

УДК 336.763.332

И. В. Бульдин

Одесский национальный университет имени И. И. Мечникова,
факультет экономики, кафедра экономической теории
и международных экономических отношений
ул. Дворянская, 2, Одесса, 65026, Украина

ОСОБЕННОСТИ ОСУЩЕСТВЛЕНИЯ ПРОЦЕДУРЫ АНДЕРРАЙТИНГА НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ УКРАИНЫ

В статье раскрыта возрастающая роль корпоративных облигаций как инвестиционного инструмента на фондовом рынке Украины, рассмотрены особенности андеррайтинга (процедуры размещения выпусков облигаций), включающие в себя требования к эмиссиям, объем комиссионного вознаграждения банков-андеррайтеров. Проведен анализ деятельности основных андеррайтеров, рассмотрены возможные перспективы развития рынка услуг по андеррайтингу.

Ключевые слова: андеррайтинг, андеррайтер, фондовый рынок, облигации, эмитент, коммиссионные, банки.

Украинская экономика, находящаяся в процессе трансформации, в значительной степени нуждается в финансовых, информационных и материальных ресурсах. Важнейшим условием экономических реформ в Украине является создание новых инструментов для обеспечения конкурентоспособного функционирования национальных производителей. Одним из этих инструментов является фондовый рынок, выступающий своеобразным отражением коммерческого успеха и надежности предприятий. Привлечение финансовых ресурсов на фондовый рынок давно уже стало общемировой тенденцией, и Украина не является исключением.

К выпуску облигаций как инструменту привлечения инвестиций прибегают не только успешные предприятия, но и растущие компании. Этот финансовый инструмент отражается в балансах десятков отечественных предприятий. Облигация представляет собой долговой инструмент (ценную бумагу), держатель которой имеет право на получение фиксированного дохода в течение определенного периода времени и возврат номинальной стоимости по окончании срока обращения. Все большая популярность облигаций, как долгового инструмента, связана с рядом преимуществ, которые они дают как эмитентам, так и владельцам. Эмитенты заинтересованы в выпуске облигаций и их размещении, поскольку они получают дешевые (по сравнению с банковским кредитами) инвестиционные ресурсы, необходимые для развития производства. При этом не происходит в отличие от выпусков акций перераспределения акционерного капитала. Для владельцев преимущество заключается в получении фиксированного в отличие от

дивидендов по акциям дохода, а также немаловажен тот аспект, что в случае возможного банкротства они имеют первоочередное право (по сравнению с владельцами акций) на удовлетворение своих финансовых претензий [1, с. 103]. Большая часть эмитентов осуществляет облигационные размещения не самостоятельно, а при помощи квалифицированных агентов фондового рынка — андеррайтеров.

По своей финансовой сути андеррайтинг — это покупка на первичном рынке облигаций у эмитента с последующей их перепродажей первичным собственникам облигаций. Кроме этого, процедура андеррайтинга, зачастую, включает в себя заключение договора о гарантии полной или частичной продажи облигаций эмитента первым собственникам [2, с. 123–124]. Положительной тенденцией Украинского фондового рынка является тот факт, что за последние три года (начиная с 2003 г.) подавляющее большинство эмитентов осуществляют размещения своих эмиссий исключительно при помощи андеррайтеров. Андеррайтер представляет собой юридическое лицо, которое, согласно заключенному с эмитентом договору андеррайтинга, осуществляет размещение облигаций эмитента. Андеррайтером может быть исключительно лицо, которое в установленном порядке получило лицензию на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг т. е. на осуществление деятельности по выпуску и обращению ценных бумаг [3, с. 48].

Для того, чтобы андеррайтер имел возможность разместить облигации на фондовом рынке, эмиссия должна соответствовать ряду требований.

1. Информация о выпуске облигаций должна быть зарегистрирована в ГКЦБФР (Государственная Комиссия по Ценным Бумагам и Фондовому Рынку), таким образом происходит автоматический отбор эмиссий, не предназначенных для открытых торгов.
2. Облигации выпуска входят в листинг ПФТС (Первой Фондовой Торговой Системы). Этот факт подразумевает обязательное поддержание уровня прозрачности эмитента.
3. Предложение о покупке облигаций зачастую сопровождается предоставлением публичным инвесторам инвестиционного или информационного меморандума, содержащего информацию о состоянии бизнеса эмитента, структуре реальных собственников, рыночной позиции эмитента, о рисках, финансовый анализ деятельности эмитента, бизнес-план, цели привлечения инвестиций. Вышеперечисленные критерии не являются обязательными для эмиссий облигаций банков [4, с. 52].
4. В случае, если отсутствует публичная информация о размещении хотя бы одной облигации эмиссии, то эмиссия такого рода не учитывается в листинге ПФТС.

За последние 3 года деятельность андеррайтеров стала более заметной и привлекательной. К фондовому рынку стало обращаться все большее число эмитентов. Некоторые из них являются отраслевыми монополистами с достаточно существенными объемами предложения

ценных бумаг. Это в значительной степени определило институциональный статус рынка, число эмитентов на котором возросло с 10 до 40. Об инвестиционной привлекательности рынка андеррайтинговых услуг говорит число его участников — 19 коммерческих банков и 1 инвестиционная компания. Главной особенностью работы большинства украинских андеррайтеров является полная или частичная гарантия успешного размещения облигаций. Мелкие андеррайтеры (небольшие банки и торговцы ценными бумагами) предпочитают андеррайтинг, при котором они не берут на себя гарантий размещения облигаций [3, с. 49].

Объем комиссионных, получаемых андеррайтером за размещение эмиссий на фондовом рынке — информация закрытая. Но суммарный размер комиссионных оценить вполне возможно. Инвестиционные компании и банки, оперирующие на фондовых рынках США за выпуск низкорисковых корпоративных облигаций берут комиссионные в размере 0,9% от объема выпуска. В России организатор выпуска корпоративных облигаций получает 0,6–0,7% от объема эмиссии. За гарантию размещения андеррайтер берет не менее 0,5% [5, с. 124]. Таким образом суммарный объем комиссионных андеррайтера на Украинском фондовом рынке составляет, в среднем, 1%. На небольших суммах (объемах размещения) а также в случае сложных выпусков объем комиссионных может быть больше.

Крупнейшими андеррайтерами в Украине являются банки. Лидером среди банков-андеррайтеров является "УкрСиббанк", который в 2005 году выступил андеррайтером 16-ти рыночных выпусков облигаций на общую сумму 1,62 млрд. грн. Это почти в пять раз больше, чем объем эмиссий у ближайших конкурентов. Общее количество выпусков облигаций, в которых банк принял участие в 2005 году, составило 17, из которых 16 являются рыночными. Кроме того, "УкрСиббанк" признан наиболее активным торговцем корпоративными и муниципальными облигациями в рейтинге крупнейшей торговой фондовой площадки Украины ПФТС за 2005 год. За последние четыре года банк сформировал высокие стандарты работы и доверия инвесторов и эмитентов. Технология организации и размещения эмиссий корпоративных и муниципальных облигаций "УкрСиббанка" является наиболее высококлассной в Украине. Количество выпусков облигаций за 2001–2005 гг., в которых банк выступил андеррайтером, достигло 41, а общая сумма выпусков превысила 3 млрд. грн. В 2005 г. клиентами банка по размещению облигаций стали: ЗАО "ПроКредит Банк", ГМА "Борисполь", ЗАО "Первый ликеро-водочный завод", ОАО "АК "Комбинат "Приднепровский", ООО "ПО "Молис", ООО "Квиза-Трейд", ОАО "Полтавский ТРЗ", ООО "Зерноторговая компания", ООО "Кернел-трейд", ООО "АЛЛО", ЗАО ПО "Киев-Конти", Харьковский, Запорожский и Одесский городские советы. "УкрСиббанк" и "Укрсоцбанк" лидируют среди андеррайтеров и вместе покрывают 62,9% рынка, с солидным отставанием за ними идут АППБ "Аваль" — 14,1%, "Альфа-Банк" — 6%, КБ "Крещатик" — 2,8%, "Кредитпром-

банк" — 2,6%, "Укргазбанк" — 1,8%. Это является наглядным примером того, что рынок андеррайтерских услуг на Украине является олигополистичным и, несмотря на определенный прогресс, недостаточно развитым [6, с. 4].

Полезность функционирования андеррайтеров несомненна. Они являются именно тем звеном, через которое к эмитенту поступают денежные ресурсы, причем затраты на их получение относительно незначительны. Минимальная доходность облигаций ряда эмитентов составляет 12,6% (Киевский горсовет, банк "Аваль", Укрсоцбанк). Промежуточный уровень доходности облигаций при первичном размещении составляет 15,7–15,9% ("Киевстар GSM", банковские облигации Кредитпромбанка и банка "Крещатик"). Верхний уровень доходности облигаций при первичном размещении — 17–18,2% (пивзавод "Сармат", "Азот"). За последнее время на украинском рынке ценных бумаг произошел ряд изменений, коснувшихся особенностей обращения облигаций. В частности, увеличился срок их обращения, который с учетом оферт составляет 1 год. Оферта дает возможность держателям облигаций после определенного периода времени до даты погашения предъявить ее эмитенту для досрочного выкупа. Изменения коснулись такого элемента структуры облигаций, как частота выплат процентного дохода. Если раньше в большей части эмиссий предусматривалась ежеквартальная выплата процентов, то, начиная с 2003 г., предприятия — монополисты предложили рынку облигации с ежемесячной выплатой. Эмитенты из числа предприятий-монополистов предложили инвесторам облигации, по которым предусмотрен регулярный выкуп части облигаций из обращения. Это постепенно снижает долговую нагрузку эмитента по обслуживанию данной эмиссии и сокращает среднюю продолжительность обращения облигаций [6, с. 5].

Если попытаться спрогнозировать возможные варианты развития рынка услуг андеррайтеров в Украине, то наглядно прослеживается влияние на него ряда следующих факторов, определяющих динамику развития фондового рынка. Во-первых, это ценовая политика андеррайтеров. Скорее всего, будут сегментированы цены на их услуги в зависимости от конкретных потребностей эмитента. Если эмитенту не нужна гарантия размещения облигаций, то комиссионные могут быть минимальными, не превышающими 0,5%. Если же заем долгосрочный (более 3 лет), то размер комиссионных будет выше (до 1,2%). В любом случае, работа андеррайтеров будет связана с постоянно меняющейся ситуацией на внутреннем финансовом (фондовом) рынке. Конъюнктура фондового рынка в значительной степени влияет на принятие инвесторами решения о покупке облигаций. Ликвидность банковской системы во многом будет определять скорость размещения облигаций и влиять на успешность андеррайтингового бизнеса. С появлением в 2003 г. нового класса эмитентов — государственных монополистов — значительно активизировался вопрос поиска и перехвата новых источников развития рынка облигаций, в том числе получения так называемых кредитов рефинансирования в НБУ. Нац-

банк по-прежнему будет играть значительную роль в успехе работы тех или иных андеррайтеров. Успех размещения по-прежнему будет зависеть от того, согласится ли НБУ рефинансировать под конкретные облигации. Нет сомнений в том, что для банков андеррайтинг останется прибыльным бизнесом. Но не исключен тот факт, что приход новых "игроков" на этот рынок и их демпинг может существенно снизить доходность услуг по андеррайтингу.

Литература

1. Павлов В. І., Пилипенко І. І., Кривов'язюк І. В. Цінні папери в Україні. — К.: Кондор, 2004. — С. 103.
2. Росс С. Основы корпоративных финансов. — М., 2000. — С. 123–124.
3. Савельев И. Год крупных банков // Ведомости. — № 17. — 03.02.05. — С. 48–49.
4. Цвехдиани В., Арестархов О. Андеррайтеры на финансовом рынке // Бизнес. — № 9. — 01.03.04. — С. 52.
5. Рудык Н. Семенова Е. Рынок корпоративного контроля. — М., 2000. — С. 124.
6. Організатори торгівлі цінними паперами. Річний звіт (2005 р.) — <http://www.ssmc.gov.ua/8/4/25/2005.doc> (Офіційна сторінка Державної Комісії з Цінних Паперів та Фондового Ринку) — С. 4–5.

І. В. Бульдин

Одеський національний університет імені І. І. Мечникова,
факультет економіки, кафедра економічної теорії та міжнародних
економічних відносин
вул. Дворянська, 2, Одеса, 65026, Україна

ОСОБЛИВОСТІ ЗДІЙСНЕННЯ ПРОЦЕДУРИ АНДЕРРАЙТИНГУ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

Резюме

В статті розглянута зростаюча роль корпоративних облигацій, як інвестиційного інструменту на фондовому ринку України, а також особливості андеррайтингу (процедури розміщення випусків облигацій), що включають в себе вимоги до емісій, обсяг комісійної винагороди банків — андеррайтерів. Проведено аналіз діяльності головних андеррайтерів, розглянуті можливі перспективи розвитку ринку послуг з андеррайтенгу.

Ключові слова: андеррайтинг, андеррайтер, фондовий ринок, облигації, емітент, комісійний, банки.

Buldin I.

Odessa National I. I. Mechnikov University, faculty of economy,
department of economic theory and international economic relations
St. Dvoryanskaya, 2, Odessa, 65026, Ukraine

FEATURES OF REALIZATION OF PROCEDURE OF UNDERWRITING AT THE FUND MARKET OF UKRAINE

Summary

The article deals with the increasing role of corporate bonds as an investment tool at the Ukrainian stock market. The article covers the peculiarities of underwriting (procedures of bonds emission allocation), which include emission requirements, the rate of commission payment, which is received by underwriting banks. In the research, there main underwriters work and the possible prospects of underwriting development are analyzed.

Keywords: underwriting, underwriter, fund market, bonds, issuer, exposure fee, banks.