

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение высшего
профессионального образования

«Финансовый Университет при Правительстве Российской Федерации»

Факультет «Финансы и кредит»

Кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

«Допускаю к защите»

Б. Б. Рубцов

(подпись)

«__» _____ года

Выпускная квалификационная работа

Бородиной Анны Андреевны

на тему:

«Техника андеррайтинга ценных бумаг: международный опыт и российская
практика»

Специальность «Финансы и кредит»

Специализация «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

Научный руководитель:

Кандидат экономических наук,
доцент Адамова Каринэ Рубеновна

(подпись)

(подпись автора работы)

Москва – 2012

Содержание

Введение.....	3
1. Теоретические аспекты андеррайтинга ценных бумаг.	8
1.1. Понятие и формы андеррайтинга ценных бумаг.	8
1.2. Эмиссионный синдикат и его участники.	15
1.3. Законодательное регулирование андеррайтинга в России.....	26
1.3.1. Действующие нормы права, регулирующие андеррайтинг.	26
1.3.2 Проблемы и перспективы развития законодательной базы в области андеррайтинга	29
2. Международный опыт андеррайтинга.	38
2.1. Практические аспекты осуществления андеррайтинга на примере США.	38
2.1.1. Законодательное регулирование и услуги, оказываемые андеррайтерами в США.	38
2.1.2. Техника и технология механизма андеррайтинга на примере США.	40
2.2. Особенности и тенденции первичного размещения бумаг на мировых рынках.....	56
3. Российский опыт андеррайтинга.	64
3.1. Механизм осуществления андеррайтинга в российской практике.	64
3.2. Анализ деятельности андеррайтеров в России.	74
3.2.1. Анализ деятельности банков в области андеррайтинга акций в России.	74
3.2.2. Анализ деятельности банков в области андеррайтинга на рынке облигаций в России. ...	84
3.3. Проблемы фондового рынка России и пути их решения с помощью развития андеррайтинга.	92
Заключение	98
Приложения	102
Библиография	105

Введение

В инвестиционной сфере отношений количество и качество услуг, предоставляемых российскими компаниями, пока заметно отстает от стран Запада. В основном причиной этого является неразвитость инфраструктуры и сравнительно небольшой опыт работы на фондовых рынках (своего опыта пока нет, а иностранный приживается довольно медленно).

С одной стороны, существующая ситуация имеет свои положительные стороны: инвестиционное пространство еще не насыщено и обладает большой емкостью. Российские фондовые площадки достаточно перспективны и прибыльны для того, чтобы оправдать риски инвесторов. Однако низкая ликвидность национального рынка, опасение компаний не получить справедливую цену за свои акции, несовершенство законодательной базы и слабость институциональных инвесторов существенно тормозят рост капитализации российского финансового рынка. Необходимо развитие новых инструментов и технологий инвестирования, таких как андеррайтинг.

Актуальность исследования.

Андеррайтинг играет исключительную роль в организации выпуска ценных бумаг и их размещении. Сложность привлечения инвестиций в реальный сектор экономики вызывается рядом факторов, одним из которых является проблема рационального и эффективного распределения функций между участниками размещения, а также места, роли и статуса андеррайтера в схеме «эмитент – андеррайтер – инвестор». Отсутствие в методических разработках и нормативных актах обоснованной типологии андеррайтинга снижает возможность выбора эмитентом оптимального вида эмиссии, а также увеличивает риски инвесторов.

В научной литературе сложилось представление об андеррайтере лишь как об институте – посреднике в схеме купли – продажи ценных бумаг. Однако данное понимание не соответствует действительности, не полно отражает сегодняшнюю ситуацию. На сегодняшний день перечень функций андеррайтера намного более широкий, они будут рассмотрены в работе.

Таким образом, проблема необходимости обоснования функций и практических аспектов деятельности андеррайтера, связь с функциями других участников эмиссионного процесса, анализ расширенной роли, места и статуса андеррайтера являются востребованными на сегодняшний день. Отсутствие доступного опыта деятельности андеррайтера, нормативной базы, недостаточное освещение этих проблем в экономической литературе подчеркивают актуальность выбранной темы исследования.

Главная проблема российских предприятий – недостаток финансирования может быть решена путем привлечения заемных средств посредством банковских кредитов. Однако существуют лимиты и ограничения на получение заемных средств, а также прочие трудности. Поэтому компании часто приходят к мысли о финансировании за счет выпуска ценных бумаг. Таким образом, с одной стороны, мы имеем перспективные и недооцененные фонды отечественных компаний, нуждающиеся в капитале, а с другой – готовые к финансированию западные (и не только) инвестиционные банки. Соединить их в единый механизм наиболее эффективно помогает инструмент андеррайтинга.

При размещении ценных бумаг компания получает возможность обратиться к широкому числу потенциальных кредиторов-инвесторов, которые выступают покупателями ценных бумаг. Это отчасти соответствует синдицированному кредитованию, выгодно отличаясь тем, что кроме кредитных учреждений, компания – эмитент может привлечь средства страховых компаний, пенсионных, паевых фондов, инвестиционных компаний,

частных лиц, иностранных инвесторов. Таким образом, развитие андеррайтинга ценных бумаг является актуальной на сегодняшний день проблемой, особенно применительно к России.

Разработанность в литературе. В литературе андеррайтинг рассматривают как часть процесса размещения ценных бумаг. Тема первичного публичного размещения является хорошо разработанной в западной литературе. Различные аспекты проблем, связанных с первичными публичными размещениями затрагивались в исследованиях Д. Барона, И. Велча, Д. Риттера, Т. Лафрана, А.Лйунгвиста, Л. Бенвенисте, Р.Картера, Ф. Корнелли, К. Рока, Р.Геддеса.

Отечественная теоретическая база по андеррайтингу сформирована из трудов ряда авторов. В первую очередь следует выделить Я.М. Миркина, в работах которого можно найти изложение и анализ как общих понятий и механизмов андеррайтинга, так и особенности развития последнего в России. Следует отметить также Б.Б. Рубцова, С.В. Лосева, Ю.А. Сухановского, В.А. Галанова, А.И. Басова, В.В. Шахова, Л.А. Юрченко, В.Д. Базилевича, Р.Т. Юлдашева, К.А. Волкова, К.Ю. Ратникова, В.В. Булатова, Е.Г. Хоменко, С.В. Лялина и других.

Целью работы является выработка предложений по совершенствованию и развитию андеррайтинга в России на основе анализа теоретических материалов, законодательства, практики российского и зарубежного опыта, а также рассмотрение андеррайтинга как процесса, способного решить ряд проблем на фондовом рынке России

Для достижения цели в рамках работы будет выполнен ряд задач. К **задачам**, поставленным в данной работе, относятся:

- 1) рассмотрение понятия андеррайтинга ценных бумаг, анализ содержания и объема деятельности андеррайтера;
- 2) подробное изучение форм андеррайтинга;

- 3) изучение техники и технологии андеррайтинга;
- 4) тщательное рассмотрение понятия «эмиссионный синдикат», включающее изучение структуры последнего, а также его экономической обоснованности и необходимости;
- 5) определение и конкретизирование роли и функции андеррайтера, его статуса на российском рынке ценных бумаг;
- 6) изучение законодательства в области андеррайтинга: действующих норм и проблемных вопросов;
- 7) анализ механизма андеррайтинга ценных бумаг в международной практике (на примере США), а также рассмотрение практических примеров, включая их оценку;
- 8) изучение российской практики андеррайтинга, анализ деятельности банков, выполняющих функцию андеррайтера на рынке ценных бумаг;
- 9) анализ деятельности андеррайтеров на рынке первичных размещений акций в России;
- 10) анализ деятельности андеррайтеров на рынке первичных размещений облигаций в России;
- 11) выявление проблем, тормозящих развитие андеррайтинга в России;
- 12) анализ андеррайтинга как процесса, способного решить ряд проблем на фондовом рынке России;
- 13) разработка предложения по повышению эффективности деятельности андеррайтера, расширению его практических аспектов и услуг в эмиссионном процессе.

Объектом исследования является организация размещения ценных бумаг.

Предметом исследования является андеррайтинг как механизм, используемый при организации размещения, анализ практики андеррайтинга, а также изучение андеррайтинга как процесса, позволяющего решить ряд проблем на фондовом рынке России.

Рассмотрение андеррайтинга как процесса, с помощью которого можно решить ряд проблем российского фондового рынка (например, проблемы выхода российских компаний на публичный рынок), выявление проблем в законодательном регулировании андеррайтинга и разработка предложений по совершенствованию нормативной базы в области андеррайтинга составляют **научную новизну исследования**.

В рамках написания работы рассмотрен большой объем научной литературы, статей из периодических изданий, интернет - источников, а также нормативно-правовая база. Проведен анализ статистической информации, касающейся как российской, так и международной практики.

Среди **методов научного познания**, используемых при написании дипломной работы, можно выделить следующие: анализ, синтез, индукция, дедукция, метод научной абстракции, а также метод сравнения.

1. Теоретические аспекты андеррайтинга ценных бумаг.

1.1. Понятие и формы андеррайтинга ценных бумаг.

В отечественной научной и экономической литературе понятие «андеррайтинг» (англ. underwriting — подписка) используется в следующих аспектах:

- 1) в страховании: как процесс анализа рисков, предлагаемых на страхование, принятия решения о страховании того или иного риска и определения адекватной риску тарифной ставки и условий страхования;
- 2) на фондовом рынке: деятельность инвестиционных посредников по гарантированному размещению займа или выпуска ценных бумаг на первичном рынке¹.

Данная работа посвящена анализу андеррайтинга применительно к фондовому рынку.

Рассмотрим подробнее определения андеррайтинга.

В Проекте «Стандарта осуществления андеррайтинга и предоставления других услуг, связанных с размещением эмиссионных ценных бумаг» Национальной фондовой ассоциации дается следующее определение андеррайтинга.

Андеррайтинг ценных бумаг – это деятельность по совершению гражданско-правовых сделок по размещению ценных бумаг профессиональным участником от имени и за счет эмитента или от своего имени и за счет эмитента, которая может сопровождаться принятием профессиональным участником обязательств по выкупу на свое имя и за свой счет части или всего объема

¹ Финансовый словарь Финам, материалы взяты с сайта <http://www.finam.ru> (<http://www.finam.ru/dictionary/wordf0003E/default.asp>)

размещаемого выпуска ценных бумаг.² Имеет смысл разобрать данное определение. Андеррайтинг ценных бумаг - это деятельность профессионального участника рынка ценных бумаг:

- по совершению сделок по размещению ценных бумаг от имени и за счет эмитента или от своего имени и за счет эмитента. В этом качестве андеррайтер продает ценные бумаги с эмиссионного счета при их первичном размещении, совершая сделки в интересах эмитента с первыми инвесторами;

- по принятию и исполнению обязательств по выкупу на свое имя и за свой счет размещаемого выпуска ценных бумаг (в установленных пределах). Приведем пример: если ценные бумаги обращаются во внебиржевом обороте, то инвестиционный банк может принять прямое обязательство по выкупу их на определенных условиях (к которым относятся: цена, объем, сроки, условия выкупа, при которых выкуп совершается);

- по выставлению на биржевом аукционе (конкурсе, торгах) заявок от своего имени и за свой счет на покупку размещаемых ценных бумаг на условиях, согласованных с эмитентом (по количеству и цене приобретаемых ценных бумаг, месту (организатору торговли) и времени выставления заявок, их адресному и безадресному характеру, а также иным параметрам заявок). Например, если ценные бумаги размещаются на бирже, то прямое обязательство со стороны инвестиционного банка по их выкупу невозможно, т.к. заявки на покупку всегда участвуют в биржевом аукционе и заранее известно, какая из этих заявок будет признана лучшей и, соответственно, удовлетворена. Поэтому то обязательство, которое реально способен принять на себя инвестиционных

² Проект СРО «Национальная фондовая ассоциация». Стандарт осуществления андеррайтинга и предоставления других услуг, связанных с размещением эмиссионных ценных бумаг. Проект СРО «Национальная фондовая ассоциация». Стандарт осуществления андеррайтинга и предоставления других услуг, связанных с размещением эмиссионных ценных бумаг. Материал взят с сайта Национальной фондовой ассоциации (<http://www.nfa.ru/nfa2/actions/doc/underwriting.pdf>)

банк, сводится исключительно к выставлению заявки на покупку ценных бумаг на определенных условиях.³

Я.М. Миркин в своих работах отмечает, что андеррайтинг ценных бумаг – это основная задача инвестиционных компаний, их основная функция.

Андеррайтинг осуществляется профессиональными участниками рынка ценных бумаг, имеющими лицензии на осуществление брокерской и дилерской деятельности – андеррайтерами.

Перейдем к рассмотрению форм андеррайтинга. Основными формами являются:

- андеррайтинг на основе твердых (фиксированных) обязательств;
- андеррайтинг на базе лучших усилий.

Андеррайтинг выпуска ценных бумаг на базе твердых (фиксированных) обязательств – деятельность по совершению гражданско-правовых сделок по размещению ценных бумаг профессиональным участником (андеррайтером) от имени и за счет эмитента эмиссионных ценных бумаг или от своего имени и за счет эмитента, которая сопровождается принятием профессиональным участником (андеррайтером) обязательств по выкупу на свое имя и за свой счет части или всего объема размещаемого выпуска ценных бумаг.⁴ Таким образом, андеррайтер несет твердые обязательства по выкупу всего или части выпуска по фиксированным ценам. То есть даже в случае, если часть выпуска окажется невостребованной первичными инвесторами, андеррайтер обязан ее приобрести, принимая тем самым финансовые риски размещения ценных бумаг. Если же момент первичного размещения по фиксированным ценам совпадет с резким понижением курсов на вторичном рынке, то андеррайтер способен понести огромные курсовые потери.

³ Миркин Я. М. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций / Я. М. Миркин, С. В. Лосев, Б. Б. Рубцов, И. В. Добашина, З.А. Воробьева. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. – с. 305

⁴ Проект СРО «Национальная фондовая ассоциация». Стандарт осуществления андеррайтинга и предоставления других услуг, связанных с размещением эмиссионных ценных бумаг, <http://www.nfa.ru/nfa2/actions/doc/underwriting.pdf>

Таким образом, профессиональный участник, осуществляя андеррайтинг на базе твердых обязательств, принимает на себя обязанность предпринять все потенциально необходимые, фактические и юридические действия для наиболее полного размещения выпуска ценных бумаг по наилучшим ценам в наиболее короткие сроки.

Другими словами, данный вид андеррайтинга наиболее выгоден для эмитента, т.к. ответственность лежит на андеррайтере, взявшем на себя большие риски.

Наряду с вышеизложенным, согласно проекту «Стандарт осуществления андеррайтинга и предоставления других услуг, связанных с размещением эмиссионных ценных бумаг»⁵, профессиональный участник рынка ценных бумаг (андеррайтер) обязывается осуществить выкуп на свое имя и за свой счет размещаемых ценных бумаг на одном из следующих условий:

- выкуп установленной процентной доли выпуска ценных бумаг (от количества ценных бумаг в выпуске, от объема выпуска ценных бумаг в денежном выражении);

- выкуп части выпуска ценных бумаг, установленной как абсолютная сумма в денежном выражении;

- выкуп всего объема выпуска ценных бумаг (закрытая подписка);

- выкуп ценных бумаг, не размещенных в срок, установленный по договору между эмитентом и профессиональным участником рынка ценных бумаг (андеррайтером), с учетом ограничений и порядка указанного выкупа, определенного законодательством РФ и соответствующими решениями и подзаконными актами ФСФР, Банка России и других финансовых регуляторов, в том числе: выкуп всего количества ценных бумаг, не размещенных в срок; выкуп в установленной процентной доле от количества ценных бумаг, не

⁵ Проект СРО «Национальная фондовая ассоциация». Стандарт осуществления андеррайтинга и предоставления других услуг, связанных с размещением эмиссионных ценных бумаг, (<http://www.nfa.ru/nfa2/actions/doc/underwriting.pdf>)

размещенных в срок; выкуп части выпуска, установленной как абсолютная сумма в денежном выражении.

Вторая форма андеррайтинга – андеррайтинг на базе лучших усилий. Андеррайтинг выпуска ценных бумаг на базе лучших усилий - деятельность по совершению гражданско-правовых сделок по размещению ценных бумаг профессиональным участником (андеррайтером) от имени и за счет эмитента эмиссионных ценных бумаг или от своего имени и за счет эмитента, которая не сопровождается принятием профессиональным участником (андеррайтером) обязательств по выкупу на свое имя и за свой счет части или всего объема размещаемого выпуска ценных бумаг.⁶

Осуществляя андеррайтинг на базе лучших усилий в пользу эмитента, андеррайтер принимает на себя обязанность предпринять все потенциально необходимые, фактические и юридические действия для наиболее полного размещения выпуска ценных бумаг по наилучшим ценам и в наиболее короткие сроки, исходя из использования всех своих возможностей по ведению профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и раскрытию информации о выпуске ценных бумаг, обеспечивая обращение к возможно большему числу потенциальных инвесторов, предупреждая конфликты интересов, способные негативно влиять на размещение ценных бумаг эмитента, и обеспечивая их полное и своевременное урегулирование.

В этом случае по условиям соглашения с эмитентом андеррайтер не несет никаких обязательств по выкупу нераспроданной части эмиссии. Тем самым финансовые риски, связанные с нерасмещением части ценных бумаг, полностью ложатся на эмитента. Нераспроданная часть эмиссии возвращается эмитенту. Обязательством андеррайтера является приложить все максимальные,

⁶ Проект СРО «Национальная фондовая ассоциация». Стандарт осуществления андеррайтинга и предоставления других услуг, связанных с размещением эмиссионных ценных бумаг (<http://www.nfa.ru/nfa2/actions/doc/underwriting.pdf>)

лучшие усилия для размещения ценных бумаг, однако финансовой ответственности за конечный результат андеррайтер не несет.

Таким образом, можно сделать следующий вывод: главное отличие основных форм андеррайтинга в том, на ком лежит ответственность за размещение ценных бумаг, а, следовательно, и финансовые риски. В случае андеррайтинга на базе твердых обязательств ответственность несет андеррайтер, в случае андеррайтинга на базе лучших усилий – эмитент.

К другим формам андеррайтинга относят:

- андеррайтинг «стэнд-бай»;
- андеррайтинг на принципах «все или ничего»;
- андеррайтинг с авансированием и без авансирования эмитента;
- договорной андеррайтинг;
- конкурентный андеррайтинг.

При андеррайтинге «стэнд-бай» андеррайтер обязуется выкупить для последующего размещения часть эмиссии, предназначенную для реализации подписных прав, но которая осталась невыкупленной старыми акционерами или теми, кто приобрел у них подписные права.

Андеррайтинг на принципах «все или ничего» подразумевает, что действие соглашения по андеррайтингу прекращается, если андеррайтеру не удастся распределить всю эмиссию. Другими словами, андеррайтер обязуется полностью разместить всю эмиссию ценных бумаг.

Андеррайтинг с авансированием и без авансирования эмитента подразумевает, например, возможность эмитента вначале получить кредит у инвестиционного банка под условие, что он будет погашен из денежных средств, поступивших от размещения облигационного займа⁷.

⁷ Миркин Я. М. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций / Я. М. Миркин, С. В. Лосев, Б. Б. Рубцов, И. В. Добашина, З.А. Воробьева. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. – с. 309

При договорном андеррайтинге ценовые условия эмиссии (цена выпуска акций у эмитента, спрэд между указанной ценой и ценой, по которой размещает эмиссию синдикат) устанавливаются на основе переговоров между эмитентом и единственным менеджером синдиката.

Следующий вид андеррайтинга - конкурентный. При этом виде андеррайтинга подготовку эмиссии на конкурентных началах ведут несколько андеррайтеров, каждый из которых формирует свои ценовые условия, эмиссионные синдикаты и т.д. Все это происходит скрытно друг от друга. Далее эмитент выбирает андеррайтера по конкурсу заявок на проведение андеррайтинга, обычно ориентируясь на лучшие ценовые и иные условия. Таким образом, суть конкурентного андеррайтинга заключается в подготовке эмиссии и ее выкупе на основе конкуренции разных андеррайтеров. Договор с эмитентом заключает тот андеррайтер, который предложит лучшие ценовые и иные условия по сравнению с конкурентами.

Процесс взаимодействия эмитента и андеррайтера при размещении ценных бумаг и заключение соответствующего договора во многом зависит от результатов анализа складывающейся ситуации и определяющей:

- объем денежных средств, привлекаемый путем публичного выпуска акций;
- выбор наиболее подходящего для данных условий эмитента типа акций, а также связанных с ними прав;
- выбор андеррайтеров или их группу, которые могли бы лучшим образом разместить предполагаемые ценные бумаги в соответствии с приданными им полномочиями;
- все затраты выпуска, включая плату за юридическое сопровождение, аудиторскую проверку эмитента и т.д.;

- цену предложения, по которой новый выпуск будет размещаться.⁸

Выделим основные функции андеррайтинга:

- 1) Общее руководство процессом эмиссии
- 2) Оценка конъюнктуры рынка для определения наиболее благоприятного момента выхода на рынок
- 3) Содействие в подготовке инвестиционного меморандума и проспекта эмиссии
- 4) Координация процесса знакомства компании и потенциальными инвесторами
- 5) Консультации по определению объема эмиссии и доли свободного размещения, а также цены за акцию
- 6) Организация и проведение процедуры размещения на бирже
- 7) Помощь в формировании ликвидного вторичного рынка, т.е. функции маркет – мэйкера.

Подведем итоги. В параграфе рассмотрены понятие, основные функции и цели андеррайтинга, подробно разобраны две основные формы андеррайтинга, а также ряд других, которые менее распространены. У каждой формы есть свои положительные моменты и недостатки, которые необходимо учитывать как эмитенту, так и андеррайтеру.

1.2. Эмиссионный синдикат и его участники.

Эмиссионный синдикат – временное объединение профессиональных участников рынка ценных бумаг - андеррайтеров, брокеров и инвесторов за свой собственный счет для определения размеров (процентных долей и / или абсолютных сумм) и условий участия каждого из участников синдиката в размещении выпуска ценных бумаг; для согласованного, в интересах эмитента

⁸ Размещение ценных бумаг, <http://mybusinesshelper.ru/fondovyyj-rynok/xarakteristika-rynka/razmeshhenie-cennyx-bumag.html>

осуществления прав и обязанностей, вытекающих из участия в эмиссионном синдикате.⁹

Эмиссионный синдикат создается в целях содействия размещению эмиссионных ценных бумаг. Причиной его необходимости является следующее: в случае если объем эмиссии велик, финансовый и операционный потенциал одного инвестиционного банка может быть недостаточен для успешного выпуска ценных бумаг (то есть для полного покрытия спросом заявленного объема эмиссии). Чтобы решить эту проблему, андеррайтеры объединяются в синдикат.

С точки зрения эмитента, создание синдиката способствует успеху сделки за счет следующих факторов:

- распределение акций,
- конкуренция,
- мотивация,
- доверие,
- связи.¹⁰

Андеррайтинг выпуска ценных бумаг осуществляется на основании договора андеррайтинга, который заключается между эмитентом и андеррайтером. В нем устанавливаются форма, порядок и условия осуществления андеррайтинга в отношении выпуска ценных бумаг.

Согласно проекту «Стандарт осуществления андеррайтинга и предоставления других услуг, связанных с размещением эмиссионных ценных бумаг», договор андеррайтинга является договором комиссии или договором поручения или агентским договором. Договор андеррайтинга также может заключаться в качестве смешанного договора (договора по оказанию услуг по

⁹ Проект СРО «Национальная фондовая ассоциация». Стандарт осуществления андеррайтинга и предоставления других услуг, связанных с размещением эмиссионных ценных бумаг
<http://www.nfa.ru/nfa2/actions/doc/underwriting.pdf>,

¹⁰ Росс Геддес. IPO и последующие размещения акций / Росс Геддес. - М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. – с. 226

размещению ценных бумаг), включая в себя в качестве неотъемлемой части обязательства андеррайтера по выкупу на свое имя и за свой счет размещаемых ценных бумаг, а также виды, порядок и условия осуществления услуг по подготовке размещения и размещению эмиссионных ценных бумаг, права и обязанности сторон, связанные с указанными услугами.¹¹

Так как в качестве андеррайтера выступает синдикат андеррайтеров, справедливо будет отметить, что андеррайтинговый договор – это договор между эмитентом и синдикатом (от лица синдиката выступает его менеджер или группа со-менеджеров) об организации и гарантировании первичного выпуска ценных бумаг. Центральным пунктом такого договора является тип андеррайтинга (то есть оговаривается, какую ответственность принимает на себя синдикат), а также объем и цены выпуска ценных бумаг у эмитента, что задает величину платы за андеррайтинг и величину прибыли у членов синдиката.

Синдикационный договор – это договор между членами синдиката об организации и гарантировании первичного размещения ценных бумаг. Центральным пунктом этого договора являются доли выпуска, за которые принимают на себя ответственность члены синдиката, дифференциация цен на ценную бумагу внутри синдиката (оплата менеджества, со-менеджества, различия в ценовых условиях для привилегированных и непривилегированных членов синдиката, размер комиссионных при отпуске ценных бумаг брокерам-членам группы продажи, ответственность членов синдиката (обычно в пределах выкупаемой доли эмиссии).

Эмиссионный синдикат представляет собой группу андеррайтеров (обычно инвестиционных банков), совместно, на договорных началах, на

¹¹ Проект СРО «Национальная фондовая ассоциация». Стандарт осуществления андеррайтинга и предоставления других услуг, связанных с размещением эмиссионных ценных бумаг, <http://www.nfa.ru/nfa2/actions/doc/underwriting.pdf>

принципах разделения прибылей осуществляющих андеррайтинг – организацию, размещение и гарантирование выпуска ценных бумаг.

Инвестиционные банки конкурируют между собой: приглашение множества банков к участию в синдикате должно, в принципе, приводить к росту возможностей в плане продаж разным типам инвесторов. В действительности это зависит от характера сделки, а также от числа старших и младших членов синдиката, структуры и распределения вознаграждения. Включая высококласные, престижные инвестиционные банки в синдикат, эмитент обеспечивает себе доверие со стороны инвесторов.

На западных рынках эмиссионные синдикаты могут содержать до 270 членов (особенно если речь идет о крупном выпуске ценных бумаг). Важно отметить, что эмиссионный синдикат – это не юридическое лицо, а лишь временное объединение андеррайтеров для выполнения поставленной задачи (принятия совместных обязательств в отношении конкретного выпуска ценных бумаг). Эмиссионный синдикат обычно существует от 1-3 до 6-8 месяцев, при этом члены синдиката, несмотря на сотрудничество в отношении одной ценной бумаги, могут конкурировать на других участках рынка.

Структура эмиссионного синдиката представлена на рис. 1.

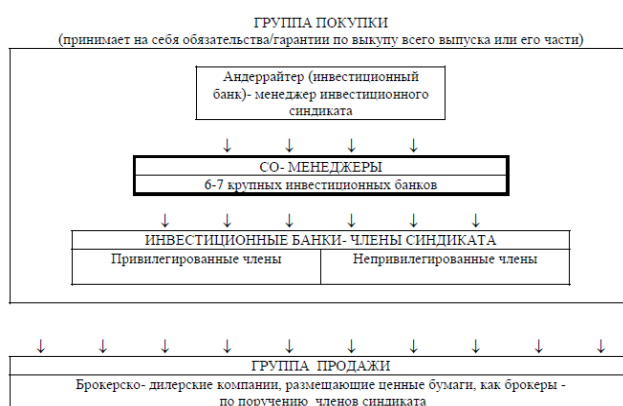


Рисунок 1 - Структура эмиссионного синдиката¹²

¹² Миркин Я. М. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций / Я. М. Миркин, С. В. Лосев, Б. Б. Рубцов, И. В. Добашина, З.А. Воробьева. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. – с. 309

Для анализа схемы необходимо прокомментировать понятия «группа покупки» и «группа продажи».

Группа покупки названа так потому, что компании – ее члены (т.е. члены синдиката) принимают на себя обязательства / гарантии по выкупу всего выпуска ценных бумаг или его части (т.е. осуществляют андеррайтинг на базе твердых обязательств).

Название понятия «группа продажи» имеет следующий смысл: компании – члены этой группы работают как брокеры, принимающие поручения у членов синдиката на первичное размещение (продажу первичным инвесторам) данного выпуска ценных бумаг. В отличие от группы покупки, члены группы продажи не принимают на себя обязательства по выкупу эмитируемых ценных бумаг (т.е. осуществляют андеррайтинг на базе лучших усилий).

Членом эмиссионного синдиката для размещения выпуска ценных бумаг является андеррайтер или иной профессиональный участник рынка ценных бумаг (брокер, инвестор за свой собственный счет), обладающий правами и обязанностями в отношении эмитента и / или других членов эмиссионного синдиката по размещению выпуска ценных бумаг.

В состав членов эмиссионного синдиката входят:

- ведущий андеррайтер (менеджер эмиссионного синдиката);
- со-ведущие андеррайтеры (со-менеджеры эмиссионного синдиката);
- со-андеррайтеры;
- брокеры.

Ведущий андеррайтер (менеджер эмиссионного синдиката) - андеррайтер, член эмиссионного синдиката, организующий взаимодействие эмитента, потенциальных инвесторов, членов синдиката, организатора торговли, депозитария, регистратора и других профессиональных участников рынка ценных бумаг в отношении размещения выпуска ценных бумаг.

Менеджер эмиссионного синдиката принимает на себя наибольшие обязательства по выкупу ценных бумаг, также он организует работу синдиката и его отношения с эмитентом и инвесторами.

Основные функции менеджера эмиссионного синдиката следующие:

- формирование и координация работы синдиката;
- подготовка андеррайтингового и синдикационного договоров;
- приобретение относительно большей части эмиссии, распределение оставшейся части эмиссии между членами синдиката;
- представительство эмиссионного синдиката в отношениях с эмитентом и другими внешними сторонами;
- стабилизация цен в период первичного размещения (покупка у первичных инвесторов акций по курсам, соответствующим ценам первичного размещения или выше их, чтобы в указанный период нельзя было эти же акции купить дешевле на вторичном рынке).

Часть вышеперечисленных функций менеджер делегирует 6-7 брокерско-дилерским компаниям – со-менеджерам (в крупном синдикате), каждая из которых, соответственно, координирует работу 20-30 членов синдиката, а также принимает к выкупу значительные доли эмиссии. В качестве рядовых членов синдиката обычно выступают средние и мелкие брокерско-дилерские компании, действующие в межрегиональном и региональном масштабах. Привилегированные члены отличаются от непривилегированных масштабом взятых на себя обязательств, а, следовательно, и ценой скидки, которую они получают при выкупе ценных бумаг у эмитента.

Менеджер синдиката стоит во главе процесса, наиболее близок к эмитенту и именно он определяет аллокацию акций среди инвесторов, а значит, имеет

возможность обеспечить преимущество своим клиентам в ущерб клиентам других членов синдиката.¹³

Структура синдиката и число его членов зависят от размера и характера сделки, а также от страны, в которой сделка проводится. Выбор тех или иных членов синдиката основан на следующих критериях:

- 1) признание аналитиков и известность на рынке,
- 2) возможности в плане распределения акций: глобальные или региональные,
- 3) уровень понимания данного сектора экономики,
- 4) опыт успешных сделок, позиции в рейтингах, награды,
- 5) отношения с клиентами,
- 6) способность поддерживать ликвидность вторичного рынка.

Рассмотрим ценовой механизм работы эмиссионного синдиката. Каждый из членов синдиката выкупает определенную часть эмиссии при ее первичном размещении и перепродает публике. Разница в ценах составляет прибыль члена синдиката.

В связи с тем, что в российской практике действует требование равенства цен при первичном размещении, механизм эмиссионного синдиката может быть воспроизведен только в адаптированном к российским условиям виде (менеджер выкупает у эмитента, со-менеджеры у менеджера, члены синдиката у со-менеджеров). Исходя из этого, Миркин Я.М. приводит следующую структуру цены продажи ценной бумаги публике (рис. 2).

¹³ Росс Геддес. IPO и последующие размещения акций / Росс Геддес. - М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. – с. 228

Цена продажи ценной бумаги публице

менеджер синдиката	Цена выкупа бумаги у эмитента	Прибыль менеджера синдиката			
со- менеджер	Цена выкупа бумаги у эмитента	Плата менеджеру синдиката	Прибыль со-менеджера		
член синдиката	Цена выкупа бумаги у эмитента	Плата менеджеру синдиката	Плата со- менеджеру	Прибыль члена синдиката	
брокер - член группы продажи	Цена выкупа бумаги у эмитента	Плата менеджеру синдиката	Плата со- менеджеру	Плата за андеррайтинг	Прибыль брокера

Рисунок 2 - Структура цены продажи ценной бумаги публице¹⁴

В международной практике величина спреда (разница между ценой продажи ценной бумаги публице и ценой ее выкупа у эмитента) колеблется от 1% (для крупных, кредитоспособных компаний) до примерно 25% (для маленьких венчурных компаний). Помимо величины и степени надежности компании на величину спреда влияют следующие факторы:

- размер эмиссии (обратная зависимость: чем больше эмиссия, тем меньше спред);
- качество ценных бумаг (также наблюдается обратная зависимость, т.е. с увеличением качества наблюдается уменьшение спреда);
- вид ценной бумаги (по облигациям с залогом он меньше, чем по необеспеченным долговым обязательствам; далее спред продолжает расти: от

¹⁴ Миркин Я. М. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций / Я. М. Миркин, С. В. Лосев, Б. Б. Рубцов, И. В. Добашина, З.А. Воробьева. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004.

конвертируемых облигаций к привилегированным и, наконец, к обыкновенным акциям).

Р. Геддес разделяет вознаграждения на размещение на три части:¹⁵

- 1) вознаграждение организатора (менеджера размещения)
- 2) вознаграждения андеррайтерам (комиссионные)
- 3) комиссионные за успех продажи.

Наиболее часто разделение происходит в следующих долях: менеджеры – 20%, андеррайтеры – 20%, продавцы – 60%. Иногда встречаются пропорции соответственно 20%, 30%, 50%.¹⁶

Рассмотрим, как же фактически происходит распределение эмиссии ценных бумаг. Я.М. Миркин приводит следующую схему, основанную на практике американского фондового рынка на примере эмиссии финансово устойчивых, имеющих хорошее имя компаний (рис. 3).

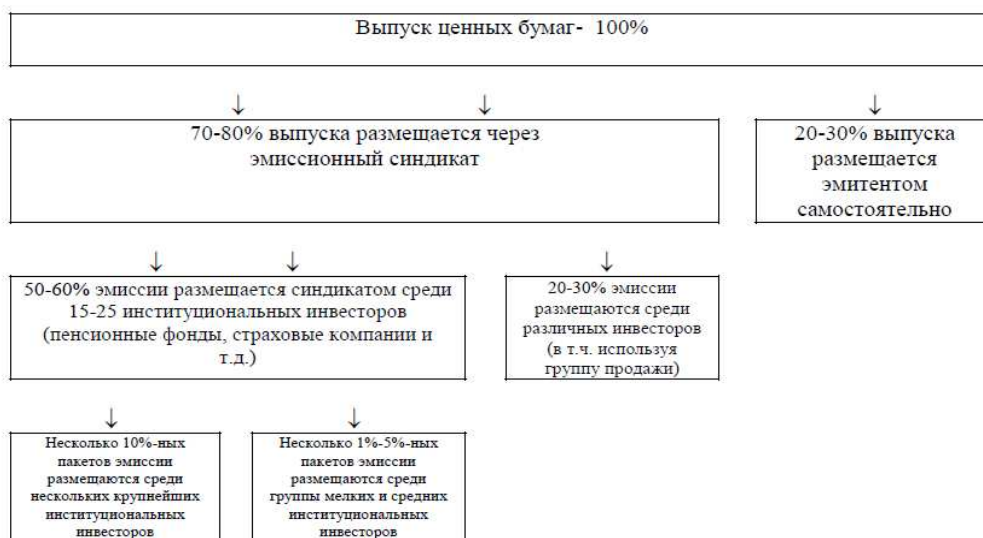


Рисунок 3 - Физическое распределение эмиссии ценных бумаг¹⁷

¹⁵ Росс Геддес. IPO и последующие размещения акций / Росс Геддес. - М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. – С.240

¹⁶ Там же

¹⁷ Миркин Я. М. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций / Я. М. Миркин, С. В. Лосев, Б. Б. Рубцов, И. В. Добашина, З.А. Воробьева. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004.

Рассмотрим варианты организации эмиссионных синдикатов в российской практике. В зависимости от целей эмитента, объема займа, операционной и финансовой способности инвестиционного банка, являющегося основным партнером эмитента по облигационному займу, эмиссионный синдикат может быть:

- двухуровневым (рис.4);
- трехуровневым (рис.5);
- четырёхуровневым (рис.6)

*Двухуровневый эмиссионный синдикат**

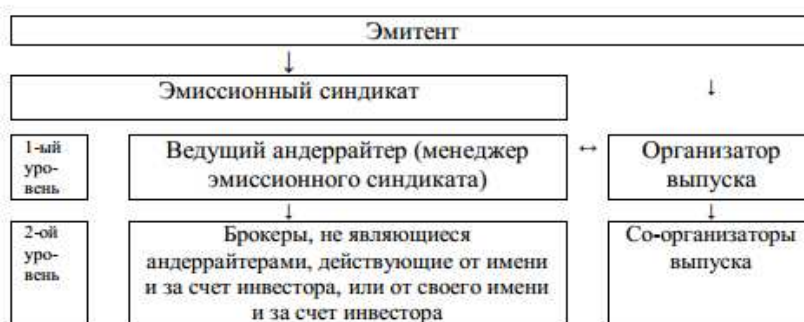


Рисунок 4 - Структура двухуровневого эмиссионного синдиката¹⁸

*Трехуровневый эмиссионный синдикат**



Рисунок 5 - Структура трехуровневого эмиссионного синдиката¹⁹

¹⁸ Миркин Я. М. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций / Я. М. Миркин, С. В. Лосев, Б. Б. Рубцов, И. В. Добашина, З.А. Воробьева. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004.

¹⁹ Там же

Четырехуровневый эмиссионный синдикат*



Рисунок 6 - Структура четырехуровневого эмиссионного синдиката²⁰

Чем больше уровней в эмиссионном синдикате, тем более значительный объем выпуска корпоративных облигаций он способен принять на себя, тем больше число финансовых институтов, участвующих в организации и размещении эмиссии.

Подведем итоги.

Эмиссионный синдикат необходим для содействия размещению эмиссионных ценных бумаг, особенно в случае, если объем эмиссии велик. Другими словами, необходимость эмиссионного синдиката обусловлена неспособностью одного андеррайтера успешно реализовать большой объем ценных бумаг. Эмиссионный синдикат имеет определенную структуру, и каждый член синдиката выполняет определенные функции.

В текущем параграфе рассмотрено понятие «эмиссионный синдикат», для чего он создается, какие цели преследует. Подробно были рассмотрены участники синдиката, их задачи и выполняемые функции. Были приведены различные варианты структуры современных эмиссионных синдикатов, а также

²⁰ Миркин Я. М. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций / Я. М. Миркин, С. В. Лосев, Б. Б. Рубцов, И. В. Добашина, З.А. Воробьева. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004.

раскрыт вопрос о вознаграждении, выплачиваемом эмитентом, а именно: его размер и распределение между банками, участвующими в размещении.

1.3. Законодательное регулирование андеррайтинга в России.

1.3.1. Действующие нормы права, регулирующие андеррайтинг.

В первую очередь необходимо отметить особенность, сложившуюся на правовом поле в отрасли рынка ценных бумаг в России. Исторически темпы развития последнего опережали развитие его регулирования. За первое десятилетие 2000-х годов законодательная база первичного рынка претерпела серьезные изменения, направленные на формирование развитого первичного рынка внутри страны и создание регулятивной инфраструктуры, соответствующей международному опыту.²¹

Рассмотрим, какие документы в настоящее время формируют законодательную базу первичного рынка в России²².

1) Кодексы:

- Гражданский кодекс РФ (часть первая от 30.11.1994 № 51-ФЗ и вторая от 26.01.1996 № 14-ФЗ) (с последующими изменениями и дополнениями);

2) Федеральные законы:

- «О рынке ценных бумаг» (от 22.04.1996 № 39-ФЗ),
- «Об акционерных обществах» (от 19.07.1995 № 115-ФЗ),
- «О порядке осуществления иностранных инвестиций в коммерческие организации, имеющие стратегическое значение для национальной безопасности Российской Федерации» (от 29.04.2008 № 57-ФЗ);

²¹ Напольнов, А.В. Структурирование первичных публичных размещений акций российских компаний [Текст] : дис. ... канд. экон. наук : 08.10.00 / Напольнов Андрей Викторович. – М., 2011

²² Тексты в актуальных редакциях приведенных ниже документов опубликованы в Системе «Консультант-Плюс»

3) Нормативно-правовые акты:

- «О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории Российской Федерации» (Инструкция ЦБ РФ от 10.03.2006 № 128-И),
- «Об утверждении Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг» (Приказ ФСФР РФ от 25.01.2007 № 07-4/пз-н),
- «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» (Приказ ФСФР РФ от 09.10.2007 № 07-102/пз-н),
- «Об утверждении Положения о порядке выдачи Федеральной службой по финансовым рынкам разрешения на размещение и (или) организацию обращения эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации» (Приказ ФСФР РФ от 10.06.2009 № 09-21/пз-н),

Вышеперечисленные нормативные документы регулируют процесс IPO.

Однако, несмотря на то, что 70-80% выпуска ценных бумаг распространяются через эмиссионный синдикат андеррайтеров, а лишь 20-30% - самостоятельно эмитентом²³, на законодательном уровне четко не закреплены понятия «андеррайтинг» и «андеррайтер». Из анализа нормативно – правовых документов можно лишь сделать вывод о том, что брокер может выступать андеррайтером при размещении эмиссионных ценных бумаг.

Интересным является тот факт, что один из основных нормативных правовых актов, регламентирующих деятельность на рынке ценных бумаг, - Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»²⁴ такого термина как

²³ Миркин Я. М. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций / Я. М. Миркин, С. В. Лосев, Б. Б. Рубцов, И. В. Добашина, З.А. Воробьева. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. – с. 317

²⁴ Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ (с последующими изменениями и дополнениями) [от 22.04.1996 г.] [Электронный ресурс]. Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».

«андеррайтер» не содержит. Также понятие «андеррайтинг» не содержится в документе, который напрямую описывает процедуру эмиссии ценных бумаг – в «Стандартах эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг». В американском же законодательстве, напротив, дается и определение андеррайтера и регламентирована его деятельность (подробнее об этом написано в Главе 2)

Однако стоит отметить, что в Инструкциях ЦБ РФ об андеррайтинге упоминается. В частности, в Инструкции Банка России от 16 января 2004 г. № 110-И²⁵ указывается, что «обязательства выкупить ценные бумаги эмитента, вытекающие из выполнения банком функции андеррайтера в отношении корпоративных ценных бумаг»²⁶ относятся к финансовым инструментам со средним риском; а в Инструкции Банка России от 10 марта 2006 года № 128-И «О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории Российской Федерации (с последующими изменениями и дополнениями)» понятие «андеррайтер» встречается дважды: андеррайтер предстает посредником при размещении ценных бумаг кредитной организации.²⁷

В настоящее время все условия размещения обговариваются в договорной форме непосредственно между эмитентом и синдикатом андеррайтеров. Такая форма не дает твердых гарантий качества исполнения работ и эмитенту приходится в основном полагаться на доброе имя и деловой авторитет андеррайтеров.

²⁵ Инструкция Банка России № 110-И «Об обязательных нормативах банков» [от 16 января 2004 г.] [Электронный ресурс]. Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс»

²⁶ Текст в актуальной редакции опубликован в Системе «Консультант-Плюс»

²⁷ Текст в актуальной редакции опубликован в Системе «Консультант-Плюс»

1.3.2 Проблемы и перспективы развития законодательной базы в области андеррайтинга

К началу 2003 г. входящие в СРО НФА крупнейшие андеррайтеры - банки и инвесткомпания - поставили вопрос о необходимости упорядочивания правил делового оборота и выработки профессиональных стандартов в области организации и подготовки эмиссий. В результате авторской группой под руководством докт. экон. наук, профессора Я.М. Миркина был подготовлен «Стандарт деятельности по андеррайтингу и предоставления других услуг, связанных с размещением эмиссионных ценных бумаг». Место и сфера действия Стандарта саморегулируемой организации представлены на рис. 7.

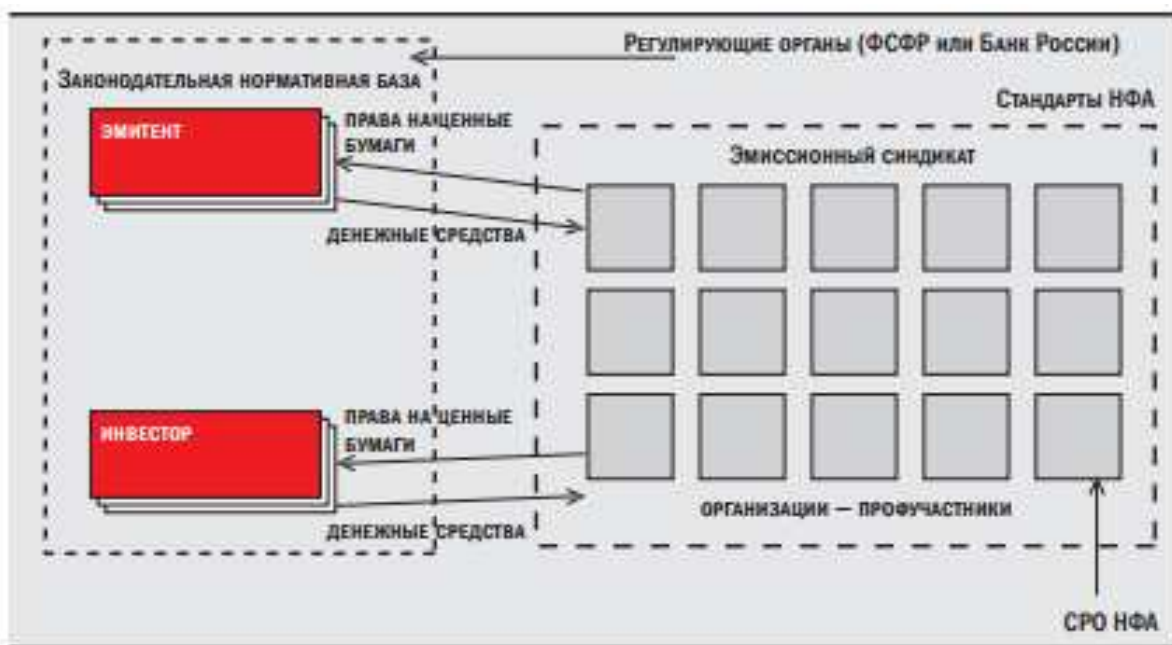


Рисунок 7 - Место и сфера деятельности стандарта НФА²⁸

Указанный Стандарт, основываясь на мировом опыте и сложившейся на российском рынке практике, вводит общепринятую терминологию участников организации и размещения ценных бумаг, однозначно описывает их функции, закрепляет процедуры размещения ценных бумаг, в первую очередь, в части взаимоотношений между его участниками.

²⁸ Волков, К. Стандарт СРО НФА деятельности по предоставлению услуг, связанных с размещением эмиссионных ценных бумаг / К. Волков // Рынок ценных бумаг. – М., 2004. - №23

Среди целей, достижению которых должен способствовать Стандарт, можно выделить стандартизацию терминологии и процедур, обеспечение рационального порядка размещения ценных бумаг и справедливого механизма ценообразования на первичном рынке, снижение рисков и разрешение конфликтов интересов при выпуске и размещении, защиту прав и законных интересов лиц, участвующих в IPO, соблюдение приоритета интересов клиентов (инвесторов) и др.

Стандарт НФА закрепляет применяемую уже на рынке терминологию. В качестве примера укажем следующие классификации Стандарта.²⁹

1. По процессам:

- 1.1. Услуги по организации выпуска ценных бумаг
- 1.2. Андеррайтинг
- 1.3. Андеррайтинг на базе лучших усилий
- 1.4. Андеррайтинг на основе твердых (фиксированных) обязательств

2. По участникам:

- 2.1. Эмиссионный синдикат
- 2.2. Член эмиссионного синдиката
- 2.3. Организатор выпуска ценных бумаг
- 2.4. Соорганизатор выпуска ценных бумаг
- 2.5. Ведущий андеррайтер (менеджер эмиссионного синдиката)
- 2.6. Сопровождающий андеррайтер (со-менеджер эмиссионного синдиката)
- 2.7. Соандеррайтер

3. По описываемым документам:

- 3.1. Договор андеррайтинга
- 3.2. Синдикационный договор
- 3.3. Информационный меморандум

²⁹ Волков, К. Стандарт СРО НФА деятельности по предоставлению услуг, связанных с размещением эмиссионных ценных бумаг / К. Волков // Рынок ценных бумаг. – М., 2004. - №23

Также в Стандарте описаны такие важнейшие элементы организации эмиссии, как:

- процедура создания эмиссионного синдиката;
- структура эмиссионного синдиката;
- статусы участников Синдиката и их взаимодействие;
- обязательные составляющие договорной базы;
- дополнительное раскрытие информации;
- вознаграждение за участие в размещении;
- урегулирование конфликта интересов при размещении;
- защита конкуренции при андеррайтинге.

Конечно, Стандарт носит рекомендательный характер, четкого законодательства на государственном уровне, пока так и не существует, но и это уже во многом упрощает задачу проведения андеррайтинга.

В рамках СРО НФА для целей развития андеррайтинга в России был создан Клуб андеррайтеров. Основная задача деятельности Клуба – налаживание взаимовыгодного контакта организаций членов НФА с предприятиями-эмитентами – потенциальными клиентами банков, определение причин, препятствующих эффективной работе предприятия с банком, поиск возможных вариантов взаимодействия в рамках вывода промышленных предприятий на фондовый рынок. Разработка стандартов и методических материалов по андеррайтингу, в частности, Стандарт, рассмотренный выше.

Неразвитость законодательной базы приводит к увеличению рисков эмитента, которому приходится в основном полагаться на доброе имя и деловой авторитет андеррайтеров. Все условия фиксируются в договоре андеррайтинга, поэтому к нему нужно относиться с особой серьезностью.

Проанализируем ряд противоречивых моментов в законодательстве, а также нормы, тормозящие развитие рынка первичного размещения. Выделим основные из них:

- сложность с определением и фиксацией цены размещения (в том числе цены размещения акций лицом, имеющим преимущественное право приобретения акций);
- наличие преимущественного права некоторых акционеров приобрести акции (от данного права они не могут отказаться даже при желании);
- необходимость про вести выбор будущих акционеров и определить круг лиц, которые будут размещать акции;
- потребность реализовать акции старого выпуска одновременно с акциями нового выпуска.³⁰

В западных странах акционеры публичных компаний не имеют преимущественного права покупки размещаемых акций. Для реализации данной возможности в России можно было бы предложить компаниям внести соответствующие положения в устав.

Другие проблемы связаны с определением цены размещения. В настоящее время цена размещения акций определяется советом директоров. Более того, сначала необходимо определить цену размещения акций лицам, имеющим преимущественное право приобретения ценных бумаг, и только затем определяется цена размещения акций оставшимися лицами, причем данная цена не может превышать цену размещения акций лицами, имеющими преимущественное право, более чем на 10%. Таким образом, в настоящее время процесс определения цены размещения отодвинут во времени от непосредственного размещения, что приводит к дополнительным рискам.

³⁰ Ульянова, Д. IPO: вопросы, не нашедшие отражения в законодательстве / Д. Ульянова // Рынок ценных бумаг. - М. 2005. - №15. - С. 49

Целесообразнее было бы определить цену по результатам формирования книги заявок у андеррайтера (book building). Данный способ уже многие годы применяют во всем мире, и он доказал свою эффективность.

В связи с этим не совсем понятно, почему законодатель пытается привязать публичное размещение акций к бирже. При стандартном размещении акций посредством формирования книги заявок ни андеррайтеру, ни эмитенту участия биржи для перевода акций инвесторам не требуется. Принципиальным является начало торгов акциями на следующий день после окончания размещения, как это происходит на Западе. Не вполне разумные ограничения установлены также и в части, касающейся прохождения процедуры листинга. Например, отчет об итогах выпуска может быть зарегистрирован в уведомительном порядке только в случае, если ценные бумаги включены в котировальные списки. Однако сегодня включение ценных бумаг в котировальные списки возможно только после 6 мес. торгов.

Риски потери контроля над компанией обуславливают необходимость обоснованного подхода к формированию круга инвесторов — акционеров компании и диверсификации его как по региональному, так и по иным признакам. Владельцы компании стремятся привлечь различные группы инвесторов, способных обеспечить и торговую активность, и поддержание стоимости акций, заинтересованных не только в получении сверхприбылей, но и в диверсификации портфеля, а также достаточно лояльных к обществу. Грамотный организатор способен выбрать именно таких акционеров.

Интересным с законодательной точки зрения представляется о вопрос о связи андеррайтинга с манипулированием на рынке ценных бумаг. Андеррайтинг может подразумевать не только размещение ценных бумаг, но и последующую поддержку на рынке.

Приведем ниже те цели манипулирования на рынке, которые представляют интерес в рамках данного исследования.

Одной из целей манипулирования может быть стабилизация цен. Конечным результатом обычно является то, что ценная бумага продается по более высокому курсу, чем тот, который бы установился под воздействием исключительно лишь рыночных сил. Такая практика обычно используется при андеррайтинге ценных бумаг.

Также цели манипулирования может преследовать андеррайтер, выкупивший – при неполном первичном размещении – нереализованную часть акций и желающий сбывать их, а также андеррайтер, действующий «на базе лучших усилий», ведь его цель – распространить ценные бумаги по возможно более высоким ценам.

Говоря о практике США, необходимо отметить, что подобное манипулирование разрешено Комиссией по ценным бумагам и биржам при условии, что инвесторы полностью проинформированы о проведении подобных операций.

Касательно российского регулирования данной сферы можно выделить Федеральный закон «О противодействии неравномерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 11.07.2011 № 200-ФЗ, где в пункте 3, статьи 5 сказано, что: «Не являются манипулированием рынком действия, которые направлены на поддержание цен на эмиссионные ценные бумаги в связи с размещением и обращением ценных бумаг и осуществляются участниками торгов в соответствии с договором с эмитентом».³¹

Наряду с вышеизложенным, к «легальному» манипулированию относятся действия, осуществляемые Банком России, направленные на осуществление денежно-кредитной политики, укрепление курса рубля, управление государственным долгом.

³¹ Текст документа в актуальной редакции опубликован в Системе «Консультант-Плюс»

На практике осуществление андеррайтером функций маркет-мэйкера, поддержка бумаг на рынке осуществляется в течение года. Однако, согласно «Положения о порядке и условиях поддержания цен, спроса, предложения или объема торгов финансовым инструментом, иностранной валютой и (или) товаром», утвержденного Приказом Федеральной службы по финансовым рынкам от 21 января 2011 г. № 11-2/пз-н, «поддержание цен на эмиссионные ценные бумаги, может осуществляться участником торгов в течение трех месяцев с даты начала торгов этими ценными бумагами на фондовой бирже».³²

То есть формально разрешены действия андеррайтера в качестве маркет - мэйкера лишь в течение трех месяцев. И если на деле процесс поддержки длится намного дольше, то и по законодательству уже должен рассматриваться как манипулирование. По существу же такая поддержка не должна преследоваться по закону, так как чтобы отнести действие к манипулированию, оно должно обладать совокупностью признаков, которые определены законодательно, которыми действия андеррайтера не обладают. Поэтому неточность законодательства в отношении андеррайтинга в этом вопросе имеет место быть.

Проблемы, связанные с неразвитостью инфраструктуры, недостатками регулирования, ограниченным объемом российского рынка, приводят к тому, что крупные российские компании предпочитают проводить IPO полностью на западных рынках при минимальном присутствии на российском рынке (ОАО «Вымпелком», ОАО «Мобильные ТелеСистемы», ОАО «Вимм – Билль – Данн», ОАО «Мечел»). Эти размещения - фактический уход финансового рынка за рубеж.

³² Положение о порядке и условиях поддержания цен, спроса, предложения или объема торгов финансовым инструментом, иностранной валютой и (или) товаром» № 11-2/пз-н, пункт 2.3 [от 21 января 2011 г.] [Электронный ресурс]. Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».

Подведем итоги.

Андеррайтинг и другие услуги по размещению ценных бумаг должны выполняться с соблюдением правил, стандартов и рекомендаций, утвержденных ФСФР, Банком России, другими правомочными органами государственной власти по надлежащему осуществлению брокерской и дилерской деятельности, по предупреждению конфликтов интересов и разрешению их в пользу клиентов, по предотвращению манипулирования ценами и использования инсайдерской информации. При изменении законодательства необходимо учитывать как сложившуюся практику размещения акций в России, так и зарубежный опыт, для того чтобы принимаемые нормы максимально отвечали потребностям рынка.

Широко обсуждался вопрос о потребности рынка в создании Закона об андеррайтинге. Возможно, на сегодняшний день нет необходимости отдельного Закона, ведь все же андеррайтинг, несмотря на свою значимость, лишь часть процесса эмиссии ценных бумаг. Однако сложно оспаривать необходимость добавления понятия андеррайтинга в ФЗ «О рынке ценных бумаг», а также в «Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг».

Также представляется целесообразным закрепить «Стандарт деятельности по андеррайтингу и предоставления других услуг, связанных с размещением эмиссионных ценных бумаг» СРО НФА на законодательном уровне.

Вывод по Главе 1:

Андеррайтинг ценных бумаг - это деятельность профессионального участника рынка ценных бумаг, которая заключается в содействии эмитенту в размещении ценных бумаг, и это заслуженно одна из самых перспективных услуг на российском рынке ценных бумаг. Конкуренция в этой сфере заставляет профессиональных участников разрабатывать все более эффективные схемы размещения и объединяться в синдикаты. Эмиссионный синдикат необходим

для содействия размещению эмиссионных ценных бумаг, особенно в случае, если объем эмиссии велик. Эмиссионный синдикат имеет определенную структуру, и каждый член синдиката выполняет определенные функции.

Наиболее распространенные формы андеррайтинга – это андеррайтинг на основе твердых (фиксированных) обязательств и андеррайтинг на базе лучших усилий. Основное отличие основных форм андеррайтинга в том, на ком лежит ответственность за размещение ценных бумаг, а, следовательно, и финансовые риски. В случае андеррайтинга на базе твердых обязательств на андеррайтере более серьёзная ответственность, чем в случае андеррайтинга на базе лучших усилий. Распространены также и некоторые другие формы андеррайтинга. Андеррайтеры должны обладать высоким профессионализмом, потому что в случае их ошибок будет нанесен ущерб не только их репутации, но и репутации эмитента.

Тормозят развитие андеррайтинга в России проблемы, связанные с несовершенством законодательной базы. Разработка законодательного регулирования андеррайтинговой деятельности и адекватное использование опыта западных стран позволит достичь повышения эффективности привлечения инвестиций через механизм андеррайтинга, а также достичь улучшения финансовой стабильности и накопления капитализации фондового рынка в целом.

Андеррайтинг является фактором стабилизации фондового рынка, увеличения капитализации. Без помощи андеррайтеров риски эмитентов были бы намного выше, а, следовательно, и их потери (особенно при рассмотрении первичного размещения ценных бумаг). Благодаря андеррайтингу размещением ценных бумаг занимаются профессионально обученные лица, которые несравнимо более успешно размещают ценные бумаги, чем это сделал бы эмитент самостоятельно.

2. Международный опыт андеррайтинга.

2.1. Практические аспекты осуществления андеррайтинга на примере США.

2.1.1. Законодательное регулирование и услуги, оказываемые андеррайтерами в США.

Действующие в США законы о ценных бумагах и биржах начали формировать еще в 30-х годах XX века. Закон «О ценных бумагах» (The securities act of 1933 или The Truth in Securities law) дает определение андеррайтинга³³, а также прописывает механизм эмиссии бумаг. Дополнительно необходимо выделить Закон 1940 г. «Об инвестиционных консультантах»³⁴ и Закон 1940 г. «Об инвестиционных компаниях»³⁵. Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) разрабатывает поправки к существующим законам, вносит предложения о принятии новых правил для поддержания стабильности фондовых рынков и защиты инвесторов. Это обуславливает связь с изменяющимися условиями, развитием рынка.

Важную роль играют саморегулируемые организации, такие как NASD (National Association of Securities Dealers), Securities Industry Association, Put and Call Brokers and Dealers Association и другие.

Важно выделить, что в международной практике рынок, закон и саморегулируемые организации представляют андеррайтера как основное звено

³³ Оригинальное определение из Закона «О ценных бумагах» 1933 года:

The term “**underwriter**” means any person who has purchased from an issuer with a view to, or offers or sells for an issuer in connection with, the distribution of any security, or participates or has a direct or indirect participation in any such undertaking, or participates or has a participation in the direct or indirect underwriting of any such undertaking; but such term shall not include a person whose interest is limited to a commission from an underwriter or dealer not in excess of the usual and customary distributors’ or sellers’ commission. As used in this paragraph the term “**issuer**” shall include, in addition to an issuer, any person directly or indirectly controlling or controlled by the issuer, or any person under direct or indirect common control with the issue.

The Securities Act of 1933, <http://sec.gov/about/laws/sa33.pdf>

³⁴ Investment Advisers Act of 1940, <http://sec.gov/about/laws/iaa40.pdf>

³⁵ Investment Company Act of 1940, <http://sec.gov/about/laws/ica40.pdf>

эмиссионного процесса, профессионального посредника и оппонента, сертифицирующего весь бизнес.

Таким образом, предложение ценных бумаг американским инвесторам жестко контролируется SEC. Похожая ситуация и на фондовых рынках стран ЕС, на которых действуют жесткие правила и требования, поддерживаемые органами государственного регулирования, профессиональными участниками. Это позволяет минимизировать финансовые риски, а также противодействует развитию коррупции. На рынках ЕС регулирующие органы обладают широкими надзорными полномочиями: они имеют право выносить решения об аннулировании сделки, требовать возврата средств инвесторам, налагать крупные денежные санкции. Также андеррайтер обязан иметь определенный объем собственных финансовых средств.

Опыт стран ЕС показывает, что рынок ценных бумаг как масштабный источник инвестиций имеет существенные налоговые льготы. Андеррайтер прямо заинтересован в снижении издержек как инвесторов, так и эмитентов. Стоит заметить, что в России, в условиях недостаточности инвестиций и высоких рисков формирования системы налоговых стимулов, компенсирующей эти риски, андеррайтинг является мотивацией инвестиций в ценные бумаги.

В международной практике андеррайтер выполняет следующие функции:

1) анализ эмитента (т.е. оценка предложения эмитента, подтверждение возможностей эмитента выполнить права, закрепленные в эмитируемых ценных бумагах, оценка рейтинга эмитента и его бумаг). Важно отметить, что, анализируя эмитента, андеррайтер может определить его положение на рынке, в отрасли, а также в экономике страны в целом;

2) подготовка эмиссии (имеется ввиду помощь эмитенту при установлении цели эмиссии, выборе типа и видов ценных бумаг, подготовке проспекта эмиссии, установлении связи с ключевыми инвесторами);

3) непосредственно размещение ценных бумаг;

- 4) рыночная поддержка (обычно в течение года);
- 5) аналитическая и исследовательская поддержка (например, контроль динамики курса бумаг, определение влияющих факторов);
- 6) организация суб-андеррайтинга, или институционального размещения.

В международной практике андеррайтер призван предлагать также ряд дополнительных услуг, таких как:

- 1) консультирование эмитента по вопросам деятельности органов управления и менеджмента, занимающихся выпуском;
- 2) консультирование по вопросам законодательства.

2.1.2. Техника и технология механизма андеррайтинга на примере США.

Для того чтобы разобраться с международной практикой андеррайтинга, рассмотрим механизм последнего на примере США.

Подробно разберем этот вопрос на всех этапах процесса размещения бумаг.

Поиск андеррайтера, как правило, - это первый шаг на пути осуществления выпуска. Как альтернатива существует возможность осуществить размещение акций напрямую инвесторам, т.е. без посредничества андеррайтера (Direct Public Offering), однако в большинстве случаев компания-эмитент все-таки решает воспользоваться посредничеством инвестиционного банка.

Стороны обговаривают и согласуют ряд вопросов, такие как: сумма привлекаемых средств, тип ценных бумаг, которые будут эмитированы, их цена и особые характеристики, размер и порядок оплаты услуг андеррайтера. Если по этим основным вопросам удалось достигнуть договоренности, инвестиционный банк соглашается принять на себя функции посредника между компанией и внешними инвесторами.

Далее с андеррайтером заключается соглашение, основные типы которого были подробно рассмотрены ранее. Как уже отмечалось выше, *твердое обязательство* предполагает, что инвестиционный банк соглашается купить у компании весь новый выпуск акций и в дальнейшем разместить его среди инвесторов (т.е. андеррайтер несет весь риск, связанный с размещением). *Андеррайтинг на базе лучших усилий* предполагает, что андеррайтер соглашается сделать все возможное для продажи новых акций инвесторам, но при этом не гарантирует получение эмитентом всей ожидаемой от размещения выпуска суммы.

Далее инвестиционному банку–андеррайтеру, представляющему интересы эмитента, необходимо представить в SEC регистрационную заявку (документ называется «registration statement», S-1), которая обязательно содержит следующую информацию:

- 1) деятельность компании-эмитента и ее основные направления,
- 2) сведения об основных должностных лицах компании,
- 3) сведения о количестве акций, находящихся во владении у инсайдеров,
- 4) полный пакет финансовой отчетности компании – эмитента, включая сведения об имеющейся задолженности,
- 5) цели привлечения ресурсов (т.е. на что пойдут привлеченные средства)
- 6) судебные процедуры, в которых участвует компания.

Далее наступает период ожидания (quiet period / cooling off period). Он наступает после представления заявки в SEC, когда новый выпуск находится на регистрации. Если от SEC получено одобрение, выпуск может быть предложен широкому кругу инвесторов. Одобрение SEC означает, что вся представленная компанией информация признана полной и соответствующей действительности. Никаких выводов о качестве выпускаемых ценных бумаг SEC делать не имеет права. Если же SEC 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 пытается разогреть интерес инвесторов к новому выпуску, распространяя предварительный проспект эмиссии (preliminary prospectus). Предварительный проспект также называют «копченой селедкой» (red herring)³⁶, потому что некоторые сведения отпечатаны в нем красным цветом, как указание на то, что в будущем они могут претерпеть изменения.

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 SEC не отражаются в предварительном проспекте, так как они в период ожидания регистрации не известны. Обычно цена предложения определяется в день получения от SEC 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.

³⁶ «Первичное публичное предложение», <http://www.michael-smirnov.ru/theory.php?selBook=Books/ipob.htm>

Единственно, что он может сделать – подтвердить свой интерес. Чем больше от инвесторов получено «подтверждений интереса», тем выше потенциальный успех выпуска, и тем легче инвестиционному банку правильно определить изначальный спрос и оптимальный уровень цены предложения новых ценных бумаг.

Перед получением одобрения SEC между инвестиционным банком и компанией-эмитентом должна пройти «встреча с должным усердием»³⁷ (Due Diligence meeting). 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 SEC 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 SEC. Окончательный вариант проспекта печатается полностью в черном цвете.

Язык проспекта достаточно сложен, потому что обычно составление этого документа поручается профессиональным юристам. Кроме того, общий тон документа достаточно негативен, так как компания-эмитент должна предоставить инвесторам полную и правдивую информацию, без прикрас и заманчивых обещаний, чтобы не вводить их в заблуждение. Целый раздел в проспекте - «Факторы риска» - посвящен описанию моментов, способных нарушить планы компании и отрицательно сказаться на перспективах ее деятельности.

Приведем перечень предостережений, на которые потенциальному инвестору стоит обратить внимание.

³⁷ Первичное публичное предложение, <http://www.michael-smirnov.ru/theory.php?selBook=Books/ipob.htm>

1. *Инвестиционный банк, выбранный в качестве андеррайтера.* Функции посредника при проведении IPO требуют значительного опыта и знаний, поэтому большой плюс, если на титульной странице проспекта указан хорошо известный банк с солидной репутацией, что сразу вселяет доверие.

2. *Последние результаты деятельности.* Чаще всего здесь приводятся финансовые результаты деятельности за последний квартал.

3. *«Продающие акционеры».* Обычно считается плохим знаком, если значительную часть выпуска, предлагаемого к размещению, составляют акции «старых» акционеров, которые желают их продать. Это не только означает, что компания не получит денег от продажи этих акций, но и рождает подозрение: почему существующие акционеры, несмотря на объявленные блестящие перспективы компании, стараются избавиться от своих акций. Для инвесторов предпочтительной представляется ситуация, когда после окончания размещения значительный пакет акций остается в руках у инсайдеров.

4. *Использование средств.* Следует обратить внимание на то, намерена ли компания использовать значительную часть привлеченных через IPO средств на погашение существующей задолженности или выплату высоких дивидендов «старым» акционерам. Это будет означать, что новые акционеры инвестируют в прошлое компании, а не в ее будущее. Также возникают подозрения, если компания пишет в проспекте, что намерена направить привлеченные финансовые ресурсы на «общекорпоративные цели». Лучше, если обозначены конкретные направления использования средств – поглощение, проведение рекламной компании, прирост основного капитала, осуществление научно-исследовательских разработок и т.п.

5. *Снижающиеся доходы.* Если доходы компании на протяжении последних лет постоянно снижались, это нехороший признак. Прибыль компании, которая решает стать публичной, должна расти значительными темпами, даже замедление темпов ее роста является настораживающим

сигналом. Снижение операционной прибыли означает, что деятельность компании становится все менее доходной. В то же время, если компания действует в быстро меняющейся и высоко-конкурентной отрасли, часто существует необходимость пожертвовать прибылью ради, например, увеличения своей рыночной доли.

6. *Финансовые трудности.* Об их наличии можно судить после изучения баланса компании и отчета о прибылях и убытках. Должны найти объяснение такие моменты, как дефицит оборотных средств, более быстрый рост товарно-материальных запасов и кредиторской задолженности по сравнению с ростом доходов, значительные процентные платежи и непредвиденные расходы.

7. *Опора на одного крупного клиента или единственного поставщика,* потеря которого может подкосить весь бизнес.

8. *Конкуренция.* Следует обратить внимание на наличие серьезных конкурентов в той отрасли, в которой действует компания, на описание ее конкурентных преимуществ и рыночной доли.

Как было сказано выше, во многих случаях инвестиционный банк-посредник 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.

Далее подписываются три основных договора:

- 1) Соглашение между андеррайтерами (Agreement Among Underwriters),
- 2) Соглашение об андеррайтинге (Underwriting agreement) и
- 3) Дилерское соглашение (Dealer Agreement).

Первое соглашение формализует отношения между андеррайтерами и назначает менеджера синдиката. Именно последний будет определять цену публичного предложения и, в случае необходимости, корректировать ее, выступать стороной в Соглашении об андеррайтинге, определять момент для

осуществления предложения, отвечать на письмо SEC в случае отказа в регистрации, изменять размер продажных комиссий и контролировать рекламную кампанию. Каждый член синдиката берет на себя обязательство купить у эмитента и разместить среди инвесторов определенное количество ценных бумаг нового выпуска, которое называется «долей андеррайтера» (Underwriters Allotment).

Соглашение об андеррайтинге устанавливает порядок отношений между компанией-эмитентом и синдикатом андеррайтеров. Стороной в данном соглашении выступает ведущий андеррайтер, получивший соответствующие полномочия по Соглашению между андеррайтерами.

И, наконец, Дилерское соглашение или Соглашение о продаже закрепляет согласие дилеров, не являющихся членами синдиката, выкупить определенное количество ценных бумаг у эмитента. Андеррайтеры могут оказаться не в состоянии найти для эмитента необходимое количество покупателей, поэтому они прибегают к услугам дилеров по ценным бумагам на предмет продвижения выпуска. Т.е. дилеры выступают еще одним каналом размещения, но не несут никакого риска. По дилерскому соглашению они могут купить новые ценные бумаги с дисконтом от цены предложения для выполнения в будущем клиентских приказов, которые могут быть получены после начала обращения бумаг на рынке.

Если размещение осуществляется на принципах «приложения максимальных усилий», синдикат 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 по продаже (Selling Group), каждый участник которой делает все возможное для продажи инвесторам своей доли ценных бумаг, полученной по соглашению.

Услуги андеррайтеров и дилеров оплачиваются из поступлений от размещения выпуска. Конечные инвесторы уплачивают за акции цену публичного предложения, указанную в окончательном варианте проспекта. Компания-эмитент получает от андеррайтера сумму поступлений, меньшую на величину, образующуюся в результате выплаты вознаграждения всем участникам андеррайтинга (спредом).

Т.е. спред представляет собой разницу между ценой публичного предложения и ценой, которую платят за акции нового выпуска андеррайтеры (вторая цена обычно рассчитывается с дисконтом в 7-8% (underwriting discount) от цены предложения). Размер спреда заранее оговаривается между эмитентом и ведущим андеррайтером. Последний получает фиксированную сумму с каждой проданной акции (его вознаграждение называется *manager fee*). Часть спреда идет на компенсацию членам синдиката понесенных расходов и взятых на себя рисков (*underwriting or syndicate allowance*). Часть спреда идет на вознаграждение участникам группы по продаже (*selling concession*).

Примерно за месяц до получения одобрения выпуска компания организует своего рода рекламную компанию, называемую *Road Show*. Данное мероприятие включает ряд встреч в различных городах и является настоящей проверкой для высшего управленческого звена компании на профессионализм и искусство убеждения. На эти встречи приглашаются институциональные инвесторы и состоятельные люди, которые задают представителям компании вопросы с целью получить более подробную информацию по сравнению с той, которая содержится в проспекте, оценить перспективы компании и инвестиционные возможности, которые предоставляют новые бумаги.

Кроме того, данные встречи важны и потому, что никогда не представляется второго шанса оставить о себе первое хорошее впечатление. Не нужно рассыпаться в оптимистических прогнозах и уверять инвесторов в

блестящих перспективах компании – здесь ценится взвешенный подход и консервативные оценки.

Наиболее часто задаваемые вопросы относятся к прошлым результатам деятельности компании (давать прогнозы в отношении прибылей и будущего роста запрещено), ее бизнес-плану, расходам на научные разработки, рыночной доле, динамике активов и конкурентной среде.

Только после проведения road show и определения первоначального спроса на бумаги нового выпуска у ведущего андеррайтера появляется возможность объективно обозначить уровень цены предложения. Определение оптимальной цены, по мнению многих, 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.

Стоимость осуществления первоначального публичного предложения достаточно велика и включает:

1) адвокатские и бухгалтерские расходы (их бюджет составляет от \$100,000 до \$250,000). Прежде всего, это юридические расходы, связанные с представлением документов в различные инстанции, а также с регистрацией выпуска в соответствии с законами о ценных бумагах тех штатов (Blue Sky Laws), где компания намеревается осуществлять операции или продавать свои бумаги (данные расходы, в зависимости от количества штатов, в которых будет проводиться регистрация, оцениваются от \$10,000 до \$50,000).

Кроме того, SEC, NASD и прочим регулирующим органам соответствующих штатов необходимо заплатить регистрационный сбор (Registration Fee), который исчисляется как процент от совокупной суммы

публичного предложения. Плюс, в зависимости от юрисдикции, эмитент должен заплатить налоги: трансфертный, на акционерный капитал и др.;

2) типографские и почтовые расходы составляют от \$50,000 до \$200,000;

3) затраты на налаживание связей с брокерами, дилерами, аналитиками, которые будут следить за судьбой компании (от \$30,000 до \$50,000).

Кроме того, каждый год компании придется нести расходы, связанные с юридическим и аудиторским обслуживанием, составлением различных отчетов, вознаграждением трансфертному агенту, информационным обслуживанием акционеров, и прочие затраты, сопряженные с публичным статусом компании.

Заключительный этап – завершение андеррайтинга, который отличается в зависимости от того, какой вид использовался.

1) Завершение андеррайтинга, проводимого по принципу «твердого обязательства»

Завершение в данном случае 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.

При закрытии предоставляются следующие документы³⁸:

- письмо андеррайтера трансфертному агенту со списком акционеров и количеством акций, находящихся у них во владении;
- свидетельства от «продающих акционеров» (selling shareholders - акционеры компании, которые продают часть или весь пакет своих акций в рамках осуществляемого компанией IPO. Считается плохим знаком, если большая часть нового выпуска состоит из акций “старых” акционеров);
- заверенные

³⁸ Первичное публичное предложение, <http://www.michael-smirnov.ru/theory.php?selBook=Books/ipob.htm>

уставные документы компании и документы, подтверждающие устойчивое финансовое положение и репутацию компании и ее дочерних подразделений (good standing);

- письмо компании в адрес трансфертного агента;
- письмо компании, подтверждающее соблюдение всех требований закона при проведении IPO;
- заключение юрисконсульта андеррайтера;
- заключение юрисконсульта компании, адресованное андеррайтеру;
- письмо о законности эмиссии ценных бумаг, составленное компанией в адрес трансфертного агента;
- список поступлений;
- участники андеррайтинга получают вознаграждение в виде банковских чеков

2) Завершение андеррайтинга, проводимого по принципу «на базе лучших усилий». Обычно данным способом осуществляется размещение небольших выпусков. Назначается определенный продажный период, который длится от 60 до 120 дней после даты получения одобрения SEC. Этот срок закрепляется в проспекте.

К моменту «закрытия» андеррайтер и члены синдиката аккумулируют все денежные средства, которые помещаются на счет условного депонирования, и производят по ним окончательный расчет. На момент закрытия юрисконсульт компании предоставляет заключительный меморандум, конкретизирующий саму процедуру закрытия. Независимый бухгалтер составляет заключение, что все сделки проведены корректно с финансовой точки зрения.

Документы, которые предоставляются на закрытии в данном случае, соответствуют перечню документов при завершении андеррайтинга на условии твердого обязательства.

Основная разница между двумя типами завершения андеррайтинга заключается в том, что продажная цена при андеррайтинге на условиях

«приложения максимальных усилий» определяется заранее, тогда как для андеррайтинга по принципу «твердого обязательства» она фиксируется непосредственно перед началом продажи. Поэтому в первом случае результат размещения может быть просчитан заранее.

Основную ответственность за отсутствие резких скачков в торговле новыми бумагами в первые дни после объявления IPO несет ведущий андеррайтер. Он имеет право осуществлять давление на цену путем покупки новых акций или их короткой продажи. Кроме того, он может налагать на брокеров штрафы с целью предотвратить flipping (продажу купленных по цене предложения акций в первые же дни их торгов на открытом рынке). Так как у ведущего андеррайтера существует некоторая возможность по поддержанию цены, инвесторы очень негативно реагируют на быстрое падение рыночной цены новых акций ниже уровня цены предложения сразу после объявления о начале торгов (break issue).

Важно не забывать, что успех выпуска ценных бумаг – это не только их удачное приобретение, но и создание благоприятных условий для работы с ними на вторичном рынке. Исходя из этого, привлекая участников в синдикат, фирма-менеджер рассчитывает на то, что они помогут обеспечить рост курсовой стоимости ценных бумаг в ближайшем будущем, а также их ликвидность.

В американской практике андеррайтинга в зависимости от того, какую роль играет фирма в создании синдиката, выделяют три статуса фирм-участниц синдиката³⁹:

1) **андеррайтер-менеджер** – фирма, выступающая организатором синдиката и ведущая все его дела, взаимодействуя с эмитентом;

³⁹ Новиков, С. Андеррайтинг в США и России / С. Новиков, Ю. Сухановский // Финансовый бизнес. – М., 2007. - № 3. - С. 61.

2) **андеррайтер** – фирма, не являющаяся менеджером, но желающая вложить свой капитал путем выкупа некой части нового выпуска для перепродажи;

3) **торговый агент** (член торговой группы) – фирма, не вкладывающая свой капитал, а лишь помогающая реализовывать ценные бумаги.

Каждый из трех типов участника синдиката имеет различную долю в прибыли от перепродажи или комиссионной реализации бумаг, которая зависит от величины привлеченного капитала и степени ответственности. Каждый член эмиссионного синдиката при подписании договора с андеррайтером на участие в размещении ценных бумаг получает подробные инструкции по организации своей работы. Согласно законодательству США все члены синдиката должны иметь генеральную доверенность эмитента на распространение ценных бумаг.⁴⁰

Мы рассмотрели общий алгоритм размещения ценных бумаг, механизм андеррайтинга. Рассмотрим теперь ряд особенностей и проблем, встречающихся на вышеперечисленных этапах, которые требуют дополнительного анализа.

Отдельно отметим такой момент как конкретизация потребностей, известная как «обкатка» предполагаемого выпуска ценных бумаг. Ее суть заключается в проведении серии переговоров между членами эмиссионного синдиката с потенциальными инвесторами. Это необходимо для того, чтобы заручиться подтверждением их желания приобрести эмитируемые ценные бумаги. В результате переговоров становится ясно готовы ли заинтересованные лица приобрести ценные бумаги и, если да, то в каком количестве. Данная информация является важнейшим показателем успешности первоначального публичного предложения ценных бумаг.

⁴⁰ Новиков, С. Андеррайтинг в США и России / С. Новиков, Ю. Сухановский // Финансовый бизнес. – М., 2007. – № 3. – С. 61.

Интересно отметить также некоторые особенности посреднической деятельности при эмиссии ценных бумаг в США. Как было рассмотрено выше, все выпуски ценных бумаг регистрируются в Комиссии по ценным бумагам и биржам США. Для этого нужно подать заявление на регистрацию. Обычно его помогает составить инвестиционный банк, заключивший с эмитентом эмиссионное соглашение. За регистрацию выпуска взимается пошлина.

Далее в течение 20 дней осуществляется «правовая чистка» нового выпуска в соответствии с законодательством штатов, где бумаги будут эмитироваться. По окончании периода проверки менеджер синдиката созывает предэмиссионное совещание, на котором выверяются заявление на регистрацию и окончательный проспект, а также обсуждаются официальные условия контракта между эмитентом и андеррайтером. Также на данном этапе устанавливается окончательная цена новых ценных бумаг, маржа андеррайтера и другие условия. Это совещание – последний этап, на котором любой член синдиката может выйти из него без каких-либо финансовых последствий. Важно отметить, что в США брокеры, рекомендующие приобретение ценных бумаг нового выпуска, не изучив тщательно всех условий, могут быть привлечены к суду приобретателем этих ценных бумаг в том случае, если выпуск окажется недоброкачественным. Таким образом, ответственность очень высока.

На практике таких совещаний проходит несколько, что дает возможность для ознакомления потенциальных инвесторов с компанией и ее руководителями. Этот момент очень важен для формирования адекватной оценки и доверия к предполагаемым ценным бумагам. Обычно продажа начинается с того, что члены синдиката или группы по продаже связываются с теми, кто направлял письма с выражением заинтересованности в покупке ценных бумаг, и просят их предоставить свои заказы. Этим потенциальным инвесторам рассылается окончательный проспект.

Инвестиционный банк или менеджер синдиката получает подписку от членов группы по продаже или внешних дилеров. В случае успешной подписки менеджер синдиката закрывает продажу. Однако прекращение продажи бумаг не означает, что все они проданы, а указывает лишь на то, что дилеры подписались на весь выпуск, и им еще предстоит продать эти бумаги.

Однако как бы хорошо ни была проведена подготовка к размещению ценных бумаг, существует вероятность того, что они будут приобретаться инвесторами не так хорошо, как предполагалось. Причиной этого может служить завышение цены ценной бумаги или, например, недооценка эмитента.

Результатом будет служить слабая реализация первоначального предложения. Более того, если инвесторы, которые уже приобрели ценные бумаги, увидят падение их рыночной цены, то они могут начать избавляться от этих бумаг. Это приведет к большим потерям андеррайтером, так как у них на руках останется большое число обесценивающихся ценных бумаг.

В этом случае особую роль приобретает способность и возможность менеджера синдиката влиять на рыночную цену ценной бумаги. Для того, чтобы рыночная цена не была намного ниже цены предложения, менеджер синдиката может установить фиксированную цену покупки на вторичном рынке на одном уровне или чуть ниже цены первоначального публичного предложения. Такой способ получил название «стабилизация вторичного рынка».

В эмиссионном проспекте отражается также метод распределения потерь. Обычно они распространяются пропорционально между всеми участниками синдиката.

Также в практике США можно выделить следующую особенность. Как уже было отмечено выше, начальным этапом продажи выпусков ценных бумаг является проведение предварительных переговоров между фирмой-эмитентом и инвестиционными структурами. Возможен также конкурс предложений о заключении контракта.

В американском законодательстве закреплено обязательное требование проведения таких конкурсов для регулируемых государством отраслей. При всех преимуществах конкурентного выбора, многие компании поддерживают давние связи с каким-то одним банком и предпочитают вести все операции именно через него, что в последствие приводит к некоторым проблемам, хотя на первый взгляд представляет одни преимущества: скидки на комиссионные проценты, проверенная репутация, установившиеся отношения.

Рассмотрим подробнее проблемы, возникающие в условиях отсутствия конкуренции.

Первая проблема состоит в том, что входящие в синдикат андеррайтеров крупные компании тесно связаны между собой. Это объясняет тот факт, что эмитенты слишком много теряют на разнице цен в пользу андеррайтера, ведь плата за гарантированное размещение новых выпусков слишком велика по сравнению с риском, который компенсируется этой гарантией. Причина заключается в игнорировании андеррайтерами интересов эмитента или в существовании неформального соглашения между инвестиционными компаниями.

Также существуют и другие немаловажные проблемы, такие как выбор финансового консультанта (среди них в США жесткая конкуренция), взаимодействие эмитента на всех этапах размещения с синдикатом посредством своего представителя через менеджера синдиката. В последнем случае нужно по максимуму обеспечить безопасность инсайдерской информации, для того, чтобы предотвратить махинации, с ней связанные. Также нельзя забывать и том, что при рассмотрении любой иностранной модели внимание нужно уделять как преимуществам, так и недостаткам, поскольку при использовании ее для адаптации такого финансового инструмента, как андеррайтинг, они могут проявиться на новой почве с новой силой.

Таким образом, можно сделать следующий вывод. Основная функция андеррайтера в международной практике – это предоставление комплексной помощи эмитенту на всех этапах организации эмиссии, а также реализация ценных бумаг инвесторам.

2.2. Особенности и тенденции первичного размещения бумаг на мировых рынках.

Обозначим ряд особенностей размещения бумаг на рынке США в последнее время.

Интересным представляется тот факт, что компании из США в последнее время предпочитают размещения акций по закрытой подписке. Все больше американских компаний пользуются преимуществами законодательства, регулирующего обращение ценных бумаг и позволяющего представителям бизнеса избегать трудоемких и дорогостоящих процедур регистрации при проведении эмиссии акций и облигаций. Согласно действующим нормам, компаниям не нужно проходить все эти процедуры, в случае если они предлагают ценные бумаги институциональным инвесторам или богатым частным лицам по закрытой подписке.

Сложившаяся ситуация на фондовых рынках привела к тому, что объем размещенных по открытой подписке бумаг за 2009-2010 годы упал на 11%, в то время как объемы продажи по закрытой подписке выросли на 42%. Чтобы отрегулировать данный вопрос, SEC несколько облегчила законодательство, регулирующее реализацию ценных бумаг по открытой подписке. Намерение регулятора отчасти продиктовано давлением законодателей: преследуя цель создания как можно большего количества рабочих мест, они хотят облегчить местному бизнесу процесс привлечения капитала.

Подобная ситуация происходит уже достаточно давно. Дело в том, что организация публичного размещения является достаточно долгим и затратным процессом: банки берут за это 3—6% от объема размещения, а процесс

занимает месяцы. Продажа по закрытой подписке занимает около трех недель и особенно актуальна сейчас, когда рынки очень волатильны.

Подобные эмиссии в силу своей простоты и удобства будут лишь набирать популярность в ближайшее время. Примечательно, что аналогичным способом продажи бумаг в США все чаще пользуются и зарубежные компании. В прошлом году до 25% привлеченных посредством закрытой подписки средств пришлось именно на иностранные компании.⁴¹

Сегодняшняя ситуация на рынке IPO выглядит следующим образом. Число IPO на мировых площадках на конец 2011 г. далеко от докризисного пика в 2,4 тыс. в год. На конец мая прошлого года из-за высокой волатильности на рынках листинг провели менее 800 компаний. Хуже выглядит картина в Европе, пораженной долговым кризисом. Так, в 2007 году на трех ведущих площадках — Лондонской фондовой бирже, Euronext и Deutsche Boerse — было проведено 283 IPO на общую сумму более чем €35 млрд. А на конец мая прошлого года на трех биржах-лидерах разместились всего 22 компании на сумму €9,2 млрд. И до конца 2011 года число выходов на площадки Старого Света было практически нулевым.⁴²

В Азии ситуация несколько иная. На фоне роста местной экономики Гонконгская фондовая биржа в 2009 году стала мировым лидером по IPO и закрепила свои позиции в 2010 году, разместив акции 114 компаний на сумму \$58 млрд. Этих показателей биржа добилась благодаря двойным листингам: некоторые компании (например, швейцарский трейдер GleNcore в мае 2011 года) разместили акции на одной из западных бирж и в Гонконге. Впрочем, по словам аналитиков, подобные двойные размещения имеют мало смысла, поскольку не приводят ни к значительному увеличению ликвидности, ни к

⁴¹ Е. Басманов. Компании из США в последнее время предпочитают размещения акций по закрытой подписке http://www.offerings.ru/library/publication/pages_228.html

⁴² Т. Глазкова. Секрет успеха IPO: выход на фондовый рынок надо готовить во время спада <http://www.rbcdaily.ru/2011/10/28/world/562949981900391>

заметному росту стоимости компаний, ни к активному интересу азиатских инвесторов. Тем не менее, Гонконг останется лидером по IPO, а номером два скоро может стать Шанхайская фондовая биржа.⁴³

Китайские инвестиционные банки постепенно отвоевывают рынок проведения IPO в Гонконге у своих западных конкурентов, применяя следующий метод. С целью привлечения клиентов они все чаще обещают последним полный выкуп нераспроданных в результате размещения акций при проведении андеррайтинга. Поэтому с 2008 по 2010 год доля рынка проведения IPO в Гонконге, занимаемая банками материкового Китая, выросла с 9,3 до 24%.⁴⁴

Нужно сказать, что компаниям не стоит откладывать подготовку IPO до появления благоприятных условий (то есть низкой волатильности на рынках и высокой стоимости). Чтобы успешно выйти на фондовый рынок, надо потратить около года на разработку стратегии, обучение персонала. Поэтому те компании, кто начнет готовиться к IPO уже сейчас, невзирая на сложные рыночные условия, могут весьма удачно разместиться, как только кризис пойдет на спад.

Приведем ряд примеров для наглядности.

Крупнейший брокерский дом КНР Citic Securities завершил проведение IPO в Гонконге, которое принесло ему почти \$2 млрд. В середине сентября 2011 года компания открыла подписку на свои бумаги, рассчитывая привлечь зарубежных институциональных инвесторов. Нестабильная обстановка на фондовых рынках планеты не смогла навредить грядущему IPO: андеррайтеры размещения взяли на себя обязательство выкупить почти все бумаги в случае форс-мажора.

⁴³ Там же

⁴⁴ Е. Басманов. Китайские банки вытесняют западных конкурентов с рынка IPO в Гонконге, <http://www.banki.ru/news/lenta/?id=3303166>

Прием заказов на покупку бумаг Citic Securities, начавшийся в середине сентября прошлого года, позволил инвесторам приобрести долю в крупнейшем брокере Китае в диапазоне от 12,84 до 15,2 гонконгского доллара (\$1,64—\$1,95) за акцию. Это крупнейшее IPO в Гонконге с середины лета, когда на биржу вышел итальянский производитель люксовой одежды, обуви и аксессуаров Prada, привлечший в июне \$2,5 млрд.⁴⁵

Несмотря на не очень удачный момент для размещения акций, IPO Citic, прошло довольно гладко. Интерес к приобретению бумаг компании выразили такие крупные институциональные инвесторы, как американские фонды Waddell & Reed и Och-Ziff Capital Management Group, суверенные фонды Kuwait Investment Authority и Temasek Holdings, бразильский инвестиционный банк BTG Pactual. В совокупности эти структуры приобрели около 44% размещаемых акций. ICBC International Holdings, CCB International, BOC International, Bocom International Securities и Agricultural Bank of China International взяли на себя обязательства выкупить бумаги Citic на сумму, не превышающую \$1,4 млрд.⁴⁶

На тот момент в Гонконге не было представлено ни одной брокерской компании из Китая, что стало огромным преимуществом для Citic. Тем не менее нельзя забывать и об очень высокой конкуренции в секторе, которая, безусловно, сказалась на прибылях местных брокеров.

Перейдем к рассмотрению ситуации, сложившейся на европейских площадках. Интересна ситуация, связанная с компанией BlackRock, являющейся крупнейшим инвестором на фондовом рынке страны. В мае 2011 года представители сразу нескольких ведущих банков Великобритании получили гневное письмо от компании BlackRock о том, что желание банкиров

⁴⁵ Е. Басманов. Крупнейший брокер Китая проводит IPO на 2 млрд. долларов, <http://www.banki.ru/news/lenta/?id=3238222>

⁴⁶ Там же

максимизировать прибыль при организации публичных размещений негативно сказывается на оценке стоимости акций и подрывает доверие инвесторов к таким бумагам.

Топ-менеджеры BlackRock призывали банкиров отказаться от взятых на вооружение практик по организации IPO, были, в частности, недовольны чересчур «агрессивным» подходом банков к оценке стоимости размещаемых акций. Менеджеры были крайне обеспокоены тем, что компании выбирают организаторов IPO, основываясь на нереалистичных оценках последних. Вдобавок к этому на процесс формирования цены крайне негативно влиял создание крупных синдикатов. Исходя из этого, BlackRock решили уделять меньше внимания размещениям, организованным крупными группами банков.

Инвесторов также не устраивало то, что фондам не дают поближе познакомиться с размещающимися компаниями, а общение с руководством перед IPO обычно длится лишь около часа, в рамках которого крайне сложно вынести суждение о компании. В BlackRock уверены, что одной из главных причин переоценки бумаг является то, как инвестбанки оценивают свою работу в рамках организации IPO.

Опасения также вызывало наличие комиссий, привязанных к цене акций в первый день торгов, а не к их средней цене за первые полгода после размещения. Такие комиссии не способствовали согласованию интересов участников процесса и провоцировали банки на более агрессивное поведение. В результате завышенных оценок банков вкладывающиеся в бумаги участники рынка теряют свои средства.⁴⁷

Ярким примером такой ситуации может служило IPO компании Glencore. Рыночная стоимость акций компании так и не превысила стоимость размещения, подтвердив тем самым опасения некоторых аналитиков о слишком

⁴⁷ Е. Басманов. Банкиры-андеррайтеры намеренно завышают стоимость акций при IPO, <http://www.rbcdaily.ru/2011/05/31/world/562949980340275>

щедрой оценке бумаг при организации IPO. При этом синдикат банков, готовивших выход на биржу, получил от Glencore по разным данным от 170 до 200 млн фунтов к качеству оплаты за оказанные услуги.⁴⁸

Интересно отметить, что инициатива топ-менеджеров BlackRock стала не первой попыткой «образумить» банки касательно практик организации IPO. Незадолго до этого ряд организаций, отстаивающих права акционеров, обратились в Министерство бизнеса Великобритании с жалобой на высокие комиссии банков при организации IPO и трудности с привлечением последних к ответственности. Предполагается, что в скором времени банки могут обязать получать комиссии за проведение IPO акциями размещаемых компаний. Такая мера будет способствовать более взвешенной оценке стоимости бумаг.

По данным Ernst & Young, процесс проведения IPO на американских площадках занимает от одного до двух лет, тогда как на европейских Euronext или Deutsche Boerse — от шести до 12 месяцев. Расходы на андеррайтинг при проведении размещения на NYSE и NASDAQ составляют 6,5-7% от суммы привлечения, а на LSE, Deutsche Boerse или Euronext они не превысят 3,5 или 5% для иностранных компаний.⁴⁹

В качестве примера международной практики андеррайтинга также можно привести IPO компании General Motors стало крупнейшим в мире в 2010 году, так как андеррайтеры реализовали свои опционы на покупку акций на сумму \$3 млрд (по данным Reuters).

С помощью опционов андеррайтеры дополнительно купили еще 71.7 млн обыкновенных акций GM на сумму \$2.37 млрд и 13 млн привилегированных акций на сумму \$650 млн, в результате чего общая сумма размещения достигла \$23.1 млрд. Это превышает \$22.1 млрд, который смог привлечь китайский

⁴⁸ Е. Басманов. Банкиры-андеррайтеры намеренно завышают стоимость акций при IPO, <http://www.rbcdaily.ru/2011/05/31/world/562949980340275>

⁴⁹ Гайдаев, В. Дерзкие площадки / В. Гайдаев // Деньги. – М., 2008. - № 33(688)

Сельскохозяйственный банк (Agricultural Bank of China) в 2006 году, таким образом IPO GM стало крупнейшим в мире.⁵⁰

Ведущими андеррайтерами размещения выступали J.P.Morgan Chase, Bank of America и Citigroup. Также в IPO участвовали Barclays Capital, Credit Suisse Group, Deutsche Bank AG и Goldman Sachs.

Вывод по Главе 2:

В США разработан и применяется четкий механизм организации размещения ценных бумаг, практика андеррайтинга сложилась и успешно развивается.

Преимуществами андеррайтинга в США являются:

- 1) высокая капитализация компаний;
- 2) большой опыт размещений, вследствие чего механизм андеррайтинга четко налажен и эффективно функционирует;
- 3) четкое регулирование процесса со стороны государства;
- 4) размещение с помощью крупных эмиссионных синдикатов.

Основная функция андеррайтера в международной практике – это предоставление комплексной помощи эмитенту на всех этапах организации эмиссии, а также реализация ценных бумаг инвесторам.

Тенденциями рынков последнее время является увеличение числа размещений бумаг по закрытой подписке (т.к. это быстрее и менее затратно). То есть все большее число американских компаний пользуются преимуществами законодательства, регулирующего обращение ценных бумаг и позволяющего представителям бизнеса избегать трудоемких и дорогостоящих процедур регистрации при проведении эмиссии акций и облигаций. В Европе имеет место частичный переход от размещений через крупные синдикаты к размещению с помощью сравнительно небольшие компании (это результат

⁵⁰ IPO GM все-таки стало крупнейшим в истории, <http://www.uazpower.ru/news/201011291223-ipo-gm-vse-taki-stalo-krupneyshim-v-istorii>

завышения комиссий за андеррайтинг, которые взимают крупные, известные инвестбанки).

3. Российский опыт андеррайтинга.

3.1. Механизм осуществления андеррайтинга в российской практике.

По сравнению с международной практикой, рассмотренной выше, механизм размещения ценных бумаг в России остается довольно трудным и растянутым во времени.

По сравнению с международным опытом практика проведения андеррайтинга в России невелика. Появление института андеррайтинга относится к 90-м годам. В начале 90-х по инициативе ряда крупных американских банков и при финансировании британского Know How Fund даже внедрялся проект по осуществлению показательных андеррайтинговых кампаний в четырех городах России, однако проект был реализован лишь отчасти.⁵¹

Первый андеррайтинг корпоративных ценных бумаг был применен при эмиссии акций приватизированного предприятия ОАО «Красный октябрь» (эмиссия была зарегистрирована в декабре 1994 года). Андеррайтеры (ими были английские компании) в качестве платы за андеррайтинг получили 10 % от суммы реально привлеченных средств. Затраты на подготовку проспекта эмиссии, рекламную компанию и так далее составили 700 тысяч долларов, однако эмиссия не была размещена полностью, 1,6 млн. штук акций были аннулированы.

Говоря об андеррайтинге в России, необходимо отметить, что, несмотря на ряд особенностей и проблем, в целом институт андеррайтинга уже сложился⁵². Роль андеррайтеров выполняют преимущественно коммерческие банки, обладающие значительными свободными финансовыми ресурсами.

⁵¹ Колтынюк, Б. Инвестиции <http://www.vipstudent.ru/index.php?q=lib&r=25&id=1195146653&p=149>

⁵² Новиков, С. Андеррайтинг в США и России / С. Новиков, Ю. Сухановский // Финансовый бизнес. – М., 2007. - № 3. - С. 61

Комиссионные, выплачиваемы андеррайтеру, зависят от объема эмиссии (с ростом объема эмиссии наблюдается снижение процента, уплачиваемого андеррайтеру), и составляют в среднем от 0,5% до 6% от суммы выпуска.

Рассмотрим механизм процедуры андеррайтинга в России на примере организации эмиссии облигаций.⁵³

1. Предварительная оценка и фондовая инвентаризация эмитента.

На данном этапе происходит оценка условий рынка, в частности, динамика и структура спроса и предложения, цены, доходности и т.д. Анализируется также и эмитент: его кредитный рейтинг, известность имени, участие и позиции в рейтингах и рэнкингах, отношения с государством, прибыльность, анализируются финансовые коэффициенты, отражающие состояние компании. Это необходимо для того, чтобы правильно разработать схему андеррайтинга, чтобы достичь наивысших результатов.

Ведущий андеррайтер проводит фондовую инвентаризацию эмитента, задачами которой являются:

- своевременное выявление и помощь в устранении несоответствий в деятельности эмитента и его документов требованиям законодательства Российской Федерации о рынке ценных бумаг, об акционерных обществах, о защите прав и законных интересов инвесторов;
- установление и устранение существующих препятствий для осуществления новых эмиссий ценных бумаг.

Идет анализ учредительных, приватизационных документов, документов по эмиссиям ценных бумаг, по раскрытию информации, по ведению реестра, документов по взаимодействию с государственными органами, регулирующими финансовый рынок (например, на предмет наличия неурегулированных

⁵³ За основу взят механизм, рассмотренный в Руководстве по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций. Миркин Я. М. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций / Я. М. Миркин, С. В. Лосев, Б. Б. Рубцов, И. В. Добашина, З.А. Воробьева. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. – 538 с.

требований и неисполненных предписаний, выданных государственными органами).

2. Подготовка облигационного займа и принятия решения эмитентом.

В начале данного этапа эмитентом / ведущим андеррайтером (по договору с эмитентом) разрабатывается проект бизнес-плана, оцениваются возможности размещения займа, а также проводятся первичные переговоры с ведущим андеррайтером.

В случае, если стороны настроены на сотрудничество, они заключают андеррайтинговый договор, где устанавливается объект и вид андеррайтинга, структура услуг и сроки их предоставления, взаимное распределение прав и обязанностей, ответственность сторон. В рамках договора определяются цены на отдельные услуги андеррайтера, смета затрат на эмиссию, устанавливается механизм вознаграждения ведущего андеррайтера, принципы оплаты иных организаций, который будут привлекаться для подготовки и размещения эмиссии облигаций.

После этого ведущий андеррайтер составляет окончательный вариант бизнес-плана и оформляет Концепцию облигационного займа, которые затем согласуются с эмитентом и утверждаются.

Далее начинается поиск инвесторов (поручителей, гарантов), финансового консультанта, ведутся переговоры с ними. Для этих целей ведущий андеррайтер готовит инвестиционный меморандум, в которой содержится вся основная информация о предстоящей эмиссии. Также распространяется бизнес-план и концепция облигационного займа.

При этом определяются объемные, ценовые и иные условия эмиссии облигаций и их размещения, являющиеся привлекательными для рынка.

Происходит подбор ведущим андеррайтером финансового консультанта, проведение переговоров с участием эмитента о распределении прав и обязанностей по эмиссии между эмитентом, ведущим андеррайтером и

финансовым консультантом. В результате заключается договор эмитента с финансовым консультантом. Также готовятся контракты эмитента с правовыми, аудиторскими и другими фирмами.

Необходимо отметить, что в результате согласования между потенциальными инвесторами и эмитентом могут быть изменения каких-либо параметров облигационного займа. В этом ведущий андеррайтер производит переработку Концепции облигационного займа.

Если речь идет об акционерном обществе, проводится заседание совета директоров и общего собрания акционеров для одобрения столь крупной сделки.

3. Регистрация облигационного займа и раскрытие информации

Ведущий андеррайтер подготавливает Решение о выпуске ценных бумаг в соответствии с требованиями Стандартов эмиссии ценных бумаг⁵⁴.

В Решении о выпуске облигации указываются следующие сведения:

- круг лиц, среди которых эмитент намерен разместить облигации (в случае закрытой подписки);
- порядок заключения договоров, на основании которых осуществляется размещение облигаций (порядок процедуры подачи заявок и их удовлетворения);
- положение о том, что с переходом прав на облигацию с обеспечением к новому владельцу переходят все права, вытекающие из такого обеспечения (в случае предоставления обеспечения выпуска облигаций);
- указание на дату составления списка владельцев облигаций для исполнения по ним обязательств (в случае обязательного централизованного хранения сертификатов облигаций в депозитарии);

⁵⁴ Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг (утв. приказом Федеральной службы по финансовым рынкам от 25 января 2007 г. N 07-4/пз-н) (с изменениями и дополнениями). Текст документа в актуальной редакции опубликован в Системе «Консультант плюс»

- размер (порядок определения размера) доходов по облигациям;
- другие сведения.

На втором этапе происходит оформление проспекта эмиссии, который затем должен быть зарегистрирован в ФСФР России в двух случаях:

- в случае открытой подписки;
- если подписка закрытая, но число потенциальных приобретателей превышает 500.

Проспект облигаций подготавливается в соответствии с требованиями Стандартов эмиссии ценных бумаг.

Важно отметить, что ФСФР может отказать в регистрации выпуска, если, например, проспект эмиссии составлен неправильно. Поэтому от андеррайтера требуется наличие высокого уровня профессионализма, в противном случае будет нанесен ущерб имиджу как компании-андеррайтеру, так и компании-эмитенту.

Далее следует проведение эмитентом заседания совета директоров, на котором утверждаются Решение о выпуске ценных бумаг и Проспект облигаций. Не позднее 3 дней после проведения заседания совета директоров составляется протокол заседания совета директоров.

Проспект облигаций должен быть подписан финансовым консультантом на рынке ценных бумаг, который подтверждает достоверность и полноту информации, содержащейся в Проспекте облигаций, в случае публичного размещения и / или обращения облигаций.

Сообщение об утверждении решения о выпуске ценных бумаг должно быть опубликовано эмитентом в следующие сроки с даты составления протокола заседания совета директоров эмитента, на котором принято решение о размещении ценных бумаг:

в ленте новостей - не позднее 1 дня;

на странице в сети «Интернет» - не позднее 3 дней;

в периодическом печатном издании - не позднее 5 дней

Эмитент уплачивает сумму налога на операции с ценными бумагами, исходя из номинальной суммы выпуска и налоговой ставки, установленной в процентном размере от номинальной стоимости эмиссии (до 2004 г. ставка составляла 0.8%, в настоящее время – 0.2%, но не свыше 100 тысяч рублей)⁵⁵. В случае отказа в регистрации эмиссии налог не возвращается.

Для государственной регистрации выпуска облигаций инвестиционным консультантом и эмитентом совместно должны быть подготовлены следующие документы:

- Заявление на государственную регистрацию выпуска облигаций;
- Свидетельство о государственной регистрации эмитента в качестве юридического лица (копия);
- Решение о выпуске ценных бумаг;
- Протокол об утверждении Решения о выпуске облигаций (выписка);
- Устав в действующей редакции (копия);
- Справка о полной оплате уставного капитала;
- Анкета эмитента;
- Документ об уплате налога на операции с ценными бумагами;
- Опись представленных документов;
- Протокол о принятом решении о размещении облигаций (выписка);
- Проспект облигаций (в случае необходимости регистрации проспекта ценных бумаг);
- Образец сертификата облигаций (в случае документарной формы выпуска облигаций);

⁵⁵ Федеральный закон «О внесении изменения в статью 3 Закона Российской Федерации «О налоге на операции с ценными бумагами»» №183-ФЗ [от 23.12.2003] [Электронный ресурс]. Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».

- Договор о ведении реестра владельцев именных облигаций (в случае ведения реестра владельцев именных облигаций регистратором) (копия);

- Договор на централизованное хранение сертификатов облигаций (в случае эмиссии документарных облигаций, условия выпуска которых предусматривают обязательное хранение сертификатов) (копия);

- Документы, удостоверяющие факт предоставления обеспечения (в случае, когда исполнение обязательств по облигациям обеспечивается третьим лицом), документ о рыночной стоимости имущества, представляемого в качестве обеспечения;

- Протокол об одобрении эмитентом крупных сделок (в случае наличия таковых) и сделок с заинтересованностью (в случае закрытой подписки и наличия таковых);

- Документы, подтверждающие наличие одобрения лицом, предоставляющим обеспечение крупных сделок и сделок с заинтересованностью (в случае наличия таковых);

- Справка от эмитента о принятии налоговыми органами всей предоставляемой

бухгалтерской отчетности (в случае отсутствия на таковой отметки о принятии);

- Бухгалтерская отчетность эмитента (в случае если не представляется проспект облигаций);

- Документ, подтверждающий, что количество приобретателей облигаций не превысит 500, если это не следует из Решения об их выпуске (в случае если не представляется проспект облигаций).

Все перечисленные документы предоставляются в форме и количестве, указанном в Стандартах эмиссии ценных бумаг.

Все необходимые документы эмитент представляет в регистрирующий орган в установленном количестве экземпляров не позднее 1 месяца с даты утверждения Решения о выпуске облигаций.

Регистрирующий орган обязан осуществить государственную регистрацию выпуска облигаций или принять мотивированное решение об отказе в государственной регистрации в течение 30 дней с даты предоставления всех документов.

В случае принятия решения о государственной регистрации выпуска облигаций регистрирующий орган выдает эмитенту:

- три экземпляра Решения о выпуске облигаций с отметками о его регистрации и государственным регистрационным номером выпуска облигаций;
- три экземпляра Проспекта облигаций с отметкой о его регистрации и государственным регистрационным номером выпуска облигаций (в случае, если государственная регистрация выпуска сопровождалась регистрацией проспекта облигаций);
- уведомление регистрирующего органа о государственной регистрации выпуска облигаций.

Положением «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» от 04.10.2011 №11-46/пз-н предусмотрено раскрытие информации на следующих этапах⁵⁶:

- 1) на этапе принятия решения о размещении ценных бумаг;
- 2) на этапе утверждения решения о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг;
- 3) на этапе государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг;
- 4) на этапе размещения ценных бумаг;

⁵⁶Текст документа в актуальной редакции представлен в Системе «Консультант-Плюс»

5) на этапе государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг.

Сообщение о принятии решения о размещении ценных бумаг, а также сообщение об утверждении решения о выпуске должны быть опубликовано эмитентом в следующие сроки с даты составления протокола:

- в ленте новостей - не позднее 1 дня;
- на странице в сети Интернет - не позднее 2 дней.

Сообщение о государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг и порядке доступа к информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг должно быть опубликовано эмитентом в следующие сроки с даты опубликования информации о государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг эмитента на странице регистрирующего органа в сети Интернет или получения эмитентом письменного уведомления регистрирующего органа о государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг посредством почтовой, факсимильной, электронной связи, вручения под роспись в зависимости от того, какая из указанных дат наступит раньше:

- в ленте новостей - не позднее 1 дня;
- на странице в сети Интернет - не позднее 2 дней.

Сообщение о дате начала размещения ценных бумаг должно быть опубликовано:

- в ленте новостей - не позднее чем за 5 дней до даты начала размещения ценных бумаг;
- на странице в сети Интернет - не позднее чем за 4 дня до даты начала размещения ценных бумаг.

По прошествии двух недель с момента раскрытия информации андеррайтер приступает к реализации ценных бумаг инвесторам. Обычно

применяется андеррайтинг на базе твердых обязательств, то есть в случае недостаточного спроса на ценные бумаги со стороны инвесторов андеррайтер сам выкупает нераспроданный объем эмиссии по оговоренной цене. По законодательству срок размещения ценных бумаг с момента принятия решения о выпуске составляет один год.⁵⁷ В среднем этот период составляет от 2 до 4 месяцев, однако на практике могут быть существенные отклонения, вызываемые множеством причин:

- 1) борьба интересов внутри эмитента;
- 2) замена команды и лиц, участвующих в управлении эмиссией;
- 3) недостаток средств, выделенных на эмиссию;
- 4) плохой менеджмент;
- 5) неготовность многих предприятий к осуществлению эмиссии;
- 6) конфликты с юридическими службами (включая противоречивость законодательства)

Далее после размещения эмиссии ценных бумаг ФСФР в течение одного месяца регистрирует отчет об итогах выпуска. После этого могут начаться вторичные торги.

Также эмитентом могут быть назначены маркет-мэйкеры, функцией которых является поддержка ликвидности вторичного рынка.

Важно отметить, что благодаря влиянию конкуренции качество андеррайтинговых услуг в России значительно улучшилось. Также андеррайтинг начинает расширяться, появляются дополнительные услуги. Например, помимо размещения ценных бумаг, может быть согласование инвестиционного проекта эмитента с антимонопольным комитетом, в случае если он является субъектом естественной монополии.

⁵⁷ Новиков, С. Андеррайтинг в США и России / С. Новиков, Ю. Сухановский // Финансовый бизнес. – М., 2007. - № 3. - С. 62

3.2. Анализ деятельности андеррайтеров в России.

3.2.1. Анализ деятельности банков в области андеррайтинга акций в России.

На основе данных аналитического портала offerings.ru проведем анализ российского рынка публичных размещений.

По итогам 2011 года можно сказать, что рынок публичного размещения акций российских эмитентов сохранил высокие показатели количества сделок. Он оценивается в 21 размещение, что сравнимо с максимальными значениями за всё время существования российского рынка. При этом стоимостной объем рынка, хотя и вырос почти в 2 раза (\$11,4 млрд), все еще отстает от результатов пикового 2007 года (размещения ВТБ, Сбербанк, ПИК, Уралкалий).⁵⁸

Для сравнения приведем итоги 2010 года. Рынок публичных размещений акций российских компаний в 2010 году показал впечатляющий рост по сравнению с 2008 и 2009 гг. Исходя из этого аналитики утверждали о «перезагрузке» данного сегмента рынка/инструмента. Количественный объем (25 размещений) был близок к максимальному значению за всё время существования российского рынка IPO/SPO, а стоимостной (\$6,7 млрд) показывает 3-е значение за последние семь лет, хотя и значительно уступает итогам 2006 и 2007 гг. На 2011 год аналитики прогнозировали, что количественный объем сделок составит не менее 20 сделок, а стоимостная составляющая превысит итоги 2010 года и может составить более \$10 млрд.

Прогноз аналитиков offerings.ru на 2011 год оказался близок к реальности. (не менее 20 сделок объемом около \$10 млрд.). Касательно 2012 года аналитики ожидают роста и превышение текущих значений только в случае реализации приватизационных размещений (Сбербанк, ВТБ, Роснефть).

⁵⁸ Обзор российского рынка публичных размещений акций январь-декабрь 2011 года, http://www.offerings.ru/netcat_files/File/IPO_2011.pdf

Приведем обобщенные данные, характеризующие российский рынок 2011 года⁵⁹:

- 21 — количественный объем рынка IPO/SPO;
- \$11 369 млн. — стоимостный объем рынка IPO/SPO;
- \$541,4 млн. — средний объем размещения;
- 12,7% — средняя доля размещения;
- +6,2% — среднее превышение цены в 1-й день торгов;
- 53% стоимостного объема рынка размещено на Лондонской фондовой бирже (LSE);
- 29% стоимостного объема рынка приходится на размещение «ВТБ»;
- 19% количественного объема рынка занимает сфера услуг и торговли;
- Лидеры Рейтинга консультантов:
ВТБ Капитал и Morgan Stanley — Организатор размещения;
ВТБ Капитал и Deutsche Bank — Андеррайтер размещения;
ВТБ Капитал и Deutsche Bank — Bookrunner размещения;
Cleary Gottlieb Steen & Hamilton — Юрист Эмитента;
Linklaters — Юрист Консультанта;
Ernst & Young — Аудитор Эмитента;
FTI Consulting — IR-консультант Эмитента.

Показатели, характеризующие рынок 2010 года:

- 25 — количественный объем рынка;
- \$6 690 млн. — стоимостный объем рынка;
- \$267,6 млн. — средний объем размещения ;
- 16,0% — средневзвешенная доля размещения;

⁵⁹ Публичные размещения в России: в шаге от максимумов,
http://www.offerings.ru/market/placement/review/review_38.html

- 35% стоимостного объема рынка размещено на Гон-Конгской фондовой бирже (HSEx);
- 33% стоимостного объема рынка приходится на размещения «Русал»;
- 43% стоимостного объема рынка занимает металлургическая отрасль;
- Лидеры Рейтинга консультантов:

JPMorgan — Организатор размещения и Андеррайтер размещения;

Ренессанс Капитал — Андеррайтер размещения;

Cleary Gottlieb Steen & Hamilton — Юрист Эмитента;

Linklaters — Юрист Организатора;

KPMG — Аудитор Эмитента;

Financial Dynamics — IR-консультант Эмитента.

Проанализируем подробно рейтинги / рэнкинги участников российского рынка IPO за 2011 год, а именно организаторов выпуска и андеррайтеров.

Рейтинг организаторов выпуска 2011 года представлен в таблице 1.

Таблица 1 - Рейтинг организаторов выпуска, 2011⁶⁰

R	Организатор выпуска	Эмитенты
1	ВТБ капитал	ВТБ, Армада, Etalon Group, Номос-банк, Mail.ru Group, Дикси, Магнит
2	Morgan Stanley	ГМС группа, Мечел, Яндекс, Global Ports Investments, НК Альянс, Магнит, Полиметалл
3	Ренессанс капитал	Энел ОГК-5, ГМС групп, Русагро, Etalon Group, Мечел, Фосагро
4	Deutsche Bank	Номос-банк, Яндекс, Global Ports Investments, Полиметалл
5	Goldman Sachs	Eurasia Drilling, Яндекс, Global Ports Investments, НК Альянс
6	Credit Suisse	Eurasia Drilling, Русагро, Etalon Group, Номос-банк
7	BofA Merrill Lynch	ВТБ
8	JP Morgan	ГМС группа, Mail.ru Group
9	Тройка диалог / Сбербанк	Global Ports Investments, Фосагро
10	HSBC	Полиметалл
11	Citi	Фосагро

⁶⁰ Рейтинг построен на основании данных портала offerings.ru, <http://www.offerings.ru/market/member/reiting>

12	Alfa Capital Markets Peter Koch GmbH	Русарго
13	Wertpapierhandelsbank	WorldWide Papa's
14	Финам	Ютинет.Ру

Особый интерес представляет рэнкинг организаторов, а именно лидеры на основе объема сделок и их количества.

Рассмотрим рэнкинг организаторов выпуска на основе количества сделок (табл. 2).

Таблица 2 - Рэнкинг организаторов на основе количества сделок, 2010 и 2011 года⁶¹

Рэнкинг организаторов на основе количества сделок, 2011			Рэнкинг организаторов на основе количества сделок, 2010		
№	Coordinator	Количество Сделок	№	Coordinator	Количество Сделок
1	Morgan Stanley	7	1	Ренессанс Капитал	7
2	Ренессанс капитал	6	2	JPMorgan	5
3	ВТБ капитал	6	3	Goldman Sachs	4
4	Deutsche Bank	4	4	Тройка Диалог	4
5	Goldman Sachs	4	5	UBS	3
6	Credit Suisse	4	6	Morgan Stanley	3
7	JP Morgan	2	7	ВТБ Капитал	3
8	Тройка диалог / Сбербанк	2	8	BNP Paribas	1
9	BofA Merrill Lynch	1	9	Credit Suisse	1
10	HSBC	1	10	BofA Merrill Lynch	1
11	Citi	1	11	Deutsche Bank	1
12	Alfa Capital Markets	1	12	ING Bank	1
13	Wertpapierhandelsbank	1	13	Mirabaud Securities	1
14	Финам	1	14	Fox-Davies Capital	1
			15	Еврофинансы	1
			16	Алор	1
			17	Открытие	1
			18	Финам	1
			19	Allenby Capital	1
			20	Hybridan	1

Из представленных таблиц видно, что в 2011 году лидерами по количеству организованных эмиссий были Morgan Stanley, Ренессанс Капитал и

⁶¹ Рэнкинг построен на основании данных портала offerings.ru, <http://www.offerings.ru/market/member/reiting>

ВТБ Капитал, в то время как в первую тройку 2010 года входили Ренессанс Капитал, JPMorgan и Goldman Sachs.

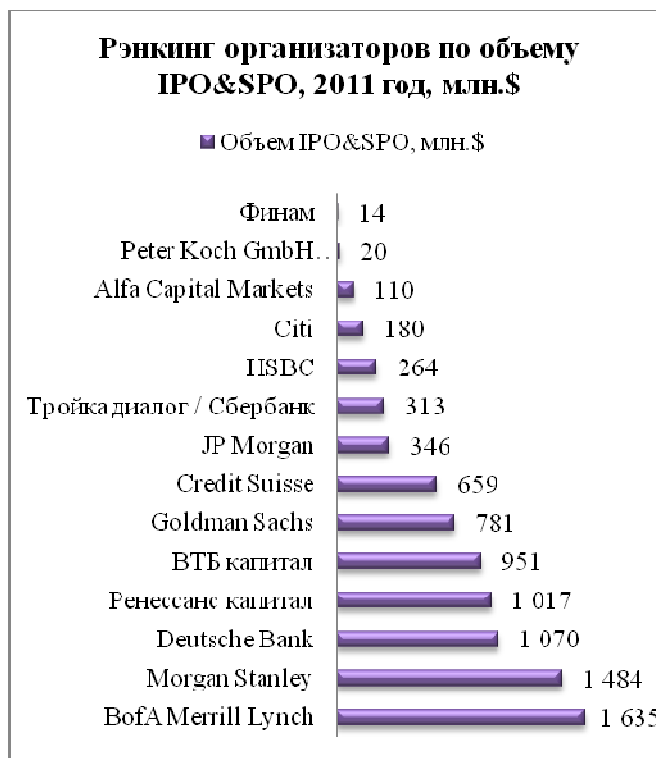
Для наглядности приведем пример. ОАО «Мечел» 9 сентября 2011г. на внеочередном собрании рассмотрели вопрос о заключении договора об андеррайтинге с американским банком Morgan Stanley в рамках подготовки проведения первичного публичного размещения акций (IPO) ОАО «Мечел-Майнинг» (объединяет горнодобывающие активы группы). Договор об андеррайтинге заключается между ОАО «Мечел», ОАО «Мечел-Майнинг», Morgan Stanley & Co. International и его аффилированными лицами и иными лицами, которые могут быть указаны в документе. В рамках договора андеррайтеры приобретают акции «Мечел-Майнинга» номинальной стоимостью 7,37 руб. в количестве, которое будет указано в договоре об андеррайтинге, в форме обыкновенных акций и глобальных депозитарных расписок (GDR). Также, согласно условиям, предусмотрен опцион на переподписку - в количестве до 15% от количества акций, указанного в договоре об андеррайтинге. Ранее старший вице-президент «Мечела» по финансам Станислав Площенко говорил о возможном IPO «Мечел-Майнинга» во второй половине 2011г. «Лондон и Нью-Йорк - очевидные варианты (для размещения), но мы также изучим Гонконг. Главный вопрос - где мы сможем получить лучшую оценку бизнеса», - отметил тогда менеджер. Он также указал, что «Мечел» сохранит за собой контрольный пакет «Мечел-Майнинга» в случае IPO последнего. По словам С.Площенко, на рынок может быть выведено от 10% до 25% капитала «Мечел-Майнинга», при этом в размещении будут участвовать только новые акции.⁶²

⁶² Акционеры «Мечела» 9 сентября рассмотрят вопрос о заключении договора об андеррайтинге с Morgan Stanley,
http://www.bg-is.com/index.php?option=com_content&view=article&id=1436&Itemid=1453

Перейдем к рассмотрению рэнкинга организаторов выпуска на основе объема сделок (табл. 3).

Таблица 3 - Рэнкинг организаторов на основе объема сделок, 2011 года⁶³

Рэнкинг организаторов на основе объема сделок, 2011		
№	Coordinator	Объем IPO&SPO, млн.\$
1	BofA Merrill Lynch	1,635
2	Morgan Stanley	1,484
3	Deutsche Bank	1,070
4	Ренессанс капитал	1,017
5	ВТБ капитал	951
6	Goldman Sachs	781
7	Credit Suisse	659
8	JP Morgan	346
9	Тройка диалог / Сбербанк	313
10	HSBC	264
11	Citi	180
12	Alfa Capital Markets	110
13	Wertpapierhandelsbank	20
14	Финам	14



На первом месте среди организаторов выпуска стоит Merrill Lynch, на долю которого приходится 18% объема IPO&SPO. На втором месте Morgan Stanley (17% общего объема), на третьем - Deutsche Bank – 12%.

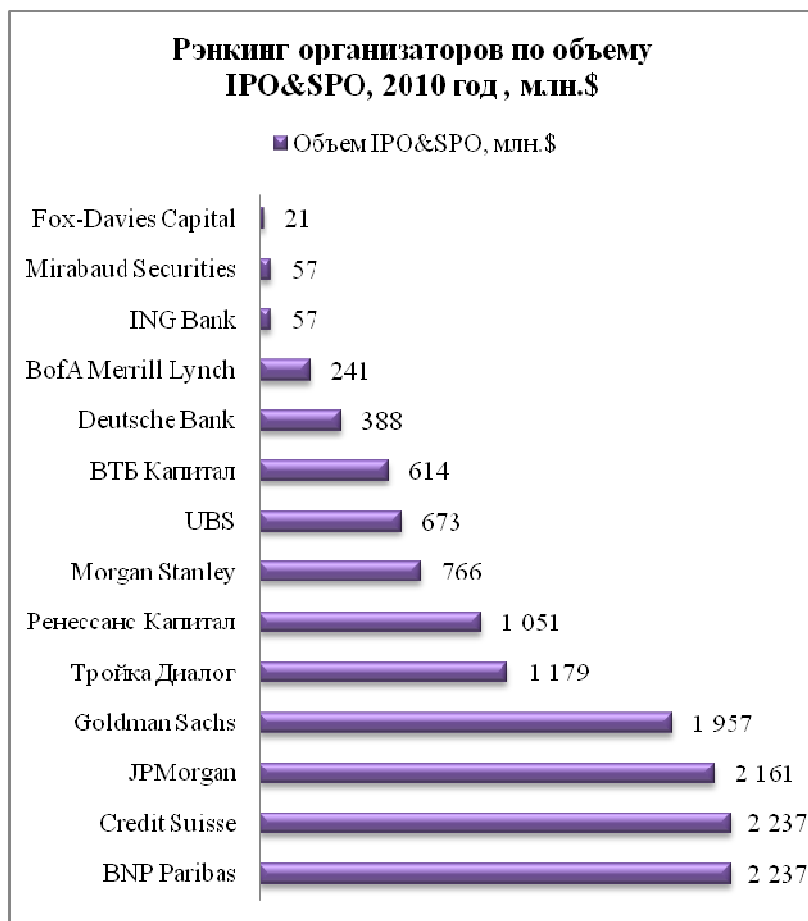
В 2010 году лидеры на российском рынке были другие: на первом месте BNP Paribas с 2,237 млн \$, на втором месте Credit Suisse (2, 237 млн \$), на третьем – JPMorgan (2,161 млн \$), доля каждого из которых составляла 16% общего объема. Merrill Lynch был на 11 месте с 241 млн \$ размещений (2%), Morgan Stanley на 7 месте – 766 млн \$ (6%), Deutsche Bank на 10 месте с 388 млн \$ (или 3% общего объема).

Приведем наглядно рэнкинг организаторов по итогам 2010 года (табл. 4).

Таблица 4 - Рэнкинг организаторов на основе объема сделок, 2010 год⁶⁴

⁶³ Рэнкинг построен на основании данных портала offerings.ru, <http://www.offerings.ru/market/member/reiting>

Рэнкинг организаторов на основе объема сделок, 2010		
№	Coordinator	Объем IPO&SPO, млн.\$
1	BNP Paribas	2,237
2	Credit Suisse	2,237
3	JPMorgan	2,161
4	Goldman Sachs	1,957
5	Тройка Диалог	1,179
6	Капитал	1,051
7	Morgan Stanley	766
8	UBS	673
9	ВТБ Капитал	614
10	Deutsche Bank	388
11	Lynch	241
12	ING Bank	57
13	Securities	57
14	Capital	21



Перейдем к анализу андеррайтеров по схеме, использованной выше при анализе организаторов.

Рейтинг андеррайтеров 2011 года представлен в таблице 5.

Таблица 5 - Рейтинг андеррайтеров, 2011⁶⁵

#	Underwriter	Эмитенты
1-2	ВТБ капитал	ВТБ, Армада, Etalon Group, Номос-банк, Мечел, Mail.ru Group, Дикси, Полиметалл
1-2	Deutsche Bank	ВТБ, Номос-банк, Яндекс, Global Ports Investments, Полиметалл
3	Morgan Stanley	ГМС групп, Мечел, Яндекс, Global Ports Investments, НК Альянс, Магнит, Полиметалл
4	Ренессанс капитал	Энел ОГК-5, ГМС групп, Русарго, Etalon Group, Мечел, Фосарго
5	Credit Suisse	Eurasia Drilling, Русарго, Etalon Group, Номос-банк, Фосарго
6	Goldman Sachs	Eurasia Drilling, Яндекс, Global Ports Investments, НК Альянс
7	BofA Merrill Lynch	ВТБ

⁶⁴ Рейтинг построен на основании данных портала offerings.ru, <http://www.offerings.ru/market/member/reiting>

⁶⁵ Рейтинг построен на основании данных портала offerings.ru, <http://www.offerings.ru/market/member/reiting>

8	JP Morgan	ГМС Групп, Mail.ru Group
9	Citi	Номос-банк, Фосарго
10	Тройка диалог	Global Ports Investments, Фосарго
11	HSBC	Полиметалл
12	Alfa Capital Markets	Русарго
13	BMO Capital Markets	Фосарго
14	Collins Stewart	Полиметалл
15-16	Piper Jaffray	Яндекс
15-16	Pacific Crest Securities	Яндекс
	Peter Koch GmbH	
17	Wertpapierhandelsbank	WorldWide Papa's
18	Газпромбанк	Армада
19	Финам	Ютинет.Ру
20	Алор Инвест	Ютинет.Ру
21	Балтинвестбанк	Ютинет.Ру

Интересно отметить, что если среди организаторов выпуска лидирующие позиции занимают иностранные банки и инвесткомпании, то среди андеррайтеров на первое место вышел отечественный ВТБ Капитал наряду с Deutsche Bank. ВТБ Капитал занял лидирующую позицию благодаря тому, что находился на первом месте по количеству сделок, Deutsche Bank по данному показателю был ниже – на 4 месте. По объему IPO&SPO Deutsche Bank опережает ВТБ Капитал (2, 058 млн.\$ против 1,148 млн.\$). Поэтому интересно проанализировать рэнкинг андеррайтеров, а именно, распределение на основе объема сделок и их количества.

Как было упомянуто выше, лидером по количеству сделок в 2011 году был ВТБ Капитал (8 сделок), что составляет 15% от общего числа сделок этого периода. На втором месте Morgan Stanley, на долю которого приходится 13% (7 сделок). Интересно, что в 2010 году на долю Morgan Stanley приходилось только 5% общего количества сделок, на втором месте по данному показателю в 2010 году была Тройка Диалог (6 сделок, что составило 8%). Лидером же был Ренессанс Капитал (8 сделок или 10% общего количества), который в 2011 году опустился до 3 места (6 сделок, что составило 11%).

Таблица 6 - Рэнкинг андеррайтеров на основе количества и объема сделок, 2011 год⁶⁶

Рэнкинг андеррайтеров на основе количества сделок, 2011		
№	Underwriter	Кол-во
1	ВТБ капитал	8
2	Morgan Stanley	7
3	Ренессанс капитал	6
4	Deutsche Bank	5
5	Credit Suisse	5
6	Goldman Sachs	4
7	JP Morgan	2
8	Citi	2
9	Тройка диалог / Сбербанк	2
10	BofA Merrill Lynch	1
11	HSBC	1
12	Alfa Capital Markets	1
13	BMO Capital Markets	1
14	Collins Stewart	1
15-16	Piper Jaffray	1
15-16	Pacific Crest Securities	1
17	Peter Koch GmbH Wertpapierhandelsbank	1
18	Газпромбанк	1
19	Финам	1
20	Алор Инвест	1
21	Балтинвестбанк	1

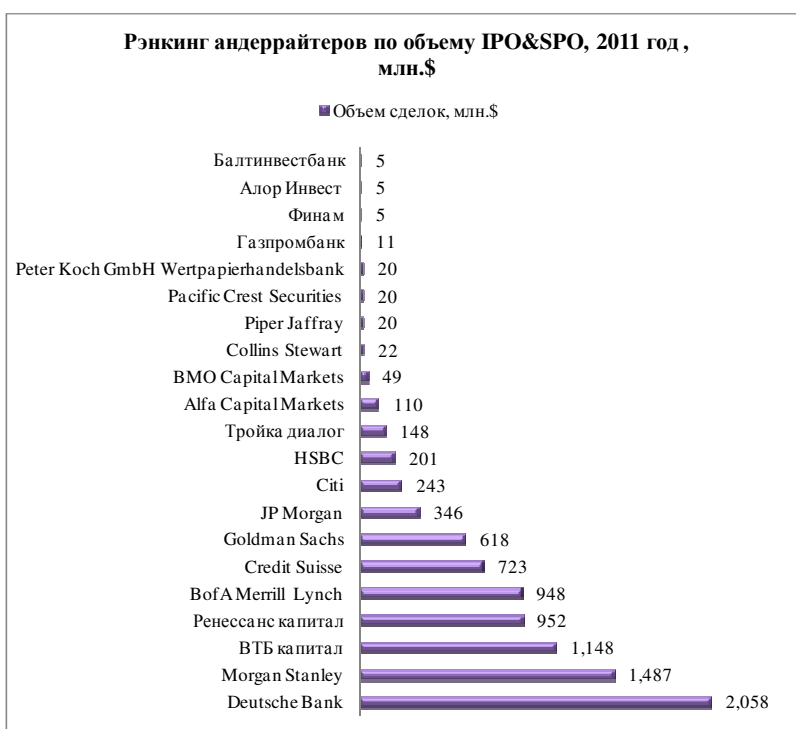
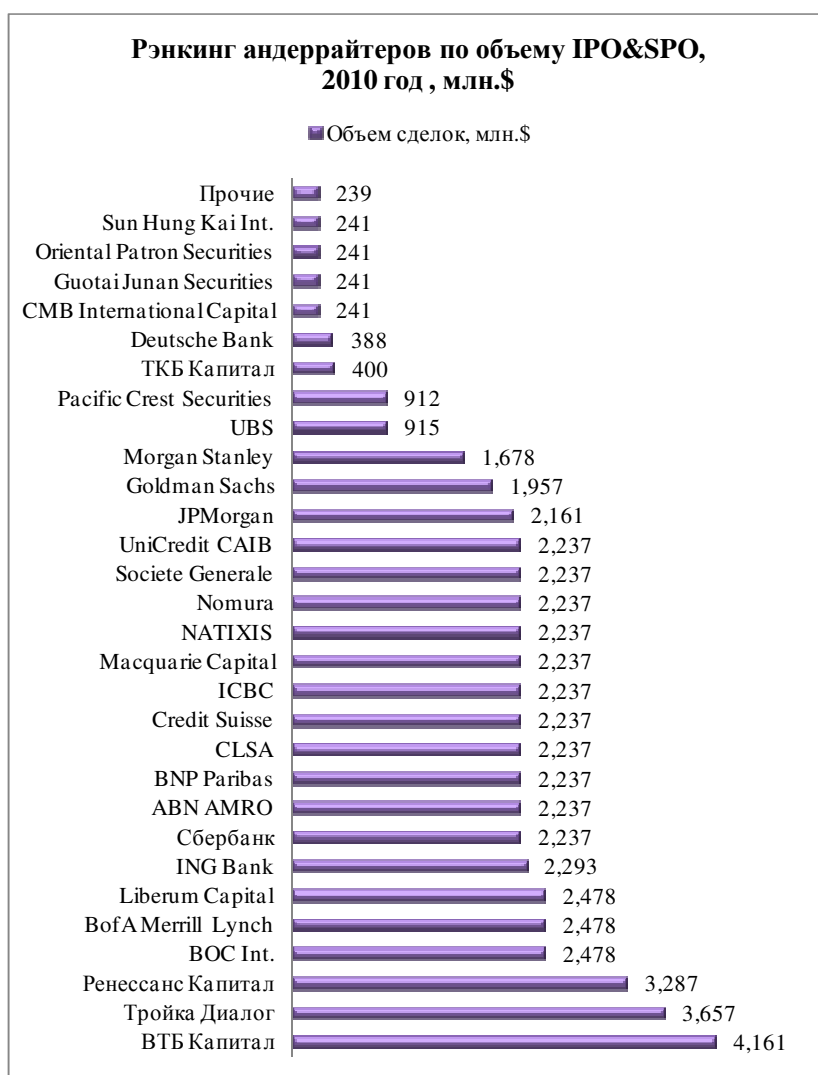


Таблица 7 - Рэнкинг андеррайтеров на основе количества и объема сделок, 2010 год⁶⁷

⁶⁶ Рэнкинг построен на основании данных портала offerings.ru, <http://www.offerings.ru/market/member/reiting>

⁶⁷ Рэнкинг построен на основании данных портала offerings.ru, <http://www.offerings.ru/market/member/reiting>

Рэнкинг андеррайтеров на основе количества сделок, 2010		
№	Underwriter	Кол-во
1	Ренессанс Капитал	8
2	Тройка Диалог	6
3	ВТБ Капитал	6
4	JPMorgan	5
5	Goldman Sachs	4
6	Morgan Stanley	4
7	UBS	4
8	Открытие	3
9	Финам	3
10	ING Bank	2
11	BOC Int.	2
12	BofA Merrill Lynch	2
13	Liberum Capital	2
14	ТКБ Капитал	2
15	Алор	2
16	Сбербанк	1
17	ABN AMRO	1
18	BNP Paribas	1
19	CLSA	1
20	Credit Suisse	1
21	ICBC	1
22	Macquarie Capital	1
23	NATIXIS	1
24	Nomura	1
25	Societe Generale	1
26	UniCredit CAIB	1
27	Deutsche Bank	1
28	Pacific Crest Securities	1
29	Mirabaud Securities	1
30	CMB International Capital	1
31	Guotai Junan Securities	1
32	Oriental Patron Securities	1
33	Sun Hung Kai Int.	1
34	Fox-Davies Capital	1
35	Еврофинансы	1
36	Allenby Capital	1
37	Велес капитал	1
38	Itinvest	1
39	Hybridan	1



Мы провели подробный анализ российского рынка публичных размещений. Перейдем к анализу деятельности андеррайтеров на рынке облигаций.

3.2.2. Анализ деятельности банков в области андеррайтинга на рынке облигаций в России.

Изучив рэнкинги организаторов выпусков и андеррайтеров, проведем анализ деятельности инвестиционных банков в сфере андеррайтинга за первый квартал 2012 года.

Отличительная черта рэнкингов – объективность, независимость результата и возможность отранжировать исходный список любому интересующему показателю. Анализ строится исходя из следующего количества учтенных эмиссий облигаций (период 01.01.2012 – 31.03.2012):

Таблица 8 - Структура эмиссий облигаций⁶⁸

Вид учитываемой эмиссии	Количество	Сумма, млн руб	%
Корпоративные облигации (все выпуски)	57	318,007	52%
Корпоративные облигации (рыночные выпуски)	51	293,390	48%
Муниципальные облигации	1	700	0%
Итого	109	612,098	100%

За первый квартал 2012 года в первую десятку организаторов выпуска (рассматриваем все выпуски, не только рыночные) входят следующие банки: ВТБ Капитал, Тройка Диалог / Сбербанк, Газпромбанк, Райффайзенбанк, ФК Уралсиб, Промсвязьбанк, Альфа-Банк, ВЭБ Капитал, ЮниКредит Банк, КБ Ситибанк. Всего же за период было 22 организатора выпуска. общая сумма привлеченных средств составила 318, 708 млн рублей (рис. 8)

⁶⁸ На основе рэнкинга инвестиционных банков за 01.01.2012 - 31.03.2012, <http://www.cbonds.info/ib/ib-rating.php/2012/1/RU#ib-bonds>

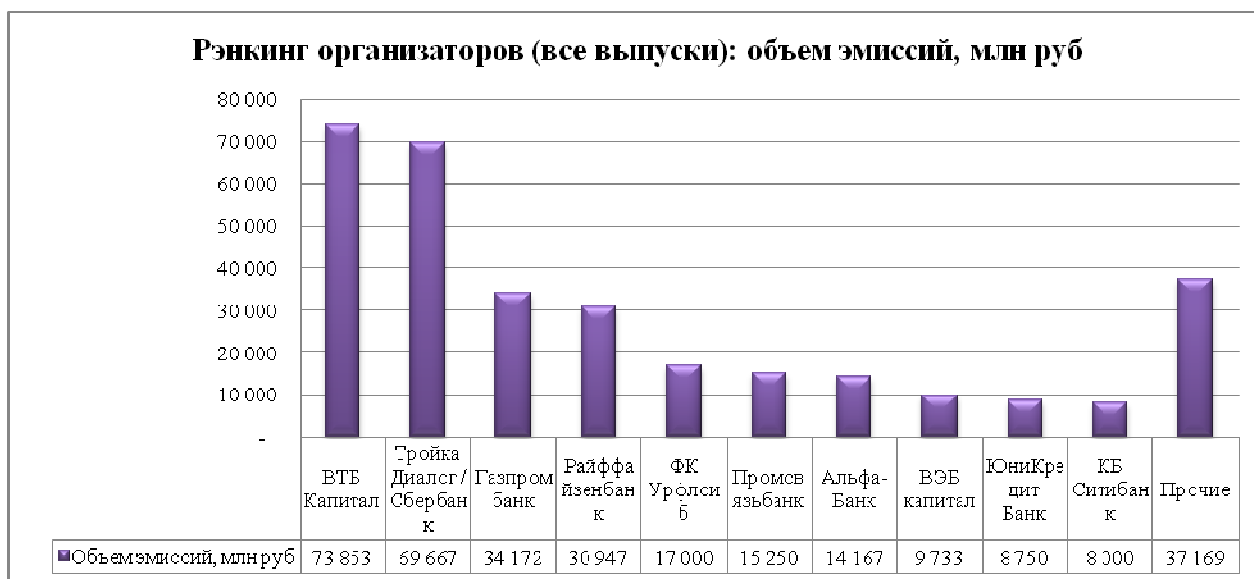


Рисунок 8 - Рэнкинг организаторов выпусков облигаций всех выпусков за первый квартал 2012 года⁶⁹

ВТБ Капитал организовал выпуск эмиссии объемом 73, 853 млн. рублей (13 эмитентов, 23 эмиссии), что составляет 23% общего объема. Тройка Диалог / Сбербанк – на втором месте с 69, 667 млн. рублей (16 эмитентов, 23 эмиссии), что составляет 22%.

В настоящий момент ОАО «Сбербанк России» и ЗАО ИК «Тройка Диалог» находятся в процессе объединения в единую группу лиц. До момента официального объявления компаниями о завершении такого объединения, указанные компании являются самостоятельными, не аффилированными друг с другом юридическими лицами и указанный рейтинг отражает рейтинг ЗАО ИК «Тройка Диалог», включая сделки ОАО «Сбербанк России».

Следует отметить, что практически все представленные выпуски относятся к корпоративному сектору экономики (318, 008 млн. руб. из общей суммы в 378, 008 млн. руб.). На муниципальном секторе за первый квартал

⁶⁹ На основе рэнкинга инвестиционных банков за 01.01.2012 - 31.03.2012, <http://www.cbonds.info/ib/ib-rating.php/2012/1/RU#ib-bonds>

2012 года действовал лишь АКБ Росбанк – была осуществлена эмиссия облигаций в Ярославской области на сумму 700 млн. рублей.

Так как практически все выпуски облигаций относятся к корпоративному сектору, имеет смысл проанализировать его подробнее, а именно какова доля финансовых и нефинансовых институтов (табл. 9, рис. 9).

Таблица 9 - Структура деятельности организаторов в разрезе сегментов рынка⁷⁰

Тип института	Сумма, млн руб
Нефинансовые институты	133,553
Финансовые институты и банки	184,455
Итого	318,008

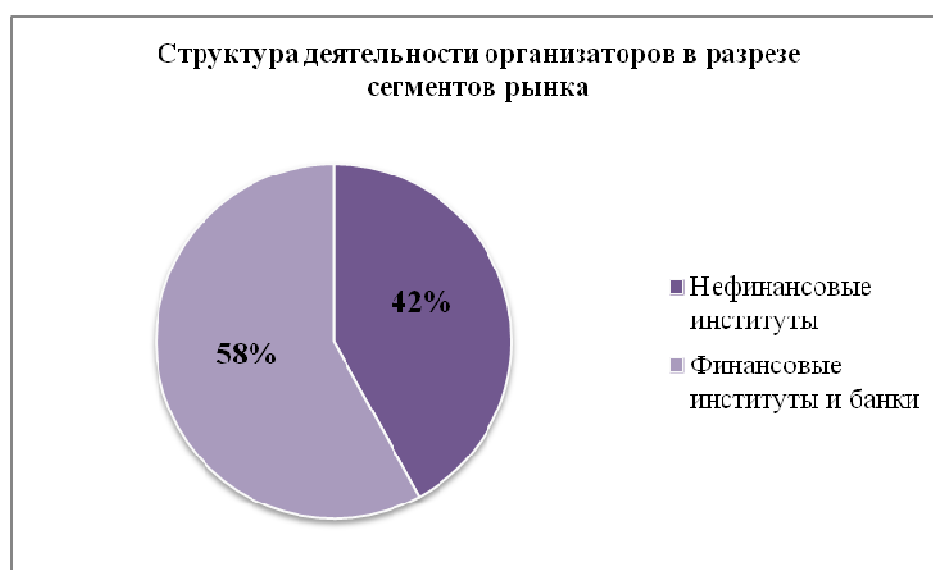


Рисунок 9 - Структура деятельности организаторов в разрезе сегментов рынка⁷¹

Из диаграммы видно, что большая часть приходится на финансовые институты и банки. Рассмотрим подробнее данные сегменты, анализируя организаторов, действующих на них.

Таблица 10 - Деятельность организаторов в разрезе сегментов рынка⁷²

⁷⁰ На основе рэнкинга инвестиционных банков за 01.01.2012 - 31.03.2012, <http://www.cbonds.info/ib/ib-rating.php/2012/1/RU#ib-bonds>

⁷¹ Там же

⁷² Там же

	Банки и финансовые институты	Нефинансовые институты	Банки и финансовые институты, %	Нефинансовые институты, %
ВТБ Капитал	40,025	33,828	22%	25%
Тройка Диалог / Сбербанк	31,275	38,392	17%	29%
Газпромбанк	20,422	13,750	11%	10%
Промсвязьбанк	14,750	500	8%	0%
ФК Урфлсиб	12,000	5,000	7%	4%
Райффазенбанк	10,780	20,167	6%	15%
ЮниКредит Банк	8,750	-	5%	0%
КБ Ситибанк	8,000	-	4%	0%
Банк Зенит	6,500	-	4%	0%
ВЭБ Капитал	5,983	3,750	3%	3%
Альфа-Банк	1,500	12,667	1%	9%
ИК "Лидер"	-	2,000	0%	1%
Банк "Открытие"	-	1,250	0%	1%
Углеметбанк	-	1,250	0%	1%
Прочие	24,470	999	13%	1%
Итого	184,455	133,553	100%	100%

В таблицу вошли инвестиционные банки, входящие в первую десятку организаторов выпуска как на финансовом, так и на нефинансовом секторе, а также на одном из них.

Из таблицы видно, что ВТБ Капитал, Тройка Диалог / Сбербанк и Газпромбанк являются лидерами в обоих секторах. Промсвязьбанк активен на финансовом секторе, в то время как на нефинансовом его доля составляет лишь менее 1% от общей суммы привлеченных средств. Также среди лидеров финансовый сектор преобладает в деятельности ВТБ Капитала, Газпромбанка и ФК «Уралсиб». Тройка Диалог / Сбербанк и Райффайзенбанк более активны в организации выпусков облигаций нефинансовых компаний. Часть банков и инвестиционных компаний специализируются на одном из секторов. Так, например, ЮниКредит Банк, КБ Ситибанк и Банк Зенит входят в первую десятку организаторов на финансовом секторе, однако на нефинансовом за первый квартал 2012 года они не представлены. ИК «Лидер», Банк «Открытие» и Углеметбанк, напротив же, выступали организаторами выпуска лишь для нефинансовых институтов.

Наглядно данная структура представлена на рис 10.

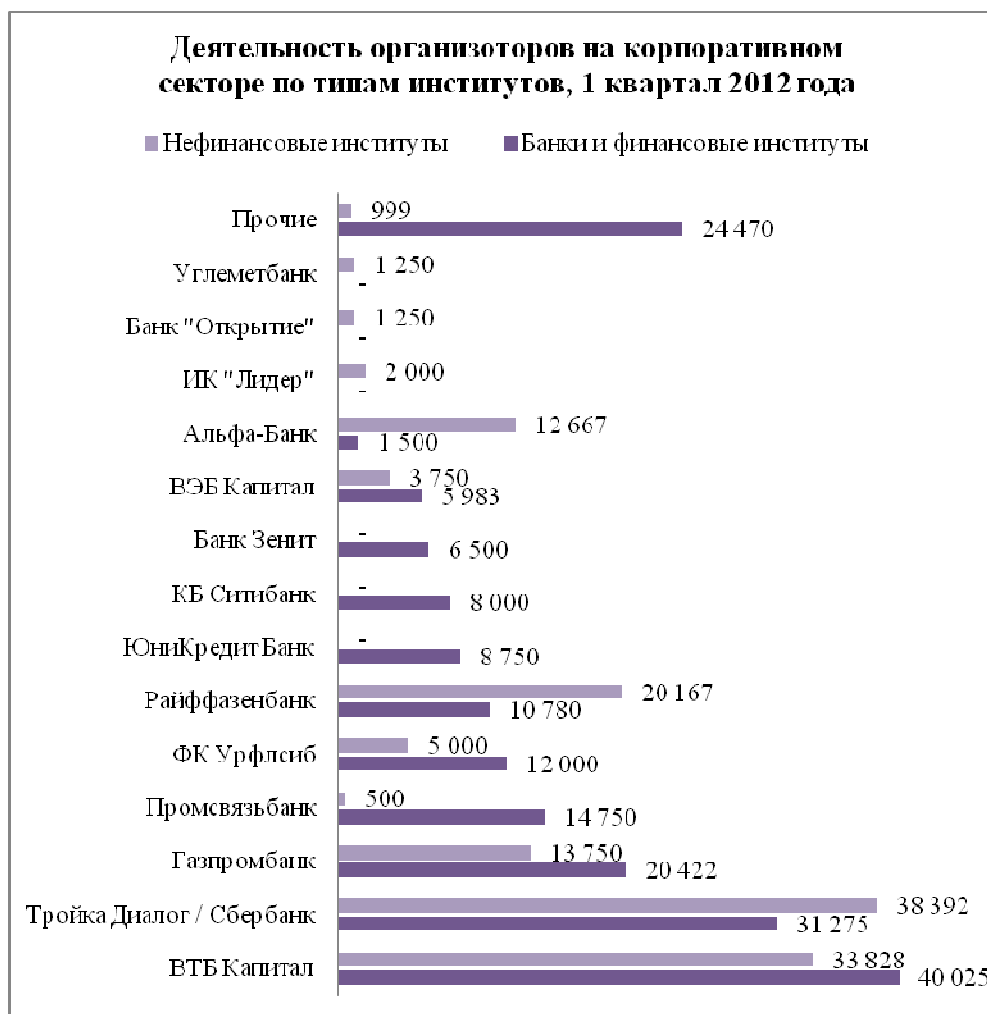


Рисунок 10 - Деятельность организаторов в разрезе сегментов рынка⁷³

Для диаграммы, как и для таблицы, использовались инвестиционные банки, входящие в первую десятку либо по одному из типов институтов, так и лидеры по обоим на финансовом и нефинансовом секторе одновременно.

Теперь проведем анализ рыночных выпусков облигаций. Из анализа видно, что картина, наблюдавшаяся при изучении всех выпусков, в целом сохраняется. На первом месте идет ВТБ Капитал (72, 025 млн. руб., 12 эмитентов, 22 эмиссии). На его долю приходится 23% общей суммы привлеченных средств. Следом за лидером идут Тройка Диалог / Сбербанк (53,

⁷³ На основе рэнкинга инвестиционных банков за 01.01.2012 - 31.03.2012, <http://www.cbonds.info/ib/ib-rating.php/2012/1/RU#ib-bonds>

442 млн. руб., 14 эмитентов, 21 эмиссия) – что составляет 17%, Газпромбанк (34, 172 млн. руб., 7 эмитентов, 9 эмиссий) – 11% общей суммы, Райффайзенбанк, ФК Уралсиб, Промсвязьбанк, Альфа-Банк, ВЭБ Капитал, ЮниКредит Банк, КБ Ситибанк. Всего же за период действовал 21 организатор выпуска на данном секторе, общая сумма привлеченных средств составила 294, 090 млн. рублей (рис. 11).

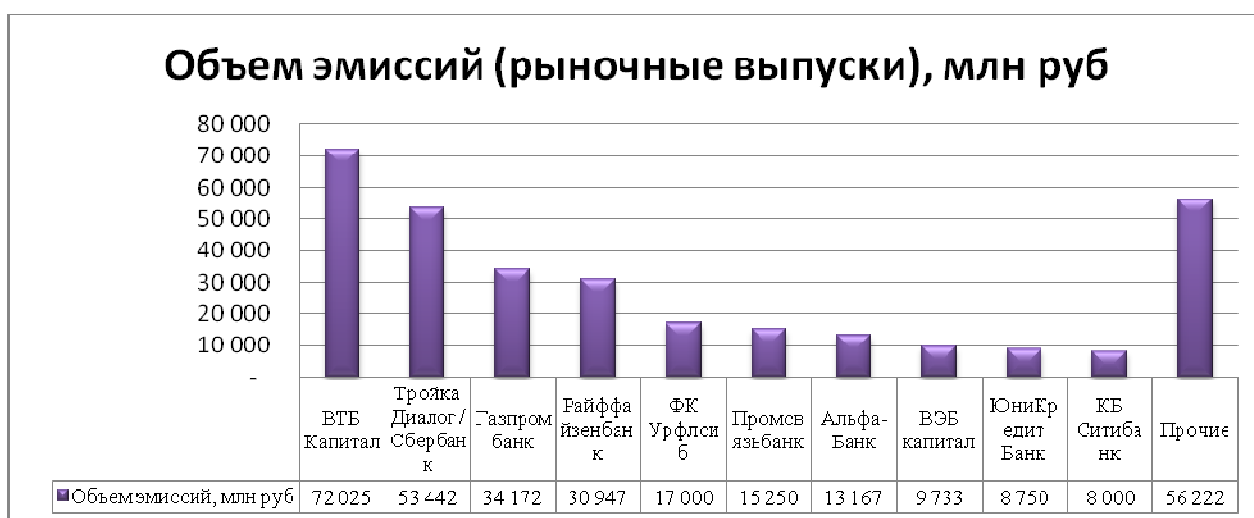


Рисунок 11 - Объем размещений рыночных выпусков облигаций ⁷⁴

Перейдем к рассмотрению деятельности инвестиционных банков - андеррайтеров.

За первый квартал 2012 года в первую десятку рейтинга андеррайтеров на внутреннем рынке облигаций в России за период вошли следующие инвестиционные банки: ВТБ Капитал, Тройка Диалог/Сбербанк, Райффайзенбанк, Альфа – Банк, ФК Уралсиб, ВЭБ Капитал, Промсвязьбанк, КБ Ситибанк, Глобэксбанк, ЮниКредит Банк.

Всего же за этот период на внутреннем рынке в России действовали 109 андеррайтеров, общая сумма заимствований составила 284, 905 млн. рублей. ⁷⁵

⁷⁴ На основе рэнкинга инвестиционных банков за 01.01.2012 - 31.03.2012, <http://www.cbonds.info/ib/ib-rating.php/2012/1/RU#ib-bonds>

⁷⁵ Там же

Проанализировав предоставленные данные, можно сделать ряд выводов. Со значительным отрывом лидируют ВТБ Капитал (объем заимствований составляет 67,281 млн. рублей) и Тройка Диалог / Сбербанк (63,574 млн. рублей).

ВТБ Капитал выступал андеррайтером для 13 эмитентов в 23 эмиссиях, для Тройки Диалога / Сбербанка цифры 16 и 23 соответственно. Для всех остальных андеррайтеров количество эмитентов и эмиссий значительно ниже. Исключение составляют Промсвязьбанк (12 эмитентов, 15 эмиссий) и ГЛОБЭКСБАНК (10 эмитентов, 15 эмиссий), однако общая сумма в млн рублях значительно отстает от лидеров (9,133 млн. руб. у Промсвязьбанка и 6,425 у ГЛОБЭКСБАНКа).

Рассматривая андеррайтеров на корпоративном сегменте внутреннего рынка, в числе занимающих наивысшие места в рейтинге, выделяются ВТБ Капитал (67,281 млн. рублей, 13 эмитентов, 23 эмиссии) и ИК Тройка Диалог / Сбербанк (63,574 млн. руб, 16 эмитентов, 23 эмиссий). Также в первую десятку попали Райффайзенбанк, Альфа-Банк, ФК Уралсиб, ВЭБ Капитал, Промсвязьбанк, КБ Ситибанк, ГЛОБЭКСБАНК, ЮниКредит Банк. Другими словами, несмотря на некоторые изменения, мы видим картину, сходную с рассмотренной выше. Всего же данном секторе за указанный период был задействовано 109 андеррайтеров, общий объем заимствований составил 284,205 млн. рублей.

Общая динамика эмиссий облигаций, андеррайтерами и организаторами выпусков которых являлись российские инвестиционные банки, представлена на рис. 12.



Рисунок 12 - Динамика эмиссий облигаций⁷⁶

Подводя итоги, выделим конкретные услуги, которые предоставляют банки в качестве организаторов выпуска ценных бумаг. Оказывая услуги по организации выпуска ценных бумаг, банки берут на себя следующие обязательства⁷⁷:

- анализ эмитента в разрезе юридически-правовых аспектов правоспособности осуществления выпуска ценных бумаг данного типа;
- разработка таких параметров и условий эмиссии, которые наиболее точно отразят желания и ожидания эмитента;
- формирование пакета документов, необходимых для последующей государственной регистрации выпуска;
- содействие в получении возможных льгот (налоговых и др.) и компенсаций от государства при выпуске компаниями корпоративных ценных бумаг;
- организация и обеспечение своевременного раскрытия информации;

⁷⁶ На основе рэнкинга инвестиционных банков за 01.01.2012 - 31.03.2012,
<http://www.cbonds.info/ib/ib-rating.php/2012/1/RU#ib-bonds>

⁷⁷ Банки как организаторы выпусков ценных бумаг,
<http://www.besteconomics.ru/anderraitingovye-operacii-bankov/45-banki-kak-organizatory-vypuskov-czennyx-bumag.html>

- выявление потенциальных инвесторов и организации публичных презентаций эмиссии (в целях более успешной организации выпуска);
- осуществление взаимодействия эмитента с фондовыми биржами и/или другими организаторами торговли;
- проведение регулярной работы по поиску потенциальных; поручителя, гаранта, платежного агента, депозитария, регистратора и других сторон, участвующих в выпуске;
- другие организационные, консультационные и информационные услуги

Поскольку система андеррайтинга в безусловном порядке включает банковские услуги по обеспечению или гарантированию успешного выпуска и размещения ценных бумаг, то будучи андеррайтером, банк:

- непосредственно осуществляет размещение ценных бумаг среди инвесторов
- принимает на себя обязательства по выкупу на свое имя и за свой счет нерасмещенной части выпуска (при андеррайтинге на базе твердых обязательств);
- обязуется формировать ликвидность вторичного рынка (т.е. содействовать не только на этапе размещения, но и в дальнейшем).

3.3. Проблемы фондового рынка России и пути их решения с помощью развития андеррайтинга.

Чтобы лучше понять особенности российского фондового рынка стоит отметить, что с 1917 года советская власть запретила всякую деятельность с ценными бумагами и только в конце 80-х – начале 90-х годов он начал возрождаться. Сравнительная молодость рынка определяет большинство проблем, существующих в России на фондовом рынке. Как следствие этого, и институт андеррайтинга, являющийся объектом исследования данной

дипломной работы, как и любой другой элемент фондового рынка значительно отстает в развитии от стран Запада.

На российском фондовом рынке остается множество проблем, многие из которых можно решить используя опыт Европы и США. Приведем наиболее значимые проблемы, которые можно решить посредством развития андеррайтинга.

Во-первых, для России характерны сравнительно небольшие объемы фондового рынка и проблема неликвидности фондов. Андеррайтинг привлечет дополнительные фонды из недоступных пока отраслей и структур, а так же существенно повысит ликвидность рынка. Это возможно, поскольку потенциальные инвесторы, не могут найти приемлемое и интересное для себя предложение. При развитии системы андеррайтинговых отношений увеличатся возможности выбора, общий объем, выпускаемых ценных бумаг. А за счет увеличения оборота ценных бумаг на фондовом рынке, улучшится и его ликвидность.

Во-вторых, неразвитость законодательной базы, технологий торговли, регулятивной и информационной инфраструктуры, неопределенность соотношения сил на фондовом рынке в процессе размещения ценных бумаг.

Решение этой проблемы лежит в законодательном определении и установлении понятия «андеррайтер», закреплении процедур и распределения ответственности при осуществлении андеррайтинга в соответствующих Стандартах. Необходимо отметить, что на сегодняшний день Стандарт СРО НФА об андеррайтинге отражает сложившуюся практику, а значит, не будет препятствовать процессу размещения и тормозить его, а лишь повысит доверие инвесторов и эмитентов, определит риски каждого из участников размещения.

В-третьих, необходимо отметить следующую проблему рынка России, которая отчасти может быть решена путем развития андеррайтинга. Это высокая степень всех рисков, связанных с ценными бумагами, а также

нестабильность в движениях курсов акций. Для фондового рынка характерны низкие инвестиционные качества ценных бумаг и высокая доля «черного» и спекулятивного оборота. Механизм андеррайтинга предоставляет хорошую возможность заработать (на спреде курсов акций, на процентах от реализации эмиссии, на самой эмиссии, в зависимости от рода экономической деятельности), не прибегая к «теневым» схемам и спекуляции, что незамедлительно скажется на снижении доли этих финансовых механизмов. Из-за широкой доступности информации, прозрачности и постоянного взаимодействия различных компаний и финансовых структур (в процессе образования и работы синдикатов) андеррайтинг сильно снизит риски. Предоставляя возможность широкому кругу предприятий представить себя на фондовом рынке посредством ценных бумаг, усилит конкуренцию, улучшая качества бумаг, андеррайтинг выравнивает движение курсов. Важно отметить, что хорошо развитый андеррайтинг способен привлечь масштабные инвестиции во многие сектора экономики.

В-четвертых, отсутствие открытого доступа к макро- и микроэкономической информации о состоянии фондового рынка, характерная для России, также агрессивность и острая конкуренция при отсутствии традиций деловой этики. Как же может андеррайтинг улучшить положение? При формировании различных синдикатов и финансовых групп, андеррайтинг может помочь сплотить инвесторов и других участников рынка, установить необходимые взаимоотношения. Традиции деловой этики могут сложиться только при наличии хорошо слаженного рыночного механизма и установившихся отношений между агентами рынка, а андеррайтинг может предоставить плодородную почву для их образования.

Как уже упоминалось в предыдущих пунктах, андеррайтинг упрощает доступ к информации. Каждая, выпущенная ценная бумага сама по себе многое может рассказать о эмитенте, как и ее курс и компании(или синдикаты

андеррайтеров), ее представляющие. С ростом популярности андеррайтинга, сложатся необходимые для доверия условия, а так же в результате конкуренции произойдет улучшение качества обслуживания инвестиций, а значит и уровень подготовки персонала, что тоже является актуальной проблемой для сегодняшней России.

Андеррайтинг поможет отладить механизм эмиссии и последующей реализации ценных бумаг, что, в конечном счете, позволит значительно улучшить и развить всю систему рыночных отношений в целом.

Выделим ряд особенностей, характерных для андеррайтинга в России.

Миркин Я.М. выделяет ряд особенностей андеррайтинга и работы инвестиционных компаний в российской практике.

Во-первых, для финансовых посредников на российском рынке характерна недостаточная капитализация, неуверенность в будущей ликвидности ценных бумаг, что приводит к более частому применению андеррайтинга «на базе лучших усилий».

Во-вторых, для российской практики характерно недостаточное формирование эмиссионных синдикатов. Чаще эмитенты работают с отдельными инвестиционными компаниями, которые не связаны друг с другом. В-третьих, по сравнению с международной практикой, довольно значительная доля эмиссии размещается эмитентами напрямую с помощью своих фондовых отделов, минуя финансовых посредников. В-четвертых, неразвит конкурентный андеррайтинг.

Новиков С.Б. среди причин, тормозящих развитие рынка публичных заимствований в России, а также андеррайтинга выделяет следующие. Первая причина связана с тем, что андеррайтер является гарантом размещения ценных бумаг по заранее согласованной цене, а, следовательно, в случае отсутствия достаточного спроса он обязуется выкупить неразмещенную часть эмиссии. Наличие данного обязательства с одной стороны гарантирует эмитенту приток

средств, однако с другой стороны с случае низкой активности инвесторов может привести к значительному отвлечению ресурсов со стороны банка-андеррайтера, а также негативным образом отразиться на его платежной позиции. Среди обязательных действий, направленных на успешное функционирование выпусков ценных бумаг, выделяют следующие (в основном это применительно к вексельным и облигационным займам):

- Возможность предоставления кредитов под залог долговых обязательств, в том числе кредитование на рынке МБК;
- Совершение сделок РЕПО;
- Поддержание двусторонних котировок ценных бумаг.⁷⁸

Вторая причина связана с тем, что, как правило, к услугам андеррайтеров обращаются эмитенты при размещении дебютных выпусков ценных бумаг. Их кредитная история еще не сформирована, а значит, андеррайтер несет значительную долю ответственности солидарно с эмитентом ценных бумаг. Чтобы быть способным принять эти риски, андеррайтер, как кредитная организация, обязан создавать резервы на возможные потери, адекватно уровню принимаемого риска, что, в свою очередь, приводит к тому, что расчетная величина собственных средств (капитала) кредитной организации снижается, результатом чего может стать нарушение нормативов, установленных Центральным банком. Также необходимо отметить, что в связи с низкой капитализацией российских банков услуги по андеррайтингу способны предоставлять крупные банки, обладающие международными связями.

Подведем итоги.

В параграфе рассмотрено место андеррайтинга на фондовом рынке России, практику регулирования андеррайтинга (в том числе через организации профессиональных участников) и опыт привлечения ресурсов

⁷⁸ Новиков, С. Андеррайтинг в США и России / С. Новиков, Ю. Сухановский // Финансовый бизнес. – М., 2007. - № 3. - С. 64

в национальную экономику и возможности воздействия на фондовый рынок. В работе рассмотрены негативные факторы, присущие развитию андеррайтинга в России, анализируются возможности развития и пути преодоления проблем применения андеррайтинга на Российском фондовом рынке.

Вывод по Главе 3:

Многие аналитики справедливо заявляют о больших перспективах развития андеррайтинга в России, что, в свою очередь, будет играть немаловажную роль для развития всего фондового рынка в целом.

Андеррайтинг является хорошей опорой в преодолении негативных факторов, сдерживающих развитие рынка ценных бумаг в России, например довольно высокой политической и социальной нестабильности, инфляции. А также андеррайтинг является незаменимым инструментом для наращивания объемов фондового рынка, повышения его надежности и организованности.

Мы видим, что механизм размещения ценных бумаг в России пока остается довольно трудным и растянутым во времени, а также он затруднен многими факторами, являющимися специфическими для России. Это сказывается и на том, что к системе андеррайтинга прибегают пока немногие компании. Однако при совершенствовании законодательства и при создании необходимых условий для развития андеррайтинга роль его, безусловно, будет расти. Уже сейчас многие крупные компании благодаря привлечению синдикатов андеррайтеров выходят на международные рынки. И, несмотря на то, что в этих синдикатах отечественные инвестиционные компании играют вторые роли, положительным является то, что происходит постепенный обмен опытом.

Заключение

В работе рассмотрена сущность андеррайтинга, его основные формы, функции, механизм осуществления, т.е. подробно изложены и прокомментированы теоретические аспекты андеррайтинга. Выявлены проблемы и перспективы развития андеррайтинга в России, проанализирована деятельность андеррайтеров на российском фондовом рынке. Особое внимание уделено законодательному регулированию в области андеррайтинга, предложены пути совершенствования нормативного регулирования андеррайтинга. Также подробно рассмотрены вопросы, касающиеся зарубежной практики андеррайтинга. Таким образом, институт андеррайтинга рассмотрен комплексно и во всех возможных аспектах. Цель, поставленную перед исследованием, можно считать достигнутой.

Андеррайтинг ценных бумаг - это деятельность профессионального участника рынка ценных бумаг, которая заключается в содействии эмитенту в размещении ценных бумаг. Это заслуженно одна из самых перспективных услуг на российском рынке. Конкуренция в этой сфере заставляет профессиональных участников разрабатывать все более эффективные схемы размещения. Эмиссионный синдикат необходим для содействия размещению ценных бумаг, особенно в случае, если объем эмиссии велик. Эмиссионный синдикат имеет определенную структуру, и каждый член синдиката выполняет определенные функции.

Наиболее распространенные формы андеррайтинга – это андеррайтинг на основе твердых (фиксированных) обязательств и андеррайтинг на базе лучших усилий. Основное отличие основных форм андеррайтинга в том, на ком лежит ответственность за размещение ценных бумаг, а, следовательно, и финансовые риски. В случае андеррайтинга на базе твердых обязательств на андеррайтере

более серьёзная ответственность, чем в случае андеррайтинга на базе лучших усилий. Распространены также и некоторые другие формы андеррайтинга. Андеррайтеры должны обладать высоким профессионализмом, потому что в случае их ошибок будет нанесен ущерб не только их репутации, но и репутации эмитента.

Необходимость и обоснованность андеррайтинга уже доказаны мировой практикой, сегодня это подтверждает и российский опыт.

Основная функция андеррайтера в международной практике – это предоставление комплексной помощи эмитенту на всех этапах организации эмиссии, а также реализация ценных бумаг инвесторам. В США разработан и применяется четкий механизм организации размещения ценных бумаг, практика андеррайтинга сложилась и успешно развивается.

Острая потребность экономики России в инвестициях делает актуальным развитие института андеррайтинга в нашей стране. Безусловно, для успешной деятельности инвестиционных банков, которые имеют свои технологии, организационную структуру, специфические риски, необходима соответствующая законодательная база, регулирующая инвестиционно-банковскую деятельность. Разработка законодательного регулирования андеррайтинговой деятельности и использование в полной мере опыта западных стран позволит достичь как повышения эффективности привлечения инвестиций через механизм андеррайтинга, так и улучшение финансовой стабильности и накопление капитализации фондового рынка в целом. Проблемам сегодняшнего нормативного регулирования андеррайтинга, а также совершенствованию законодательной базы уделено особое внимание в работе.

В работе справедливо делается вывод о том, что андеррайтинг является фактором стабилизации фондового рынка, увеличения капитализации. Без помощи андеррайтеров риски эмитентов были бы намного выше, а, следовательно, и их потери (особенно при рассмотрении первичного

размещения ценных бумаг). Благодаря андеррайтингу размещением ценных бумаг занимаются профессионально обученные лица, которые несравнимо более успешно размещают ценные бумаги, чем это сделал бы эмитент самостоятельно.

Для того, чтобы национальная экономика была конкурентной, прежде всего необходимо изучить мировую практику, ключевые инструменты, оценить их. Затем нужно применять мировой опыт, но с учетом особенностей национальной экономики. Нельзя забывать о том, что все негативные моменты на новой почве могут проявиться с новой силой, так же как и положительные стороны.

В работе выделен ряд проблем, связанных со спецификой российского рынка. Среди них можно выделить недостаточную капитализацию финансовых посредников, неуверенность в будущей ликвидности ценных бумаг, недостаточное формирование эмиссионных синдикатов и другие. С развитием практики андеррайтинга, совершенствования законодательной базы проблемы будут решаться. Разработка законодательного регулирования андеррайтинговой деятельности и адекватное использование опыта западных стран позволит достичь повышения эффективности привлечения инвестиций через механизм андеррайтинга, а также достичь улучшения финансовой стабильности и накопления капитализации фондового рынка в целом.

Андеррайтинг способен привлечь масштабные инвестиции во многие сектора фондового рынка. Кроме того андеррайтинг дает хорошую возможность заработать и при этом сильно снижает риски благодаря широкой доступности информации, прозрачности и постоянного взаимодействия различных компаний и финансовых структур. Он способен усилить конкуренцию и улучшить качество бумаг.

Результаты, полученные в ходе исследования, способствуют масштабному пониманию роли андеррайтера, его функций и практической

деятельности в организации и при проведении эмиссионного процесса на развивающемся российском рынке ценных бумаг. Исследование доказывает значимость института андеррайтинга и предлагает пути совершенствования последнего в России.

Приложения

Приложение А

Варианты совмещения статусов участниками размещения ценных бумаг

	Ведущий андеррайтер	Со-ведущий андеррайтер	Со-андеррайтер - член эмиссионного синдиката	Брокер-член эмиссионного синдиката	Организатор выпуска	Со-организатор выпуска
Ведущий андеррайтер		нет	нет	нет	да	нет
Со-ведущий андеррайтер	нет		нет	нет	да	да
Со-андеррайтер - член эмиссионного синдиката	нет	нет		нет	да	да
Брокер-член эмиссионного синдиката	нет	нет	нет		да	да
Организатор выпуска	да	да	да	да		нет
Со-организатор выпуска	нет	да	да	да	нет	

Ведущий андеррайтер, со-ведущий андеррайтер, со-андеррайтер могут действовать либо от имени эмитента и за его счет, либо от своего имени и за счет эмитента, либо от своего имени и за свой счет.

Члены эмиссионного синдиката – брокеры действуют либо от имени инвестора и за его счет, либо от своего имени и за счет инвестора.

Приложение Б

Временная схема организации размещения облигационного займа

Период	Содержание этапа
26-27 недель	Начальные переговоры эмитента с ведущим андеррайтером. Предварительная оценка условий рынка и инвестиционной привлекательности эмитента, его способности привлекать денежные ресурсы на основе выпуска облигационных займов
23-25 недель	Предварительная оценка параметров бизнес-плана под инвестиционный проект. Рассмотрение предприятием возможности привлечения финансирования инвестиционного проекта путем выпуска облигационного займа
	Переговоры и заключение договора на обслуживание с ведущим андеррайтером. Подготовка проекта бизнес-плана
18-19 недель	Проведение ведущим андеррайтером фондовой инвентаризации эмитента
	Подбор, переговоры и заключение договоров с финансовым консультантом, правовыми, оценочной, аудиторской компаниями
	Составление ведущим андеррайтером окончательного варианта бизнес-плана исходя из требований потенциальных инвесторов и гос. органов
13-17 недель	Конструирование облигационного займа ведущим андеррайтером / организатором выпуска. Составление и согласование с эмитентом Концепции выпуска облигаций
	Поиск и предварительные переговоры с потенциальными инвесторами, поручителями (гарантами). Выбор и оформление предмета залога. Завершающее согласование со всеми заинтересованными сторонами параметров облигационного займа, с которыми он будет представляться для регистрации выпуска ценных бумаг
	Принятие уполномоченным органом управления эмитента решения о размещении облигаций, решения об одобрении крупных сделок и сделок, в отношении которых имеется заинтересованность (если таковы

	связаны с размещением облигационного займа)
13-14 недель	Заклучение соглашения по размещению облигаций (в качестве предварительного договора или иной формы фиксации договоренностей), формирование эмиссионного синдиката. Переговоры с платежным агентом, депозитарием, биржей, реестродержателем
	Подготовка документов, необходимых для государственной регистрации выпуска облигаций. Уплата налога на операции с ценными бумагами.
	Утверждение уполномоченным органом управления предприятия решения о выпуске облигаций и проспекта облигаций. Подтверждение финансовым консультантом достоверности и полноты информации, содержащейся в проспекте облигаций.
5-12 недель	Государственная регистрация выпуска облигаций и проспекта облигаций
	Изготовление бланков сертификатов облигаций (при необходимости)
	Маркетинговая кампания по продвижению облигаций на рынок. Организация андеррайтером встреч высшего управленческого персонала предприятия с инвесторами (роад-шоу)
	Заключительное совещание андеррайтера с руководством предприятия-эмитента
	Заклучение договоров с инвесторами, заключение сделок купли-продажи облигаций в ходе первичного размещения
	Подготовка отчета об итогах выпуска облигаций
	Утверждение Отчета об итогах выпуска облигаций уполномоченным органом управления предприятия
1-2 недели	Государственная регистрация Отчета об итогах выпуска облигаций
Начиная с даты листинга	Организация допуска к обращению или листинга облигаций на фондовой бирже

Библиография

I. Нормативные правовые акты

1. Гражданский кодекс Российской Федерации (в четырех частях) (с последующими изменениями и дополнениями) [от 30.11.1994]. [Электронный ресурс]. Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».
2. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ (с последующими изменениями и дополнениями) [от 22.04.1996 г.] [Электронный ресурс]. Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».
3. Федеральный закон «Об акционерных обществах» №208-ФЗ (с последующими изменениями и дополнениями) [от 26.12.1995] [Электронный ресурс]. Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».
4. Федеральный закон «О противодействии неравномерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» № 200-ФЗ [от 11.07.2011] [Электронный ресурс]. Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».
5. Федеральный закон «О внесении изменения в статью 3 Закона Российской Федерации «О налоге на операции с ценными бумагами»» №183-ФЗ [от 23.12.2003] [Электронный ресурс]. Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».
6. Инструкция Банка России № 110-И «Об обязательных нормативах банков» [от 16 января 2004 г.] [Электронный ресурс]. Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».

7. Инструкции Банка России № 128-И «О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории Российской Федерации (с последующими изменениями и дополнениями) [от 10 марта 2006 года] [Электронный ресурс]. Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».
8. Приказ ФСФР РФ № 07-4/пз-н «Об утверждении Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг» [от 25.01.2007] [Электронный ресурс]. Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».
9. Положение о порядке и условиях поддержания цен, спроса, предложения или объема торгов финансовым инструментом, иностранной валютой и (или) товаром» № 11-2/пз-н [от 21 января 2011 г.] [Электронный ресурс]. Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».
10. Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг (с последующими изменениями и дополнениями) (утв. приказом Федеральной службы по финансовым рынкам от 25 января 2007 г. № 07-4/пз-н)

II. Монографии, коллективные работы, сборники научных трудов

11. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов. Перевод с английского / Р. Брейли, Р. Майерс. – М. : Олимп-Бизнес, 2004. – 1008 с.
12. Галанов, В. А. Рынок ценных бумаг / В.А. Галанов, А.И. Басов. – М. : Финансы и статистика, 2006.
13. Грегориу, Г. Н. IPO: опыт ведущих мировых экспертов. Перевод с английского / Г.Н. Грегориу. - Минск : Гревцов Пабlishер, 2008. – 624 с.
14. Ендропова, В.Н. Рынок ценных бумаг: учебное пособие / В.Н. Ендропова, Т.Н. Новожилова. - М. : Магистр, 2007.

15. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020г.): российский фондовый рынок и создание международного финансового центра, Центр Развития Фондового рынка, Ernst & Young, Thomas Murray, 2008
16. Миркин Я. М. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций / Я. М. Миркин, С. В. Лосев, Б. Б. Рубцов, И. В. Добашина, З.А. Воробьева. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. – 538 с.
17. Миркин Я. М. Вступительные лекции к программе краткосрочных стажировок студентов Финансовой академии при Правительстве РФ в Инвестиционной компании «Еврофинансы», 2005 г.
18. Напольнов, А.В. Структурирование первичных публичных размещений акций российских компаний [Текст] : дис. ... канд. экон. наук : 08.10.00 / Напольнов Андрей Викторович. – М., 2011. – 308 с.
19. Росс Геддес. IPO и последующие размещения акций / Росс Геддес. - М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007
20. Шарп, У. Инвестиции : пер. с англ. / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли. – М. : Инфра-М, 2010. – 1028 с.

III. Статьи из периодических изданий

21. Волков К. Стандарт СРО НФА деятельности по предоставлению услуг, связанных с размещением эмиссионных ценных бумаг / К. Волков // Рынок ценных бумаг. – М., 2004. - №23
22. Гайдаев В. Дерзкие площадки / В. Гайдаев // Деньги. – М., 2008. - № 33(688)
23. Годецкая Д. Проблемы андеррайтинга в ипотечном кредитовании / Д. Годецкая // Рынок ценных бумаг. - М., 2008. - № 12. – С. 38-40
24. Дашевский С. Осторожно – российские IPO / С. Дашевский // Ведомости. – М., 2010. – № 176 (2874)

25. Джабаров Э. Первичный рынок рублевых облигаций: от андеррайтинга к синдикации / Э. Джабаров // Рынок ценных бумаг. – М., 2008. - №2. – С. 45-47
26. Михайлович Д. Андеррайтеры выросли на корпоративных облигациях / Д. Михайлович // Коммерсантъ-дэйли. – М., 2003. - №4. - С.14
27. Михайлович Д. Российские андеррайтеры выходят на развивающиеся рынки / Д. Михайлович // Коммерсантъ-дэйли. - М., 2003. - № 7. - С.14.
28. Напольнов А. IPO как инвестиционный механизм расширения бизнеса / А. Напольнов // Инвестиционный банкинг. – М., 2006. - № 1. - С. 92-105.
29. Напольнов А. Вторичные размещения акций – новая тенденция развития рынка капитала / А. Напольнов // Инвестиционный банкинг. – М., 2008. - № 2 (12). - С. 66-74.
30. Напольнов А. Новая реальность инвестиционно-банковского бизнеса / А. Напольнов // Инвестиционный банкинг. – М., 2009. - № 1 (15). - С. 99-108.
31. Напольнов А. Роль инвестиционного банка в организации IPO / А. Напольнов // Инвестиционный банкинг. – М., 2007. - № 2 (8). - С. 69 - 88.
32. Напольнов А. Российский рынок IPO механизмы ценообразования / А. Напольнов // Инвестиционный банкинг. – М., 2008. - № 1 (11). - С. 54 - 69.
33. Новиков С. Андеррайтинг в США и России / С. Новиков, Ю. Сухановский // Финансовый бизнес. – М., 2007. - № 3. - С. 60-66.
34. Пахомов С. Мы будем развивать и совершенствовать институт андеррайтеров: Интервью с председателем Комитета государственных заимствований г. Москвы / С. Пахомов // Рынок ценных бумаг. - М., 2003. - № 15. - С.57-60.
35. Рощина Я. Управление тщательностью андеррайтинга при ипотечном кредитовании в РФ / Я. Рощина // Вестник Моск. ун-та. - М., 2009. - № 5. - С.14-22.

36. Рыжиков С. Анализ процедуры андеррайтинга акций ОАО «РБК Информационные Системы» / С. Рыжиков // Рынок ценных бумаг. - М., 2003. - № 12. - С.26-32.
37. Савинов Л. Биржевые облигации: дебют состоялся / Л. Савинов // Рынок ценных бумаг. - М., 2008. - № 14 (365).
38. Соболев Д. IPO и договор об андеррайтинге / Д. Соболев // Рынок ценных бумаг. – М., 2006. - № 23. - С.40-42.
39. Сухановский Ю. Андеррайтинг и возможности предприятия / Ю. Сухановский // Человек и труд. – М., 2007. - №7. – С. 85-87
40. Ульянова Д. IPO: вопросы, не нашедшие отражения в законодательстве / Д. Ульянова // Рынок ценных бумаг. - М. 2005. - №15. С. 49

IV. Интернет – источники

41. Стандарт осуществления андеррайтинга и предоставления других услуг, связанных с размещением эмиссионных ценных бумаг. Интернет-сайт Национальной фондовой ассоциации
<http://www.nfa.ru>
42. Интернет-сайт IPO и частных размещений в России: аналитический портал
<http://www.offerings.ru>
43. Интернет-сайт информационного агентства Cbonds
<http://www.cbonds.info>
44. Интернет-сайт Бизнес FM
<http://www.bfm.ru>
45. Интернет-сайт Издательского дома «Коммерсантъ»
<http://www.kommersant.ru>
46. Интернет-сайт MyBusinessHelper: все о бизнесе в России
<http://mybusinesshelper.ru>

47. Интернет-сайты Саморегулируемых организаций НФА и НАУФОР
<http://www.nfa.ru>, <http://www.naufor.ru>
48. Интернет-сайт компании «РБК»
<http://rbc.ru>
49. Интернет-сайты информационных агентств
<http://www.bloomberg.com>, <http://www.reuters.com>
50. Интернет-сайт компании «Финам»
<http://www.finam.ru>
51. Интернет-сайт деловой газеты «РБК daily»
<http://www.rbcdaily.ru>
52. Интернет-сайт BestEconomics.ru
<http://www.besteconomics.ru>
53. Интернет-сайт компании Ernst&Young
<http://www.ey.com/>
54. Интернет-сайт Центрального Банка Российской Федерации
<http://www.cbr.ru/>
55. Интернет-сайт биржи ММВБ-РТС
<http://rts.micex.ru/>
56. Интернет-сайт компании Эксперт
<http://expert.ru/>