Олег Соломин,
начальник аналитического управления,
банк «Петрокоммерц»



РАСКРЫТАЯ комиссия

ТЕМА СКРЫТЫХ КОМИССИЙ В СРЕДСТВАХ МАССОВОЙ ИНФОРМАЦИИ В ОСНОВНОМ АССОЦИИРУЕТСЯ С ПОТРЕБИТЕЛЬСКИМ КРЕДИТОВАНИЕМ. ЭТОМУ БЫЛИ ПОСВЯЩЕНЫ ЖУРНАЛИСТСКИЕ И ОФИЦИАЛЬНЫЕ РАССЛЕДОВАНИЯ, ЭТО ПРИВЕЛО К ПОЯВЛЕНИЮ ТАКОГО УЗАКОНЕННОГО ТЕРМИНА, КАК ЭФФЕКТИВНАЯ СТАВКА КРЕДИТОВАНИЯ.

Надо понимать, что термины «скрытая комиссия», «скрытые платежи» появились не потому, что клиенты были одурачены злокозненными банкирами, которые вонзили нож «скрытых комиссий» после подписания договоров в спину своим заемщикам. Эта терминология базируется на очевидном антагонизме между широко транслируемыми в СМИ рекламными лозунгами (такими как «Всего столько-то процентов годовых» или «Всего столько-то процентов переплаты») и наличием прописанного мелким шрифтом в договорах пункта про плату за рассмотрение заявки, открытие ссудного счета, прием наличных. Казалось бы, какое отношение это имеет к инвестиционному бизнесу и размещению облигаций в частности? Ведь в этих сделках с обеих сторон выступают в качестве контрагентов квалифицированные специалисты, для которых все слова и последствия должны быть известны. Поэтому заведомо слабой стороны в сделке, требующей защиты, быть не должно. Тем не менее, это случается.

А ЕСТЬ ЛИ КОНФЛИКТ ИНТЕРЕСОВ?

Отношения эмитента и организатора займа непубличные, они не строятся на легкомысленных роликах в прайм-тайм на федеральных каналах. Тогда откуда возможный конфликт интересов? Эмитент при выборе организатора полностью осведомлен, чем ему «грозит» размещение займа. Это и госпошлина, и оплата услуг депозитария и организатора торгов, рассмотрение заявки на листинг (или экономия и выход в режиме «внесписочных облигаций»), ежемесячные платежи за листинг, если он все-таки состоялся, оплата услуг платежного агента (если эмитент намеревается платить купоны и погашать основную сумму долга), ну и, собственно, комиссия организатора (в которую входят услуги андеррайтеров). Все это должно указываться в коммерческом предложении и фиксироваться в соответствующих документах.

Вполне возможно, что в ходе общения может «всплыть» вопрос об оказании услуг маркет-мейкерства, но, во-первых, это незначительные расходы, во-вторых — необязательные.

Более значимый по расходам и не всегда очевидный в начале совместной работы над займом блок — «получение рейтинга». Этот процесс может сопровождаться расходами, связанными с оплатой услуг не только рейтингового агентства, но и организатора займа, взимающего плату «за сопровождение». Кроме того, помимо явных платежей, для компании получение рейтинга связано с увеличением нагрузки на персонал (сбор и предоставление документов, интервью), что также можно расценивать как «расходы» и объявить их «скрытыми комиссиями». Вместе с тем, и это, как нам представляется, весьма прозрачный для эмитента институт — и не всегда обязательный.

Мы рассмотрели все уровни расходов при размещении облигаций и не усмотрели ни одной «скрытой комиссии», которую можно было бы поднять на щит борьбы за права эмитента.

СКРЫТАЯ ФОРМА СКРЫТЫХ КОМИССИЙ

Итак, опираясь на обывательскую терминологию «скрытой комиссии», сконструируем подобное определение для нашего случая: это вариант для организатора займа получать неафишируемый дополнительный доход от проведения сделки. Есть ли такая возможность с учетом рассмотренных выше реалий проведения сделки? Есть, и она появилась недавно.

Возможность получить дополнительный доход возникает в случае модного в последнее время проведения размещения в формате бук-билдинга (книга заявок). Данная форма преподносится как проверенная десятилетиями западная система, позволяющая наиболее правильно распределить эмиссию среди участников размещения. С молчаливого согласия эмитентов этот способ размещения успешно продается и потенциально может приносить организаторам и приближенным к нему участникам сделки дополнительные доходы.

Что говорят апологеты бук-билдинга в его защиту? В основном, все доводы выстроены на концепции «равномерного/оптимального распределения». Например, может быть разыграна карта «географического распределения» или «равномерной аллокации», что по замыслу должно означать лучшую ликвидность займа на вторичном рынке и, соответственно, лучшую историю выпуска, которая станет плюсом при дальнейших размещениях. Все так. Если бы не одно «но». Эта схема работоспособна исключительно в романтических условиях существования бизнеса, когда он руководствуется правилами честной конкуренции, дорожит репутацией и уважает партнеров по сделке. Но, как говорится, «любовная лодка разбилась о быт».

Конструкция бизнеса очень проста. Так как речь идет не об аукционной основе, где все инвесторы удовлетворяют свои интересы согласно известному алгоритму, книга позволяет (отбросив предрассудки) проводить размещение под диктовку организаторов в произвольной форме. В итоге, в случае высокого спроса и прогноза высокого остаточного спроса организатор вполне может выделить себе и аффилированным с ним в той или иной степени инвесторам несколько больший объем. Величина перекоса зависит от ресурса и смелости, но в итоге это приводит к незамедлительному росту цены на when-and-if торгах и возможности практически сразу после выхода займа в обращение получить неплохую прибыль, соперничающую по размеру с комиссионным вознаграждением организатора выпуска.

К слову сказать, все инвесторы, попавшие в шорт-лист размещения, претендуют и участвуют в такого рода скрытой комиссии, и это приводит к тому, что корпоративный эгоизм организатора торгов приводит к потенциальным (надо признать, что если конъюнктура резко изменится в негативную сторону, существует риск убытков от участия) существенным убыткам для эмитента. Ведь эмитенту придется уплатить эту своеобразную скрытую комиссию со всего займа, а не только организатору размещения. Заемщику, для которого ставка купона определена выше, чем могла бы сложиться на аукционе, предстоит идти с ней по жизни до оферты/погашения. Величина этой переплаты в каждом случае уникальна и видна практически сразу после выхода бумаги на вторичный рынок. Фактически этот спред и можно идентифицировать как скрытую комиссию, вмененную эмитенту.

В сделке размещения облигаций с обеих сторон участвуют профессионалы, и «поражение» эмитента в любом случае афишировать не стоит. В лучшем случае находят объяснения частного порядка: «Эмитент пользуется заслуженным доверием», — или общего: «Существенное улучшение конъюнктуры рынка», — или, наконец, для полупрофессиональной среды: «Была предоставлена премия за риски размещения» (бумага не сразу выходит на рынок).

Представляется, что подобные скрытые в квадрате комиссии не идут на пользу рынку. И не только эмитенты получают негативный опыт (как в связке менеджеры-акционеры, так и в случае изолированного недовольства акционеров), затаивая справедливый гнев на инвестиционное сообщество. Но и инвесторы, не получая доступ к размещению, как это могло бы происходить в случае аукционного размещения, разочаровываются в рынке. Понятие справедливого рыночного ценообразования девальвируется под прикрытием «мировой практики и делового обычая», «многолетнего опыта» и «проведенных сделок». На самом же деле речь идет о пресловутых «двойных стандартах» в инвестиционном бизнесе. Политика двойных стандартов хорошо прижилась на Западе, и, как мы теперь видим, не только в политической сфере, но и в экономической.

А ЕСТЬ ЛИ ВЫХОД?

Несомненно, из этой ситуации есть выход. Выход в учете интересов сторон. С одной стороны, эмитент должен понимать, что для него сделано все возможное и его расходы по обслуживанию займа оптимальны. С другой стороны, эти усилия должны быть целевым образом вознаграждены, то есть организатора необходимо мотивировать. Поэтому важно обеспечить максимальный охват инвестиционного сообщества при размещении, равные права инвесторов, а это не что иное, как аукцион, а не бук-билдинг. При этом организатор размещения мог бы претендовать на разумный размер дополнительной комиссии: премии за успех. В результате, институт скрытых комиссий канет в лету… Но крайней мере, до появления новых финансовых ухищрений.