

Глава 10

АНДЕРРАЙТИНГ ценных бумаг

Эмитент, который собирается привлечь средства на основе выпуска ценных бумаг, имеет только две принципиально отличных возможности это сделать: организовать эмиссию и размещение ценных бумаг самостоятельно или привлечь для этой цели профессионалов на рынке ценных бумаг, то есть воспользоваться услугами андеррайтера.

Андеррайтер – это профессиональный участник рынка ценных бумаг (или их группа), обслуживающий и гарантирующий эмиссию ценных бумаг эмитента, осуществляющий их покупку для дальнейшей перепродажи публике.

В соответствии с российской нормативной базой андеррайтер – это лицо, принявшее на себя обязанность разместить ценные бумаги от имени эмитента или от своего имени, но за счет и по поручению эмитента. Видно, что такое определение гораздо "беднее", поскольку не включает в андеррайтинг все виды услуг по организации самой эмиссии, послерыночной поддержке и т.д.

Андеррайтинг ценных бумаг – это организация эмиссии ценных бумаг для клиента – эмитента ценных бумаг и гарантирование в той или иной форме их размещения на первичном рынке.

Сам термин "андеррайтинг" (underwriting) возник во времена становления морского страхования, когда купец в качестве третьей стороны ставил свою подпись (write) под (under) суммой и слагаемыми риска, которые он согласен был покрыть.

В России впервые андеррайтинг ценных бумаг был применен при размещении облигаций муниципальных займов. Так, муниципальный займ в Новосибирске обслуживал Инвестиционный (эмиссионный) синдикат: Сибирский банк, Новосибирсквнешторгбанк, Россельхозбанк и Первая всесибирская инвестиционная компания. Каждый из участников синдиката брал на себя обязательства по приобретению от своего имени и за свой счет определенного количества облигаций.

В общей сложности гарантированная ими часть ценных бумаг составила 35% облигационного займа, но реально была выкуплена большая доля эмиссии. Облигации муниципального займа Нижегородской области (март 1993 г.) выкупались эксклюзивным официальным дилером займа АКБ "Нижегородский банкирский дом" небольшими партиями по номинальной стоимости и в дальнейшем размещались среди населения по рыночной цене. Для этого банком была создана разветвленная сеть торгово-операционных точек при почтовых отделениях Нижнего Новгорода и узлах связи Нижегородской области.

Первый андеррайтинг корпоративных ценных бумаг был применен при эмиссии акций приватизированного предприятия "Красный Октябрь" (эмиссия была зарегистрирована в декабре 1994 г.). 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 т.п. составили 700 тыс. дол., однако эмиссия не была размещена полностью; 1,6 млн штук акций были аннулированы¹.

В настоящее время андеррайтинг как деятельность используется на российском рынке ценных бумаг редко. Причиной этого, в первую очередь, является низкий спрос на такого рода услуги, поскольку нет новых эмиссий ценных бумаг.

Функции андеррайтера можно условно разделить на четыре группы:

- 1) подготовка эмиссии ценных бумаг;
- 2) распределение эмиссии ценных бумаг;
- 3) послерыночная поддержка ценных бумаг;
- 4) аналитическая и исследовательская поддержка ценных бумаг.

В мировой практике используются разные виды андеррайтинга. Все они могут применяться и на российском рынке. Различают андеррайтинг:

- на базе твердых обязательств;
- стэнд-бай андеррайтинг;
- на базе лучших усилий;
- на принципе "все или ничего";
- с авансированием эмитента;

¹ См.: Андеррайтинг как залог успешной эмиссии // Экономика и жизнь. 1995. № 31. С. 8.

- без авансирования эмитента;
- договорной;
- конкурентный.

Обычно андеррайтинг осуществляет не один профессиональный участник рынка ценных бумаг, а их группа, или **эмиссионный (андеррайтинговый) синдикат**. Эмиссионный синдикат не является юридическим лицом, это временное объединение участников рынка для выполнения одной конкретной задачи. В случаях крупной эмиссии эмиссионный синдикат может состоять из 200-250 членов.

Возглавляет эмиссионный синдикат **менеджер эмиссионного синдиката**. В качестве менеджера выступает крупная компания, которая берет на себя повышенные обязательства по выкупу части эмиссии, а также выполняет следующие функции:

- формирование эмиссионного синдиката и координация деятельности его членов;
- подготовка андеррайтингового и синдикационного договора;
- представительство эмиссионного синдиката в отношениях с эмитентом и с третьими лицами;
- стабилизация курса размещаемых ценных бумаг в период их первичного размещения.

В структуру эмиссионного синдиката входят соменеджеры, простые и привилегированные члены синдиката. На договорной основе могут привлекаться брокеры, осуществляющие продажу ценных бумаг публике по поручению членов синдиката.

Андеррайтинговый договор – это договор между эмитентом и эмиссионным синдикатом об организации и гарантировании первичного размещения ценных бумаг. Его основными пунктами являются:

- тип андеррайтинга;
- объем выпуска ценных бумаг;
- цена выпуска ценных бумаг у эмитента.

Синдикационный договор – это договор между членами эмиссионного синдиката об организации и гарантировании первичного размещения ценных бумаг. Его основными пунктами являются:

- доли выпуска, за которые принимают на себя ответственность члены эмиссионного синдиката;
- дифференциация цен на ценные бумаги внутри синдиката;

- ответственность членов эмиссионного синдиката.

В соответствии с российскими нормативными документами андеррайтером может быть только профессиональный участник рынка ценных бумаг и имеющий соответствующую лицензию. Андеррайтер несет ответственность перед приобретателями ценных бумаг наряду с эмитентом, то есть обязан возместить убытки приобретателя, возникшие в результате нарушения эмитентом или андеррайтером требований Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг.

Учебные цели

1. Дать определение и рассмотреть экономическую сущность андеррайтинга ценных бумаг.
2. Рассмотреть виды андеррайтинга.
3. Проанализировать функции андеррайтера.
4. Рассмотреть структуру и распределение полномочий в эмиссионном синдикате.
5. Рассмотреть основные положения андеррайтингового и синдикационного договоров.
6. Рассмотреть ценовые условия андеррайтинга ценных бумаг.

Основные термины и понятия

Каждому из приведенных ниже терминов и понятий, отмеченных цифрами, найдите соответствующее положение, обозначенное буквой

1	Андеррайтинг ценных бумаг	А	лицо, ведущее переговоры с эмитентом от имени эмиссионного синдиката
2	Андеррайтер	Б	часть эмиссии, по которой андеррайтер взял на себя обязательство по выкупу или размещению (выкупу в случае неразмещения)
3	Подготовка эмиссии ценных бумаг	В	получаемая андеррайтером прибыль в результате первичного размещения ценных бумаг

4	Эмиссионная цена	Г	часть эмиссии, выкупленная андеррайтером
---	------------------	---	--

Продолжение табл.

5	Гарантированная часть эмиссии ценных бумаг	Д	одна из функций андеррайтера, заключающаяся в определении целей эмиссии, разработке проспекта эмиссии, в подготовке документов для регистрации и регистрация эмиссии
6	Выкупленная часть эмиссии ценных бумаг	Е	группа профессиональных участников рынка ценных бумаг, совместно на договорных началах осуществляющая андеррайтинг ценных бумаг
7	Эмиссионный синдикат	Ж	ситуация, при которой эмитент осуществляет выбор андеррайтера из числа нескольких андеррайтеров
8	Группа покупки	З	андеррайтинг, при котором андеррайтер берет на себя обязательство выкупить у эмитента ту часть эмиссии, по которой не были реализованы подписные права уже существующих акционеров
9	Группа продажи	И	лицо, которому менеджер эмиссионного синдиката передает часть своих полномочий
10	Менеджер эмиссионного синдиката	К	поддержка курса ценной бумаги, консультирование эмитента в течение определенного срока после проведения андеррайтинга
11	Соменеджер эмиссионного синдиката	Л	договор между членами эмиссионного синдиката об организации, условиях выкупа и механизме размещения ценных бумаг на первичном рынке
12	Первичный рынок ценных бумаг	М	выпуск эмитентом класса ценных бумаг, которые уже выпускались им ранее

13	Первая эмиссия ценных бумаг	Н	андеррайтинг, при котором андеррайтер берет на себя обязательство выкупить у эмитента всю или часть эмиссии
----	-----------------------------	---	---

Продолжение табл.

14	Повторная эмиссия ценных бумаг	О	договор между эмитентом и андеррайтером об организации и условиях размещения ценных бумаг
15	Послеандеррайтинговая (послерыночная) поддержка ценных бумаг	П	эмиссия ценных бумаг, осуществляющаяся эмитентом впервые
16	Андеррайтинговый договор	Р	продажа ценных бумаг их первым владельцам
17	Синдикационный договор	С	участники первичного размещения ценных бумаг, взаимодействующие с эмиссионным синдикатом и осуществляющие размещение части эмиссии по договору поручения или договору комиссии
18	Андеррайтинг "на базе лучших усилий"	Т	цена, по которой ценные бумаги продаются в момент их выпуска на рынок
19	Андеррайтинг "все или ничего"	У	профессиональный участник рынка ценных бумаг (или их группа), обслуживающий эмиссию ценных бумаг и гарантирующий их первичное размещение
20	Эмиссионная прибыль	Ф	члены эмиссионного синдиката, осуществляющие выкуп части эмиссии за свой счет
21	Конкурентный андеррайтинг	Х	покупка или гарантирование покупки ценных бумаг при их первичном размещении для продажи публике

22	Андеррайтинг на базе твердых обязательств	Ц	андеррайтинг, при котором андеррайтер берет на себя обязательство приложить все возможные усилия для размещения ценных бумаг, но не несет ответственности за выкуп нераспроданной части эмиссии
----	---	---	---

Продолжение табл.

23	Андеррайтинг "стэнд-бай"	Ч	андеррайтинг, при котором действие андеррайтингового договора прекращается, если андеррайтеру не удастся распределить всю эмиссию ценных бумаг
----	--------------------------	---	--

Т е с т ы

А. Укажите все правильные ответы

1. АНДЕРРАЙТЕР ЦЕННЫХ БУМАГ ВЫПОЛНЯЕТ ФУНКЦИИ:

- ★ подготовка эмиссии
- ★ распределение эмиссии
- ✱ послерыночная поддержка ценных бумаг
- ✱ аналитическая и исследовательская поддержка эмитента
- ⊕ ведение реестра владельцев размещенных ценных бумаг

2. ПОКУПКА ИЛИ ГАРАНТИРОВАНИЕ ПОКУПКИ ЦЕННЫХ БУМАГ ПРИ ИХ ПЕРВИЧНОМ РАЗМЕЩЕНИИ ДЛЯ ПРОДАЖИ ПУБЛИКЕ НАЗЫВАЕТСЯ

- ★ эмиссия ценных бумаг
- ★ андеррайтинг ценных бумаг
- ✱ котировка
- ✱ инвестирование в ценные бумаги

3. АНДЕРРАЙТИНГ ЦЕННЫХ БУМАГ – ЭТО ФУНКЦИЯ

- ★ эмитента
- ★ инвестора
- ✱ профессионального участника рынка ценных бумаг
- ✱ фондовой биржи
- ⊕ инвестиционного фонда

4. КОММЕРЧЕСКИЕ БАНКИ ОСУЩЕСТВЛЯТЬ АНДЕРРАЙТИНГ ЦЕННЫХ БУМАГ

- ★ могут
- ★ не могут

- ✱ могут только с разрешения Центрального банка РФ
 - ✱ могут только при наличии лицензии ФКЦБ
5. АНДЕРРАЙТЕР РИСКИ, СВЯЗАННЫЕ С НЕРАЗМЕЩЕНИЕМ ЦЕННЫХ БУМАГ, НА СЕБЯ
- ✱ принимает
 - ✱ не принимает
 - ✱ принимает только в случае определенных видов андеррайтинга
6. ЭМИТЕНТ, ПРИБЕГАЯ К УСЛУГАМ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ УЧАСТНИКОВ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В КАЧЕСТВЕ АНДЕРРАЙТЕРА, РИСК НЕРАЗМЕЩЕНИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ
- ✱ уменьшает
 - ✱ увеличивает
 - ✱ оставляет без изменения
7. АНДЕРРАЙТЕР ЦЕННЫХ БУМАГ ВЫПОЛНЯЕТ ФУНКЦИИ:
- ✱ поддержка курса ценной бумаги на вторичном рынке
 - ✱ гарантирование выполнения обязательств по ценным бумагам
 - ✱ выкуп эмиссии
 - ✱ подготовка проспекта эмиссии
 - ⌘ спекулятивная игра на вторичном рынке в пользу эмитента
8. ПРИ ПОНИЖЕНИИ КУРСА ЦЕННОЙ БУМАГИ НА ВТОРИЧНОМ РЫНКЕ В МОМЕНТ ПЕРВИЧНОГО РАЗМЕЩЕНИЯ ФИНАНСОВЫЙ РИСК АНДЕРРАЙТЕРА, ОСУЩЕСТВЛЯЮЩЕГО АНДЕРРАЙТИНГ НА БАЗЕ ТВЕРДЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ,
- ✱ повышается
 - ✱ снижается
 - ✱ не изменяется
9. ПРИ ПОВЫШЕНИИ КУРСА ЦЕННОЙ БУМАГИ НА ВТОРИЧНОМ РЫНКЕ В МОМЕНТ ПЕРВИЧНОГО РАЗМЕЩЕНИЯ ФИНАНСОВЫЙ РИСК АНДЕРРАЙТЕРА, ОСУЩЕСТВЛЯЮЩЕГО АНДЕРРАЙТИНГ НА БАЗЕ ТВЕРДЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ,
- ✱ повышается
 - ✱ понижается
 - ✱ не изменяется
10. В СЛУЧАЕ АНДЕРРАЙТИНГА "НА БАЗЕ ЛУЧШИХ УСИЛИЙ" ФИНАНСОВЫЕ РИСКИ, СВЯЗАННЫЕ С НЕРАЗМЕЩЕНИЕМ ЦЕННЫХ БУМАГ, ЛОЖАТСЯ
- ✱ целиком на эмитента

- * целиком на андеррайтера
 - * распределяются между эмитентом и андеррайтером
11. АНДЕРРАЙТЕР В СЛУЧАЕ АНДЕРРАЙТИНГА "НА БАЗЕ ЛУЧШИХ УСИЛИЙ" ФИНАНСОВУЮ ОТВЕТСТВЕННОСТЬ ЗА КОНЕЧНЫЙ РЕЗУЛЬТАТ РАЗМЕЩЕНИЯ ЭМИССИИ
- * несет
 - * не несет
12. ЧЛЕНАМИ ЭМИССИОННОГО СИНДИКАТА МОГУТ БЫТЬ
- * коммерческие банки
 - * эмитент
 - * инвестиционный фонд
 - * дилер на рынке ценных бумаг
 - * фондовая биржа
13. АНДЕРРАЙТИНГОВЫЙ СИНДИКАТ ЮРИДИЧЕСКИМ ЛИЦОМ
- * является
 - * не является
14. АНДЕРРАЙТИНГОВЫЙ ДОГОВОР – ЭТО ДОГОВОР МЕЖДУ
- * эмитентом и эмиссионным синдикатом
 - * членами андеррайтингового синдиката
 - * инвестором и андеррайтером
15. СИНДИКАЦИОННЫЙ ДОГОВОР – ЭТО ДОГОВОР МЕЖДУ
- * эмитентом и андеррайтером
 - * профессиональными участниками рынка ценных бумаг, совместно осуществляющих организацию эмиссии конкретных ценных бумаг и их первичное размещение
 - * инвестором и эмиссионным синдикатом
16. ФОНДОВАЯ БИРЖА БЫТЬ ЧЛЕНОМ ЭМИССИОННОГО СИНДИКАТА
- * может
 - * не может
 - * может только в случае получения лицензии дилера на рынке ценных бумаг
17. РОССИЙСКОЕ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО ПОЗВОЛЯЕТ ОСУЩЕСТВЛЯТЬ АНДЕРРАЙТИНГ
- * только на базе твердых обязательств
 - * только "на базе лучших усилий"
 - * всех видов без ограничений

18. В МОМЕНТ ПЕРВИЧНОГО РАЗМЕЩЕНИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ ПО ФИКСИРОВАННЫМ ЦЕНАМ ПРОИЗОШЛО РЕЗКОЕ ПАДЕНИЕ КУРСА ЭТИХ ЦЕННЫХ БУМАГ НА ВТОРИЧНОМ РЫНКЕ. ФИНАНСОВОЕ ПОЛОЖЕНИЕ АНДЕРРАЙТЕРА В ЭТОЙ СИТУАЦИИ

- ★ ухудшается
- ★ улучшается
- не изменяется
- ※ зависит от условий андеррайтингового договора и вида андеррайтинга

19. В МОМЕНТ ПЕРВИЧНОГО РАЗМЕЩЕНИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ ПО ФИКСИРОВАННЫМ ЦЕНАМ ПРОИЗОШЛО РЕЗКОЕ ПОВЫШЕНИЕ КУРСА ЭТИХ ЦЕННЫХ БУМАГ НА ВТОРИЧНОМ РЫНКЕ. ФИНАНСОВОЕ ПОЛОЖЕНИЕ АНДЕРРАЙТЕРА В ЭТОЙ СИТУАЦИИ

- ★ ухудшается
- ★ улучшается
- не изменяется
- ※ зависит от условий андеррайтингового договора и вида андеррайтинга

20. ВЫРАЖЕНИЯМИ-СИНОНИМАМИ ЯВЛЯЮТСЯ:

- ★ эмиссионный синдикат
- ★ группа покупки
- андеррайтер
- ※ группа продажи
- ⊕ андеррайтинговый синдикат

21. ПРИВИЛЕГИРОВАННЫЕ ЧЛЕНЫ ЭМИССИОННОГО СИНДИКАТА БЕРУТ НА СЕБЯ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА ПО ВЫКУПУ ЧАСТИ ЭМИССИИ ПО СРАВНЕНИЮ С ОБЯЗАТЕЛЬСТВАМИ РЯДОВЫХ ЧЛЕНОВ СИНДИКАТА

- ★ такие же
- ★ меньшие
- большие

22. РАЗНИЦА МЕЖДУ ЦЕНОЙ ПРОДАЖИ АНДЕРРАЙТЕРОМ ЦЕННОЙ БУМАГИ ПУБЛИКЕ И ЦЕНОЙ ЕЕ ВЫКУПА АНДЕРРАЙТЕРОМ У ЭМИТЕНТА (СПРЭД) ТЕМ БОЛЬШЕ, ЧЕМ ЭМИССИЯ

- ★ больше
- ★ меньше
- спрэд не зависит от объема эмиссии

23. ЧЕМ ВЫШЕ ИНВЕСТИЦИОННОЕ КАЧЕСТВО ЭМИТИРУЕМОЙ ЦЕННОЙ БУМАГИ, ТЕМ ВЕЛИЧИНА ЦЕНОВОГО СПРЭДА ПРИ АНДЕРРАЙТИНГЕ

- ★ больше
- ★ меньше

- ✱ от данного фактора величина спреда не зависит
24. Вид ценной бумаги на ценовой спрэде при андеррайтинге
- ✱ влияет
 - ✱ не влияет
25. При понижении курса ценной бумаги на вторичном рынке в момент первичного размещения эмитент, заключивший соглашение с компанией по ценным бумагам по поводу андеррайтинга на базе твердых обязательств, финансовый риск размещения ценных бумаг на себя
- ✱ принимает
 - ✱ не принимает

Верно/Неверно

Определите: верны (В) или неверны (Н) следующие утверждения

1. Крупным, хорошо зарекомендовавшим себя эмитентам, выгоднее прибегать к конкурентному андеррайтингу, чем к договорному.
2. В эмиссионном синдикате прибыль всегда распределяется прямо пропорционально доле выкупленных ценных бумаг.
3. В Российской Федерации использование андеррайтинга "стэнда-бай" невозможно.
4. Привилегированные члены андеррайтингового синдиката при прочих равных условиях обеспечивают более высокую доходность своих операций, чем простые члены синдиката.
5. Группа продажи не входит в состав эмиссионного синдиката
6. Члены эмиссионного синдиката конкурируют между собой на других сегментах рынка ценных бумаг.

Упражнения и задачи

1. Эмитент предложил выкупить андеррайтеру эмиссию обыкновенных акций. Номинальная стоимость акции – 100 руб., их количество – 100 000 штук. Цена выкупа у эмитента – 101 руб. за акцию, цена предложения публике – 103 руб. за акцию. *Определите доходность операций андеррайтера с данными ценными бумагами, если считать, что бумаги размещены за 1 месяц, а денежные средства андеррайтер получает в конце периода размещения. Найдите эмиссионный доход эмитента.*
2. В основе андеррайтингового договора лежат договоры комиссии и поручения или договор о совместной деятельности, совмещенные с другими видами договоров (например, кредитным, договором подряда

на разработку научно-технической продукции). *Сформулируйте основные пункты андеррайтингового договора в случае андеррайтинга*

- на базе твердых обязательств
- на базе лучших усилий.

Определите права и обязанности сторон, а также ответственность каждой из сторон.

Проблемы

1. *Обсудите, как андеррайтинг ценных бумаг влияет на надежность инвестиций в ценные бумаги. Способствует ли применение андеррайтинга (в российской и международной практике) защите прав инвесторов? Почему?*

2. *Проанализируйте финансовые риски, которые принимает на себя андеррайтер в случае андеррайтинга на базе твердых обязательств и "на базе лучших усилий". Как андеррайтер может застраховать эти риски? Сравните риски эмитента и риски андеррайтера.*

Темы докладов и рефератов

1. Законодательные основы и практика андеррайтинга в России.
2. Сравнительная характеристика типов андеррайтинга, принятых в международной практике.
3. Ответственность андеррайтера перед инвесторами и ее регулирование в международной и российской практике.
4. Эмиссия российских еврооблигаций и роль российских и иностранных профессиональных участников рынка ценных бумаг в их размещении на международном рынке капиталов.

Литература

Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. М., 1995. Гл. 15.
Рынок ценных бумаг / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. М., 1996. Гл. 12.

Ответы

Основные термины и понятия

1-Х. 2-У. 3-Д. 4-Т. 5-Б. 6-Г. 7-Е. 8-Ф. 9-С. 10-А. 11-И. 12-Р. 13-П. 14-М.
15-К. 16-О. 17-Л. 18-Ц. 19-Ч. 20-В. 21-Ж. 22-Н. 23-З

Тесты

1-1, 2, 3, 4. 2-2. 3-3. 4-4. 5-3. 6-1. 7-1, 3, 4. 8-1. 9-2. 10-1. 11-2. 12-4. 13-2.
14-1. 15-2. 16-2. 17-3. 18-4. 19-3. 20-1, 2, 3, 5. 21-3. 22-2. 23-2. 24-1. 25-2

Верно/Неверно

1-В. 2-Н. 3-Н. 4-В. 5-В. 6-В

Упражнения и задачи

1. 23,76 %, 100 000 руб.