Комбинат». На 1 мая 2003 г. объем еврооблигаций российских компаний в обращении составил порядка 8 млрд. долл. США (более 20 эмиссий), из

которых более 5,5 млрд. долл. США (около 70% номинального объема) пришлось на выпуски, размещенные после кризиса 1998 года[63].

На данный момент, сложился следующий рейтинг инвестиционных банков, осуществлявших еврооблигационные займы (Таблица 2.1)

Инвестиционный банк	Объём, млн.USD	Количество эмитентов	Кол-во эмиссий	Эмиссии
Credit Suisse	1,704	3	4	Газпром, Международный промышленный банк, Транснефть.
Barclays Capital	1,096	3	5	ВТБ, Газпром Банк, ТНК-ВР
UBS	1,042	7	7	Абсолют Банк, ВБД ПП, Газпромбанк, ЕвроХим, ЛОКО-Банк,НОМОС-Банк, Россельхозбанк
Morgan Stanley	979	1	2	Газпром
Goldman Sachs	863	2	2	МДМ-Банк, Транснефть
Citigroup	729	4	5	ЕвроХим, Промсвязьбанк, ТНК-ВР, УРСА Банк
ABN Amro	722	3	4	Газпромбанк, ТНК-ВР, ХКФ Банк
ING	310	4	4	Банк национальная факторинговая компания, Банк Петрокоммерц,Банк Союз, Еврохим
КИТ Финанс Инвестиционный банк	60	1	1	Каскад НижнеЧерекских ГЭС

Таблица 2.1 Рейтинг инвестиционных банков, организовавших выпуск еврооблигационных займов для предприятий реального сектора экономики в январе-марте 2007.

Как свидетельствуют вышеизложенные факты уже сейчас можно говорить об определенных успехах российских эмитентов в деле привлечения финансирования на международном рынке капитала: освоен рынок еврозаимствований, кроме того, российские компании имеют возможность размещать эмиссии акций в виде АДР.

[63] Интернет-сайт «Корпоративные облигации в России» (www.cbonds.ru).

В то же время российские инвестиционные банкиры не могут похвастаться солидным списком осуществленных международных размещений. Российские инвестиционно-банковские институты (неважно, являющиеся ли инвестиционными компаниями или коммерческими банками по форме) в настоящий момент во многих аспектах не выдерживают конкуренции с глобальными инвестиционными банками на их поле. В отличие от российских добывающих компаний (на которые приходится львиная доля капитализации российского фондового рынка и которые являются основными эмитентами международных ценных бумаг), сопоставимых или превосходящих своих иностранных аналогов, инвестиционные банки РФ ни по ресурсной базе, ни по опыту и техническим возможностям пока не готовы самостоятельно организовывать размещения ценных бумаг предприятий реального сектора-лидеров российской экономики.

Список наиболее активных организаторов выпуска российских корпоративных еврооблигаций включает такие глобальные инвестиционные банки как Credit Suisse, UBS, Morgan Stanley, Deutsche Bank,Goldman Sachs, Citigroup, ABN Amro. Среди списка признанных мировых лидеров присутствуют и российский организатор еврооблигационных выпусков: Инвестиционный банк Кит Финанс, который занимает лидирующие позиции среди отечественных инвестиционных банков в области привлечения долгового финансирования.[64] Как правило, отечественные инвестиционные банки выступают в качестве финансовых консультантов эмитента или менеджеров, реже — со-организаторов (со-управляющих синдикатом андерратеров).

2.2.4 Привлечение финансирования российскими эмитентами на рынке акционерного капитала

Российские компании с каждым годом всё чаще прибегают к IPO для получения дополнительного финансирования, повышения имиджа в западных деловых кругах, а также капитализации наработанных результатах через инвестиционное сообщество.

По итогам 2006 года Россия вышла на четвертое место в мире по IPO - первичному размещению компаниями своих акций на бирже, обогнав Японию и пропустив вперед Китай, США и Великобританию. Зарубежные инвесторы

[64] Официальный сайт ИБ «Кит Финанс» (www.cf.ru)

демонстрируют серьезный интерес к ценным бумагам российских предприятий и корпораций.

Совокупный объём IPO российских эмитентов за последние 11 лет демонстрирует положительную динамику. Прорыв произошёл в 2004 году, когда годовой объём IPO был сравним с объёмом за предыдущие восемь лет[65]. Из 50 компаний, планировавших в 2006 году привлечь $22,9 млрд, размещение провели более 20 эмитентов на общую сумму около $20 млрд. В 2006 году было отмечено рекордное количество IPO российских компаний по сравнению с прошлыми годами – 23 размещения (тринадцать в 2005 г и пять в 2004г.)[66]

Основная активность размещения была отмечена в топливно-энергетическом комплексе - 7 размещений и 66% стоимостного объёма рынка. По словам председателя Совета Директоров ЗАО «ФБ ММВБ» Александра Потёмкина, прошедшие 2005-2006 гг. можно смело назвать годами становления индустрии IPO российских компаний. Пройден важный этап развития российского рынка - на нем активно торгуются акции большинства крупнейших российских компаний. Об этом говорят следующие факты:

В июле 2006 года произошло наиболее крупное IPO за всю историю российского рынка и 6-ое в мире по объёму привлечённых средств - размещение акций компании нефтяного сектора «Роснефть» (на данное размещение пришлось 59% стоимостного объёма рынка)[67]. Спрос на акции компании намного превысил предложение. В ходе презентации компании («роад шоу»), первоначальный диапазон размещения (от $5,85 до $7,85) немного сузился до границы $7,15. Тем не менее, 15% уставного капитала Роснефти было продано инвесторам за рекордные $10,7 млрд. долларов США, или $7,55 за 1 акцию[68]. Размещение «Роснефти» позволило занять верхние строки ранков по IPO букранерам данного процесса: ABN Amro, Dresdner Kleinwort, J.P. Morgan, Morgan Stanley (Приложение 1). Из этого следует вывод того, что российские инвестиционные компании ещё не в состоянии организовать подобного плана размещения, в силу отсутствия совершенных принципов взаимодействия с

[65] Аналитика ИК «Церих Кэпитал Менеджмент», Итоги IPO 2006
[66] Исследование процессов первичного публичного размещения акций (Российский рынок, IPO 2006), компания PwC
[67] Исследование процессов первичного публичного размещения акций (Российский рынок, IPO 2006), компания PwC
[68] Анна Бараулина, «Как поработали инвестбанкиры», Ведомости, 16 апреля 2007, №67 (1841)

предприятиями реального сектора и другими факторами, влияющими на деловую репутацию.

Главными IPO после «Роснефти» стали размещения Трубно металлургической компании (ТМК), «Северстали» и «Комстара» - примерно на $1 млрд. каждое. «Роснефть», «Северсталь» и «Комстар» вошли в пятёрку крупнейших международных IPO в Лондоне, отмечается в обзоре компании PWC. По $300-430 млн привлекли «Система Галс», «СТС Media», «Магнит», шахта «Распадская». Больше всего крупных сделок на счету Deutsche Bank - по данным рэнкинга Dealogic, он участвовал в шести из 10 крупнейших IPO на $2,14 млрд. Исходя из 2%-ой комиссии это принесло ему $43 млн. Другой глобальный игрок, Morgan Stanley, продал больше всех акций в 2006г. Данные цифры подтверждают несомненное лидерство в сфере корпоративного финансирования Deutsche Bank и Morgan Stanley на российском фондовом рынке[69].

Вывод очевиден - на данном этапе становления российского фондового рынка наблюдается настоящий бум публичных размещений и лидирующие позиции прочно занимают глобальные инвестиционные игроки, но охватившая российские предприятия мода на IPO подтолкнула многие российские банки создавать инвестиционные направления и не спроста, так как больше всего доходов банкам приносят IPO и большая часть их заработка - это процент от привлечённого капитала (комиссия). Однако всегда остаётся вероятность того, что уже в процессе подготовки размещения эмитент по каким-то причинам отложит выход на рынок - такие прецеденты в российской практике уже были. Поэтому инвестиционные банки стараются подстраховываться, прописывая в договоре между сторонами фиксированное вознаграждение за свои услуги, которое выплачивается вне зависимости от результатов IPO (как правило, такое вознаграждение предназначается для покрытия понесенных банком затрат). В данном случае размер процентной ставки и другие условия взаимодействия инвестиционного банка и эмитента зависят от принципа (способа) привлечения и выбора эмитентом организатора размещения. Организатор может привлекаться через конкурс (тендер), который проводит компания-эмитент, либо между инвестиционным банком и компанией-эмитентом существуют устоявшиеся дружественные отношения, тогда договор между сторонами

[69] Там же

происходит «кулуарно». Конкуренция на рынке организаторских услуг столь высока, что претенденты на роль организатора IPO в ходе переговорной борьбы за нового клиента готовы предложить им более низкие размеры комиссионных и вознаграждений, а порой организовывать IPO бесплатно, в целях повышения своей репутации.

По данным инвестиционных компаний, средняя комиссия за организацию размещения колеблется в довольно просторном диапазоне, если IPO проводится в России она составляет 1,5-5% от объёма привлечённых средств, если за рубежом – от 3 до 10%, против 1-1,5% по консультации по сделкам M&A и не более 0,75% по долговым сделкам[70]. Внутри банковского синдиката до 80-90% заработка достаётся букраннерам, остальное приходится на долю со-организаторов.

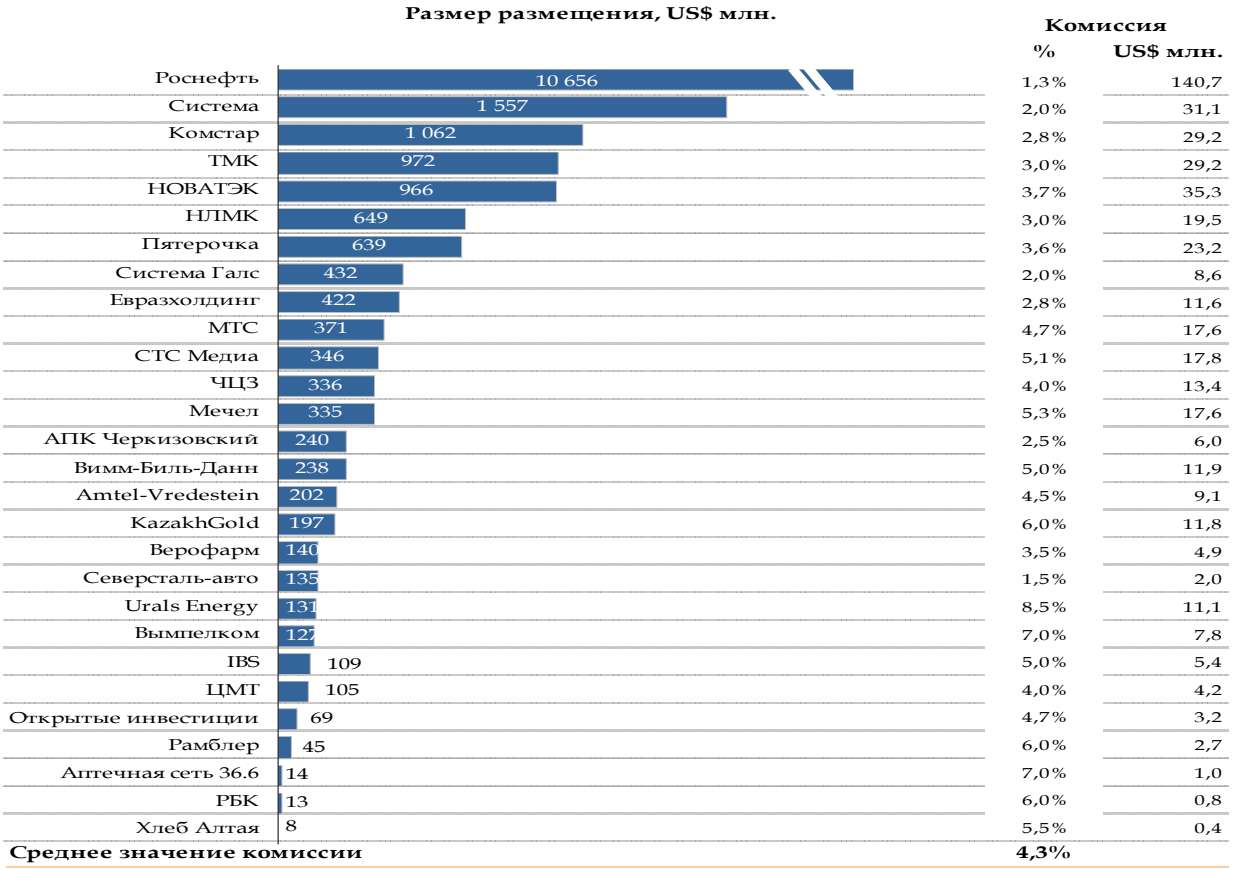


Рисунок 2.1 Размеры комиссионных по сделкам IPO

Что касается успешного ведения бизнеса российскими инвестиционными компаниями, то в 2006 году было лишь два заметных российских игрока-Тройка Диалог и Ренессанс Капитал. По словам руководителя инвестиционно-банковского направления «Тройки Диалог» Дмитрия Кушаева, в последние

[70] Олег Мальцев, «Организаторские способности», Финанс, №39(127) 24-30 октября 2005

годы наметилась положительная тенденция, когда компании выбирают в качестве организатора российской части размещения местный банк, а иностранной – глобальный. Данная тенденция вполне объяснима и рациональна, на взгляд автора, так как особое знание местных рынков, каждым из организаторов, является одним из главных факторов успешного проведения IPO.

2.2.5.Услуги по финансовому консультированию

В сложившейся практике ведения инвестиционно-банковского бизнеса все участники фондового рынка от брокера до инвестиционного банка, работая с клиентом и для клиента, выступают в роли финансового консультанта. Данная услуга является неотъемлемой частью и базисом работы инвестиционного банка, где он непосредственно, вступая в взаимодействие с предприятием, работает по принципу предоставления простого совета, предложений по реструктуризации бизнеса, подготовки проспекта эмиссии, андеррайтинга, либо составления бизнеса плана сделок слияния и поглощения. И простые, и сложные действия такого рода предполагают базовые знания и умения, необходимые для аналитического исследования мировой экономики, её странового и отраслевого сегментов, досконального знания корпоративных особенностей того или иного эмитента, параметров позиционирования его на рынке, способность моделировать сценарии кратко и среднесрочного движения финансовых инструментов, предлагать финансовые схемы инвестиционных проектов, разрабатывать стратегии развития корпоративных структур.

Весьма высока роль финансового консультанта при реструктуризации бизнеса, а также при слияниях и поглощениях. При данном виде сделок, на консультанта возложена функции по сбору и обработке значительной массы информации, проверки её достоверности и адаптирование к конкретному проекту или предприятию, профессиональное составление финансовой модели и готовность разделить риски за предлагаемые решения. Большое значение при данной работе играет репутация финансового консультанта. Он не должен быть заинтересованным, тем более аффилированным лицом в сделке или проекте. Одним из обязательных требований к консультанту является соблюдение им конфиденциальности. Это и есть один из основных принципов взаимодействия инвестиционного банка и предприятий.

Данная деятельность давно устоялась и практикуется на Западе и ныне усваивается отечественными инвестиционными компаниями, так как до недавнего времени финансовое консультирование предприятий реального сектора российскими инвестиционными компаниями не было легализовано. На данный момент были внесены поправки в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 28 декабря 2002 г №185- ФЗ, где было определено понятие финансового консультанта.

Деятельность по финансовому консультированию развивается и приобретает огромные масштабы в рамках деятельности отечественных инвестиционных компаний. Во многих инвестиционных компаниях функционируют аналитические и исследовательские подразделения, выступающие с авторитетными рекомендациями и прогнозами. Среди ключевых можно выделить инвестиционную компанию Тройка Диалог, Ренессанс Капитал, Атон и др. Для многих из них репутация и надёжность являются основными принципами деятельности. Наиболее востребованным инвестиционное консультирование является при организации сделок слияний и поглощений (см Приложение 2).

С каждым годом роль инвестиционных банков в развитии реального сектора экономики возрастает. Одной из главных и интересных тенденций 2006 года явился рост цивилизованного и профессионального рынка слияний и поглощений (далее M&A). Компании стали чаще привлекать профессиональных консультантов при проведении сделок, а также пользоваться услугами инвестиционных банков, которые не только координируют работу вовлечённых в сделку структур или обеспечивают финансирование, но и являются гарантами успешного завершения сделок в целом. (см Таблицу 2.2.) Эта тенденция устойчива на протяжении нескольких последних лет. Если в 2003 году инвестиционные банки участвовали в 13% всех сделок M&A, в 2004 году – в 14%, то в 2005 году этот показатель составил уже 17,5% сделок. В 2006 году было отмечено некоторое замедление роста – по итогам года с участием инвестиционных банков прошли 17% сделок M&A[71].

Отрасль	**Количество**	**Сумма, $млн.**	**Средняя стоимость, $млн.**
Нефтегазовая	39	50984,0	1307,3

[71] Мелс Цховребов «Золотой трон советника», Эксперт №15, 16-22 апреля 2007

Металлургия	10	15560,0	1556,0
Связь	25	3265,0	130,6
ДПИ	6	2652,0	442,0
Пищевая	25	3232,0	129,3
Финансы	14	2214,0	158,1
Химия	9	1942,0	215,8
Машиностроение	14	739,0	52,8
Торговля	6	1407,2	234,5
СМИ	5	973,0	194,6
Транспорт	7	833,0	119,0
Прочие	21	4869,0	231,9
Итого:	181	88670,2	495,3

Таблица 2: Отраслевая структура сделок M&A с участием инвестиционных банков по отраслям 2003-2006гг[72]

Привлечение консультантов совершенно необходимо в сложных случаях, где велика вероятность переоценить потенциальные выгоды или, наоборот, недооценить потенциальные риски объекта, где требуется заёмное финансирование и сложное юридическое оформление сделки. Данными причинами подтверждается факт того, что большая часть сделок с привлечением инвестиционных банков проходит в самой дорогой на данный момент отрасли в российском M&A – нефтегазовой (средняя стоимость сделки – около $660 млн).[73]

Большой объём работы в 2003-2006 годах был также проделан в секторе металлургии - 10 сделок стоимостью 15,56 млрд долларов. Однако этот сектор существенно отстаёт от нефтегазовой отрасли при средней стоимости сделок $300 млн (за четыре последних года) доля сделок с привлечением инвестиционных банков составляет всего 14%.

Заметно выше эти показатели в некоторых других отраслях. В пищевом секторе компании обратились за услугами инвестиционных банков по 37 сделкам общей стоимостью $6,3 млрд – консультанты привлекались в 19% случаев.

Реже остальных финансовые консультанты привлекались по сделкам в отрасли добычи полезных ископаемых (ДПИ), строительстве, торговле. Отчасти, это связано с тем, что сделки M&A здесь пока ещё носят относительный характер.

Самые крупные сделки, над которыми поработали финансовые консультанты в 2007 году также относятся к нефтегазовому сектору и

[72] Слияния и поглощения. Журнал // http://www.ma-journal.ru/news
[73] Там же

металлургии: средняя стоимость сделок в нефтегазовом секторе составила $1,3 млрд, в металлургии - $1,6 млрд (существенные коррективы внесла сделка Русал-СУАЛ-Glencore). По крупнейшим мега-сделкам типа Газпром-Сибнефть, Роснефтегаз-Газпром, ТНК-ВР потребовалось участие целых баталий консультантов с обеих сторон. Далее по средней стоимости сделок отрасли распределяются следующим образом: ДПИ - $442,0 млн., торговля - $234,5 млн., химическая - $215,8 млн., СМИ - $194,6 млн.

По средней стоимости проведенных сделок западные инвестиционные банки заметно превосходят своих российских конкурентов, а начальный диапазон стоимости их сделок - $100-150 млн., средняя стоимость - $1,7 млрд. Благодаря участию в целом ряде мега-сделок, для Citigroup этот показатель составляет $4,5 млрд., для JP Morgan - $1,7 млрд., а для UBS - $708 млн. (см. таблицу 2.3).

Наименование инвестбанка	Общее количество сделок M&A	Общая стоимость сделок M&A, $млн.	Средняя стоимость сделок M&A, $млн.	Доля трансграничных сделок, %	Количество трансграничных сделок, в том числе:	
					Сделки out-in	Сделки in-out
Deutsche-UFG	32	49105	1535	44	9	5
Dresdner Kleinwort	7	26117	3731	57	3	1
Morgan Stanley	14	27527	1966	43	4	2
JP Morgan	15	25127	1675	47	3	4
Citigroup	5	22721	4544	60	1	2
Альфа-банк	26	9955	383	12	2	
UBS	11	7784	708	82	4	5
«Ренессанс Капитал»	19	5714	301	32	4	2
ВТБ	14	3433	245	0	-	-
«Тройка-диалог»	25	2410	96	43	8	1
Aquila Capital Group	16	1988	124	38	2	4
«МДМ-Банк»	18	1356	75	6	-	1
«Траст»	12	1282	107	0	-	-

Таблица 2.3: Средняя стоимость сделок M&A и удельный вес трансграничных сделок по ведущим инвестбанкам (2003-2006гг.)[74]

На нефтегазовый сектор и металлургию приходилось 60% всех сделок M&A с участием J.P.Morgan, для Morgan Stanley этот показатель составляет 50%. По

[74] Слияния и поглощения. Журнал // http://www.ma-journal.ru/news

словам представителей Morgan Stanley, три-четыре года назад основными клиентами банка были предприятия нефтегазовой и телекоммуникационных отраслей, сделки совершались в небольшом количестве. Сейчас этот круг существенно расширился, в том числе за счёт сравнительно небольших быстрорастущих компаний.

Западные инвестиционные банки не все одинаково успешны на российском рынке. Осторожность некоторых из них напрямую сказывается на количестве заключённых с их участием сделок.

Западные инвестиционные банки отличает более высокий удельный вес международных сделок. Для большинства из них этот показатель превышает 50%, для некоторых – близок к 100%. В общем, это их специализация и их уровень – они лучше знают рынки зарубежных стран, имеют опыт проведения международных сделок M&A, проведения должной проверки западных компаний (процедура due diligence).

С другой стороны, отечественные инвестиционные банки хорошо знают специфику внутреннего рынка России, стран СНГ, лучше понимают российский менталитет, лучше знакомы с российским законодательством и ведением учета, а также принимая во внимание культурные особенности и менталитет российского менеджмента им проще договориться с собственниками.

Средняя стоимость сделок с участием российских инвестиционных банков гораздо ниже западных. Если не считать Альфа-Банк (существенные коррективы внесла сделка ТНК-ВР), средняя стоимость сделок не превышает $300 млн. Вместе с тем, сделки M&A большинства российских инвестиционных банков – Тройки Диалог, Ренессанс Капитала, Альфа-Банка, МДМ Банка, Aquila Capital Group отличаются высокой отраслевой диверсификацией.

Изменение отраслевой структуры сделок по годам представлено на рисунке 2.2. Пик активности инвестбанков по работе над сделками из пищевого сектора приходится на 2004-2005 годы: за эти два года банки поработали над 20 сделками стоимостью $2,7 млрд. Сектор связи и нефтегазовый сектор являются на протяжении четырех последних лет стабильными заказчиками услуг по сопровождению сделок. Хотя в 2006 году рост объема сделок из сектора связи несколько замедлился в силу его консолидации, на место внутренних сделок

M&A приходят сделки по приобретению активов в странах ближнего зарубежья. А наибольшее число сделок в нефтегазовом секторе приходится на 2005 год – банки участвовали в 15 сделках общей стоимостью $25,5 млрд. В 2006 году инвестбанки стали гораздо чаще нанимать для сопровождения сделок M&A в банковском секторе, появились сделки из сектора СМИ и транспорта. В целом, структура сделок с участием инвестбанков в 2006 году является наиболее диверсифицированной.

Отраслевая структура рынка M&A весьма динамична: активность в одних секторах затихает, сменяясь ростом в других. Соответственно инвестиционные банки перестраивают внутренние ресурсы таким образом, чтобы отвечать новым требованиям рынка.

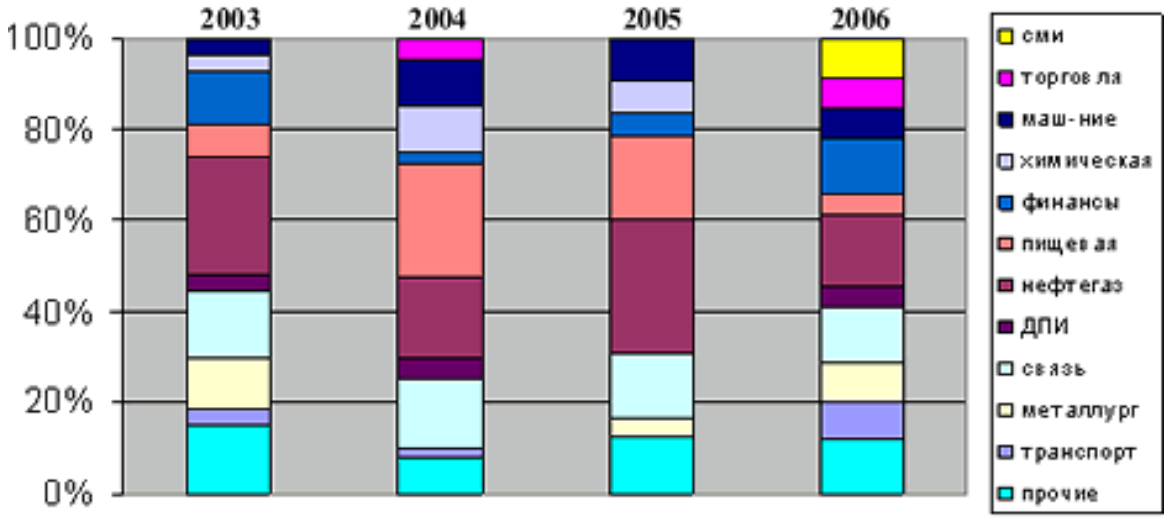


Рисунок 2.2.: Динамика отраслевой структуры сделок M&A с участием инвестбанков с 2003 по 2006 год (по количеству)

В последнее время активизировался сектор электроэнергетики. Тесное взаимодействие с предприятиями данного сектора наблюдается у Альфа-банка. Одним из основных его клиентов является РАО «ЕЭС России», которое он консультировал в 2002-2005 годах по вопросам реформирования. А в 2006 году Альфа-Банк выступил агентом РАО «ЕЭС России» по продаже акций ОАО «Таймырэнерго». Также в 2006 году Альфа – банк в альянсе с Merrill Lynch был выбран глобальным финансовым консультантом ОАО РАО «ЕЭС России» по

вопросам разработки стратегии реализации акций ОГК и ТГК и первоначальным размещением генерирующих компаний.

Другой российский игрок - МДМ-банк видит свои сильные стороны не только в электроэнергетике, угольной промышленности, металлургии – традиционных сферах деятельности группы МДМ, но также в ряде других динамично развивающихся секторов: нефтегазовой отрасли, машиностроении и прочих.

В то же время международные банки, исходя из рейтингов консультантов по сделкам M&A, охватывают все отрасли, рассматривая широкий спектр возможностей на рынке слияний и поглощений, который не ограничивается определённой отраслевой принадлежностью.

Оценивая перспективы инвестиционно-банковского бизнеса в российском секторе M&A, отметим, что конкурентные процессы в этой сфере обещают быть весьма интересными, так как по проведённому нами анализу можно сделать вывод, что российский рынок инвестиционно-банковских услуг всё более привлекателен. Его рост находится в тесной связи с общим ростом рынка M&A, который становится всё более цивилизованным и прозрачным, в связи с чем, доля сделок с привлечением консультантов устойчиво растёт.

Не случайно иностранные инвестиционные банки, работающие в России, рассматривают её как одно из ключевых направлений своей деятельности и постоянно укрепляют свои позиции на российском рынке. Однако укрепление российских инвестиционных банков, накопление ими опыта проведения сделок уже сейчас закладывает основы для возможного существенного изменения баланса сил в данной сфере, что, не исключено, станет одной из основных тенденций 2007-2008 годов.

2.3. Проблемы и перспективы развития инвестиционных банков в России

Проблемы, сопровождающие развитие инвестиционно-банковского дела в России, можно разделить на две группы:

1) блок проблем (присущих конкретно российской экономике), негативно влияющих на корпоративное управление (в реальном секторе) и его

регулирование. Данные факторы угнетают эмиссионную активность российских предприятий и опосредованно тормозят развитие инвестиционно-банковской отрасли как института посредничества между инвесторами и эмитентами;

2) проблемы, напрямую связанные с инвестиционно-банковской деятельностью и не являющиеся уникальными для России. Это отраслевые проблемы, характерные для мирового инвестиционно-банковского сообщества, которые, тем не менее, приобрели определенную национальную окраску.

Корпоративное управление в России характеризуется тремя основными чертами, негативно влияющими на эмиссионную активность предприятий и, соответственно, на инвестиционно-банковский бизнес:

1) недостаточная открытость российских предприятий перед внешними потенциальными инвесторами как следствие неэффективной функции внешней отчетности. Данная проблема связана с действующими в настоящий момент стандартами бухгалтерского учета и отчетности. Не вдаваясь в подробности, можно констатировать, что международная отчетность решает задачу предоставить полную и достоверную информацию всем заинтересованным лицам, включая инвесторов, поставщиков, покупателей, сотрудников компании, государственных органов и т.д., а в России финансовая отчетность предназначена, главным образом, для налоговых органов;

2) другая проблема - сознательное сокрытие руководством и владельцами предприятий от внешнего мира картины деятельности компании. Наиболее распространенной формой является перевод финансовых потоков, связанных с деятельностью компании, в оффшорные зоны и намеренное искажение финансовой отчетности с целью минимизации налоговой базы. Естественно, данная ситуация не способствует развитию деятельности компаний, так как недобросовестность руководства компаний ставит под сомнение возможность привлекать капитал путем публичного размещения ценных бумаг;

3) третьей важной проблемой функционирования рынка публичных размещений ценных бумаг является несовершенство действующего законодательства в отношении защиты прав акционеров. Противоборство между тенденциями к перераспределению первичной структуры собственности,

сложившейся в ходе чековой приватизации, и замкнутости акционерного капитала приватизированных предприятий приводит к многочисленным конфликтам между различными группами акционеров, нарушениям их прав. В основном они сводятся к игнорированию интересов «внешних» держателей акций (миноритарных акционеров) и манипулированию администрацией приватизированных предприятий акционерами-работниками, которое принимает самые разнообразные формы.

Анализу вышеназванных проблем и поиску путей их разрешения посвящено достаточное число научных и практических работ, и каждая из этих проблем достойна отдельного пристального внимания. В рамках настоящей работы мы ограничимся констатацией того, что они оказывают сильнейшее негативное влияние на рынок капитала и возможность привлечения российскими промышленными компаниями внешнего финансирования. Преодоление вышеуказанных проблем существенным образом повысит привлекательность публичного размещения ценных бумаг как инструмента привлечения капитала для российских предприятий и, соответственно позитивно скажется на состоянии инвестиционно-банковского бизнеса в России.

Поскольку, как уже было отмечено, инвестиционно-банковский бизнес в России развивается в соответствие с общемировыми тенденциями, ему сопутствуют и проблемы, характерные для данного бизнеса в целом с некоторой поправкой на национальную специфику. В качестве основных проблем выделяются следующие:

- конфликт интересов, возникающий между эмитентом, инвесторами и андеррайтерами;
- проблема адекватности оценки эмиссии, которая в условиях развивающегося российского рынка капитала приобретает в определенной степени специфические черты.

Проблема конфликта интересов между эмитентом и инвестиционно-банковскими посредниками в РФ во многом увязана с составом синдиката андеррайтеров и фигурой организатора размещения. Как уже было сказано, в России инвестиционные банки представлены (в соответствие с организационно-правовой формой) как инвестиционными компаниями, так и коммерческими

банками. Данные институты имеют различающуюся структуру пассивов, что обуславливает различный подход к осуществлению подписки. Наиболее ярко проблема конфликта интересов проявляется при размещении долговых бумаг. Природа конфликта интересов кроется в совмещении коммерческими банками функций инвестиционно-банковских посредников и конечных инвесторов.

Допустим, коммерческий банк получает мандат на размещение облигационного займа на рынке, получает причитающиеся ему по праву комиссионные. Затем он скупает большую часть выпуска и, будучи вполне удовлетворенным доходностью, ждет погашения и не заинтересован в обращении бумаг на рынке. В этой ситуации конфликт интересов не очевиден, но, тем не менее, он есть. Банк как андеррайтер должен преследовать интересы эмитента и занижать доходность по данной бумаге с одной стороны, а с другой, как инвестор, который точно знает, что выкупит часть выпуска на себя, хочет добиться максимальной доходности по бумаге. Этот конфликт интересов пока не вызывал пристального внимания со стороны инвесторов, однако, по нашему мнению, настоящая проблема является достаточно серьезной, чтобы ей пренебрегать. Что касается инвестиционных компаний, то в отличие от банков, они не являются одновременно инвесторами и таким образом в большей степени преследуют интересы эмитента. Инвестиционные компании стремятся сделать выпуск обращаемым, ликвидным, поскольку от этого, зависят их будущие доходы от брокерско-дилерской деятельности. Баланс интересов состоит в том, чтобы выпуск был полностью размещен, но при этом доходность была минимальной.

Другой проблемой инвестиционно-банковского бизнеса в России является проблема адекватной оценки стоимости выпускаемых ценных бумаг. В международной практике данная проблема характерна преимущественно для рынка акций, поскольку долговой рынок в значительной степени регламентирован и «эшелонирован» в зависимости от кредитных рейтингов, присваиваемых международными агентствами. В России проблема адекватности оценки эмитируемых ценных бумаг достаточно остро стоит для долгового рынка.

Основная проблема, связанная с неадекватным ценообразованием на рынке корпоративного долга, заключена в незрелости рынка и, соответственно, в размытой структуре по инструментам. В частности, отсутствует четкое «эшелонирование» облигаций в зависимости от параметров риска и доходности: очень часто облигации эмитентов с совершенно разным рисковым профилем торгуются с примерно равной доходностью, то есть цена облигаций не соответствует кредитному риску эмитента. Это вызвано тем, что на рынке практически отсутствуют рейтинги кредитного риска эмитентов, которые были бы приняты всеми участниками рынка.

В настоящий момент выставлением рейтингов эмитентам занимается ряд различных структур, включающий российские и иностранные рейтинговые агентства («РусРейтинг», «Эксперт РА», «ЕА Рейтинг», «Стандард энд Пурз», «Мудиз», «Фитч»), информационно-аналитические агентства и СМИ («Интерфакс», АКМ), а также сами инвестиционные банки. Среди последних стоит отметить банк «Зенит», в 2002 г. запустивший проект по рейтингованию эмитентов корпоративных облигаций.

Тем не менее, пока ни один из существующих рейтингов не был принят всеми участниками рынка в качестве приемлемого ориентира для оценки риска и доходности ценных бумаг, каковыми являются международные рейтинги агентств «Стандард энд Пурз» (Standard & Poor's), «Мудиз» (Moody's) и «Фитч» (Fitch). Рейтинги, разрабатываемые инвестиционными банками, как правило, зачастую воспринимаются рынком как необъективные из-за явного конфликта интересов - трудно поверить в объективность, когда андеррайтер выставляет рейтинг компании, чьи облигации размещает. По этой причине рейтинг банка «Зенит» при всех его достоинствах с точки зрения технологии вряд ли когда-нибудь станет общепринятым.

Другая проблема, связанная с оценкой долговых инструментов, обусловлена стадией развития российского рынка корпоративного долга. Рынок является развивающимся, и на начальной стадии развития попросту отсутствует статистика дефолтов по облигациям, без которой, по мнению автора, невозможно построить адекватную систему оценки рисков.

Вышеописанные проблемы ценообразования долговых инструментов способствуют развитию диспропорций в развитии рынка и зачастую провоцируют волюнтаристское поведение инвестиционных банкиров, манипулирующих ценами в своих интересах. Однако, как считает автор настоящей работы, по мере развития рынка данные проблемы постепенно решатся. Определенный прорыв в решении задачи рейтингования корпоративных заемщиков произошел в 2002 г., когда агентство «Стэндард энд Пурз» начало выставлять рейтинги российским компаниям по национальной шкале.

Что касается проблемы конфликта интересов между предприятием и инвестиционным банком, то она имеет место быть и в российской практике, так как предприятия - эмитенты очень часто заинтересованы в завышении стоимости своего предприятия, что впоследствии отражается на последующей капитализации предприятия на рынке. Например, Morgan Stanley и инвестиционная компания Тройка Диалог в последний момент отказались от участия в IPO группы «Черкизово» в мае 2006 года, посчитав, что компания оценила себя слишком дорого[75]. В итоге размещение прошло успешно, но спустя почти год бумаги компании торгуются на 9% ниже цены размещения. В данной ситуации отказавшиеся банки предпочли сохранить лояльность своим инвесторам в противном случае они могли бы получить кучу неприятностей: во-первых, для инвестбанка это удар по репутации, во-вторых, если цена акций компании внезапно упадет ниже оценок инвестбанка, ему придется выкупать бумаги у инвесторов, которые их приобрели[76].

Капитализация другой компании, Amtel-Vredestein сейчас примерно на 60% ниже, чем при размещении летом 2006 года. Лучший результат их тех, кто размещался в 2005-2006 гг. у Rambler media (370%) и «Новатэка» (+240%) (Приложение 3). По словам президента Deutsche UFG Ильи Щербовича, то нельзя назвать удачной работу инвестиционного банка по привлечению финансирования для предприятий реального сектора, если через несколько дней после начала торгов акциями цена на них резко падает или слишком сильно

[75] Деловая колбаса, BusinessWeek Россия, 23/05/2006
[76] Там же

вырастает. Это значит, что инвестиционный банк неправильно определил цену размещения. Идеально, когда находится золотая середина по цене, которая позволяет и компании и её акционерам привлечь приемлемый для них объём денежных средств, и инвесторам получать прибыль в будущем. Из этого следует проблема, которую инвестиционные банки и предприятия должны впоследствии устранить, найдя принцип разрешения споров и обоюдности интересов. Ведь в первую очередь, инвестиционный банк должен работать на принципах честности, профессиональности, независимости, достоинства и не идти на поводу у клиента, забывая о репутации и профессиональной организации ведения своей деятельности.

Автор считает, что большинство проблем, существующих на отечественном фондовом рынке и непосредственно связанных с принципом взаимодействия инвестиционных банков с предприятиями реального сектора- это проблемы на макро уровне, выражающиеся в доверии эмитентов к работе отечественных инвестиционных банков. Данные проблемы связаны непосредственно с существующим различием между глобальными инвестиционными банками и банками, имеющими отечественное происхождение. В данном случае автор считает нужным выделение наиболее ярких проблем, имеющих место в российской практике:

1.*Господство глобальных инвестиционных банков на российском фондовом рынке*. Если провести анализ компаний лидеров в секторе услуг по корпоративному финансированию, то можно сделать вывод, что на данный момент, лидирующие позиции занимают глобальные банки, в силу большей развитости, большого опыта работы и знания международных рынков;

2. *Отсутствие универсализации отечественных инвестиционных банков*. В каждом секторе инвестиционно-банковских услуг преобладают банки, преуспевающие конкретно в данном виде предоставления услуг, т.е отсутствует универсализация отечественных инвестиционных банков. При этом наблюдается четкое разделение труда. IPO, сделки M&A — поле западных инвестбанков, размещение рублевых облигаций — крупных отечественных банков, иногда инвестиционных компаний (Приложение 4) В данном случае, предприятия реального сектора вынуждены обращаться за помощью к глобальным банкам,

имеющим опыт в организации сложных сделок в больших объёмах. Причины такой раздробленности в том, что IPO сейчас проводят в основном крупные российские компании реального сектора экономики. И отсюда вытекает проблема того, что ни ёмкость отечественного рынка, ни финансовая возможность большинства российских инвестиционных банков не позволяют им организовать мега размещения. Поэтому такие западные инвестиционные банки, как Morgan Stanley, Deutsche UFG, Credit Suisse доминируют в области IPO на российском рынке. Примером успешной деятельности служит то, что редко когда на Лондонской бирже размещение объёмом более 400 млн долларов происходит без лидирующего участия подобных транснациональных банков, на их долю приходится свыше 80% крупных размещений[77].

3. *Значительно уступающая по своим размерам база инвесторов* (в силу недавнего развития инвестиционно-банковского бизнеса в России), которой располагают отечественные инвестиционные банки, вследствие практическая невозможность в проведении крупных сделок;

4. *Репутация банка* - психологический фактор. На данном этапе развития инвестиционно-банковского бизнеса сложилось большее доверие со стороны эмитентов к глобальным игрокам. Так как занимать господствующее положение глобальным банкам помогает длительная деятельность на фондовом рынке, вследствие большой авторитет и опыт, что является определяющими моментами в направлении организации IPO. Аналогичная ситуация складывается в области сделок M&A. Сделки по слиянию и поглощению, проходящие публично, характеризуются большими объёмами. Данный факт неизбежно притягивает внимание западных инвестиционных банков. Тем более, что для их клиентов важна имиджевая составляющая сделки. Допустим, пользоваться услугами консультирования глобальных западных инвестиционных банков – это престижно. В особенности для эмитента, так как взаимодействие с престижным зарубежным банком повышает статус эмитента в глазах инвесторов (эмитент имеет достаточное количество средств, чтобы воспользоваться услугами

[77] www.expert.ru, Эксперт РА, Рейтинговое агентство.

данного банка, а банк, в свою очередь, берётся работать с данным эмитентом, видя в нём достойного и состоятельного клиента).

5. *Более узкий набор финансовых инструментов*, чем у западных компаний. За рубежом инвестбанки, как правило, являются открытыми акционерными обществами, их акции торгуются на бирже, что позволяет им делать заимствования на рынке. Подавляющее же большинство российских инвесткомпаний — это ЗАО или ООО. По мнению Атона, зарубежные инвестбанки — это «огромные структуры, которые обладают полным спектром лицензий, диверсифицированы, занимаются всевозможными инвестиционными услугами, хеджированием рисков». Российским же компаниям далеко не все из этого набора доступно. Например, во всем мире инвестиционные банки используют деривативы, а у нас этот инструмент страхования рисков практически погиб после августа 1998 года, когда Арбитражный суд постановил, что форвардные контракты являются сделками, не обязательными к исполнению.

Высокая конкуренция среди инвестиционных банков влечёт за собой недобросовестное исполнение инвестиционными банками своей работы и нарушает целостный принцип взаимодействия с предприятиями. Например, В 2006 году из 21 российских компаний, прошедшей листинг на LSE в 2005-2006 гг. семь торговались ниже цены размещения в апреле 2007 года[78]. Это говорит о том, что на российском фондовом рынке существует жёсткая конкуренция и некоторые инвестиционные банки, дабы не остаться без работы, берутся за организацию недостаточно «чистых» сделок. Т.е предъявляет слабые требования к своим клиентам - к качеству бумаг, которые они размещают тогда, когда компания ещё недостаточно прозрачна, не развито корпоративное управление, а компания побыстрее стремиться произвести первое публичное предложение акций. В данном случае инвестиционный банк не соблюдает заявленных принципов взаимодействия с клиентами - добросовестности, профессионализма, достоинства, присущих полноценному инвестиционному

[78] Анна Бараулина, «Как поработали инвестбанкиры», Ведомости, 16 апреля 2007, №67 (1841)

банку с хорошей репутацией, а в первую очередь преследует собственные цели, идя на поводу у клиента.

Сейчас многие инвестбанки предлагают участие в организации первичных размещений акций. Стоимость их услуг постепенно снижается, а конкуренция растет. Задача инвестбанка — нащупать хрупкий баланс, который устроил бы все стороны: бумаги должны обладать умеренным потенциалом роста. Однако в погоне за мандатом организатора инвестбанки идут на поводу у компаний, которые пытаются «выжать» из продажи акций максимум возможного. По мнению автора, достаточно нескольких громких «провальных» прецедентов, чтобы подорвать рынок российских IPO.

Со стороны предприятий – эмитентов, с которыми взаимодействуют инвестиционные банки, существует ряд проблем, которые затрудняют процесс успешного сотрудничества банков и предприятий. Среди основных можно выделить:

- экономическая неподготовленность эмитента к выходу на публичный рынок (раздробленность бизнеса и его непрозрачность, отсутствие проведённой переоценки и заниженная стоимость имущества, действующие схемы минимизации налогообложения, делающие бизнес малоприбыльным, внешне экономически непривлекательным, наличие «серых» схем ведения бизнеса, скрытая бухгалтерия);

- высокая концентрация собственности (100% российских компаний малой и средней капитализации имеют 3-4 мажоритарных собственников, владеющих от 75 до 100% бизнеса; ориентация собственников не на модель бизнеса, в основе которой рост капитализации, а на модель, в рамках которой основным интересом контролирующих акционеров является прямое управление денежными и материальными потоками его компании);

- высокие регулятивные издержки (зависимость финансового положения и устойчивости бизнеса от отношений с государством; неурегулированность отношений с государством; краткосрочность интересов собственников и менеджеров, вызванная оценкой политических и регулятивных рисков);

- закрытость, непубличность бизнеса, желание селективно предоставлять информацию, интервенция менеджмента и собственников при написании проспектов, с целью сокрытия негативных факторов;

- низкий уровень корпоративного управления (конфликты интересов, затрудняющие возможность выхода на публичный рынок; низкая рыночная культура; неготовность к раскрытию информации, отсутствие специалистов на предприятии, готовых осуществить работы по эмиссии, замедленность сбора информации и обработки проектов документов).

Перспективы развития инвестиционно-банковского бизнеса на рынках публичных размещений долевых инструментов (акций на внутреннем рынке или депозитарных расписок на международном) российских эмитентов тесно связаны с эволюцией системы корпоративного управления и контроля. Система корпоративного управления и контроля в России, хоть и постепенно движется к мировым показателям, тем не менее, все еще остается далекой от западных стандартов. В наибольшей степени это касается вопросов разделения функций владения и управления компаниями и обеспечения прозрачности бизнеса акционерных обществ по отношению к внешним инвесторам. В настоящее время степень развития системы корпоративного управления является серьезным сдерживающим фактором для развития инвестиционно-банковского бизнеса, причины чего в следующем:

- ряд собственников не заинтересованы в публичном размещении акций своих компаний;
- собственники, положительно воспринимающие перспективы превращения своих компаний в публичные, зачастую оказываются неготовыми к полномасштабному раскрытию информации о своем бизнесе перед потенциальными инвесторами.

Действительно, к первичному публичному размещению акций, при котором компания из закрытой формы собственности и управления превращается в открытое акционерное общество с разделенной функцией собственности и управления, готовы далеко не все собственники. В настоящий момент собственников российских предприятий условно можно разделить на две категории. Первая категория – это те, которые видят рост своего благосостояния

через возможность использовать ресурсы компании в своих личных целях, не заботясь о долгосрочном выживании компании на рынке, а вторая категория - это те, которые напрямую связывают рост своего личного благосостояния с ростом капитала компании в долгосрочном периоде. Первый вид собственников никогда не будет заинтересован в IPO, так как сам факт ограничения их влияния на возможность управлять компанией рассматривается ими крайне негативно, и, соответственно, все преимущества публичного размещения как для них, так и для компании отходят на второй план.

В случае с собственниками второго типа на первый план выходит другое препятствие для успешного размещения акций на открытом рынке ценных бумаг - интерес со стороны конечных инвесторов. Существует много факторов определяющих данный интерес, но, пожалуй, главный из них на сегодняшнем этапе развития рынка капитала - прозрачность компании для рынка и его участников, так как, на взгляд автора, именно данный фактор в самой значительной мере влияет на определение рыночной стоимости компании, а без него оценка стоимости компании либо невозможна, либо приводит к неверным решениям. Прозрачность, как того требует рынок или государственное регулирование, следует понимать не просто как возможность предоставить определенную информацию четко обозначенному кругу заинтересованных лиц, а как прежде всего обязанность компании иметь четкую стратегию своего развития, бизнес-планы и механизм их реализации, которые они могут свободно предоставить заинтересованным лицам. Важно при этом иметь такую структуру управления компанией, которая, помимо всего прочего, обеспечивала бы контроль за всеми существенными рисками, влияющими на достижение поставленных стратегических целей, а также за использованием и сохранностью капитала компании.

Результируя исследование существующей инвестиционно-банковской практики в России, ее проблем и перспектив дальнейшего развития, видится необходимым выработать ряд рекомендаций, основанных на анализе мирового опыта, реализация которых способствовала повышению эффективности инвестиционно-банковского посредничества в России, упрочению конкурентной

позиции российских инвестиционно-банковских институтов в условиях мировых рынков капитала, а также снижению риска инвестиционно-банковских операций.

Концентрация на внутреннем рынке корпоративного долга, где у российских инвестиционных банков есть ощутимые конкурентные преимущества. Эти преимущества проистекают из следующих причин:

i. российские инвестиционные банки - «первопроходцы» данного сегмента рынка, и это дает определенные преимущества в виде успевших стать тесными связей с самыми привлекательными и наиболее качественными эмитентами-пионерами;
ii. приближенности (аффилированности) многих российских инвестиционных банков к олигархическим финансово-промышленным группам, а следовательно, к источникам мощного инвестиционного спроса на размещаемые облигации;
iii. сохраняющихся (по крайней мере, до вступления России в ВТО) законодательных ограничений на участие иностранных финансовых институтов (институтов с иностранным капиталом) на российском финансовом рынке.

Вышеописанные факторы создают благоприятную среду для дальнейшего усиления позиций российских инвестиционных банков и способствует росту их прибыльности.

Дальнейшее увеличение объемов инвестиционно-банковских операций на рынке внутреннего корпоративного долга помимо роста доходов и, соответственно, ресурсной базы, будет иметь и другое следствие. Оно усилит конкурентные позиции российских инвестиционных банков по отношению к мировым конкурентам, что станет незаменимым подспорьем при вступлении России в ВТО и другие международные организации. Исключительно важно и то, что рост капитализации внутреннего долгового рынка, по-видимому, снизит мотивацию российских эмитентов к заимствованиям на международном рынке (где роль первой скрипки играют глобальные инвестиционные банки), сместив эмиссионную активность в сектор, контролируемый российскими андеррайтерами.

Кроме того, растущая мощь российских инвестиционных банков обуславливает их выход за пределы российского рынка, или, иными словами, эволюцию в глобально-ориентированные институты. Ряд российских инвесткомпаний уже сейчас пытается работать на зарубежных рынках. Например, «Атон» является членом Франкфуртской биржи, «Ренессанс» освоил работу на Нью-Йоркской бирже, «Метрополь» открыл офис в Лондоне и даже пробует экзотические направления: сначала произошло открытие японского отделения, а теперь в планах у компании развертывание деятельности в африканской Киншасе. «ФИНАМ» вкладывает деньги в IT-бизнес, «Метрополь» — в золотые и свинцовые рудники, «Атон», AJ Kapital — в недвижимость, но пока это ещё перспективно. Так как если посмотреть на международный опыт, то на больших интересных рынках ведущую роль играют крупнейшие международные игроки. Безусловно, локальные игроки имеют свои определённые ниши, но история развития и опыт глобальных банков позволяет занимать им лидирующие позиции.

Укрепление позиций в международных синдикатах андеррайтеров, осуществляющих подписку на мировых рынках. Российские банки демонстрируют определенные успехи на данном поприще. Несмотря на то, что ни один из российских инвестиционных банков в настоящее время не способен, возглавив синдикат, организовать размещение еврооблигаций или депозитарных расписок, они тем не менее, используя сформировавшиеся тесные связи с эмитентами, закрепляют за собой позиции инвестиционных консультантов. Этот статус позволяет им, несмотря на колоссальные различия в размере (но, как зачастую оказывается, не в возможностях), с глобальными инвестиционными банками быть достойными участниками синдикатов.

По нашему мнению, для сохранения и упрочения позиций российских инвестиционных банков в международных синдикатах необходимо концентрировать усилия в двух направлениях:

1) Активный маркетинг, расширение спектра услуг, предоставляемых российским эмитентам: продвижение услуг по реструктуризации активов, доверительному управлению активами эмитентов, брокерских услуг (для

инвестиционных банков, имеющих банковскую лицензию ЦБ РФ, еще и по ведению расчетных счетов эмитента); кроме того, следует активизировать работу по конструированию производных (структурированных) финансовых инструментов с учетом потребностей конкретного эмитента. Данные мероприятия, конечно, не дадут российским структурам возглавить международные синдикаты, но, вместе с этим, будут иметь эффектом их глубокое вовлечение в бизнес эмитентов, что не позволит исключить российских инвестиционных банкиров из процесса андеррайтинга на международном уровне.

2) Работа над увеличением собственной капитализации, целью которой должно стать увеличение ресурсной базы и, соответственно, рост потенциала инвестиционного банка. Это особенно актуально в настоящих рыночных условиях, когда усиление конкуренции между инвестиционными банками приводит к тому, что значительный объем размещений проводится по схеме «полная покупка», подразумевающий выкуп андеррайтерами эмиссии за свой счет с последующей перепродажи конечным инвесторам. Наилучший с точки зрения имиджа и наиболее «чистый» способ увеличения капитализации инвестиционного банка - увеличение капитала за счет вливания в него нераспределенной прибыли. При этом если глобальные инвестиционные банки ограничены в управлении прибылью, то их российские конкуренты, в большинстве случаев являющиеся собственностью менеджмента, вполне могут позволить себе не платить дивиденды и тем самым увеличить объем нераспределенной прибыли.

Создание внутреннего рынка первичных публичных размещений (IPO) акций для средних по размеру российских частных компаний. Подобно тому, как российские инвестиционные банки создали механизм привлечения предприятиями финансирования путем выпуска долговых обязательств, они же должны возглавить процесс создания инфраструктуры для выпуска и размещения среди конечных инвесторов акций некрупных частных компаний, становящихся публичными. Данный сегмент рынка пока не представляет особого интереса для глобальных инвестиционных банков, в то же время

количество компаний, которые переросли уровень, при котором развитие бизнеса происходит исключительно за счет собственных средств, за последние годы серьезно увеличилось. Об этом свидетельствует рост числа непубличных компаний, выходящих на рынок корпоративных облигаций. Как правило, это торговые, производственные, агропромышленные компании, предприятия сферы услуг и др. компании, являющиеся лидерами в своих сегментах и не относящиеся к сырьевой экономике, энергетике или тяжелому машиностроению. Для таких компаний IPO акций - это закономерный этап в развитии, означающий достижение уровня, при котором собственных (зачастую и заемных) ресурсов недостаточно для качественного скачка в развитии бизнеса - в отличие от заемных средств, инвестиции, полученные при IPO акций, бесплатны и безвозвратны. Однако не все компании способны при всем желании разместить свои акции среди внешних инвесторов. Кроме того, не все из эмитентов, решивших осуществить IPO акций, стоят внимания инвестиционных банков. По мнению автора, инвестиционным банкам следует ориентироваться на компании с минимальным оборотом в 150-200 млн. долларов в год (IPO компаний меньшего размера не приведет к желаемым результатам, т.к. не будет обеспечена ликвидность акций), демонстрирующим стабильный рост на протяжение последних двух лет и управляемым высококачественными менеджерами. Одним из направлений деятельности может стать формирование и развитие так называемых венчурных IPO-площадок. В рамках данных инфраструктурных образований инвестиционные банки способствовали бы организации пула инвесторов, готовых в ходе IPO инвестировать в акции быстрорастущих компаний, и осуществлять «предпродажную» подготовку эмитентов (образовательные тренинги, презентации «роуд-шоу», финансовое консультирование по вопросам отчетности и т.д.

Из перспектив, относящихся к организационной структуре инвестиционного банка на пути к более эффективной деятельности и отлаживания успешного принципа взаимодействия инвестиционного банка с предприятиями реального сектора стоит выделить следующие:

1) Возникновение инвестиционных бутиков, которые сосредоточатся на сделках по слияниям и поглощениям. Наиболее распространенная форма

сотрудничества — когда локальные инвестбанки приходят к глобальным со своими клиентами, например, чтобы провести международное размещение бумаг. Российский участник берет на себя огромную часть работы по подготовке эмитента к выходу на открытый рынок — помогает оптимизировать корпоративное управление, привести в порядок структуру собственности. Взамен локальные банки, как правило, получают возможность выкупить часть выпуска, при этом либо сами выступают в качестве инвестора, либо размещают бумаги среди своего круга приобретателей. Данная схема имеет свои преимущества и за рубежом значительная часть бизнеса в секторе M&A делается именно бутиковыми структурами.

2) Господство глобальных банков и потеря самостоятельности со стороны отечественных банков. В конце 2006-го Bank Austria Creditanstalt объявило о приобретении инвестиционно-банковского бизнеса Атона — Атон-Брокер и Aton International. Покупка обошлась австрийцам в $424 млн[79]. Велись переговоры с руководством инвестиционной компании «Тройка Диалог» о продаже своего бизнеса, в которой потенциальными покупателями могли выступать Внешторгбанк, J.P. Morgan и Credit Suisse, но сделка не состоялась. В 2006 году была закончена сделка по покупке Deutsche Bank инвестиционной компании UFG. Так же велись переговоры о возможности покупки бизнеса ИФК «Метрополь» японской инвестиционной компанией Nikko Cordial Corp и вариант продажи части акций не исключают и собственники «БрокерКредитСервиса».

Что касается партнерств, то пока известно два подобных случая. В конце прошлого года «КИТ Финанс» и европейская управляющая компания Fortis Investments подписали соглашение о создании партнерства в сфере управления активами в России. А в январе нынешнего RBS Global Banking & Markets и «Ренессанс Капитал» договорились о заключении соглашения об эксклюзивном сотрудничестве по совместному предоставлению услуг в области валютных, процентных и кредитных производных финансовых инструментов.

[79] Семен Доронин, «Инвестиции нуждаются в сопровождении», Эксперт, №48, 18 декабря 2006

Наметившаяся тенденция подтверждает факт того, что российский рынок всё больше пополняется западными инвестиционными банками. В данном случае, некоторые западные игроки предпочитают строить офис в России с нуля, а некоторые покупать ключевых российских игроков, с целью более быстрого вхождения на рынок. На наш взгляд, данная тенденция имеет некие преимущества, в силу того, что повышается доверие к российскому фондовому рынку, он приобретает более глобальные масштабы и появляется возможность создания и впоследствии приведения в действие «идеальной» модели взаимодействия, в которой предприятие, на каждом этапе своего становления нуждается в определённых услугах инвестиционного банка, присущих конкретной стадии развития предприятия.

Глава III. Принцип взаимодействия инвестиционных банков и предприятий реального сектора экономики – стратегическое партнерство.

В предыдущих главах уже было рассмотрено современное состояние предприятий реального сектора, выявлены основные недостатки и проблемы, являющимися основным препятствием полноценного функционирования предприятий в условиях российской экономики, были обозначены проблемы, присущие российскому инвестиционно-банковскому сектору и российским игрокам в частности, а также был обозначен перечень услуг инвестиционных банков которые доступны предприятиям для целей их развития.

В целях более подробного понимания принципа взаимодействия инвестиционного банка с предприятием реального сектора и важнейшей его роли в повышении эффективности деятельности предприятия, роста производства, повышения деловой репутации, автор считает наиболее актуальным рассмотрение энергетического сектора в связи с проведением реформы отрасли. На данный момент, реформа энергетики является самой прозрачной и планомерной реформой в истории новой России, поскольку находится под пристальным вниманием широкой общественности – что позволяет провести наиболее глубокий анализ.

3.1 Принцип взаимодействия инвестиционного банка с предприятием реального сектора экономики в российской практике

Основная цель реформирования электроэнергетики России – повышение эффективности предприятий отрасли, создание условий для её развития на основе стимулирования конкуренции, инвестиций, а также обеспечение надёжного и бесперебойного энергоснабжения потребителей.

В связи с этим в электроэнергетике России происходят радикальные изменения: меняется система государственного регулирования отрасли, формируется конкурентный рынок электроэнергии, создаются новые компании.

Что же представляет собой российская энергетика сегодня? Прежде всего это 216 ГВТ энергетических мощностей, из которых 70% сосредоточено на электростанциях РАО ЕЭС.

Как мы уже отмечали выше, проблема износа основных фондов, морально устаревших и выработавших свой срок, характерна фактически для всех отраслей российской промышленности. Справедливо это и для электроэнергетики. Износ активной части фондов составляет 60-65% с отдельными отклонениям на некоторых станциях до 75%-80%[80].

По оценкам Минпромэнерго, для поддержания стабильности энергосистемы в период до 2010 г. необходим значительный ввод новых мощностей – в объеме до 21,8 ГВт, что потребует финансирования в размере 70 млрд долларов;

В институциональном плане отрасль представляет собой естественную монополию – основные генерирующие мощности, сетевая инфраструктура, диспетчерское управление сосредоточено в руках РАО «ЕЭС России».

Необходимость реформы существовало уже давно. В первую очередь реформа позволит привлечь необходимые отрасли инвестиции. Холдинг мало вкладывал в развитие своих предприятий за последние 15 лет и ситуацию могли исправить только радикальные преобразования – например, механизм конкурентного рынка электроэнергии.

Процесс реформирования начался в 2003 году. Немаловажную, а может быть и основную, роль в этом процессе сыграли инвестиционные банки. Как уже упоминалось выше, консорциум Альфа-Банка и американского инвестиционного банка Merrill Lynch стал победителем тендера, проводимого РАО ЕЭС, по выбору консультанта по финансово-инвестиционным аспектам процесса реформирования электроэнергетики. Для участия в тендере были приглашены 14 крупнейших российских и западных инвестиционных банков и компаний, в том числе Deutsche Bank, HSBC Holdings, Ренессанс-Капитал, Тройка-Диалог и другие.

[80] Федеральная служба государственной статистики//www. gks.ru

Основными направлениями работы консорциума Альфа-Банка и Merrill Lynch в качестве инвестиционного консультанта стали «содействие РАО ЕЭС в доработке программы реформирования электроэнергетики РФ и ее отдельных элементов с точки зрения международных стандартов корпоративного управления, ее восприятия инвестиционными кругами, повышения эффективности ее реализации»[81]. Консорциум провел масштабные работы по выработке рекомендаций в отношении изменения структуры капитала создаваемых в процессе реформирования компаний, разработке конкретных мер по повышению инвестиционной привлекательности объектов электроэнергетики, а также по выработке рекомендаций по принципам и механизмов оценки.

В результате было принято решение начать реформу с реструктуризации холдинга, через формирование четкой и прозрачной структуры. Пилотными проектами стали реформирование ОАО «Калугаэнерго», ОАО «Орёлэнерго», ОАО «Брянскэнерго», ОАО «Тулэнерго». Наиболее активно структурные преобразования начали осуществляться в 2004 году. Процесс реформирования затронул более 30 компаний. В том же 2004 году началось создание новых межрегиональных компаний. В последние месяцы 2004 года были созданы первые три ОГК (оптовых генерирующих компаний) и две ТГК (территориальных генерирующих компаний). ОГК и ТГК формировались по принципу создания более-менее одинаковых по мощности и своим конкурентным характеристикам генераций, расположенных географически разрозненно в случае ОГК, и территориально в случае ТГК – обеспечивая таким образом равноправную конкурентную среду практически для всех участников генерации. В 2005 году процесс реформирования охватил большинство АО-энерго, причём значительная часть к концу года была разделена и перераспределена в ОГК и ТГК. В этом же году учреждено большинство оставшихся межрегиональных компаний: к марту была зарегистрирована последняя из семи ОГК, а к августу – тринадцать из четырнадцати ТГК, созданы четыре МРСК (межрегиональных распределительных сетевых компаний).

[81] Пресс-релиз Альфа-Банка 30/08/2002

В 2006 - начале 2007 года процесс формирования компаний целевой структуры приблизился к своему завершению. На начало 2007 года были одобрены проекты реформирования 70 из 71 АО-энерго, закончено формирование всех шести тепловых ОГК, завершён первый этап реорганизации ТГК-1, ТГК-2, ТГК-8, ТГК-10. Рассмотрим более подробно жизнедеятельность одной из шести тепловых генерирующих компаний, а именно ОГК-5 и сконцентрируем дальнейший анализ на её развитии.

ОГК-5 – это первая оптовая генерирующая компания, созданная в процессе реформы электроэнергетического сектора России. Компания включает в себя четыре электростанции, расположенные в различных частях страны: Рефтинскую ГРЭС (3800 МВт), Невинномысскую ГРЭС (1290 МВт), Среднеуральскую ГРЭС (1182 МВт) и Конаковскую ГРЭС (2400 МВт) (Приложение 5). Общая установленная мощность компании насчитывает 8672 МВТ, что составляет 6% от всех тепловых генерирующих мощностей России.

Компания обозначила активные планы по инвестированию $1 млрд в новую генерирующие активы, а именно в строительство Можайско-Волоколамской ПГУ, Среднеуральской ПГУ и Невинномысской ПГУ, что в совокупности даст 1242 МВт дополнительной мощности и потребует приблизительно $1 млрд инвестиций на период до 2011 года. Для осуществления намеченных инвестиционных программ компания нуждается в достаточно большом объёме дополнительных средств.

Инвестиционные банки, консультирующие РАО ЕЭС выделили ОГК-5 в качестве проекта, который был призван задать уровень капитализации российской энергетики и определить минимальную стоимость 1 кВт мощности, от которого зависит объем средств, возможный для финансирования всей инвестиционной программы энергетической отрасли. Дальнейшая стратегия предполагала вывод других ОГК, как наиболее крупных, на IPO, далее капитализируя рынок и наращивая стоимость 1 кВт, а также открывая гораздо большие возможности для размещения эмиссий более мелких, по своему размеру и мощности ТГК. После проведения IPO миноритарных пакетов акций ОГК и ТГК, консультантом было предложено провести частное размещение

крупных блокирующих пакетов в пользу стратегических инвесторов, с целью определения основного собственника активов, а также привлечение денежных средств на уровень самого РАО ЕЭС (а не на уровень ТГК и ОГК) с целью финансирования развития сетевого хозяйства, которое, по замыслам реформаторов, должно остаться под тотальным контролем государства. При этом, консультантом было предложено проводить такое размещение через аукцион. В случае с ОГК-5 такой аукцион по продаже 25,03% акций уже запланирован на 6 июня 2007 года. Организатором аукциона выступает Альфа-Банк, который провел всю подготовительную работу, включая формирование комнаты данных, составление и подписание необходимой документации с потенциальными стратегическими инвесторами – участниками аукциона, организовал поездки потенциальных участников по станциям, проведением презентаций менеджмента, и в целом организацию процесса подготовки и проведения аукциона. Использование аукциона, по мнению автора, еще больше «разгонит» капитализацию ОГК (так, с момента размещения ОГК-5 полгода назад, рост акций составил 56%) так как инвестор будет вынужден заплатить премию за блокирующий пакет.

Поэтому, на наш взгляд, считается необходимым показать и обобщить вышеизложенные теоретические основы инвестиционно-банковской деятельности на примере проведённого в 2006 году первого публичного размещения компании ОГК-5 в пределах программы реструктуризации компании РАО «ЕЭС России».

ОГК-5 стала первой компаний электроэнергетики, вышедшей на IPO, выпустившая 5,1 млрд акций. Андеррайтерами допэмиссии ОГК-5 стали Объединенная финансовая группа, компания U.F.G.I.S. Trading Limited, ИК Тройка Диалог, компания Credit Suisse Securities и Merrill Lynch International. В ходе размещения компании удалось привлечь $459 млн[82]. По словам главы РАО ЕЭС Анатолия Чубайса, размещение прошло очень успешно, по максимально приближенной верхней границе установленного ценового диапазона. По его словам, покупателями акций ОГК-5 стали «крупнейшие авторитетнейшие

[82] Информационное агентство «Финмаркет»,//www.finmarket.ru

стратеги - энергокомпании Европы, крупнейшие банки международного класса, институциональные инвесторы с известными во всем мире именами, крупные российские стратегические компании, российские банки и финансовые компании».

Привлекательность для инвесторов объяснялась следующими причинами[83]:

Во-первых, электроэнергетический сектор России переживает фазу активного роста и выхода на предельные уровни нагрузки, что создает проблему дефицита мощностей в рамках всей отрасли и локальных энергосистем.

Во-вторых, российская энергетика пока еще в разы недооценена по сравнению с западными аналогами. 9 центов за акцию соответствует оценке 1 кВт установленной мощности компании в 320 долларов, в то время как за рубежом на развитых и развивающихся рынках стоимость 1 кВт составляет в среднем выше 1200 долларов (Приложение 6).

В-третьих, идет реформирование отрасли, целью которого является повышение инвестиционной привлекательности всех без исключения энергокомпаний. Проходящая в настоящий момент либерализация электроэнергетических компаний России нацелена на повышение инвестиционной привлекательности отрасли и привлечение частных инвестиций для обеспечение ускоренного строительства новых генерирующих мощностей.

В-четвертых, правительством одобрены правила оптового рынка электроэнергии, а это предполагает, что одна из крупнейших и самых эффективных компаний будет инвестиционно привлекательна в будущем.

Успешный опыт IPO ОАО ОГК-5 продемонстрировал высокий спрос на акции российской электроэнергетики и сформировал позитивные ожидания в отношении возможности привлечения инвестиций в отрасль.

В целях дальнейшего рассмотрения и понятия принципа взаимодействия инвестиционного банка и предприятия, нами считается нужным рассмотрение проведённого IPO ОАО ОГК-5 с участием одного из российских

[83] РАО «ЭЕС России», ОГК- всем пример, Эксперт 31 октября 2006

инвестиционных банков (далее Банк «Х»), выступившим в данном размещении в роли глобального координатора и ведущего букраннера размещения.

Краткое описание сделки:

- 100% размещения составили акций новой эмиссии – поступления от размещения предназначались для финансирования обширной программы капитальных вложений;
- В ходе европейского «роуд-шоу» были проведены встречи с более чем 130 инвесторами, которые проявили значительный интерес к Компании;
- Интерес к размещению проявили также крупные стратегические инвесторы;
- В результате была обеспечена многократная переподписка на акции компании (по нижней цене спрос превысил предложение акций в 10 раз, по верхней цене - в 8,6 раза);
- Акции компании были размещены по верхней границе ценового диапазона, определенного банками, что обеспечило положительную динамику котировок после объявления цены;
- Заявки в книгу были получены от более чем 170 инвесторов;
- Акции были размещены среди более чем 130 различных инвесторов, причем особое значение при распределении придавалось качеству инвесторов.

Перед инвестиционным банком стояла задача необходимости проведения IPO в максимально сжатые сроки. В силу профессионализма и налаженных принципов взаимодействия с предприятиями инвестиционным банком был выработан график проведения IPO ОГК-5, который был успешно выдержан.

Данный график включал в себя следующие этапы:

Мероприятие	**Сроки**
Организационная встреча (kick off meeting)	17 июля- 22 августа
Работа над инвестиционным меморандумом ▪ Первая версия инвестиционного меморандума. ▪ Печать и рассылка финальной версии инвестиционного меморандума ▪ Регистрация выпуска акций в ФСФР ▪ Презентация для аналитиков	1 сентября- 18 октября
Подготовка аналитического отчёта ▪ Публикация аналитического отчёта	13 сентября – 3 октября
Пре-маркетинг	1октября – 17 октября
Роадшоу ▪ Объявление цены размещения и даты начала размещения	17 октября -23 октября

- Выкуп акций банками- андеррайтерами
- Подача уведомления в ФСФР
- Начало поставки акций инвесторам.

Одним из важных этапов графика проведения размещения была услуга банка по аналитическому покрытию и пре-маркетингу. Инвестиционный банк использовал максимум возможностей для создания высокого спроса на акции ОГК-5 ещё на этапе пре-маркетинга, что не маловажно и является одним из составляющих факторов успешного IPO. В данном направлении со стороны инвестиционного банка были выполнены следующие действия:

- Аналитики Банка «X» и других участников синдиката подготовили аналитические отчеты по ОГК-5, которые были разосланы инвесторам в рамках пре-маркетинга;
- Отчет инвестиционного Банка «X» предусматривал самый высокий диапазон справедливой оценки компании-цели;
- Во время пре-маркетинга аналитики Банка «X» и других участников синдиката провели более 220 встреч с инвесторами, в ходе которых представили им свое видение и оценку компании-цели (Приложение 7);
- Реакция инвесторов, полученная в ходе пре-маркетинга, позволила оценить уровень спроса, установить правильный диапазон цены и выявить основных «якорных» инвесторов.

Основополагающей функцией инвестиционного банка при организации процесса привлечения инвестиций является установление диапазона цены. В данном случае, правильно установленный диапазон цены позволил привлечь существенный объём спроса с низкой эластичностью по цене.

При организации размещения Банком «X» была проведена оценка компании по основным финансовым показателям деятельности, финансовой модели, а также мультипликаторам по аналогам развивающихся рынков. На основании конценсуса банков (Приложение 8), принимавших участие в IPO, был выработан диапазон цены от 7,6 до 9,5 центов за акцию (IPO состоялось при цене 9 центов), в котором потенциальным инвесторам предлагалось подавать свои заявки.

Ценовой диапазон был установлен после первой недели роуд-шоу. В результате банкам удалось сузить разницу в оценке компании,

специализирующимися на российской энергетики инвесторами и инвесторами, ориентированными на Россию в целом.

При установлении ценового диапазона банки андеррайтеры исходили из следующих базовых принципов:

- Ценовой диапазон (его нижняя граница) должен служить в качестве «наживки» для инвесторов, способствовать вовлечению максимального количества инвесторов в сделку и обеспечивать высокий уровень переподписки;
- Ценовой диапазон не должен быть слишком широким, чтобы обеспечивать четкое представление по цене;
- Цена размещения должна обеспечивать рост котировок после IPO (предоставлять некий «апсайд» для инвесторов).

В результате был рекомендован ценовой диапазон, который предполагал дисконт в размере 21,9% - 1,1% к консенсус-цене аналитиков и соответствовал ценовым ожиданиям инвесторов, озвученным в ходе пре-маркетинга.

В процессе этапа «роад шоу», проводимое инвестиционным Банком «X», была сформирована книга заявок. Существенная переподписка и низкая эластичность позволили установить цену размещения, близкую к верхней границе ценового диапазона (Рисунок 3.1.).

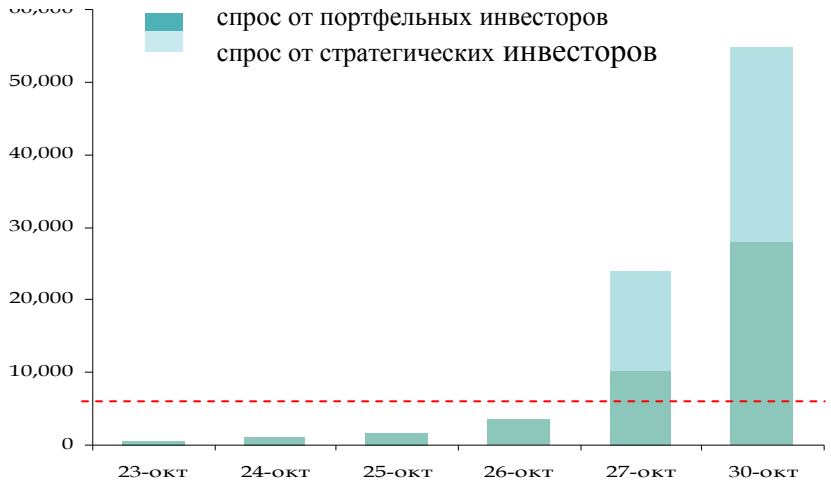


Рисунок 3.1. Наполнение книги заявок

Показатель, который не в силах приобрести предприятие самостоятельно в своей деятельности и свойство, присущее непосредственно инвестиционному

банку и являющиеся одним из его главных преимуществ – это качественная база инвесторов, которая свидетельствует об успехе размещения и гарантирует стабильное поведение котировок в будущем.

Успех данной сделки объяснялся большой географической диверсификацией базы инвесторов, большим количеством крупных заказов, а также высококачественной базой инвесторов.

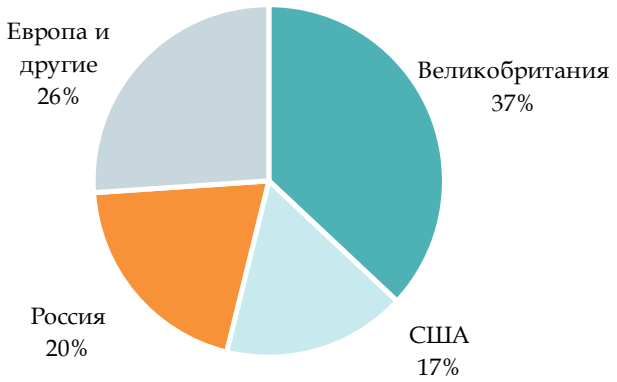
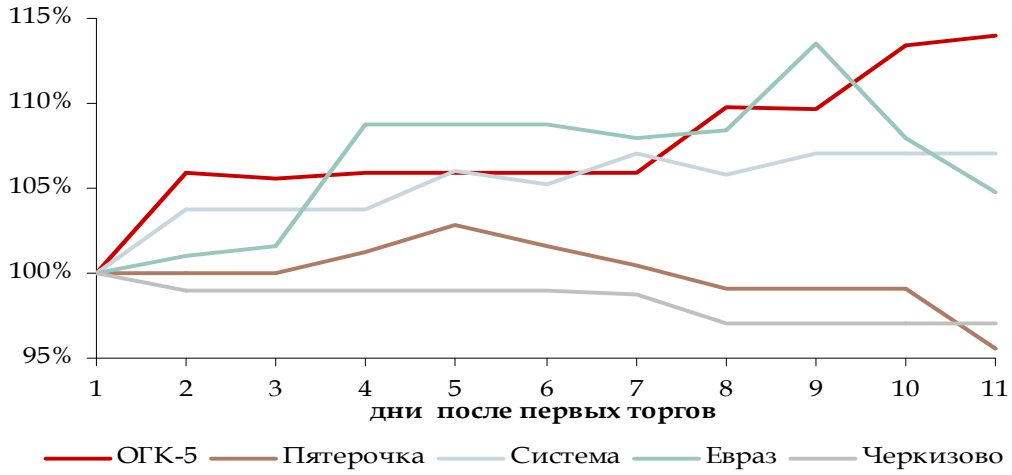


Рисунок 3.2. Географическая группировка инвесторов IPO ОГК-5

Основным показателем профессионализма и правильного выбора стратегий работы для инвестиционного банка является повышение капитализации компании и поведение котировок после размещения. В данном случае, инвестиционному Банку «X», в консорциуме с другими банками, удалось с большим успехом выполнить данную функцию, так как IPO ОГК- 5 было признано наиболее успешным из проведённых публичных размещений предприятий реального сектора в 2006 году. Данные факты подтверждает график ниже:



Проделав такую работу, и получив мировое признание, таким предприятиям как ОГК-5 открыт путь на рынок долгового капитала, что подтверждается тем фактом, что одновременно с подготовкой и проведением IPO, ОГК-5 разместило рублевый выпуск облигаций на сумму 5 млрд рублей, организаторами которого стали Газпромбанк и Инвестиционный банк КИТ Финанс. В состав со-организаторов вошли 11 банков: Дойче Банк, АБСОЛЮТ Банк, Еврофинанс Моснарбанк, Ренессанс Капитал, ТрансКредитБанк, Уралсиб, Ситибанк, Банк СОЮЗ, Велес Капитал, РЕГИОН; в состав андеррайтеров – 8 банков: Коммерцбанк, Мегатрастойл, РТК-Брокер, РИГрупп-Финанс, Банк Российский кредит, Сибакадембанк и Банк Стройкредит. Интересно то, что ставка купона составила всего 7,5%, что на 3% ниже ставки рефинансирования ЦБ и как минимум на 4,5% ниже минимальной ставки по кредиту займа коммерческого банка. Таким образом, с помощью инвестиционных банков, задачи, поставленные в рамках реформы уже наполовину выполнены: ОГК-5 обеспечило финансирование ¾ своей долгосрочной инвестиционной программы, стало одним из самых прозрачных предприятий электроэнергетики на российском рынке, а также получило доступ к дешевым кредитным ресурсам, что несомненно повысит эффективность производства ОГК-5 и позволит конкурировать по эффективности в глобальном масштабе.

Важным является момент, что ОГК-5 вошло в совершенно новую стадию своего развития, в которой принцип взаимодействия с инвестиционными банками перемещается на новый уровень. Дело в том, что уровень котировок необходимо постоянно поддерживать, подпитывать новых акционеров и инвесторов свежей информацией. Помимо выпусков пресс-релизов самой компанией, инвестиционные банки периодично выпускают свои исследования и оценки, приводят сравнительные характеристики, выпускают долгосрочные прогнозы финансово-экономических показателей, чем задают менеджменту компании «планку» эффективности (см. Таблицу 3.1.).

Таким образом, взаимодействие инвестиционных банков с предприятиями реального сектора принимает долгосрочный, взаимовыгодный характер.

Аналитические агенства	ОГК-5			ОГК-1	ОГК-2	ОГК-3	ОГК-4	ОГК-6
	Спр.Ст.[1] 1 акции $	Кап-ция[2] млн $	Кап/Квт УМ [3]	Кап/Квт УМ	Кап/Квт УМ	Кап/Квт УМ	Кап/Квт УМ	Кап/Квт УМ
Deutsche UFG	0,18	6 366,90	**734,19**	421,56	517,74	726,54	455,44	442,96
UBS	0,16	5 659,47	**652,61**		578,65	950,10	683,16	442,96
Тройка Диалог	0,15	5 270,38	**607,75**	608,92		877,44		502,02
Альфа-Банк	0,15	5 305,75	**611,83**			491,81		
Банк ЗЕНИТ	0,16	5 800,96	**668,93**					
Банк Москвы	0,14	4 775,18	**550,64**	543,34	493,38	810,38	597,77	442,96
БрокерКредитСервис	0,14	4 916,66	**566,96**	468,40	499,47	726,54	574,99	392,76
Среднее значение	**0,15**	**5 442,19**	**627,56**	**510,56**	**522,31**	**763,80**	**577,84**	**444,73**

1 – справедливая стоимость;
2 – капитализация основанная на справедливой стоимости 1 акции
3 – капитализация на 1 кВт установленной мощности.

Таблица 3.1. Прогнозы аналитиков инвестбанков касательно стоимости акций ОГК

Итак, нами был проведён краткий анализ текущего состояния предприятий реального сектора экономики. Более подробно был проанализирован энергетический сектор, а также одно из предприятий РАО «ЕЭС России». Были рассмотрены основные предпосылки реструктуризации и отражены основные моменты механизма взаимодействия. И можно сделать вывод, что для осуществления всех инвестиционных программ реформы предприятия, получившие самостоятельность и вышедшие из состава РАО ЕЭС, нуждаются в больших финансовых средствах. И на примере размещения ОГК-5 можно убедиться в непосредственном и первостепенном значении инвестиционного банка в деятельности предприятий, а именно в профессиональной и успешной организации привлечения финансирования, с которой одному предприятию справиться не под силу.

3.2. Предприятие и инвестиционный банк как стратегическое партнерство с целью повышения капитализации и конкурентоспособности

Как было отмечено выше, основой глубокого и эффективного взаимодействия предприятий и банков является их кредитно-инвестиционная стратегия. Именно с ее помощью реализуются такие общественно-ролевые функции банков, как финансовый посредник, производитель важной группы финансовых продуктов и услуг – инвестиций и кредитов, мультипликатор роста, делегированный контролер, рационирование производственного потребления. Принимая во внимание концепцию стратегического менеджмента касательно ограниченности

ресурсов, автор считает, что, как и для инвестиционных банков, так и для производственных предприятий присуще одна черта – их ресурсы ограничены, т.е. ни один инвестиционный банк не имеет ресурсов предоставлять эффективно услуги абсолютно во всех областях инвестиционно-банковской деятельности, так и предприятие (даже очень крупное) не может обладать ресурсами для эффективного ведения производства, и одновременно эффективного ведения инвестиционно-финансовой деятельности на рынках капитала и управление капитализацией. Майкл Портер, утверждает, что в целях достижения конкурентных преимуществ важен стратегический фокус на чем-то одном, в противном случае, учреждение «застрянет посредине»[84].

Основываясь на исследованиях данной работы, а также рассмотренного ранее примера реформирования энергетической отрасли и развития ОГК-5, автор считает необходимым объединить результаты исследования и предпринять попытку выработки общего принципа взаимодействия банков с предприятиями реального сектора, в зависимости от поставленных задач, с целью создания абсолютно нового принципа взаимодействия глобального и локального банков с одной стороны и предприятий реального сектора экономики с другой стороны, выраженного в стратегическом партнерстве, направленном на создание новых возможностей для развития лидерства на рынке, через повышение эффективности деятельности последнего (см. Рисунок 3.3).

Практика показывает, что в определенный момент своего развития практически любое предприятие сталкивается с необходимостью реструктуризации. Особенно это касается российских предприятий, так как в период их основного становления в начале 1990-х годов, когда на рынке творил хаос, их принципы формирования были далеко от идеальных, мы стали свидетелями множества предприятий, которые могли заниматься производством металлов, пластиков, продуктов пищевой промышленности и строительством и реализацией недвижимости одновременно. Дело в том, что эффективность этих бизнесов, а также основы их оценки и управление кардинально отличаются. В

[84] Michael E. Porter, The Competitive Advantage of Nations, 1998, Free Press

этом случае ни принцип эффекта масштаба, ни принцип диверсификации не работают. Вместо этого, предприятия являются малоэффективными, неконкурентными в сравнении с зарубежными аналогами, а также становится очень сложным определить перспективность определенных направлений. Данный фактор является особенно важным в изменяющейся модели глобального рынка, направленного на глобализацию, как производственных процессов, так и на глобализацию рынков сбыта продукции. Тематика становится особенно актуальной в преддверии вступления России в ВТО.

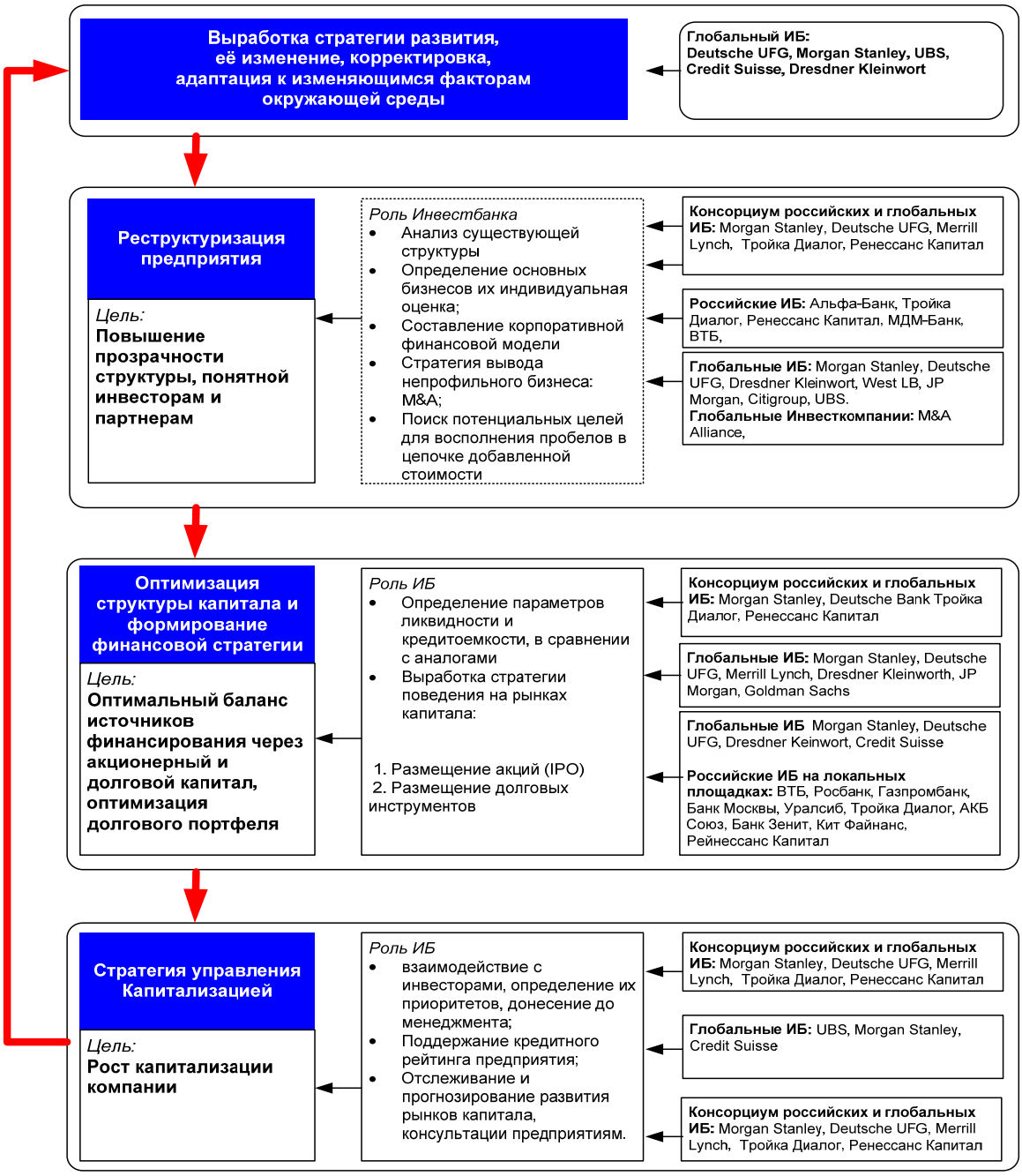


Рисунок 3.1. Принцип стратегического партнерства взаимодействия инвестбанков и предприятий реального сектора

Инвестиционные банки, основываясь на фундаментальном анализе, способны содействовать предприятию в определении стратегических направлений развития и выработке оптимальной организационной структуры, с точки зрения инвестиционной привлекательности того или иного подразделения. Без сомнения, решающее слово всегда остается за менеджментом компании, за его акционерами, однако события последних лет и крупномасштабные реформы, направленные на повышение конкурентоспособности, эффективности и создания максимальной добавленной стоимости говорят, что российский менеджмент «созрел» для необходимых преобразований (пример преобразования приведен в Приложение 9).

После того как стратегия развития предприятия становится понятной, и как следствие организационная структура выработана, банки могут оказать непосильную помощь предприятиям в выводе непрофильных активов, через проведение сделок в области M&A, поиске потенциального покупателя, сборе информации, подготовке комнаты данных, подготовке информационных материалов и проведении конкурсов по продаже непрофильных активов. Время реорганизации – всегда очень сложный период для предприятия, а использование инвестбанкиров, позволяет менеджменту не тратить собственных ресурсов на подготовку этих масштабных сделок. Как правило, в львиной доле предприятий отсутствует профессионалы, способные подготовить предложение по отчуждению активов и структурированию сделки на международном уровне. Более того, в некоторых случаях предприятия хотят, чтобы их имя по сделкам M&A не раскрывалось до последнего момента (так как, например, цена может возрасти в разы, в случае если это крупный покупатель) – инвестиционные банки могут действовать от своего имени.

Также ситуация состоит с приобретениями. Например, при анализе структуры предприятия, может быть выявлен существенный «пробел» в цепочке добавочной стоимости, воспроизведя который, инвестиционная привлекательность повысится в разы. Инвестбанки, обладая обширными знаниями активов для потенциального поглощения, а также знакомствами с собственниками этих активов, могут эффективно и в сжатые сроки сделать

подборку необходимых активов и структурировать сделку. Важным является то преимущество, что в условиях ограниченных финансовых ресурсов у предприятия, банк может предоставить их из своих ресурсов на краткосрочной основе, а предприятие взамен может выдать этому банку мандат на дальнейшую реструктуризацию этого долга через использование других инструментов, таких как выпуск евробумаг, синдикацию займа, выпуск конвертируемых облигаций и прочих деривативных инструментов.

Финансовое консультирование корпораций выражено, в первую очередь оптимизацией структуры капитала предприятия. Убеждение многих российских топ менеджеров в том, что к кредитным ресурсам необходимо прибегать только в крайних случаях является ошибочным. Дело в том, что, как правило, стоимость акционерного капитала гораздо выше стоимости заемных средств (в то же время, перебор с долгами тоже может сказаться негативно на деятельности предприятия). Так, например, стоимость средств акционеров ОАО «НОВАТЭК» по мнению многих аналитиков (выражена показателем доходности на акционерный капитал) составляет более 20%, в то время как, в соответствии с отчетностью данной компании по МСФО, максимальная стоимость внешних заимствований не превышает 9%. Этот фактор существенно влияет на размер капитализации компании, так как основным методом её определения, используемым инвестиционным сообществом является метод дисконтированных денежных потоков, где одну из основных ролей играет размер ставки дисконтирования. В свою очередь, ставка дисконтирования рассчитывается по модели WACC (модель средневзвешенной стоимости капитала), параметрами которой является соотношение собственных и заемных средств. Инвестиционные банки, с использованием механизмов финансового моделирования могут предложить наиболее сбалансированный портфель. Постулат постоянного присутствия долга в капитале предприятия создает основу для их долгосрочного сотрудничества с инвестиционными банками, так как долги необходимо рефинансировать. Привлекая ресурсы на фондовом рынке, которые практически вполовину дешевле займов коммерческих банков, предприятия вряд ли смогут отказаться от дешевого финансирования в будущем

и вернуться к структурированию через коммерческие банки (исключением могут составить краткосрочные кредиты на пополнение оборотного капитала, как наиболее быстрый инструмент мобилизации капитала). Для этого необходимо ежегодно обновлять кредитные рейтинги, а также быть в постоянном контакте с инвестиционным сообществом.

После определения размера долговой нагрузки, предприятие при консультациях инвестиционного банка может определить структуру долгового портфеля, а также инструменты его наполнения – одна из основных функций инвестбанков, и предоставить мандат этим банкам для его наполнения. Данное партнерство делает сотрудничество взаимовыгодным, так как с одной стороны предприятие имеет доступ к относительно дешевому фондовому рынку долгового капитала, с другой стороны, инвестбанки получают хорошую возможность заработать и поднять свои рейтинги. При этом, разновидность доступных только инвестиционным банкам инструментов, а также различных по своей сути инвесторов, позволяет выработать четкую стратегию планомерного наращивания портфеля от наиболее примитивных размещений (таких как CLNs (кредитные ноты)), не требующих кредитного рейтинга и листинга на биржах, до наиболее сложных, но дешевых еврооблигаций. Предприятие также имеет возможность использовать инвестиционные банки для минимизации рисков, связанных с долгами, например, хеджирование процентных ставок, прогнозирование стоимости денег, и в зависимости от этого их фиксация, либо переход на плавающие ставки.

Основным, по мнению автора, элементом стратегического партнерства является выработка стратегии и постоянное взаимодействие по управлению капитализацией компании. Инвестбанкам здесь может быть отведена решающая роль. Наиболее важным звеном, формирующих капитализацию предприятий являются инвесторы, от мнения которых будет зависеть размер той или иной компании. Через проведения постоянных встреч с инвесторами, выпуски аналитических отчетов, организацию всевозможных конференций, форумов и т.п. инвестиционные банки создают существенный новостной фон, и имидж той или иной корпорации (Приложение 10). Аналитические подразделения

инвестиционных банков гораздо сильнее аналитиков, работающих на большинстве предприятий российского реального сектора, так как в своих аналитических отчетах анализ делается с учетом макроэкономических факторов, структуры потребления продуктов производства в глобальном масштабе, структуры предложения тех же продуктов производства и их товаров заменителей. Постоянный мониторинг капитализации общества (поддержание корпоративной модели компании оценки бизнеса) и прогнозирование влияние стратегических решений (например, строительство/продажа какого-нибудь завода, или приобретение актива, или выплату дивидендов) на капитализацию компании - все это может создать хорошую базу для принятия решения топ менеджерами российских предприятий в отношении из дальнейшего стратегического развития.

В то же время, имеются и недостатки стратегического партнерства кредитных учреждений и предприятий основными из которых автор желает выделить:

- контроль потока информации со стороны инвестиционного банка, возможные утечки информации, в т.ч. составляющей коммерческую тайну, что ведет к увеличению зависимости компании от инвестиционного банка;
- конфликт корпоративных культур (инвестиционный банк никогда не пойдет на «недобросовестные» действия, зачастую требуемые компанией);
- контроль деятельности со стороны инвестиционного банка, выраженного наложением ряда ограничений, вытекающих из используемых им инструментов (например, ограничения по дополнительным заимствованиям, отчуждению крупных активов, требующих согласования держателей еврооблигаций или кредитных нот и т.п.);
- высокая стоимость услуг инвестиционного банка.

В целях уменьшения данных недостатков предприятие может попытаться структурировать взаимоотношения сразу с несколькими банками, в зависимости

от сделки, или требуемой услуги, что по сути создаст конкуренцию между ними. Как правило, банки идут на такое сотрудничество, что подтверждено многочисленными размещениями. Это позволит с легкостью заменять одни банки другими, а также создаст конкуренцию между ними и повысит уровень качества предоставления услуг, а также снизит их стоимость.

Заключение

В данной работе было проведено исследование основ взаимодействия инвестиционных банков с предприятиями реального сектора в условиях российской экономики. При существующей в настоящее время диспропорции между уровнем развития корпоративного сектора и рынка капитала в России ключевым элементом системы финансирования реального сектора могут являться инвестиционные банки, выступающие финансовым посредником, обеспечивающим переток капитала от конечных инвесторов к его реципиентам.

В процессе конструирования концепции современного инвестиционного банка были изучены и обобщены материалы об эволюции, современном состоянии и трендах развития мировой инвестиционно-банковской отрасли (преимущественно ее наиболее крупных представителей). В ходе эволюции инвестиционно-банковской отрасли произошли масштабные количественные и качественные изменения: инвестиционные банки существенно увеличили свое влияние и стали одними из ключевых финансовых институтов глобального уровня – финансовыми посредниками, обеспечивающими переток капитала от конечных инвесторов к его реципиентам, при этом спектр их видов деятельности также значительно расширился.

Инвестиционно-банковская деятельность в России до недавнего времени развивалась достаточно медленными темпами. В многочисленных международных размещениях эмитентов, представляющих РФ, российские инвестиционные банки либо не принимали участие вообще, либо довольствовались вторыми, а то и третьими ролями в синдикатах, организованных крупнейшими глобальными инвестиционными банками. В то же время вплоть до начала XXI века инвестиционно-банковское посредничество на внутреннем рынке было слабо востребовано в силу ряда причин (проведение приватизации без участия посредников, активное развитие рынка госбумаг, незаинтересованность ряда собственников предприятий в размещении ценных бумаг и др.).

Тем не менее, нельзя не заметить происходящих в последние годы позитивных изменений, главным из которых можно назвать бурный рост

инвестиционно-банковской деятельности на внутреннем рынке капитала. Инвестиционные банки фактически сконструировали механизм привлечения денег внутри страны не только для крупнейших, но и крупных и средних предприятий РФ. Кроме того, они, создав рынок нового инвестиционного инструмента, способствовали решению проблемы диверсификации инвестиционных вложений, которая обострилась в условиях стагнации рынка госдолга после известных событий 1998 года. Таким образом, впервые в истории российского рынка капитала инвестиционно-банковские институты выполнили предназначенную им роль посредников между инвесторами и эмитентами.

Анализ законодательной базы выявил, что инвестиционно-банковская деятельность и инвестиционные банки не имеют формально определенного статуса в российском законодательстве. Однако, не смотря на это, анализ деятельности финансовых институтов инвестиционно-банковского сектора показывает, что существующее законодательство в достаточной степени обеспечивает правовое покрытие данного вида бизнеса.

Инвестиционно-банковский механизм, применяемый в РФ, успешно адаптировал западный опыт (незначительные особенности обусловлены спецификой законодательства РФ). В этом смысле неверно говорить о наличии какой-либо национальной специфики в инвестиционно-банковском посредничестве в РФ. Данный факт, по сути, является лишним свидетельством глобализации рынков капитала, следствием которой в том числе является и унификация стандартов и технологий инвестиционно-банковской деятельности.

Анализ особенностей развития российской экономики и текущего состояния предприятий реального сектора выявил ряд проблемных областей, сдерживающих их развитие, основными из которых являются: высокая степень износа основных производственных фондов; отставание технико-экономическим показателям от уровня своих конкурентов в развитых странах при одновременном обострении конкурентной борьбы; недостаточный уровень инвестиций в реальный сектор и невозможность получения долгосрочных кредитов на тех условиях и в тех объемах, которыми пользуются иностранные конкуренты. Наиболее остро отмечена проблема профессиональных кадров,

особенно в области корпоративного финансового менеджмента, связанная с отсутствием опыта и квалифицированных специалистов, что создает особые проблемы выхода на рынки новых производств.

Согласно приведенным фактам, предприятия независимо от их конкурентоспособности или финансового положения, до последнего времени практически не использовали такой источник капитала как фондовый рынок. Тем не менее, уже сейчас можно говорить об определенных успехах российских эмитентов в деле привлечения финансирования на международном рынке капитала: освоен рынок еврозаимствований, кроме того, российские компании в последние годы начали агрессивно размещать эмиссии акций на глобальных биржевых площадках.

С каждым годом роль инвестиционных банков в развитии реального сектора экономики возрастает. Одной из главных и интересных тенденций 2006 года явился рост цивилизованного и профессионального рынка слияний и поглощений – пятая часть сделок прошла под патронажем инвестиционных банков. Средняя стоимость сделок существенно возрастает от года к году. Аналогичная ситуация наблюдается на рынках акционерного капитала. По итогам 2006 года Россия вышла на четвертое место в мире по IPO - первичному размещению компаниями своих акций на бирже, обогнав Японию и пропустив вперед Китай, США и Великобританию. Позитивным моментом является и то, что зарубежные инвесторы демонстрируют серьезный интерес к ценным бумагам российских предприятий и корпораций.

Западные инвестиционные банки отличает более высокий удельный вес международных сделок. Для большинства из них этот показатель превышает к 100%. С другой стороны, отечественные инвестиционные банки хорошо знают специфику внутреннего рынка России, стран СНГ, лучше понимают российский менталитет, лучше знакомы с российским законодательством и ведением учета, а также принимая во внимание культурные особенности и менталитет российского менеджмента им проще договориться с собственниками.

В то же время российские инвестиционные банкиры не могут похвастаться солидным списком осуществленных международных размещений.

Российские инвестиционно-банковские институты (неважно, являющиеся ли инвестиционными компаниями или коммерческими банками по форме) в настоящий момент во многих аспектах не выдерживают конкуренции с глобальными инвестиционными банками на их поле. Основными причинами являются отсутствие универсализации отечественных инвестиционных банков, значительно уступающая глобальным банкам по своим размерам база инвесторов, репутация банка как психологический барьер и более узкий набор финансовых инструментов, чем у западных компаний

Помочь повысить эффективность инвестиционно-банковского посредничества в России, упрочить конкурентную позицию российских инвестиционно-банковских институтов в условиях мировых рынков капитала, а также снизить риск инвестиционно-банковских операций могут следующие меры: концентрация на внутреннем рынке корпоративного долга, укрепление позиций в международных синдикатах андеррайтеров, создание внутреннего рынка первичных публичных размещений (IPO) акций для средних по размеру российских частных компаний, постепенный выход на международные биржевые площадки через создание партнерств с локальными инвестиционными компаниями.

В качестве примера принципа взаимодействия инвестиционных банков с предприятиями реального сектора российской экономики была проанализирована реформа энергетической отрасли России, и более подробно рассмотрено взаимодействие и роль одного из инвестиционных банков в развитии ОГК-5. Реформа РАО наглядно демонстрирует роль инвестиционного банка в решении нескольких острейших проблем, обозначенных на самом верхнем уровне государства – повышение эффективности и привлечение инвестиций, через использование его классических услуг.

Первичное размещение ОГК-5, и грамотно продуманная стратегия преобразования одного из самых закрытых и забюрократизированных монопольных предприятий в наиболее прозрачное и инвестиционно привлекательное, а также выработанная финансовая стратегия позволили уже на начальном этапе практически полностью профинансировать долгосрочную

инвестиционную программу, и открыть огромные перспективы на рынке долгового капитала. При этом, предприятию не потребовались дополнительные штаты специалистов – практически вся работа была организована инвестбанками с привлечением внешних консультантов. И на примере размещения ОГК-5 можно убедиться в непосредственном и первостепенном значении инвестиционного банка в деятельности предприятий, а именно в профессиональной и успешной организации привлечения финансирования, с которой одному предприятию справиться не под силу.

Объединив теоретические основы с результатами исследования данной работы, автором была предложена модель нового принципа взаимодействия глобального и локального банков с одной стороны и предприятий реального сектора экономики с другой стороны, которая основана на стратегическом партнерстве, направленном на создание новых возможностей для развития лидерства предприятия. Новизна такого принципа заключается в комплексном подходе к взаимодействию инвестиционных банков и предприятий, а не использовании единичных услуг, основанном на долгосрочном сотрудничестве, и расширяет границы деятельности банка от простого предоставления услуг до участия в выработке стратегических решений, реструктуризации, формировании финансовой стратегии, и управлении капитализацией. При таком принципе взаимодействия, предприятие может сконцентрировать свои усилия на его основной деятельности – производстве, и не распылять свои ресурсы на вспомогательные функции, такие как постоянный мониторинг рынка, составление и поддержание финансовых моделей и т.д.. По мнению автора, это еще позволит существенно повысить эффективность деятельности, что является необходимым условием в глабализирующемся мире.

Среди недостатков такого сотрудничества были выделены контроль потока информации, конфликт корпоративных культур, а также ограничениями деятельности предприятия, вытекающих из использования инструментов инвестиционными банками. Тем не менее, автором было сделано заключение, что при возникновении у предприятия необходимости в привлечении дополнительных инвестиций, реструктурировании бизнеса, управления его

капитализацией компания не должна ставить цель зависимости от одного банка и взаимодействия конкретно с одним банком. В основе принципа стратегического партнерства инвестиционный банк должен применять максимум своих усилий, профессионализм, опыт, партнёрские связи, соответствовать всем принципам успешного ведения бизнеса таким как, достоинство, точность, соблюдать принципы конфиденциальности, ответственности за результаты своей деятельности, в целях обеспечения предприятию деловой репутации, дохода и возможности для успешного и грамотного ведения бизнеса.

Список литературы

1. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть I) от 30.11.1994 № 51-ФЗ // СЗ РФ. 1994. № 32. Ст. 3301.
2. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть II) от 26.01.1996 № 14-ФЗ // СЗ РФ. 1996. № 5. Ст. 510.
3. Заседание президиума Государственного совета « О мерах поддержки развития промышленности в РФ»,19 февраля 2007.
4. Приказ ФСФР от 12 января 2006 г. №06-5/пз-н «Об утверждении положения о порядке выдачи Федеральной службой по финансовым рынкам разрешения на размещение и (или) обращения эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации.
5. Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» // СЗ РФ. 1996. № 1. Ст. 1.
6. Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» // СЗ РФ. 1996. № 17. Ст. 1918.
7. Алексеев М.Ю, Рынок ценных бумаг. - М.: Финансы и статистика, 2003.
8. Алексеев В.Л, Слияния и поглощения. -М, 1998
9. Брейли Р., Майерс С. «Принципы корпоративных финансов». М., 1997
10. Голубков Д.Ю, Особенности корпоративного управления в России (Инвестиционный кризис и практика оффшорных операций). - М.: Инфра-М, 1999.
11. Данилов Ю.А, Создание и развитие инвестиционного банка в России. - М.: Финансы и статистика, 2004
12. Дьяченко С., Николаев М, Основные направления деятельности классических инвестиционных банков // Бюллетень Учебного центра МФЦ, март 2000, № 3
13. Железова В.Ф, «Клан 20-ти. Международные банки США». М., 1979;
14. Жуков Е.Ф,Инвестиционные институты. - М.: Банки и биржи, 2001
15. Крыжановский В.Г,Реструктуризация предприятия.—М.:ПРИОР, ИВАКО Аналитик, 1998

16. Лобанов И, «Банковское дело», М, 2006
17. Маренков Н.Л, Ценные бумаги, -М, 2005
18. Миловидов В. Д,«Современное банковское дело. Опыт США».-М, 1992.
19. Микроэкономика. Теория и российская практика: Учебное пособие/Под ред. А.Г.Грязновой, А.Ю.Юданова.-5-ое стереотипное издание.-М.:КНОРУС.-2005
20. Мировые финансы, М.В. Э. Фрэнсис, А. Лисс, Лоуренс Дж. Маоер.-изд.-М.:Консалтинговая компания Декка.-1998
21. Развитие российского финансового рынка и новые инструменты привлечения инвестиций / Р. Энтов, А. Радыгин, В. Мау и др. - М.: ИЭПП, 1998
22. Росс Джеддес, IPO и последующие размещения акций, 2001.
23. Рубцов Б.Б, Современные фондовые рынки: Учебное пособие для вузов.-М.:, Альпина Бизнес Букс, 2007
24. Фельдман А.А, Российский рынок ценных бумаг. - М.: Атлантика-Пресс, 2005
25. Федоров Б.Г, Англо-русский банковский энциклопедический словарь. – СПб.: Лимбус-пресс, 1995
26. Шумпетер Й, Теория экономического развития. М.: Прогресс, 1982.
27. Бараулина Анна, «Как поработали инвестбанкиры», Ведомости, 16 апреля 2007, №67 (1841)
28. Берзон Н, Рынок еврооблигаций – ключевые моменты // Рынок ценных бумаг. 2000. № 9 (168)
29. Васильев М.А,Рынок евробумаг российских эмитентов // Рынок ценных бумаг. 2001, №6,
30. Ващенко Михаил, Соснина Ольга, «Требуются глобальные лидеры», Эксперт №17 7-13 мая ,2007
31. Гордиенко Юлия, «Ключевое слово», Финансы и инвестиции, №41(455) от 7 ноября 2005
32. Доронин Семён, «Инвестиции нуждаются в сопровождении», Эксперт №48, 18 декабря 2000

33. Земцова Юлия, «Двигатели для корпораций», журнал «Слияния и Поглощения», №11(33) 2005
34. Информационные материалы «Альфа- Банка», 2007
35. Исследование процессов первичного публичного размещения акций (Российский рынок, IPO 2006), компания PwC
36. «Инвестбанковский бум», Эксперт Online, 26 января 2007
37. Как сберечь российскую промышленность», Политическая экспертная сеть «Кремль org», 26 февраля 2007
38. Кобяков А,«Соискатели мирового богатства»,Эксперт, №15, 19.04.1999
39. Мальцев О, «Организаторские способности», Финанс, №39(127) 24-30 октября 2005
40. Мальцев Олег, «Глобально- бутиковая эра», 2006
41. Миркин Я.М, Лекции по профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, 2006
42. Моисеев С. «Рынок евробумаг в круговороте событий». Рынок Ценных Бумаг, №3 (114), 1998
43. Презентационные материалы инвестиционной компании «Тройка Диалог», 2006
44. Презентационные материалы нефтегазовой компании «НОВАТЭК», 2005
45. РАО «ЭЕС России», ОГК- всем пример, Эксперт 31 октября 2006
46. «Роль инвестиционного банка в процессе покупки бизнеса», интервью с экспертом по инвестиционно- банковской деятельнсти Dresdner Kleinwort Wasserstein (Россия), Управление компанией, №9 за 2005
47. «Российская промышленность на перепутье: Что мешает нашим фирмам стать конкурентоспособными?», Доклад ГУ-ВШЭ, 30 марта 2007
48. Смольская Ирина,«Финансовые посредники нужны экономике для развития или инвестбанки по-русски», Экономика России: 21 XXI век, №2(7) май 2002
49. Цховребов Мелс «Золотой трон советника», Эксперт №15, 16-22 апреля 2007
50. Barron’s finance and investment handbook/John Downes, J.E. Goodman, NY,

1995 p. 427
51. Branswick UBS Rating Advisory, презентационные материалы, сентябрь 2006
52. Michael E.Porter, The Competive Advantage of Nations, Free Press
53. Rosenberg J. M. Dictionary of Investing. N. Y., 1993, p. 167
54. www.aks.ru, АКС реальный сектор
55. www.cbonds.ru, Корпоративные облигации в России
56. www.fcsm.ru, официальный сайт Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР)
57. www.gks.ru, Федеральная служба государственной статистики
58. www.finmarket.ru, Информационное агентство «Финмаркет»
59. www.ma-journal.ru, Интернет версия журнала «Слияния и поглощения»
60. www.kreml.org, Политическая экспертная сеть «Кремль. Org»
61. www.rbc.ru, Информационное агентство РосБизнесКонсалтинг
62. www.rao-ees.ru, Официальный сайт РАО «ЕЭС России»
63. www.cf.ru, официальный сайт инвестиционной компании «Кит Финанс»
64. www.zerich.ru, Аналитические материалы компании «Церих Кэпитал Менеджмент»
65. www.thomson.com, инвестиционно- банковское аналитическое агентство Thomson Financial
66. www.dealogic.com, инвестиционные рейтинги