

Тенденции в развитии российских инвестиционных банков

Сергей Лялин

генеральный директор ООО «Cbonds.ru»

В России продолжается процесс развития рынка долговых ценных бумаг. Наиболее быстрыми темпами развивается рынок корпоративных облигаций, расширяется вексельный рынок, начинает возрождаться рынок облигаций субъектов Федерации. Функционирование первичного рынка долговых бумаг невозможно без инвестиционных банков, выполняющих функцию посредника между эмитентом и инвестором. Соответственно, вместе с процессом развития рынка долговых бумаг идет процесс развития инвестиционных банков. Мы уже обращались к данной теме в своих публикациях¹, правда, тогда процесс развития инвестиционных банков рассматривался только на примере рынка корпоративных облигаций. В данной публикации мы рассмотрим деятельность российских инвестиционных банков на рынке долговых бумаг в целом, и постараемся выявить основные тенденции в их развитии.

Некоторые аспекты мирового опыта

Поскольку развитие инвестиционно-банковской индустрии во многих странах повторяет развитие данной отрасли в США, обратимся к американскому опыту. С одной стороны в инвестиционно-банковской отрасли в Америке общее количество действующих фирм достаточно велико (их около 1100)². С другой стороны, отрасль высоко монополизирована, и на восемь крупнейших инвестиционных банков приходится порядка 80% всех инвестиционно-банковских услуг. Такое сочетание высокой конкуренции и олигополии не могло не привлечь внимание исследователей, и инвестиционно-банковской индустрии посвящено большое количество публикаций.

Ведущие инвестбанки (банки первого уровня) — их примерно 8-10 — в основном обслуживают крупные корпорации, регулярно выходящие со своими заимствованиями на рынок капитала. Как показывает практика функционирования рынков, крупные эмитенты достаточно редко меняют лид-менеджера размещения своих ценных бумаг, т.е. между крупными эмитентами и ведущими инвестбанками существуют устойчивые связи.

Инвестбанки второго уровня обслуживают относительно небольших эмитентов, выходящих на рынок эпизодически. Долговременные связи в этом случае не возникают, и эмитенты могут легко менять инвестбанк от сделки к сделке.

Деятельность инвестбанков разных уровней мало пересекается друг с другом. Крупные инвестбанки обычно не заинтересованы работать с небольшими эмитентами, а мелкие инвестбанки просто не могут удовлетворить запросы крупных эмитентов. В результате соотношение сил в отрасли достаточно стабильно. Уровень концентрации, который в научной литературе по данному вопросу обычно измеряется долей рынка 8 ведущих инвестбанков, стабилен и с 50-х по 90-е годы в среднем колебался на уровне порядка 0,8, не обнаруживая какого-либо тренда³.

Отметим ряд важных моментов, также характеризующих инвестиционно-банковскую отрасль в США.

- Крупнейшие американские инвестиционные банки являются универсальными и активно действуют на раз-

личных сегментах рынка ценных бумаг⁴. Например, в соответствии с рейтингом андеррайтеров за 1996 г., из десяти крупнейших андеррайтеров долговых бумаг, семь входят в Топ-10 по размещению акций.

- В инвестиционно-банковской сфере принята синдикация, когда в размещении одного выпуска ценных бумаг участвует несколько инвестиционных банков.

- Среди ведущих инвестиционных банков наблюдается четко выраженная концентрация ведущих организаций в одном регионе. При этом небольшие инвестбанки могут быть «разбросаны» по регионам.

Российский рынок долговых бумаг

Российский рынок долговых ценных бумаг состоит из следующих сегментов:

- государственные облигации (ГКО-ОФЗ);
- корпоративные облигации;
- векселя российских предприятий;
- облигации субъектов Федерации и муниципальных образований;
- еврооблигации российских эмитентов.

Государство размещает свои облигации на аукционах, не прибегая к посредничеству инвестиционных банков. Еврооблигации российских эмитентов обычно размещаются через синдикат иностранных инвестбанков, а российские банки, если и участвуют в этом процессе, то играют в нем весьма скромную роль. Следовательно, с точки зрения анализа российских инвестиционных банков, представляют интерес только три сегмента российского долгового рынка: рынок корпоративных облигаций, рынок векселей и рынок муниципальных облигаций.

Инвестиционные банки на рынке корпоративных облигаций

Активность инвестиционных банков по размещению корпоративных облигаций наиболее полно отражается в рейтинге инвестиционных банков, рассчитываемом агентством Cbonds.ru.

По состоянию на конец 2001 г. рейтинг имел следующий вид.

¹ Лялин С.В., Инвестиционные банки на рынке корпоративных облигаций. Рынок ценных бумаг, №10, 2001.

² Anand B.N., Galetovic A., Investment Banking and Security market Development: Does Finance Follow Industry?, IMF Working paper, July 2001

³ Anand B.N., Galetovic A., Investment Banking and Security market Development: Does Finance Follow Industry?, IMF Working paper, July 2001

⁴ Anand B. N., Galetovic A., Relationships, Competition and the Structure of Investment Banking Markets, Harvard Business School Competition & Strategy Working Paper Series, № 01-038, 2000

	Компания, инвестиционный банк	Объем размещенных выпусков, руб.	Количество эмитентов	Количество выпусков	Размещенные выпуски
1	Банк «Кредит Свисс Ферст Бостон»	3 350 000 000	2	3	ООО «Кредит Свисс Ферст Бостон Капитал», ОАО «Тюменская нефтяная компания» (2)
2	Альфа-Банк	3 045 000 000	5	8	АК «АЛРОСА» (2), ОАО «Сибур», ОАО «Объединенные машиностроительные заводы» (группа Уралмаш-Ижора) (2), ОАО «Лианозовский молочный комбинат», ОАО «Тюменская нефтяная компания» (2)
3	ИГ «Русские Фонды»	2 991 666 667	5	22	ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат» (6), ООО «РАБО-Инвест» (4), ОАО «Объединенные машиностроительные заводы» (группа Уралмаш-Ижора) (3), АК «АЛРОСА» (8), Пробизнесбанк
4	Доверительный и Инвестиционный Банк	2 575 000 000	6	7	ОАО «Аэрофлот-Российские авиалинии», АК «АЛРОСА», АООТ «НИИ молекулярной электроники и завод "Микрон"», ЗАО «РТК-ЛИЗИНГ» (2), ООО «Ренессанс Капитал-Финанс», ОАО «Московская городская телефонная сеть»
5	Внешторгбанк	2 350 000 000	2	3	ОАО «Тюменская нефтяная компания» (2), Внешторгбанк
6	МДМ-Банк	2 000 333 333	7	8	ОАО «Нижнетагильский металлургический комбинат», ОАО «Сибур», ОАО «Башинформсвязь», ОАО «РИТЭК», ОАО «Центртелеком», АК «АЛРОСА», МДМ-Банк (2)
7	Банк «Зенит»	1 800 000 000	7	8	АК «АЛРОСА», ОАО «Московская городская телефонная сеть», ОАО «Татнефть имени В. Д. Шашина», ОАО «Сибур», ОАО «Нижнекамскнефтехим», ОАО «РИТЭК» (2), БашКредитБанк
8	ИК «Тройка Диалог»	1 800 000 000	4	4	ОАО «Нефтегазовая компания "Славнефть"», ОАО «Нижнекамскнефтехим», ОАО «Центртелеком», Русский Стандарт
9	ИНГ БАНК ЕВРАЗИЯ	1 350 000 000	1	2	ОАО «Тюменская нефтяная компания» (2)
10	Райффайзенбанк Австрия	1 300 000 000	3	3	ОАО «Сибур», ОАО «Центртелеком», ОАО «Тюменская нефтяная компания»
11	ИК «Восток-Капитал»	1 166 666 667	1	5	АК «АЛРОСА» (5)
12	Федеральная фондовая корпорация	1 000 000 000	1	1	ОАО «Газпром»
13	Национальный резервный банк	1 000 000 000	1	1	ОАО «Газпром»
14	ИК «Горизонт»	1 000 000 000	1	1	ОАО «Газпром»
15	Внешэкономбанк	981 000 000	4	11	ОАО «Аэрофлот-Российские авиалинии», ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат» (7), ОАО «Объединенные машиностроительные заводы (группа Уралмаш-Ижора)» (2), НОМОС-БАНК
16	Московский Банк Реконструкции и Развития	575 000 000	2	2	АООТ «НИИ молекулярной электроники и завод "Микрон"», ОАО «Московская городская телефонная сеть»
17	ИК РФЦ	521 000 000	1	15	ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат» (15)
18	ВБРР	521 000 000	2	10	ОАО «РИТЭК», ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат» (9)
19	Гута-Банк	495 000 000	2	3	ОАО «Московская городская телефонная сеть», ОАО «Объединенные машиностроительные заводы (группа Уралмаш-Ижора)» (2)
20	НОМОС-БАНК	363 000 000	1	2	НОМОС-БАНК (2)
21	Росбанк	361 000 000	2	8	ОАО «Аэрофлот-Российские авиалинии», ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат» (7)
22	Инвестиционные решения	360 000 000	1	1	ОАО по производству огнеупоров «Комбинат Магнезит»
23	БФ «Грин-Плюс»	360 000 000	1	1	ОАО по производству огнеупоров «Комбинат Магнезит»
24	Ренессанс Капитал	350 000 000	2	2	ООО «Ренессанс Капитал-Финанс», БашКредитБанк
25	АКБ «Автобанк»	350 000 000	2	2	ООО «Ренессанс Капитал-Финанс», БашКредитБанк
26	МФК	333 333 333	2	2	ОАО «Нижнекамскнефтехим», ОАО «РИТЭК»
27	Международный Московский Банк	300 000 000	1	4	ООО «РАБО-Инвест» (4)
28	Аккорд-Инвест	250 000 000	1	1	БашКредитБанк
29	АКБ «Промсвязьбанк»	250 000 000	2	2	ОАО «Краснопресненский сахарорафинадный завод», Промсвязьбанк

	Компания, инвестиционный банк	Объем размещенных выпусков, руб.	Количество эмитентов	Количество выпусков	Размещенные выпуски
30	ИБГ «НИКойл»	240 000 000	2	2	ООО «Зерновая компания "ОГО"», ООО «Доминант Трейдинг»
31	ИК «Авиа-Траст-Инвест»	170 000 000	2	2	ЗАО «Протон- Пермские моторы», ОАО «Концерн "Калина"»
32	Собинбанк	161 000 000	1	7	ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат» (7)
33	ТАИФ-ИНВЕСТ	146 978 400	1	2	ОАО «ТАИФ-ТЕЛКОМ» (2)
34	ИК «Русские инвесторы»	140 000 000	1	1	ОАО «Русский продукт»
35	ИФК «Солид»	120 000 000	2	2	ЗАО «АЛОЙЛ», ОАО «Татнефть имени В. Д. Шашина»
36	Объединенная финансовая группа	100 000 000	1	1	Пробизнесбанк
37	Лукойл-резерв-инвест	100 000 000	1	1	ООО «Ренессанс Капитал-Финанс»
38	БашКредитБанк	100 000 000	1	1	ООО «Ренессанс Капитал-Финанс»
39	Международный Банк Санкт-Петербурга	99 000 000	1	1	Международный Банк Санкт-Петербурга
40	ИК «Элемте»	91 000 000	2	4	Государственное унитарное предприятие связи Управление электрической связи «Таттелеком» (2), ОАО «Казанская ГТС» (2)
41	ИК «ОЛМА»	50 000 000	1	1	ОАО «Таганрогский металлургический завод»
42	ИК «АВК»	50 000 000	1	2	ОАО «Пекарь» (2)
43	Банк «Ак Барс»	50 000 000	1	3	ОАО «Холдинговая компания "Татнефтепродукт" (3)
44	ИК «Регион»	15 000 000	1	1	ОАО «Казанская ГТС»
45	Промстройбанк	14 000 000	1	1	ОАО «Мурманское морское пароходство»
46	Пермская Фондовая Компания	12 500 000	1	1	ОАО «Стройиндустрия»
47	Парма-Инвест	9 662 050	1	1	ОАО «Уралсвязьинформ»
48	ФК «Регион-Капитал»	4 999 000	1	1	ОАО «Амур-пиво»
49	Восточно-Сибирская фондовая компания	2 700 000	1	3	ООО «ФАРМГАРАНТ» (3)
50	Уральская корпорация взаимных расчетов	1 000 000	1	1	ЗАО «Уральская корпорация взаимных расчетов»

Инвестиционные банки на рынке векселей

В отличие от рынка корпоративных облигаций, какого-либо ранжирования, характеризующего активность инвестиционных банков на рынке векселей, не существует. Отчасти это вызвано объективными причинами, поскольку рынок векселей меньше подвержен регулированию, а объемы вексельных программ эмитентов обычно известны только приблизительно.

Наибольший объем в обращении приходится на векселя Газпрома. Однако вексельная программа осуществляется Газпромом самостоятельно, без помощи инвестиционных банков.

Вторым по значению сегментом вексельного рынка являются банковские векселя. В большинстве случаев, банк-векселедатель самостоятельно продвигает свои векселя на рынок, хотя в последнее время наметился ряд исключений. Промышленные и другие нефинансовые предприятия пока не очень активны как векселедатели (табл. 2).

Инвестиционные банки на рынке облигаций субъектов РФ

На рынке облигаций субъектов РФ до недавнего времени практически не было новых размещений облигаций, за исключением выпусков облигаций Москвы и Санкт-Петербурга. Размещением облигаций Санкт-Петербурга занимается инвестиционная компания АВК, которая и является безусловным лидером этого сегмента рынка. В настоящее время АВК готовит выпуск облигаций для Ханты-Мансийского АО, планируется организация выпуска облигаций для Калининградской области.

Размещением облигаций Москвы занимается круг уполномоченных андеррайтеров, в который входят Росбанк, Банк «Зенит», «Доверительный и Инвестиционный банк», Банк Москвы и Внешторгбанк.

В конце 2001 г. на рынок стали выходить другие регионы, появились новые имена и в списке инвестиционных банков. При размещении облигаций Башкортостана (объем эмиссии 1 млрд. руб.) в ноябре 2001 г. в состав

Основные компании и банки, организующие вексельные программы эмитентов

Компания	Осуществленные выпуски; объем, руб.
ИК «Регион»	ИАПО, Альфа-Эко
ФИК «Лидинг»	Группа «Штерн» (300–500 млн.), ОАО «Детский мир» (41 млн.), ТК «Служба77» (2 млн.), Автодина (3 млн.), КМБ-Банк
Внешторгбанк	АФК «Система»
Доверительный и Инвестиционный Банк	СИБУР
Русские фонды	Трансаэро

эмиссионного синдиката вошли «БашКредитБанк» (генеральный агент), «Ренессанс Капитал» (ведущий организатор), «Автобанк», «Доверительный и Инвестиционный Банк», «РОСБАНК», «НИКОйл», «Промстройбанк» (Санкт-Петербург), «Банк ЗЕНИТ».

Размещение облигаций Ленинградской области (400 млн. руб.) в декабре 2001 года осуществила группа «Web-Invest». Эта компания совместно с УхтаБанком выступила организатором выпуска облигаций Республики Коми (400 млн. руб.), правда, пока этот выпуск практически не размещен.

Анализ тенденций

- В области размещения корпоративных облигаций в России уже **сложилась ярко выраженная группа инвестбанков-лидеров**. Эта группа состоит примерно из 10 ведущих инвестбанков, на долю которых приходится 65% рынка.

- Поскольку в значительной степени российский рынок корпоративных облигаций находится в стадии становления, большинство эмитентов осуществили не более одного-двух выпусков, и **говорить об устойчивых альянсах между эмитентами и инвестбанками пока нельзя**. Тем не менее, какие-то тенденции уже заметны. Большинство крупных эмитентов работает с небольшим количеством инвестиционных банков. В частности, Магнитогорский металлургический комбинат, осуществивший 15 выпусков облигаций, взаимодействует с пятью основными инвестбанками, АК «АЛРОСА», разместившая 9 выпусков, — с четырьмя (правда, в последнее время АЛРОСА расширила круг своих инвестбанков). Большинство эмитентов, осуществляющих второй выпуск облигаций, в качестве организатора выпуска берут тот же инвестбанк, который был организатором первого выпуска.

- В настоящее время в российской инвестиционно-банковской индустрии **сохраняется специализация компаний на одном сегменте рынка**. Так, лидеры в организации вексельных программ, ИК «Регион» и ФИК «Лидинг», пока мало заметны на рынке корпоративных облигаций. Безусловный лидер рынка субфедеральных облигаций, ИК «АВК», играет очень маленькую роль на рынке корпоративных облигаций, и не занимается организацией выпуска векселей. С другой стороны, лидеры в организации выпусков корпоративных облигаций достаточно мало заметны в области организации выпусков векселей и муниципальных облигаций. Поэтому говорить об универсальных инвестиционных банках в России пока нельзя. Однако, на наш взгляд, эта специализация в ближайшие год-два исчезнет, и в России будут доминировать крупные универсальные инвестбанки.

- **Формирование круга ведущих универсальных инвестиционных банков будет происходить на основе сложившегося круга лидеров в области организации выпусков корпоративных облигаций**. Это связано с тем, что корпоративные облигации являются наиболее быстрорастущим и наиболее «продвинутым» сегментом российского долгового рынка. Если посмотреть на выпуски облигаций субъектов Федерации, то многие из них уже начинают копировать технологию размещения, принятую по корпоративным облигациям. Однако определенные шансы войти в число ведущих инвести-

ционных банков у лидеров вексельного и муниципального сегментов (ИК «Регион», ИК «Лидинг», ИК «АВК») все же есть. Наиболее активные шаги в этом направлении предпринимает ИК «Регион»: эта компания стала соорганизатором выпуска облигаций НОМОС-Банка в феврале 2002 г.

- **Неоднозначными представляются перспективы развития синдицирования в России**. С одной стороны, размер российских инвестиционных банков значительно меньше, чем требуется для единоличного размещения займов крупных корпораций. Поэтому синдикация необходима. С другой стороны, как уже было отмечено выше, в мире в настоящее время наблюдается тенденция к уменьшению размеров синдикатов и к росту числа проектов, реализуемых отдельным банком.

На наш взгляд, объективно в России больше предпосылок для развития синдицирования. Инвестбанки объективно малы, а, учитывая, что вряд ли кто-то может предсказать темп роста рынка корпоративных облигаций, инвестбанки не будут чрезмерно развивать и увеличивать штат, издержки и т.д. В результате банки вынуждены кооперироваться и участвовать в синдикатах. Как показывает российский опыт, даже в займах объемом 1-2 млрд. руб. могут участвовать четыре-пять инвестбанков. Когда на рынок пойдут займы на 4-5 млрд. руб., число инвестбанков в синдикате может дойти и до десяти. Возможно, через некоторое время, когда объем размещений стабилизируется на каком-то уровне, Россия повторит общемировую тенденцию к уменьшению размера синдикатов, но это дело достаточно далекого будущего.

- **Ведущие российские инвестбанки сконцентрированы в Москве**. Это полностью соответствует мировому опыту. Единственная немосковская компания, которая может на данный момент рассматриваться в качестве одного из ведущих инвестбанков, — это питерская ИК «АВК».

- На наш взгляд, в России явно **не хватает региональных инвестбанков**, обслуживающих выпуски ценных бумаг небольших эмитентов в своем регионе. В последнее время круг таких инвестбанков формируется, и можно выделить региональные «центры». К числу таких центров, в частности, можно отнести *Пермь*.

Пермская ИК «Авиа-Траст-Инвест» успешно осуществила небольшие выпуски облигации не только для пермского ОАО «Протон-ПМ» (100 млн. руб.), но и для екатеринбургского Концерта «Калина» (70 млн. руб.). Однако, когда «Калине» потребовалось разместить выпуск принципиально иного объема (550 млн. руб.), она обратилась к услугам одного из ведущих инвестбанков (ИК «Тройка Диалог»). Также в Перми организацией выпусков облигаций занимается «Пермская Фондовая Компания» (выпуск облигаций ЗАО «Стройиндустрия» на 12,5 млн. руб.).

Региональные инвестбанки существуют в *Казани* (Банк «Ак Барс», ИК «Элемте» и ТАИФ-Инвест), *Уфе* (БашКредитБанк, Аккорд-Инвест), *Иркутске* («Восточно-Сибирская Фондовая Компания»), *Магнитогорске* (ИК «РФЦ»), *Хабаровске* (Регион-Капитал). Однако во многих регионах инвестиционных банков пока нет, и именно с этим связано полное отсутствие выпусков корпоративных облигаций в этих регионах.■