

Квасницька Р.С.,

к.е.н., доцент,

Штефанюк Г.А.,

Хмельницький національний університет

РОЗВИТОК АНДЕРАЙТИНГУ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ: СТАН ТА ПЕРСПЕКТИВИ

У статті дано змістову характеристику поняття "андерайтинг", наведено основні моменти та переваги здійснення такої професійної діяльності на ринку цінних паперів. Виокремлено основні проблемні аспекти розвитку андерайтингу у межах українського фондового ринку та напрями їх вирішення.

This article contains a profound characteristic of a concept "underwriting", there are given main moments and advantages of making such activity on the funds market. The main problematic aspects of developing underwriting and ways how to solve them are distinguished here within the limits of Ukrainian stock market.

Актуальність. Інвестиції в цінні папери дозволяють не лише зберегти наявні грошові кошти від інфляції, яка часто "з'їдає" процентну ставку по депозиту за рік (наприклад, в 2007 році в Україні ставка за депозитом становила в середньому 15%, а рівень інфляції 14,5%), але й збільшити їх, дають можливість оперативної і більш ефективно управляти власним капіталом. Вкладання вільних грошових коштів в акції та облігації набуває поступового розвитку і в Україні. Саме тому суб'єктам господарювання може бути досить цікавим такий фінансовий інструмент, як андерайтинг. Це один з способів залучення грошових коштів на більш вигідних умовах, ніж кредити. При середній ставці кредитування 15-17 % річних, процентна ставка за випущеними облігаціями корпоративних емітентів коливається залежно від термінів погашення цінних паперів і рейтинга емітента від 12 до 18 % річних. Андерайтинг фактично є заміником кредиту. Актуальність розгляду питань розвитку андерайтингу пояснюється тим, що він є досить корисним для українського ринку цінних паперів і розвитку підприємницької діяльності. Саме андерайтинг забезпечує залучення додаткових фондів,

підвищення ліквідності наявних фондів. Це є можливим завдяки тому, що потенційні інвестори досить часто неспроможні самостійно знайти вигідні і цікаві для себе пропозиції. Він координує фінансові потоки пропозиції і попиту. При розвитку системи андеррайтингових відносин збільшаться можливості вибору, а також загальний обсяг цінних паперів, що випускаються. Як один з передових і найбільш розвинутих технологій економічних відносин, андеррайтинг здатний суттєво спростити регулювання потоків фінансово-економічної інформації, державний контроль у формі стандартизації і реєстрації емісійних угод, а в кінцевому результаті полегшити формування довгострокової політики на ринку цінних паперів.

Аналіз останніх публікацій. Процес андеррайтингу розглядається в роботах зарубіжних авторів, таких як: Б. Макконел, Д. Перкінг, Т. Крам, М. Гілс, І. Кровхіл, Д. Інодграс, А.Альохіна, Ю.Сухановського та інших. Так, на їх думку андеррайтинг – це посіб знаходження інвесторів, що відверто зацікавлені в розвитку відповідної галузі, що передбачає проведення досліджень чи випуск нової продукції, що дає можливість встановити тривалі та прибуткові відносини на взаємовигідних умовах (не кожна, навіть найдорожча, реклама може запропонувати такі перспективи). Як показує зарубіжний досвід, емісія цінних паперів, перш за все акцій і облігацій, займає важливе місце в структурі джерел фінансування корпорацій. В розвинутих країнах загальна вартість (капіталізація) корпоративних облігацій становить від 20-30 до 65% загального обсягу капіталізації фондового ринку[4]. У вітчизняній науці основна увага сконцентрована на тому, що андеррайтинг дає регулярний приплив коштів після реалізації даної системи. В працях А. Пересади, Т. Майорової, В. Федосова, А. Смирнова, Б. Губського, Н. Рязанова, А. Мертенса зазначено, що основна роль андеррайтингу в тому, що він невілює негативні чинники, що стримують розвиток вітчизняного ринку цінних паперів (у тому числі і високу загальну нестабільність) та інфляцію. Він конче необхідний саме інноваційним підприємствам, оскільки система андеррайтингу передбачає розподіл ризиків між усіма тримачами акцій пропорційно до їх кількості, що порівняно зменшує ризиковість проекту, а прибуток в вигляді дивідендів є прийнятним для сплати. Ще один позитив – доступність для невеликих інвесторів, що є досить важливим в наших умовах розвитку.

Мета. Дослідження сутності, особливих умов, тенденцій розвитку процесу андеррайтингу в Україні, визначення факторів, що негативно впливають на даний процес та основних напрямків його удосконалення.

Виклад основного матеріалу. Андерайтинг (від англ. underwriting – підписання) – це процес придбання цінних паперів нових випусків з метою подальшого їх розміщення (продажу) на первинному ринку [1]. Здійснюється переважно інвестиційними компаніями, банками та великими брокерськими фірмами. Можливі такі умови андерайтингу: придбання в емітента всього випуску цінних паперів і перепродаж його іншим інвесторам; придбання в емітента недорозміщеної частини випуску цінних паперів; сприяння розміщенню цінних паперів без будь-яких зобов'язань щодо недорозміщеної частини їх випуску. Андерайтер приймає на себе усі ризики щодо розміщення цінних паперів на ринку. Якщо ціна викупу вища від ціни розміщення на ринку, андерайтер отримує прибуток, в іншому разі – збитки. Різницю між ціною розміщення та ціною викупу цінного папера називають андерайтинговим дисконтом [6]. Розміри андерайтингового дисконту залежать від обсягів емісії та від ступеня ризику цінних паперів (чим більший обсяг емісії та чим нижчий ступінь ризику цінних паперів, тим менший розмір андерайтингового дисконту).

Андерайтинг є новою формою кредитування капітальних вкладень, який впроваджується в комерційних банках, що надає кошти клієнтам для реалізації ними довгострокових широкомасштабних проєктів шляхом повного викупу випусків промислових облігацій, які емітуються цими клієнтами. Дана операція має широке розповсюдження в діяльності спеціалізованих інвестиційних банків за кордоном. Запровадження андерайтингу в комерційних банках сприяє розширенню інвестиційних операцій, розвитку ринку цінних паперів в Україні, просуванню цінних паперів українських підприємств на світовий ринок. Найчастіше банкам надається право здійснювати операції андерайтингу тільки для провідних підприємств пріоритетних галузей економіки (літакобудування, суднобудування, хімічна промисловість і т.ін.), продукція яких користується попитом на світових ринках [3]. Кожна операція андерайтингу узгоджується з департаментом інвестицій, координаційною радою банку з інвестиційної діяльності й отримує спеціальний дозвіл кредитного комітету, затверджений правлінням комерційного банку.

Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку виділяє такі види професійної діяльності з торгівлі цінними паперами в Україні: брокерську та дилерську діяльність, а також андерайтинг. Сума ліміту андерайтингу для одного підприємства не повинна перевищувати 10% власного капіталу банку і має відповідати вимогам Закону України "Про цінні папери і

фондову біржу", згідно з яким акціонерне товариство може випускати облігації на суму не більше 5% від розміру свого статутного фонду і лише після повної оплати всіх випущених акцій. Необхідно зазначити, що 12.05.2008 року вступає в силу пункт 3 статті 8 Закону України "Про цінні папери і фондовий ринок", згідно з яким юридична особа має право розміщувати облігації на суму, яка не перевищує трьохкратного розміру власного капіталу чи розміру забезпечення, що надається з цією ж метою третіми особами. Продавець цінних паперів може здійснювати андеррайтинг, якщо має сплачений статутний капітал в розмірі не менше ніж 600 тисяч гривень. ДКЦПФР затвердила положення про розрахунок показників ліквідності, які обмежують ризики професійної діяльності на фондовому ринку. Відповідне рішення ДКЦПФР від 27 січня 2008 року № 2381 містить інформацію про те, що показник ліквідності торговця цінними паперами, який здійснює андеррайтинг, розрахований як відношення загальної суми договорів, укладених торговцем з юридичними особами, але не виконаних на день розрахунку, до розміру статутного капіталу торговця цінними паперами, не може перевищувати 20. Показник ліквідності торговця цінними паперами, що здійснює брокерську, дилерську діяльність і андеррайтинг, не може перевищувати 35. Контроль за дотриманням торговцями цінними паперами показників ліквідності здійснює ДКЦПФР згідно з чинним законодавством [8]. У 2006 році Комісією зареєстровано загальний обсяг випусків цінних паперів у розмірі 84,07 млрд. грн., що є найвищим показником з початку здійснення реєстрації випусків цінних паперів (рисунок 1)[10].

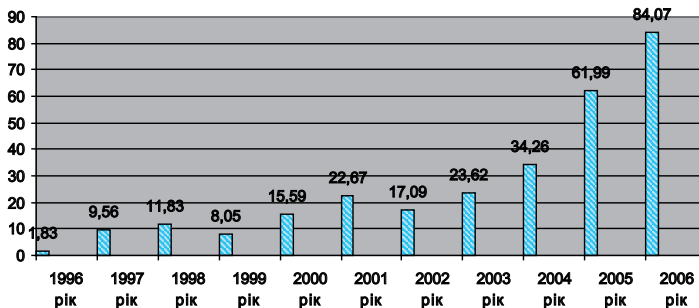


Рисунок 1. Обсяги випусків цінних паперів, зареєстрованих ДКЦПФР

Серед фінансових інструментів найбільші обсяги випусків зареєстровано з акціями – 51,79% та облігаціями підприємств – 26,26% від загального обсягу зареєстрованих випусків цінних паперів у 2006 році (рисунок 2).

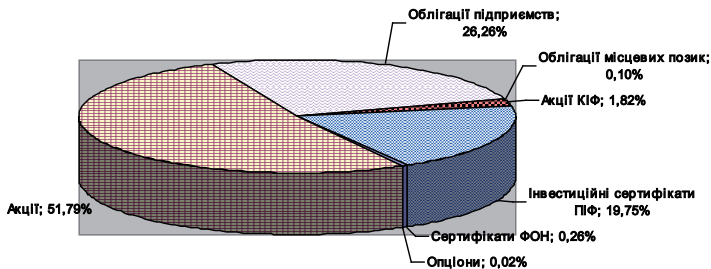


Рисунок 2. Розподіл зареєстрованих ДКЦПФР обсягів випусків цінних паперів

У 2006 році ДКЦПФР зареєстровано 1419 випусків цінних паперів на суму 43,54 млрд. грн., що на 18,73 млрд.грн. більше порівняно з 2005 роком. Протягом 2006 року ДКЦПФР також було зареєстровано 800 випусків облігацій підприємств на суму 22,07 млрд. грн. Причому зареєстровано 785 випусків іменних облігацій на суму 22,04 млрд. грн. та 15 випусків облігацій на пред'явника в сумі 0,034 млрд. грн. У структурі емітентів, яким Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку у 2006 році зареєстровано випуски облігацій підприємств, становили банки (22,63% від загального обсягу випусків облігацій), страхові компанії (0,39%), інші емітенти облігацій підприємств (76,98%) (таблиця 1).

Як видно з даних таблиці, побудованої на основі звіту ДКЦПФР [10], обсяг випусків облігацій іншими підприємствами (акціонерними товариствами, тощо) постійно переважає у структурі емітентів, що свідчить про широкі можливості застосування андеррайтингових послуг в Україні.

На території України функціонує майже п'ятдесят компаній, що надають 220 видів послуг в інвестиційній сфері [11]. Найбільшими з них є ТОВ "IQ Група компаній" (м.Київ), ТОВ "Інститут інвестиційної стратегії регіонального розвитку" (м.Київ) – перша спеціалізована українська компанія, що здійснює комплексний супровід і управління проектами (передпроектний аналіз, оцінка інвестиційних ризиків до моменту розроблення і узгодження проектно-кошторисної документації без залучення

інших компаній ("під ключ"), ТОВ "Пілот Капітал" (м. Запоріжжя), ТОВ "Projects Management Division" (м. Київ), ТОВ "Донецький інноваційний центр" (м. Донецьк), ТОВ "Інтайм" (м. Донецьк), ТОВ "Оквішен Груп" (м. Київ) – може здійснювати інвестиційні операції одночасно в кількох регіонах України в найкоротніші строки, ТОВ "Промкапітал" (м. Краматорськ), ТОВ "Фарватер Інвест" (м. Київ) – член Першої фінансово-торгової системи, Професійної асоціації регістраторів і депозитаріїв, Південноукраїнської торгово-інформаційної системи. Усі ці компанії мають спільну мету – розробка і запровадження на ринках України нових фінансових інструментів і технологій, здатних задовольнити потреби клієнтів у високоякісних фінансових послугах. В основному усі інвестиційні компанії України надають такий базовий перелік послуг: діяльність із випуску цінних паперів (ЦП), комісійна та комерційна діяльність стосовно ЦП, надання консалтингових послуг власникам ЦП, управління активами інвестиційного фонду, проте ніхто з них не позиціонує себе як андерайтингова компанія. Звичайно розвиток андерайтингу в Україні дав би позитивний ефект щодо підвищення прибутковості цінних паперів через зростання цін на них та високопродуктивне їх використання.

Таблиця 1.

Обсяги зареєстрованих ДКЦПФР випусків облігацій підприємств за видами емітентів у 1996-2006 роках, млн. грн.

Банки	Усього у тому числі:	Вид емітента	Приріст (+,-)	
			2006/1996	2006/2005
0,66	12,81	1996		
0,50	116,44	1997		
-	132,19	1999		
5,00	69,89	2000		
73,44	694,32	2001		
87,38	4274,62	2002		
329,16	4241,86	2003		
217,93	4106,59	2004		
2564,726	12748,28	2005		
4994,0	22070,8	2006		
+ 4993,34	+ 22057,99		2006/1996	
+ 2429,27	+ 9322,52			2006/2005

Інші підприємства	Страхові компанії
12,15	-
115,94	-
132,19	-
64,89	-
620,88	-
4162,09	25,15
3905,71	7,0
3776,66	112,0
10141,65	41,9
16991,8	85,0
+ 16979,65	+ 85,0
+ 6850,15	+ 43,1

Поряд із цим відзначимо, що андерайтинг надається, як правило, тільки підприємствам, які не мають перед банком зобов'язань за раніше отриманими позичками, і тільки для єдиного виду цінних паперів – іменних промислових облігацій з плаваючою відсотковою ставкою, номінал яких ув'язаний з динамікою ринкової вартості монетарного металу (наприклад золота), забезпечених договором застави майна позичальника, яке не є заставним забезпеченням іншого зобов'язання (боргу), і для яких умовами випуску передбачена можливість конвертації облігацій у звичайні акції підприємства. Такі облігації вважаються у світовій практиці найбільш привабливими для інвестора, адже вони надійно захищають права останнього з урахуванням інфляційних процесів.

Однак процес андерайтингу може здійснюватися лише за таких особливих умов: іменні облігації реєструються на ім'я власника; номінал облігації має бути виражений двома способами: у відповідній кількості дорогоцінного металу на момент випуску облігації та у грошовій формі. Умови випуску повинні передбачати право інвестора при погашенні облігації отримати суму, яка дорівнює ринковій вартості зазначеної в облігації кількості дорогоцінного металу на момент її випуску; плаваюча відсоткова ставка витрат по облігації має бути ув'язана з динамікою базової ставки грошового ринку України, наприклад, облікової відсоткової ставки НБУ; гарантією облігацій є договір застави на майно підприємства; конвертованість акцій дає право їх власнику через обумовлений термін обміняти облігацію (за його бажанням) на фіксовану кількість простих акцій підприємства, що випустило облігації. Це дає власнику облігацій потенційну можливість отримання додаткового прибутку при зростанні ринкової ціни зазначених вище акцій.

Для визначення можливості надання андерайтингу клієнт подає до установи банку на додаток до документа для аналізу фінансового стану і платоспроможності згідно із стандартним

переліком і документами з довгострокового проекту, для реалізації якого залучаються кошти, такі документи:

- проект проспекту емісії облігацій, складений згідно з вимогами інструкції Міністерства фінансів "Правила випуску і реєстрації цінних паперів на території України";

- розрахунок строку дії облігацій, відсоткової ставки по облігації;\

- пропозиції щодо графіка і розміру внесків до фонду погашення заборгованості (фонду випуску облігацій);

- проект договору застави на майно, яке є власністю підприємства і не є заставним забезпеченням іншого зобов'язання (боргу), а також на все майно, що буде придбаним підприємством у майбутньому;

- пропозиції щодо винагороди банку за андеррайтинг крім відсоткових виплат по облігаціях (вона має бути в межах 20% загальної вартості облігацій, виходячи з їх номінальної вартості, тобто облігації викуповуються банком за ціною, що обов'язково нижча від номінальної вартості облігацій);

- інші документи за узгодженням з установою банку.

Саме банк на основі виконання вище зазначених умов проводить оцінку надійності облігацій підприємства серед невеликої кількості великих установ-інвесторів (банків, інвестиційних і пенсійних фондів, страхових компаній) або великої кількості дрібних інвесторів через установи банку або серед дилерів, що спеціалізуються на проведенні операцій з цінними паперами, чи продажу облігацій на фондовій біржі [3].

Однією з проблем українського фондового ринку є безвідповідальність андеррайтера за долю облігаційного випуску та інформаційного ринку про фінансовий стан емітента. Для того, щоб випустити облігації, підприємству необхідно найняти професійного андеррайтера. Великих андеррайтингових компаній в Україні на сьогодні близько 10. До них входять банки з першої десятки і компанії фінансового сектору. За даними інформаційного агентства CBONDS, рейтинги організаторів і андеррайтерів слугують для відображення активності інвестиційних банків на первинному ринку облігацій з точки зору обсягів розміщення облігацій і кількості розміщених випусків. Так, дане інформаційне агентство повідомило, що за 2007 рік АБ "ІНГ Банк Україна" зайняв перше місце в рейтингу андеррайтерів на внутрішньому ринку України за 2007 р. повідомило інформаційне агентство CBONDS. За вказаний період, АБ "ІНГ Банк Україна" виступив андеррайтером випусків облігацій на суму 1427 млн. грн. Крім того, цей банк увійшов у п'ятірку лідерів

серед організаторів облігаційних випусків – обсяги організованих випусків склав 770 млн. грн. Міжнародне рейтингове агентство Moody's Investors Service, Inc. (Moody's) присвоїло АБ "ІНГ Банк Україна" рейтинг Аaa.ua за національною шкалою [9]. Основні статті витрат компанії перед випуском облігацій – це отримання кредитного рейтингу і оплата державної плати ДКЦПФР, що становить не менше 0,5% обсягу емісії. Гонорар андеррайтера в Україні становить 0,2-2% від обсягу емісії. Різниця залежить від зобов'язань, які бере на себе андеррайтер. Решта затрат залежать від того, яку мету має підприємство, скільки воно готове потратити на створення публічної історії. Для власників підприємств важливим є усвідомлення того, що розкриття фінансової інформації і збільшення фінансового прибутку напряду не впливають на підвищення податкового тиску на підприємство. Дуже важливим є те, щоб вони усвідомлювали, що фінансовий і бухгалтерський облік – це різні речі [7]. Звичайно ж, наш фондовий ринок лише розвивається. Порівняно, наприклад, з російським, його відставання можна оцінити років на 5. Фондовий ринок Росії уже сьогодні має, на відміну від українського, більш розвинуті біржові технології і законодавчу базу, жорсткіші вимоги до емітентів. Проте на кожному фондовому ринку існують певні правила. Отож, підприємства, що бажають отримати доступ до світового фінансового ринку, повинні знати правила і дотримуватись їх.

Висновок. В сучасних умовах розвитку економіки України є важливим відновлення довіри інвесторів до вкладів у цінні папери. Тому, вкрай необхідно сформулювати усвідомлення того, що ринок цінних паперів може бути головним джерелом фінансування діяльності підприємств. Адже господарюючі суб'єкти мають величезну потребу в довгостроковому капіталі на модернізацію виробництва чи освоєння нового бізнесу. І якщо юридичні особи бажають залучити нові ресурси чи заробити на власних ресурсах, то вони можуть це здійснити за допомогою висококласних спеціалістів фондового ринку, що володіють прибутковими стратегіями розміщення цінних паперів – андеррайтингом.

Література

1. Загородній А.Г, Вознюк Г.Л. "Фінансовий словник" – 4-е вид., випр. та доп. – К.: Знання, 2002. – 566 с.
2. Міщенко В.І., Банківські операції: Підручник. – К.: Знання, 2007. – 207 с.

3. Пересада А.А. Інвестиційне кредитування: Навч. посібн. – К.: КНЕУ, 2002. – 271 с.
4. Роуз Пітер С. Банківський менеджмент: переклад з англ. з 2-го вид. – М.: Діло, 2003. – 270 с.
5. Сухановський Ю. "Андеррайтинг и возможности предприятия" // "Человек и Труд". – 2007. – № 7. – С. 5-7.
6. Шелудько В.М. "Фінансовий ринок": Підручник. – 2-ге вид., стер. – К.: Знання, 2008 – 535 с.
7. [http/ www.ua24finance.com](http://www.ua24finance.com) – інтерв'ю Корсака М., компанія "Dragon Capital".
8. [http/ www.Unian.net](http://www.Unian.net)
9. [http/ www.ING Bank Ukraine.com.ua](http://www.ING Bank Ukraine.com.ua)
10. [http/ www.ssms.gov.ua](http://www.ssms.gov.ua)
11. <http://www.17053.ukrindustrial.com.ua>