

ПРОБЛЕМЫ ЭКОНОМИКИ

А.А. Адамбекова,

доктор экономических наук, и.о. профессора кафедры «Финансовые рынки и банковский бизнес» Казахского экономического университета им. Т. Рыскулова, г. Алматы

КОНКУРЕНТНЫЕ ПОЗИЦИИ ИНВЕСТИЦИОННОГО БАНКА

Казахстанский финансовый рынок в своем развитии и функционировании демонстрирует характерные особенности, и влияние мирового кризиса, как результат реализации рисков, лишь подчеркнул их. Эти особенности обусловлены тенденциями развития казахстанской экономики, ментальностью ведения бизнеса, продиктованной отсутствием опыта и традиций рыночных отношений. Несомненно, существуют и другие объективные и субъективные факторы, опосредовавшие текущую ситуацию на финансовом рынке. Тем не менее, нельзя не согласиться с тем, что накопленный экономический потенциал обеспечил устойчивость национальной экономики всесторонним проявлениям экономического кризиса. Это особенно показательно на фоне последствий, имеющих место в развитии экономик развитых стран Европейского союза, Великобритании, Японии и США. А фактический дефолт национальных экономик стран PIGS¹, среди которых особенно сложное положение в Греции, показал неготовность и неспособность как правительства этих стран, так и европейского руководства противостоять системным рискам.

Деятельность инвестиционных банков сегодня включает в себя комплекс услуг, предоставление которых связано с одновременным задействованием как первичного, так и вторичного рынков, как в глобальном, так и в локальном масштабе. Под конкурентной средой инвестиционного банка следует понимать совокупность факторов, определяющих его конкурентную позицию: спектр продуктов инвестиционного банкинга, спектр отраслей, в которых инвестиционный банк ведет конкурентную борьбу, организационная структура банка, региональные позиции.

Интенсивная глобализация инвестиционно-банковского бизнеса началась в конце 40-х гг. XX в., когда американские инвестиционные банки стали обслуживать массовый переток инвестиций из США в Европу, что сопровождалось развитием международной филиальной сети. Современные транснациональные корпоративные клиенты требуют от инвестиционных банков предоставления комплекса услуг, включающего в себя операции с различными финансовыми инструментами, номинированными в различных валютах. Соответственно расширился спектр продуктов инвестиционного банкинга. В настоящее время кроме специфических (корпоратив-

¹ Страны группы PIGS, входящие в ЕС, – Португалия, Ирландия, Греция и Испания – страны, объединенные в данную группу, допускают высокий уровень дефицита госбюджета и внешнего госдолга. В их число может быть включена и Италия (PIIGS)

ное финансирование путем выпуска ценных бумаг, консультации при проведении слияний и поглощений) и традиционных (торговля ценными бумагами и инструментами денежного рынка, синдицированное кредитование) продуктов, глобальный инвестиционный банк предлагает практически полный спектр финансовых продуктов, включающих в себя коммерческое кредитование, конструирование индивидуальных финансовых инструментов под конкретные сделки, а также продукты, напрямую не связанные с финансовыми рынками (в частности, страховые услуги). Таким образом, инвестиционный банк в своем развитии становится универсальной организацией, агрессивно вторгающейся в смежные отрасли, где функционируют другие институты.

Стремление предоставить наиболее полный спектр продуктов сделало необходимым условие «вертикальной интеграции» – объединения последовательных звеньев продуктовой цепи от анализа клиента и выработки рекомендаций до размещения ценных бумаг и поддержки их на вторичном рынке, от консультаций при проведении слияний и поглощений до покупки крупных пакетов и «раскрутки» компании на вторичном рынке. Неизбежным элементом становления глобального инвестиционного банка стала географическая экспансия. Главным образом это было связано с необходимостью осуществлять размещение ценных бумаг одновременно на нескольких географически удаленных рынках и обслуживать транснациональных клиентов.

Основным решающим фактором, определяющим не только конкурентную позицию инвестиционного банка, создание и реализацию его конкурентных преимуществ, но и выживание инвестиционного банка в стратегическом плане, является его организационная структура и человеческий фактор. Как правило, человеческий фактор становится точкой роста, источником создания конкурентных преимуществ, он же может стать причиной краха инвестиционного банка.

Глобальный ИБ против локального ИБ

Мощным импульсом, подтолкнувшим интеграционные процессы инвестиционно-банковской среды в 80-90-е гг. XX в., стала волна приватизации крупных государственных предприятий в Европе и Азии, где доля частных предприятий традиционно была намного ниже, чем в США. Множество крупных эмиссий были проведены на международной основе с использованием евроакций с целью получить максимальную цену за выпуск, обеспечив крупнейшим институциональным инвесторам во всем мире возможность инвестирования в первоначальные выпуски акций приватизируемых предприятий, а предприятиям – максимально возможный денежный ресурс для финансирования программы их развития. Только крупнейшим глобальным инвестиционным банкам оказался по силам андеррайтинг подобных выпусков. Аналогичная картина наблюдалась и в отношении еврооблигаций – как правило, только глобальные инвестиционные банки конкурентоспособны на рынке размещения, так как на данном рынке преобладают институциональные инвесторы, нацеленные на оптовое инвестирование (крупные пакеты ценных бумаг), которое могут предоставить только глобальные инвестиционные банки.

Еще одно свидетельство в пользу глобальных инвестиционных банков – относительный рост эмиссионной активности в Европе, связанный с необходимостью инвестирования развивающихся экономик (включая российскую экономику) и ростом капитализации корпоративного сектора. В условиях, когда о выздоровлении западных экономик говорят преимущественно в прогнозных терминах, рынки ряда развивающихся стран выглядят весьма привлекательными для североамериканских и азиатских инвесторов, ищущих высокодоходные инструменты. Тем не менее, для самостоятельных инвестиций в корпоративный сектор развитых стран у институциональных инвесторов нет ни соответствующих знаний (многие из публичных компаний-новичков неизвестны за пределами Европы), ни желания оперировать на внутренних рынках. Глобальные банки создают для них условия для прибыльного и комфортного инвестирования: проводят широкомасштабные road show, предшествующие размещению выпуска, а также используют глобальные инструменты типа депозитарных расписок (ADR/GDR). Опыт осуществления практически всех сделок по привлечению финансирования на развивающиеся рынки свидетельствует о том, что основными дирижерами этого процесса являются глобальные инвестиционные банки, полностью переигрывающие специализированные локальные инвестиционные банки. В частности, абсолютно все эмиссии еврооблигаций и акций (или депозитарных

расписок), осуществленные крупными казахстанскими эмитентами, размещались именно такими институтами. Локальным институтам, лучше знакомым с национальными эмитентами и их финансовым состоянием, тем не менее приходилось довольствоваться в лучшем случае ролью со-менеджеров размещения.

Организация инвестиционного банка

Организация инвестиционного банка является одним из важнейших факторов его конкурентной позиции. Ее значение трудно переоценить, так как данный фактор в отличие от других факторов, формирующих конкурентные преимущества инвестиционного банка, полностью контролируется самими банкирами.

Несмотря на то, что инвестиционно-банковские организации могут представлять собой непостоянные и отчасти непредсказуемые структуры, можно выделить три основных типа структуры инвестиционного банка – функциональную, географическую и матричную:

– организации с функциональной структурой подразделяются на функциональные области (например, корпоративное финансирование, рынки капиталов), каждая из которых включает в себя несколько регионов. В чистом виде данная структура встречается у относительно небольших (локальных) инвестиционных банках;

– организации с географической структурой, напротив, делятся по регионам, каждый из которых содержит функциональные подразделения. Принцип данной структуры – скоординированная децентрализация: высший уровень централизует планирование и принимает стратегические решения, в то время как региональные подразделения принимают оперативные решения и ответственны за получение прибыли;

– матричные организации по своему характеру имеют перекрестные функции – каждая функция и каждый регион связаны матричной структурой. В организациях такого типа высшее руководство определяет права и ответственности обеих частей организации – функциональной и региональной. Вследствие этого данной структуре присущи конфликты между управленцами функциональной и региональной части организации при условии наличия неопределенностей в деятельности матричных ячеек.

Среди глобальных инвестиционных банков наибольшее распространение получили функциональная (Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley в США; Societe Generale, Credit Lyonnaise, Commerzbank в Европе) и комбинированная (функциональная/географическая: Credit Suisse First Boston) структуры банков. У истоков инвестиционно-банковского бизнеса стояли частные компании-товарищества (партнерства), однако в настоящее время их становится все меньше и меньше: большинство инвестиционно-банковских партнерств было куплено конгломератами или стало открытыми компаниями. На сегодняшний день из глобальных инвестиционных банков только один Goldman Sachs сохранил форму партнерства. В 1970-80-х гг. многие крупнейшие (в основном американские) инвестиционные банки стали открытыми компаниями и выпустили свои акции. Это определило необходимость обеспечения большей прозрачности их деятельности и открытости информации по доходам, что в целом на тот период повысило кредит доверия к ним со стороны клиентов (намного легче судить об инвестиционном банке по курсу его акций, чем по рекламе и субъективным экспертным оценкам). Тем не менее, проявление мирового экономического кризиса и выявление его причин позволили нам судить о том, что прозрачность и открытость могут быть относительными характеристиками, а партнерство в инвестиционном банкинге и публичность не помогают спасти столь крупный финансовый бизнес от банкротства.

Из всего вышесказанного можно сделать вывод, что инвестиционный банк – это профессиональный участник финансового рынка, основным бизнесом которого является инвестиционно-банковская деятельность: привлечение финансирования путем выпуска и размещения ценных бумаг на фондовом рынке. Однако современный глобальный инвестиционный банк – это универсальный институт, сфера деятельности которого охватывает практически все виды профессиональной деятельности на фондовом рынке, а также простирается в смежные сегменты финансового рынка (валютный, кредитный рынки, депозитарный бизнес и др.). Тем не менее, критерием причисления той или иной организации к инвестиционному банку остается факт осуществления ею корпоративного финансирования и крупнооптовых операций на фондовом рынке.

Мировой экономический кризис значительно изменил глобальную парадигму взаимоотношений государства и субъектов бизнеса, существенно расширив рамки возможного проникновения и участия государства в нехарактерной для него роли субъекта бизнеса. В новом 2010 г. регуляторы различных стран мира обещают жесткий лимит рискованных операций, усиление правительственного контроля во многих областях деятельности финансовых институтов, которые прежде расценивались как сугубо частный бизнес.

Проявление мирового экономического кризиса показало, что в результате влияния общих системных рисков отдельные финансовые риски лишь усиливаются и не поддаются быстрому реагированию. Участие государства в поддержке развития финансового сектора и в принципе частного бизнеса обсуждалось представителями различных научных сообществ, которые в результате сформировали кейнсианскую, австрийскую и неокейнсианскую научную школу. Каковы бы ни были постулаты этих теорий, события 2008 и 2009 гг., происходившие в мировой экономике, показали, что без поддержки государства в условиях повсеместного кризиса экономика выдержать не может.

Несмотря на то, что проявление кризиса обусловило преобразование форм осуществления и ведения инвестиционного банкинга по всему миру и государство стало принимать участие в этой сфере деятельности, функции инвестиционных банков как финансовых посредников в процессе выпуска и размещения ценных бумаг остаются прежними:

- организация первичного рынка ценных бумаг, «проведение ценной бумаги через рынок», к которому у эмитента нет непосредственного доступа, установление справедливой цены на фондовые ценности;
- прямое перераспределение денежных ресурсов от первичных инвесторов в ценные бумаги к эмитентам;
- обеспечение ликвидности первичного рынка, послерыночная поддержка ценных бумаг эмитента;
- перераспределение финансовых рисков от эмитента к инвесторам. При размещении ценных бумаг передаются не только денежные ресурсы, но и продаются и покупаются риски эмитента, связанные с инвестированием средств, привлеченных на основе выпуска акций;
- перераспределение информации (оценка и анализ эмитента и рисков, связанных с его ценными бумагами), и предоставление этой информации, которой обладает инвестиционный банк, широкому кругу инвесторов. Стоит отметить, что наличие огромной базы инвесторов – это одно из важнейших преимуществ инвестиционных банков. База инвесторов, которой обладают банки, недосыгаема практически ни одному заемщику.

Мировой финансовый кризис отбросил к отправной точке развития казахстанский IPO. Несмотря на ограниченность мирового рынка капитала и снижение инвестиционной привлекательности казахстанской экономики, отечественные компании не должны полностью отказываться от возможности привлечения внешних портфельных инвестиций. Сегодня важно понимать, что когда компания-эмитент принимает решение о первом публичном выходе на рынок капитала, перед ней встает вопрос о выборе финансового посредника, так как успех выпуска акций во многом зависит от того, насколько правильно эмитент выберет инвестиционный банк в качестве посредника на рынке капитала. Основными критериями выбора могут являться: профессиональная репутация инвестиционного банка, отзывы других клиентов; прошлый опыт удачного обслуживания корпоративных эмиссий; способность к размещению акций, наличие богатой клиентской базы, способность выкупать займы на первичном рынке; способность к финансовой поддержке размещаемого выпуска акций (выкуп части эмиссии, гарантирование выкупа); перечень услуг, возможность грамотно произвести все работы, необходимые для выпуска акций; цена на услуги, конкурентоспособность в сравнении с ценовыми заявками других инвестиционных банков.

Вопрос выбора инвестиционного банка стоит не только перед эмитентом, но и сам инвестиционный банк организует процесс выбора потенциального клиента и выбирает в потоке заявок эмитентов на выпуск ценных бумаг те потенциальные эмиссии, которые соответствуют установленным критериям. К ним обычно относится размер эмиссии. Чем крупнее и известнее инвестиционный банк, тем выше требования, предъявляемые им к минимальному объему эмиссии, который он берется вывести на рынок (исходя из соотношения затрат и результатов на

проект IPO); наличие потенциального спроса на акции эмитента, приемлемое прогнозируемое соотношение риска, доходности и ликвидности по ним.

Имея в виду факт того, что инвестиционный банк и клиент непосредственно тесно взаимодействуют между собой в процессе организации размещения, из этого следует, что инвестиционный банк имеет доступ к наиболее закрытой информации об эмитенте и вследствие этого может предполагать его будущие конкурентные позиции на рынке, динамику экономического и финансового положения, изменения курсов ценных бумаг. Это так называемая служебная информация, которая еще неизвестна широкому кругу инвесторов на рынке. В этой связи необходимо иметь в виду, что при осуществлении андеррайтинга и оказании других услуг по размещению ценных бумаг к инвестиционному банку должны предъявляться принципы этики инвестиционного банковского дела.

Среди принципов организации деятельности, которым непосредственно должен следовать инвестиционный банк при взаимодействии с клиентом, стоит выделить приоритет интересов клиента над собственными интересами андеррайтеров и других профессиональных участников, принимающих участие в подготовке выпуска. Кроме того, инвестиционный банк не вправе манипулировать ценами на фондовом рынке. Соответственно, подготовка выпуска и размещения акций не должны содержать действия, являющиеся манипулированием ценами на ранее размещенные ценные бумаги данного эмитента, обращающиеся на фондовой бирже или внебиржевом рынке. Важным моментом деятельности инвестиционного банка является запрет на использование служебной информации, полученной при подготовке выпуска и размещения акций.

Услуги профессионального участника по подготовке размещения и размещению акций (IPO) можно поделить на:

- услуги финансового консультанта на рынке ценных бумаг по подготовке проспекта ценных бумаг;

- услуги по организации выпуска ценных бумаг;
- услуги по андеррайтингу выпуска ценных бумаг.

В услуги инвестиционного банка, как финансового консультанта, обычно входят:

- оказание эмитенту услуг по подготовке проспекта ценных бумаг;
- удостоверение соответствия информации, раскрываемой эмитентом в процессе эмиссии ценных бумаг, требованиям законодательства той страны, где располагается эмитент.

Услуги по организации выпуска ценных бумаг не связаны с гарантированием или осуществлением сделок с размещаемыми акциями. Эти услуги носят организационный, консультационный и информационный характер, включают в себя:

- анализ правоспособности эмитента по осуществлению выпуска ценных бумаг, консультирование эмитента по вопросам, связанным с устранением нарушений законодательства о рынке ценных бумаг и инвесторов и т.п.;

- оценочная деятельность. При выпуске акций и подготовке сделок с ними на первичном рынке часто возникают задачи по оценке активов, прежде всего ценных бумаг, связанных с необходимостью такой оценки при принятии решений эмитентами и инвесторами в акции;

- разработка параметров и условий выпуска ценных бумаг с учетом целей эмитента, инвестиционное проектирование, разработка бизнес-планов, консультирование по проблемам реорганизации и структурирования сделок;

- консультирование эмитента по вопросам организации деятельности его органов управления при принятии решения о выпуске ценных бумаг;

- представление документов в регистрирующий орган;

- организация раскрытия информации на всех этапах осуществления выпуска ценных бумаг согласно требованиям законодательства;

- подготовка инвестиционного меморандума о выпуске ценных бумаг для распространения среди потенциальных инвесторов;

- выявление потенциальных инвесторов и представление им выпуска ценных бумаг с позиций их привлекательности и рисков для инвесторов;

- организация публичных презентаций выпуска ценных бумаг (road show), встреч представителей эмитента и потенциальных инвесторов;

- организация взаимодействия эмитента с фондовыми биржами или иными организаторами торговли на рынке ценных бумаг по подготовке размещения ценных бумаг;
- проведение работы по выявлению потенциального поручителя, депозитария, платежного агента, регистратора и других сторон, участвующих в организации выпуска, размещения и последующего обращения ценных бумаг, организация взаимодействия клиента с данными участниками процесса.

Организация размещений ценных бумаг

Технология андеррайтинга – базовая функция инвестиционного банка. Общепринятой в мировом инвестиционном сообществе стала американская схема осуществления публичного размещения. Данная схема практически без изменений взята в качестве стандарта по всему миру (Казахстан не является исключением). Первичное публичное размещение (IPO) в полной мере задействует инвестиционно-банковские технологии, поскольку речь идет о привлечении финансирования изначально непубличной компанией. В случае «сезонного», или «вторичного» предложения акций (SEO – seasoned equity offering) размещаются акции уже публичной компании, имеющей рыночную оценку, информация о чем раскрывается в соответствии с требованиями регулирующих органов. Примерно такая же схема используется и при размещении облигационных выпусков – различия кроются преимущественно в ценообразовании эмиссии и структуре синдиката андеррайтеров, а также в базе инвесторов. Отправной точкой является заключение договора с организатором размещения – момент оформления отношений потенциального эмитента и инвестиционного банка, который исполнит роль ведущего менеджера (лид-менеджера) эмиссии. Вообще-то эмитент не обязан привлекать профессионального посредника для осуществления размещения, однако в подавляющем большинстве случаев эмитенты решают воспользоваться услугами инвестиционных банков, поскольку андеррайтинг – довольно специфическое мероприятие, к тому же инвестиционные банки десятилетиями формировали инвестиционную среду таким образом, чтобы сделать свое участие в размещении эмиссий практически неизбежным.

К классическим относят два вида соглашений: (1) «твердое обязательство» (Firm Commitment) и (2) «приложение максимальных усилий» (Best Efforts agreement). Твердое обязательство предполагает, что инвестиционный банк (синдикат инвестиционных банков – андеррайтеров) соглашается купить у компании весь новый выпуск акций и в дальнейшем разместить его среди инвесторов. Подписывая такой договор, андеррайтер гарантирует выплату эмитенту определенной суммы и несет весь риск, сопряженный с размещением выпуска. Если инвестиционному банку не удастся перепродать купленные у компании-эмитента бумаги, его обязательство заплатить компании оговоренную сумму остается в силе. С точки зрения эмитента этот тип соглашения наиболее предпочтителен, поскольку эмитент освобождает себя от риска, сопряженного с размещением, перекладывая его на андеррайтера. За эту свободу эмитенту приходится платить, делая скидку (дисконтный спрэд) с оговоренного эмиссионного курса при продаже выпуска инвестиционному банку. Соглашения такого рода используются главным образом для размещения эмиссий качественных компаний (с низким уровнем риска). С подписанием договора на условиях приложения максимальных усилий андеррайтер соглашается сделать все возможное для продажи инвесторам новых акций, но при этом не гарантирует получение эмитентом всей ожидаемой от размещения выпуска суммы. Инвестиционный банк выступает в роли агента, оказывая помощь в размещении выпуска на комиссионных началах, т.е. вознаграждение в этом случае выглядит в форме процента от объема размещенного выпуска. Риск в данной ситуации ложится на самого эмитента. Стоит отметить, что данный тип соглашения не является андеррайтингом (подпиской) в строгом смысле; он используется для очень сильных и очень слабых выпусков, а также для размещения выпусков новых компаний.

На начальном этапе инвестиционный банк выступает в качестве финансового консультанта эмитента. В зависимости от квалификации менеджмента компании-эмитента эта работа или какая-то ее часть может быть выполнена самостоятельно силами специализированного подразделения в рамках компании, но в условиях современного глобального рынка такая экономия грозит непоправимой потерей эффективности (в силу отсутствия профессиональных кадров).

Привлекать в качестве консультанта инвестиционный банк или нет – остается на усмотрение компании, но организация успешной сделки невозможна без привлечения профессионального консультанта. В развитых странах практически ни одна сделка по слияниям и поглощениям не проходит без участия инвестиционного банка, в казахстанской же практике предоставление услуг такого рода пока еще не получило должного развития. В этой связи и организация деятельности инвестиционных банков не получила своего проявления на казахстанском финансовом рынке.

В работе был проведен анализ теоретических основ деятельности инвестиционного банка, однако перспективы развития данного финансового института в Казахстане зависят от потребности реального сектора экономики в услугах таких финансовых посредников.

Түйін

Аталған мақалада бүгінгі уақытта инвестициялық банктердің іс – қимылдарындағы бастапқы мен қайталама нарықтарының кең және аймақты ауқымдағы бір уақытта қатысуындағы тіркелген қызмет көрсету кешені қарастырылған. Инвестициялық банкінің қызмет көрсету тізімі, инвестициялық банктердің бәсекелестік күреске аймағына байланысты салалардың түрлері, инвестициялық банктердің құрылымының ерекшеліктері, аймақтық тұрақтылығы – инвестициялық банкінің бәсекелестік мекенінің факторларының бірлестігі болып қарастырылған.

Annotation

Activity of investment banks today includes a complex of services which granting is connected with a simultaneous involvement both primary, and secondary the markets, both in global, and in local scale. It is necessary to understand set of the factors determining its competitive position as the competitive environment of investment bank: a spectrum of products IB, a spectrum of branches in which IB conducts competitive struggle, organizational structure IB, regional positions.

Д.М. Аманбаев,

соискатель Казахского экономического университета имени Т. Рыскулова (г. Алматы)

ГОСУДАРСТВЕННОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ СУБЪЕКТОВ МАЛОГО И СРЕДНЕГО БИЗНЕСА

Основным оператором государственных программ поддержки малого и среднего бизнеса является АО «Фонд развития предпринимательства «Даму». Он был образован согласно постановлению правительства Республики Казахстан от 26.04.1997 г. №665 «О создании фонда развития малого предпринимательства» как небанковское финансовое учреждение в целях стимулирования, становления и экономического роста субъектов малого предпринимательства в Республике Казахстан и повышения эффективности использования финансовых средств государства, направляемых на поддержку малого бизнеса.

До 2001 г. фонд выполнял функции агента по учету и контролю использования средств государственного бюджета по «Программе мер по поддержке отечественных товаропроизводителей», а также по кредитным линиям Европейского банка реконструкции и развития и Азиатского банка развития. С 2002 года фонд начал кредитование малого бизнеса напрямую из собственных средств. Фондом были реализованы «Программа кредитования субъектов малого предпринимательства из средств республиканского бюджета» и «Программа развития малых городов на 2004-2006 годы».

В мае 2005 г. правительством Республики Казахстан была принята «Программа ускоренных мер по развитию малого и среднего предпринимательства в Республике Казахстан на 2005-2007 годы». В соответствии с данной программой в течение 2005-2007 годов фонд осуществлял поддержку малого предпринимательства посредством реализации следующих программ: проектное финансирование и лизинг, программа развития системы микрокредитования в Казахстане, гарантирование кредитов СМП, получаемых в банках второго уровня.