

**Ольга МЕТЛУШКО**

## **ЗАСТОСУВАННЯ АНДЕРРАЙТИНГУ У БАНКІВСЬКІЙ ПРАКТИЦІ**

*Розкривається економічний зміст терміна "андеррайтинг". Досліджено світовий та вітчизняний досвід надання банками послуг з розміщення цінних паперів. Окреслено перспективи здійснення операцій комерційних банків з андеррайтингу.*

*The economic content of the term "underwriting" is revealed. Global and home experience in offering banking services of placing the securities is examined. The perspectives of underwriting realization by commercial banks are determined.*

Національна економіка перманентно відчуває нестачу фінансових інвестицій, тому діяльність з випуску цінних паперів на фінансовому ринку стає поступово основним методом залучення капіталу для провідних вітчизняних компаній. Важливу роль у цьому контексті відіграють комерційні банки, які є посередниками на ринку цінних паперів. Новітні тенденції на українському ринку цінних паперів відображають впровадження найефективніших фінансових інструментів та розширення переліку банківських послуг. Серед цих інструментів важливе місце посідає андеррайтинг.

Фундаментальне значення для формулювання теоретичних основ андеррайтингу в Україні мають роботи вітчизняних економістів І. Бланка, Б. Луціва, А. Мороза, А. Пересади, М. Савлука та інших. Однак більшу частину інформації доводиться отримувати із зарубіжних джерел, де теоретичні основи представлені в основному в дослідженнях вчених: Е. Бредні, Р. Дженнінгс, Х. Марш, У. Шарп та ін.

Для непрофесійних учасників доступ до більшої частини інформації закритий. Тому для широкого загалу цей механізм поки що залишається незрозумілим. Недостатня теоретична та практична розробка проблеми впровадження таких фінансових інструментів,

як андеррайтинг на український ринок цінних паперів і їх подальша інтеграція в національну економіку викликає низку невирішених питань, які є предметом наукових дискусій. Суперечності виникають переважно через відсутність чітких формулювань термінів та окремих понять, напрямків, серед яких – участь банків у системі інвестиційного обслуговування. Вирішити цю проблему можна за рахунок активізації інвестиційної діяльності банків. Останнім часом комерційні банки все активніше проводять корпоративне фінансування.

Серед низки інвестиційних послуг саме андеррайтинг почав стрімко розвиватись і набувати все більшої популярності в Україні. Термін андеррайтинг запозичений в українську економічну термінологію з англійської мови. Андеррайтинг (underwriting) в перекладі з англійської має кілька значень – підписка, гарантування, прийняття ризику, страхування. Отже, це поняття багатозначне і застосовується у багатьох сферах економічної діяльності. Відповідно до Закону України "Про банки та банківську діяльність" андеррайтинг – це купівля на первинному ринку цінних паперів з наступним їх перепродажем інвесторам; укладання договору про гарантування повного або часткового продажу цінних паперів емітента

інвесторам, про повний або частковий їх викуп за фіксованою ціною з наступним перепродажем або про накладання на покупця обов'язку робити все можливе, щоб продати якомога більше цінних паперів, не беручи зобов'язання придбати будь-які цінні папери, що не були продані [1]. Загалом, андеррайтинг можна визначити як купівлю на первинному ринку цінних паперів з наступним їх перепродажем інвесторам.

У світовій практиці андеррайтинг поділяють на кілька видів:

- повністю гарантований андеррайтинг, коли банк, що розміщує емісію, гарантує емітенту повний викуп емісії або тієї частини, що залишається нерозміщеною;
- частково гарантований андеррайтинг, коли гарантія викупу розповсюджується тільки на частину емісії, інша частина розміщується банком на відкритому ринку;
- андеррайтинг без гарантій, коли гарантії банку відсутні, але банк зобов'язується докласти максимальних зусиль для того, щоб розмістити емісію;
- “все або нічого”, така форма розміщення передбачає відкликання випуску, якщо він не був розміщений у повному обсязі [2, 66].

У США та Європі андеррайтинг поширений в інвестиційній сфері близько 60 років. Його ефективність визнають провідні зарубіжні банки, а в умовах глобалізації він розвивається ще швидше і вже давно належить до списку послуг, які надають міжнародні інвестиційні банки. Тому професійні вітчизняні фінансові структури поспішають застосовувати його на практиці.

Окремі країни законодавчо сприяють розвитку послуг з андеррайтингу. Наприклад, у Франції з 1 січня 2001 р. вступив в дію Валютно-фінансовий кодекс (Code Monetaire et Financiere), відповідно до якого особа, яка пропонує для продажу цінні папери фізичним чи юридичним особам на їх території, повинна мати спеціальну картку від кредитної чи іншої установи, що підтверджує її повноваження (фінансовий демаршаж) [5, 59].

З середини 1994 р. в Росії існує Клуб андеррайтерів, до якого належать крупні

інвестиційні компанії та банки (ОАО АКБ “Росбанк”, ОАО “Внешторбанк”, ОАО “Имексбанк”, ОАО ИК “Нева-Инвест”), а також наукові організації (СРО НФА, Финансовая Академия при Правительстве РФ). СРО НФА розробляє проект “Розвиток андеррайтингу на російському ринку цінних паперів”, в рамках якого створено низку документів, таких як “Стандарт діяльності з андеррайтингу і надання інших послуг, пов'язаних з розміщенням емісійних цінних паперів” (2004 р.) та “Керівництво з організації емісії та обігу корпоративних облігацій” (2004 р.).

В Україні зародження андеррайтингу почалось після формування фондового ринку, тобто після 1991 р. І на даний час вже склався інститут андеррайтингу (деякі професійні учасники ринку цінних паперів надають такі послуги).

Результатом пошуку нових методів залучення капіталу стала поява на фондовому ринку корпоративних облігацій, оскільки саме через них здійснюється надання коштів клієнтам для реалізації ними довгострокових масштабних проектів шляхом викупу цінних паперів. Найчастіше ця послуга здійснюється банками. Гарантувати повний або частковий викуп цінних паперів і наступний їх перепродаж можуть лише суб'єкти ринку фінансових послуг, які володіють значними обсягами ресурсів, оскільки позики менше 1 млн. грн. рідко зустрічаються на ринку. Такими суб'єктами, відповідно до чинного законодавства, можуть бути лише особи, які мають ліцензію на здійснення на ринку цінних паперів діяльності з їх випуску та обігу.

Найчастіше такі послуги здійснюються банками для тих галузей промисловості, продукція яких користується найвищим попитом, а саме – машинобудування, хімічна, металургійна, харчова промисловість, мобільний зв'язок тощо.

Операції з андеррайтингу можуть проводити лише найбільші банки, оскільки обсяги випуску цінних паперів інколи становлять від кількох мільйонів до кількох мільярдів гривень. Законодавчо закріплено для здійснення андеррайтингу розмір статутного

фонду не менше, ніж 600 тис. грн., а законопроектом “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення вимог до статутного капіталу професійних учасників фондового ринку”, розробленим ДКЦПФР з метою зменшення ризиків щодо операцій з цінними паперами при здійсненні професійної діяльності на фондовому ринку, пропонується збільшити розмір статутного фонду до 7 млн. грн. [8]. Тому одному банку досить складно розмістити весь обсяг емісії, позаяк у процесі розміщення цінних паперів, як правило, беруть участь кілька банків, створюючи таким чином консорціум (синдикат) андеррайтерів. Таким чином зменшується ризик, пов’язаний з реалізацією емісії, і прискорюється процес реалізації цінних паперів. Створення андеррайтингового консорціуму потребує відповідної ієрархії та розподілу обов’язків. До консорціуму входять фінансовий консультант, андеррайтер, маркет-мейкер, платіжний агент [6, 41].

Андеррайтер (інвестиційна компанія) – менеджер синдикату (переважно великий банк) створює синдикат та несе повну відповідальність за андеррайтинговим договором перед емітентом та отримує прибуток за андеррайтинговим договором (близько 2% від усього обсягу емісії для великих інвестиційних компаній та до 7-8% для дрібних венчурних) та спред.

Банки зі значним розміром статутного капіталу можуть виступати в ролі генеральних менеджерів корпоративних емісій, а банки середні та малі можуть виконувати роль співменеджерів в емісійному синдикаті. При розміщенні значних випусків корпоративних облігацій в економічно розвинутих країнах залучають спеціалізовані інвестиційні банки. І при випуску цінних паперів корпорація шукає партнера в особі інвестиційного банку, який виступає в ролі генерального менеджера. Такий банк формує консорціум андеррайтерів і бере на себе гарантії щодо випуску та розміщення цінних паперів. Кількість членів консорціуму може коливатись – від двох до шістдесяти банків [4, 450].

Вирізняють дві основні форми андеррайтингу відповідно до ризику та відповідальності:

- метод твердих зобов’язань;
- метод застосування максимальних зусиль.

При використанні першого методу посередник або викуповує весь випуск з наступним перепродажем інвесторам на ринку або гарантує продаж цінних паперів емітента інвесторам. Такий механізм надає гарантії емітенту щодо розміщення цінних паперів та розміру винагороди. Винагорода андеррайтера за послуги – “спред” – різниця між ціною, за яку ці папери були викуплені посередником, та ціною, за якою він продав цінні папери інвесторам на ринку.

Сутність методу застосування максимальних зусиль полягає в тому, що андеррайтер бере на себе зобов’язання докласти максимальних зусиль для розміщення цінних паперів емітента, тобто андеррайтер погоджується працювати без твердих зобов’язань. Винагорода в такому випадку – це комісійні у вигляді відсотків від вартості розміщених цінних паперів. Андеррайтери не беруть на себе зобов’язань викупити не реалізовані акції, знижуючи при цьому ризик, але, разом з тим, знижуючи і прибуток. Професійний учасник, який здійснює андеррайтинг за принципом застосування максимальних зусиль на користь емітента бере на себе зобов’язання вжити усіх заходів для якомога повнішого розміщення випуску цінних паперів за найкращими цінами та в найкоротший термін. В процесі андеррайтингу між партнерами складаються такі відносини, у яких крім договірних передбачається виконання деяких етичних норм. Банк, який обслуговує випуск, має доступ до інсайдерської інформації про розвиток курсу цінного паперу, позиції на ринку, фінансового стану емітента. Тому існують обов’язкові до виконання умови, а саме:

- інтереси клієнта мають переважати над інтересами андеррайтера;
- інвестиційний банк не може маніпулювати цінами на фондовому ринку і

зобов'язувати до купівлі чи продажу цінних паперів шляхом надання викривленої інформації, а також використання такої інформації в рекламі;

- підготовка випуску і розміщення цінних паперів не повинна містити дії, які дозволять маніпулювати цінами на папери даного емітента, що реалізовані раніше;

- інвестиційний банк та його співробітники не мають права використовувати службову інформацію та передавати її третім особам [7]. Сьогодні спостерігається поступовий перехід від форми розміщення застосування максимальних зусиль до гарантованого розміщення. Цей фактор визначає збільшення кількості учасників у консорціумі андеррайтерів.

В Україні послуги з організації розміщення цінних паперів надаються лише щодо облігацій і цей ринок майже повністю контролюють банки (рис. 1).

На банківські установи припадає близько 50% вітчизняного ринку. Є банки, частка яких не перевищує 1–2%, а є безумовні лідери, такі як Укрсоцбанк, ING Wholasele Banking Україна, Райффайзен Банк Аваль, УкрСиббанк. Основними гравцями ринку ан-

деррайтерів за останні 5 років були ті, хто почав розвивати цей ринок з 2001 р.: УкрСиббанк, ING Wholasele Banking Україна, Укрсоцбанк, Альфа-Банк Україна і ПУМБ. Крім основних гравців – великих банків, послуги андеррайтера надають невеликі банки та фінансові компанії. Як правило, їх клієнтами стають відносно невеликі компанії з обсягом облігаційних запозичень від 5 до 20 млн. грн. Однак при швидкому розвитку ринку облігацій значна кількість підприємств буде прагнути залучити кошти, і будь-який банк, організувавши емісію кількох значних випусків, зможе посісти провідне місце на ринку у рейтингу андеррайтерів. Іноді банки та фінансові компанії самостійно виконують роль організатора випуску, а розміщує його крупніший банк (можливо, в якості співандеррайтера), оскільки йому легше працювати з більшими обсягами і він може викупити частину емісії. Така схема була характерна для Правекс-Банку. Андеррайтер залучається з метою розширення кола потенційних інвесторів. Здійснюючи дебютний випуск власних облігацій, Правекс-Банк залучив андеррайтера з метою розміщення облігацій серед нерезидентів, хоча міг розмістити

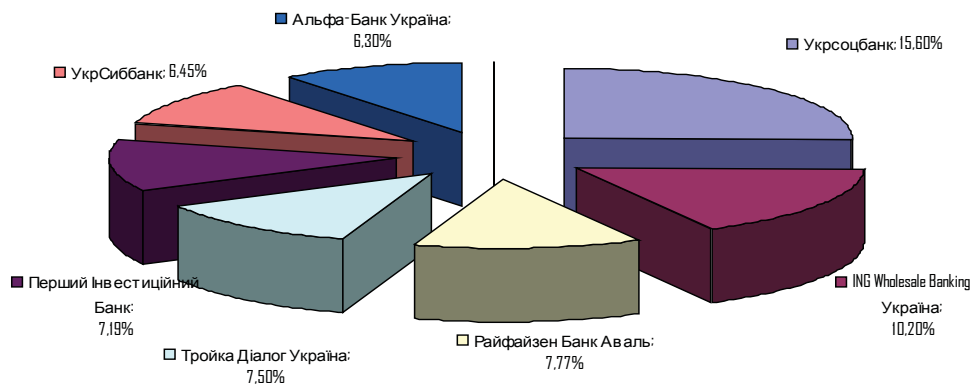


Рис. 1. Структура андеррайтерів з розміщення ринкових облігацій за підсумками січня-червня 2008 р.\*

\* Побудовано на основі джерела: [10].

весь випуск самостійно, для чого володіє всіма необхідними ліцензіями та командою професіоналів [9].

З огляду на вищезазначене, ринок андеррайтингових послуг насамперед пов'язаний з ринком корпоративних облігацій, тоді як зарубіжний досвід доводить, що саме на ринку пайових фінансових інструментів андеррайтинг набуває особливого значення, що обумовлюється рівнем ризику акцій. Тому необхідне наукове обґрунтування заходів регуляторної політики, які створять передумови для поширення андеррайтингових послуг на вітчизняному ринку акцій.

На ринку приватних та публічних розміщень акцій банки України майже не присутні, за винятком ING Wholesale Banking Україна. Організаторами практично всіх приватних розміщень акцій на ринку цінних паперів України (в тому числі і для банків: Надра, Форум, Мегабанк, Родовід банк та інші) є компанії Драгон Капітал та Конкорд Капітал. Щодо організації публічного розміщення акцій за кордоном (станом на 1 січня 2008 р. такі розміщення були здійснені 8-ми компаніями з України), то лише ING Wholesale Banking Україна залучається до процедури консультування або андеррайтингу.

Однак банки можуть значно збільшити обсяг комісійних доходів за рахунок розвитку андеррайтингових послуг, в тому числі андеррайтингу приватного та публічного розміщення акцій емітентів, насамперед, на вітчизняному ринку. Наприклад, у банку Bear Stearns за результатами 2005 р. частка доходів від андеррайтингу в загальному обсязі доходів від інвестиційного банкінгу складала 45,82% [3, 99].

Зараз ринок андеррайтингових послуг знаходиться в стадії становлення, тому жорстка конкуренція поки не відчувається. Хоча дедалі чіткіше вимальовується коло андеррайтерів. Вже сьогодні інколи емітенти проводять тендер серед андеррайтерів для того, щоб вибрати того, який готовий запропонувати гарантію розміщення та ставку, яка підходить емітенту найкраще. Іноземні грав-

ці напряму недостатньо представлені на українському ринку, хіба через дочірні банки, але з часом, можливо, їх вплив буде помітнішим. Ймовірно, рейтинг інвестиційних банків у 2009 р. залишиться незмінним: як і раніше, буде 3-6 основних гравців щодо організації випусків і приблизно стільки ж з розміщення облігацій. Але в абсолютному значенні кількість дрібних гравців, які будуть мати 1-2 випуски облігацій з незначним обсягом емісій, збільшиться. Також малоймовірно, що в найближчому майбутньому відбудуться суттєві зміни серед основних гравців, оскільки основні андеррайтери мають достатній досвід і бренд. Хоча ймовірно збільшення кількості організаторів та перегрупування серед основних учасників у зв'язку із запланованими випусками облігацій. Активізація діяльності буде спостерігатись серед банків з іноземним капіталом.

Таким чином, з використанням андеррайтингу можна залучити значні інвестиції у різні сфери фондового ринку. Механізм андеррайтингу надає хороші можливості для отримання прибутків (від емісії, на процентах від реалізації емісії, на спреді), не вдаючись до спекуляції та застосування "тіньових" схем і механізмів. Окрім цього, через доступність інформації, прозорість і взаємодію різних компаній і фінансових структур (в процесі утворення та роботи синдикатів) андеррайтинг сприятиме мінімізації ризиків, а також посилить конкуренцію на ринку цінних паперів. Використання досвіду західних країн та вдосконалення законодавства щодо регулювання андеррайтингової діяльності дозволить досягнути підвищення ефективності залучення інвестицій через механізм андеррайтингу та покращення фінансової стабільності.

#### Література

1. Закон України "Про банки та банківську діяльність" від 7 грудня 2000 р. №2121-111//Законодавчі та нормативні акти з питань банківської діяльності. – 2001. – № 1. – С. 3–47.
2. Буклемишев О. В. Ринок євроблигацій. – М.: ДЕЛО, 1999. – 232 с.

3. Глуценко С. В. Інвестиційні послуги банків: зарубіжна практика та українські перспективи // *Фінанси України*. – 2007. – № 5. – С. 96–104.

4. Краев А. О. и др. Рынок долговых ценных бумаг: Учеб. пособие для вузов. – М.: Изд-во "Экзамен", 2002. – 512 с.

5. Кузнецова Е. Правовое регулирование услуг французских банков по размещению ценных бумаг других эмитентов // *Рынок ценных бумаг*. – 2001. – № 9. – С. 59–61.

6. Пшик Б. Напряг діяльності українських банків у сфері корпоративного фінансування // *Вісник НБУ*. – 2005. – № 7. – С. 40–42.

7. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций / Я. М. Миркин, С. В. Лосев, Б. Б. Рубцов и др.; Саморегулируемая организация "Национальная фондовая ассоциация". – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 534 с. (Проект "Развитие андеррайтинга в России").

8. Статутний капітал профучасників фондового ринку // *Цінні папери України*. – 2008. – № 22 (514) / [www.securities.org.ua](http://www.securities.org.ua).

9. <http://news.finance.ua/ru/orgtrg/~2/1/274/104324>.

10. [www.cbonds.info](http://www.cbonds.info).