

Банки как организаторы и андеррайтеры эмиссионных выпусков

10.09.2006

Российский рынок ценных бумаг сегодня – это своеобразный симбиоз организованного биржевого и внебиржевого рынка размещения и обращения корпоративных и государственных эмиссионных ценных бумаг.

Деятельность основных участников (или операторов) этого рынка, т.е., инвестиционных компаний (в т.ч. инвестиционных банков) сводится не только к формированию доходности за счет спекулятивных, инвестиционных и хеджировочных операций на вторичном рынке, но отчасти связана и с организацией эффективного размещения облигационных займов.

Организация выпуска ценных бумаг – это комплекс мероприятий, реализуемых уполномоченными структурами и направленный на формирование инвестиционного пула, регистрацию выпуска ценных бумаг, а также гарантированное и выгодное размещение ценных бумаг.

Предметом размещения могут быть как корпоративные ценные бумаги (акции, облигации и евробонды), так и государственные и муниципальные облигации (федеральные и субфедеральные облигационные займы, муниципальные заимствования).

Как следует из вышесказанного, перспективы на рынке услуг по подготовке и проведению размещений эмиссионных ценных бумаг весьма обширны. Причинами этого являются, как общая положительная тенденция в корпорациях и гособразованиях к привлечению заемных средств и эффективной работе с привлеченными средствами, так и весьма малое количество региональных банков, активно работающих на рынке ценных бумаг, а также большое число эмитентов, не имеющих опыта организованного размещения своих ценных бумаг. Кроме того, растет число первичных публичных акций российских эмитентов при активной поддержке «российских IPO» со стороны Федеральной службы по финансовым рынкам.

Рассмотрим теперь причины, которые побуждают эмитентов прибегать к услугам организаторов и андеррайтеров выпусков ценных бумаг. В подавляющем большинстве случаев «рядовому» российскому эмитенту – предприятию или муниципальному образованию не под силу самостоятельно обеспечить как подготовительную часть процедуры выпуска ценных бумаг, так и сопроводить его размещение «от начала до конца». Организационные и штатные ресурсы эмитента не позволяют обеспечить надлежащее финансово-юридическое сопровождение мероприятий, и с большой долей вероятности размещение выпуска ценных бумаг не состоится либо по причине несоблюдения законодательства о рынке ценных бумаг

на этапе подготовки документов и регистрации выпуска, либо по причине отсутствия рыночного спроса на ценные бумаги.

1. ОРГАНИЗАЦИЯ И АНДЕРРАЙТИНГ ВЫПУСКА ЦЕННЫХ БУМАГ: ОБЩЕЕ ОПИСАНИЕ И ФОРМЫ
Организация выпуска ценных бумаг и андеррайтинг выпуска ценных бумаг – суть разные формы посреднических услуг на рынке ценных бумаг, связанных с размещением эмиссионных ценных бумаг.

Зарубежные правовые порядки и правоприменительная практика выработали определенные правила проведения соответствующих процедур и построения взаимоотношений между посредниками и эмитентом.

Так классическим вариантом организационной структуры выпуска ценных бумаг является участие в ней организатора выпуска ценных бумаг и эмиссионного синдиката, образованного андеррайтерами.

Эмиссионный синдикат, как правило, возглавляется лид-менеджером (lead manager), в качестве которого (в рамках небольших объемов эмиссий российских эмитентов) может выступить и сам организатор.

1.А. ОРГАНИЗАТОР ВЫПУСКА ЦЕННЫХ БУМАГ.
Главная функция организатора напрямую следует из самого термина, т.е., организация всей процедуры эмиссии ценных бумаг. Для целей получения соответствующих правомочий и реализации задачи, сформулированной организатором совместно с эмитентом, последний заключает с будущим организатором соответствующее соглашение об организации выпуска ценных бумаг (в качестве поименного договора Гражданского кодекса Российской Федерации может быть использован «договор на возмездное оказание услуг»).

Ключевыми функциями Организатора выпуска ценных бумаг становятся:

- проведение тщательной проверки соответствия эмитента установленным действующим законодательством требованиям к эмитенту ценных бумаг и условиям эмиссии (т.н., due diligence), а также, оценка возможностей и ресурсов эмитента для реализации эмиссионного проекта;
- выработка (совместно с эмитентом) базовых условий выпуска ценных бумаг, в т.ч., формы привлечения средств на рынке, потенциального круга приобретателей, структуру эмиссионного синдиката и др. условий;
- консультирование эмитента по всем вопросам, связанным с проведением эмиссии ценных бумаг;
- сбор информации и подготовка документов, для осуществления регистрационных и иных обязательных процедур, обуславливающих эмиссию (подготовка решений уполномоченных органов эмитента,

регистрация выпуска ценных бумаг (и проспекта ценных бумаг);
- сопровождение процедур заключения эмитентом договоров и соглашений с со-организаторами выпуска и андеррайтерами, обеспечение формирования и деятельности эмиссионного синдиката;
- реализация мероприятий, связанных с обязательным раскрытием информации об эмиссии ценных бумаг, а также, публикация информационных меморандумов и бюллетеней и проведение публичных презентаций ценных бумаг (road-show);
- организация привлечения инвесторов и биржевого обращения ценных бумаг (в случае необходимости).

Особо следует отметить, что к организатору выпуска ценных бумаг не предъявляется каких-либо специфических требований, каковые установлены в отношении тех же андеррайтеров.

По сути организатором может выступать любая структура (юридическое лицо), которой эмитент поручит руководство проектом по привлечению долгового финансирования. В тоже время имя организатора выпуска является т.н. «лицом выпуска», т.к. логотип и наименование организатора(со-организаторов) размещаются на всех информационных материалах, проспектах и т.п., распространяемых среди потенциальных инвесторов. Поэтому инвестор смотрит не только на финансовые показатели эмитента и его историю и результаты деятельности (background), определяющие в некоторой степени экономические результаты инвестирования. Немаловажным фактором является и реноме, статуса организатора выпуска. Т.е. исходя из них будет определяться степень доверия инвестора к получаемым от организатора выпуска сведениям об эмитенте, и, соответственно, возможность руководствоваться в принятии решений соответствующей информацией. Банки-организаторы выпусков, в свою очередь, в силу специфики своего статуса оказываются в заведомо более выгодном положении по сравнению с обычными инвестиционными компаниями.

.В. АНДЕРРАЙТЕР ВЫПУСКА ЦЕННЫХ БУМАГ.
Не менее важную роль в организации выпуска ценных бумаг и их размещении играет андеррайтер(ы) выпуска. Его основной функцией является обеспечение размещения всего выпуска ценных бумаг в наиболее короткие сроки и приемлемых для эмитента условиях. Таким образом, именно реализация ценных бумаг – «сектор ответственности» андеррайтера. В западной практике для целей гарантированного размещения всего объема выпуска ценных бумаг и их более эффективной реализации формируется вышеупомянутый инвестиционный синдикат, состоящий из нескольких андеррайтеров. Структура инвестиционного синдиката, как правило, образована одним или несколькими лид-менеджерами выпуска и несколькими андеррайтерами. В России в большинстве случаев организатор(ы) выпуска выступают

одновременно единственными (или «лид») андеррайтерами. Зачастую только банковские структуры, обладающие более высоким финансовым потенциалом, нежели российские инвестиционные компании, могут позволить себе «солировать» в процессе и организации выпуска, и в его размещении.

Для понимания непосредственных задач андеррайтера на этапе размещения ценных бумаг необходимо обозначить классификацию, применяемую в отношении услуг андеррайтинга и связанную с ключевыми условиями соответствующего договора между эмитентом и андеррайтером.

Так принято выделять: (1) андеррайтинг «на базе лучших усилий» и (2) андеррайтинг «на базе твердых (фиксированных) обязательств». В первом случае речь идет о т.н. «дистанцированном» андеррайтинге, когда брокер (андеррайтер) предпринимает все необходимые и должные действия для наиболее быстрой и экономически выгодной эмитенту реализации ценных бумаг третьим лицам (в т.ч., через организаторов торговли на рынке ценных бумаг (фондовые биржи), внебиржевые каналы реализации инвесторам (заемщикам) ценных бумаг эмитента); в тоже время сам андеррайтер не принимает на себя обязательств по выкупу размещаемых ценных бумаг от своего имени и за свой счет (а также, обязательств по выставлению заявок (безотзывных оферт) на покупку размещаемых ценных бумаг).

Таким образом, правовой базой взаимоотношений эмитента и андеррайтера становятся договоры поручения или комиссии, в соответствии с которыми андеррайтер (будучи поверенным) выступает от имени и за счет эмитента (или от своего имени и за счет эмитента) при продаже ценных бумаг выпуска. Более распространенной формой андеррайтинга (одновременно и более интересной для потенциального эмитента) является андеррайтинг «на базе твердых (фиксированных) обязательств. В данном случае соглашением (договором) между эмитентом и андеррайтером устанавливаются не только обязательства посреднического характера, но и обязанности андеррайтера по: (i) приобретению от своего имени и за свой счет определенного количества ценных бумаг на заранее оговоренных с эмитентом условиях («гарантированный выкуп») и (ii) выставлению от своего имени и за свой счет заявок на покупку размещаемых ценных бумаг (безотзывных оферт: «дилерских заявок» на фондовой бирже или публичных оферт на неорганизованном рынке ценных бумаг).

Для осуществления любой из указанных форм андеррайтинга компании (банку) требуется наличие лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности, т.к., именно на основании т.н. «брокерского договора», являющегося по сути договором комиссии / поручения

/ агентским договором, андеррайтер осуществляет реализацию ценных бумаг потенциальным заемщикам и инвесторам. Если же имеет место андеррайтинг «на базе твердых условий», сопровождающийся выставлением безотзывных оферт на фондовой бирже, то для этого также потребуется лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности.

2. БАНК – ОРГАНИЗАТОР И (ИЛИ) АНДЕРРАЙТЕР ВЫПУСКА: ПРАКТИКА И ПЕРСПЕКТИВЫ

В вопросе выбора эмитентом ценных бумаг наиболее успешных и надежных «сопровождающих» выпуска существенным обстоятельством является не только фактическая возможность участия той или иной организации в качестве андеррайтера или организатора, но и те предпосылки, которые позволяют минимизировать эмитенту риски неразмещения / ненадлежащего размещения выпуска ценных бумаг.

И здесь мы сталкиваемся с таким термином, как «инвестиционный банк». В российской финансовой среде данный термин применяется, как правило, к кредитным организациям, ориентированным на предоставление соответствующих услуг, причем не только услуг уровня investment banking, но и услуг по факторингу, лизингу и корпоративному кредитованию. Такое искусственное ограничение зачастую обусловлено не столько узостью понимания данного финансового института, сколько спецификой российского банковского законодательства, в соответствии с которым именоваться банком может только юридическое лицо, обладающее специальной правоспособностью и имеющее соответствующую лицензию Банка России. В тоже время «инвестиционный банк» в развитых странах – суть организация, оказывающая на законных основаниях профессиональные услуги институциональным инвесторам и реципиентам инвестиций. Системообразующим направлением investment banking как раз и является организация привлечения финансирования, реализация соответствующих мероприятий, а также, непосредственное участие в тех или иных проектах инвестиционно-финансового характера (как правило, со стороны эмитента/заемщика). В связи с вышеизложенным представляется не совсем обоснованным разделение существующих в России кредитных организаций на «инвестиционные» банки и «расчетные» (или коммерческие) банки. Ведь расчеты между участниками оборота могут проводить не только коммерческие банки, но и небанковские кредитные организации, а «инвестиционным банком» (по сути, но не по названию) может стать и крупная инвестиционная компания – профессиональный участник рынка ценных бумаг. Поэтому логичнее будет относить ту или иную кредитную организацию к разряду «инвестиционных банков» исходя из того, какой в действительности спектр услуг может

предоставить финансовая организация потенциальным корпоративным клиентам.

Участие банка в качестве организатора / андеррайтера выпуска ценных бумаг по существу не обладает какой-либо спецификой, но, в тоже время, не является для большинства российских банков привычной («стандартной») банковской услугой.

Тем не менее, сложившаяся к настоящему времени ситуация свидетельствует о том, что крупнейшие кредитные учреждения в России активно участвуют в качестве организаторов и андеррайтеров выпусков ценных бумаг различных эмитентов. При этом доля некредитных организаций в рейтинге инвестиционных банков Sбonds стремится к «нулю». С одной стороны, это говорит о том, что потенциал конкурентного роста рынка посреднических услуг для эмитентов ценных бумаг за счет более активной работы инвестиционных компаний весьма велик. С другой стороны, положительный опыт работы крупных банков в этом секторе подтверждает потребность различных категорий эмитентов (в особенности, региональных) в сотрудничестве с близкими им региональными банковскими структурами.

Для формирования на базе существующего банка структуры «инвестиционного банка» требуется наличие не только соответствующих лицензий профессионального участника рынка ценных бумаг, но и кадрового ресурса, способного обеспечить проведение необходимых юридических процедур и мероприятий, организацию непосредственного размещения ценных бумаг и работу с потенциальными инвесторами. И именно, банковская структура в большинстве случаев позволяет создать необходимые условия для развития данного направления.