

Suomen Pankin kirjasto



000091032

IVA5a

Kirjasto: alaholvi

SUOMEN PANKKI D

Sijoituspankkitoiminta Yhdysvalloissa : The investme
Suomen pankin taloustieteellisen tutkimuslaitoksen julk.
20 1968

SIJOITUSPANKKITOIMINTA YHDYSVALLOISSA

THE INVESTMENT BANKING FUNCTION IN THE UNITED STATES

Richard Aland

Suomen Pankin taloustieteellinen
tutkimuslaitos
Sarja D:20 Monistettuja tutkimuksia
Kesäkuu 1968

Institute for Economic Research
Bank of Finland
Series D:20 Mimeographed studies
June 1968

Suomen Pankin taloustieteellisen tutkimuslaitoksen julkaisuja
Sarja:D. Monistettuja tutkimuksia

Bank of Finland Institute for Economic Research Publications
— Series: D Mimeographed Studies

1. PERTTI KUKKONEN . On the Measurement of Seasonal Variations. 1963. 11 s.
2. The Index Clause System in the Finnish Money and Capital Markets. 1964. 15 s.
3. J.J. PAUNIO Adjustment of Prices to Wages. 1964. 15 s.
4. HEIKKI VALVANNE and JAAKKO LASSILA The Taxation of Business Enterprises and the Development of Financial Markets in Finland. 1965. 26 s.
5. MARKKU PUNTILA Likvidien varojen kysyntä ja yleisön likviditeetin kehitys Suomessa vuosina 1948 - 1962. 1965. 110 s.
6. J.J. PAUNIO Taloudellinen kasvu ja suhdannevaihtelut dynaamisen makrotarkastelun valossa. 1965. 117 s.
7. AHTI MOLANDER Kokonaistaloudelliseen hinta- ja palkkatasoon vaikuttavat tekijät Suomessa vuosina 1949 - 1962. 1965. 159 s.
8. ERKKI PIHKALA Keskinäisen taloudellisen avun neuvoston pysyvät komissiot työnjaon toteuttajina. 1965. 35 s.
9. KARI NARS Statens prispolitiska parametrar. 1965. 118 s.
10. HEIKKI VALVANNE The Framework of the Bank of Finland's Monetary Policy. 1965. 34 s.
11. JOUKO SIVANDER Ulkomaankaupan substituutiojoustojen teoriasista ja mittaamisesta. 1965. 91 s.
12. TIMO HELELÄ - PAAVO GRÖNLUND - AHTI MOLANDER Muistio palkkanuovotteluja varten. 1965. 56 s.
13. ERKKI LAATTO Suomen ulkomaisen tavarakaupan volyymi-indeksit neljännesvuosittain vuosina 1949 - 1964 eräistä lyhytaikaisista vaihteluista puhdistettuna (English Summary). 1965. 24 s.
14. DOLAT PATEL The Share of the Developing Countries in Finnish Foreign Trade. 1966. 31 s.

SIJOITUSPANKKITOIMINTA YHDYSVALLOISSA

Richard Aland¹

Johdanto

Rahoitusmarkkinat, joista liikeyritykset ovat ensisijaisesti riippuvaisia rahoitustarpeissaan, ovat luoneet monia laitoksia, joiden tarkoituksena on siirtää varoja tarjoavilta tarvitseville. Tällä tavoin on kehittynyt varsin pitkälle erikoistunut ala, sijoituspankkitoiminta. Sijoituspankkien päätehtävänä on koota suoraan tai rahalaitosten kautta säästäjiltä varoja ja asettaa varat liikeyritysten tai julkisten yhteisöjen (ei yksityishenkilöiden) käyttöön. Sijoituspankit suorittavat tämän tehtävän uusia arvopapereita kehittäen ja myyden.

Sijoituspankkiiri toimii arvopaperikauppiaina. Hänen tulee tietää, mistä uutta pääomaa saa, samoin kuin sen kysynnän määrä alati vaihtuvissa taloudellisissa olosuhteissa. Hänen on päivittäin tutustuttava sellaisiin koti- ja ulkomaan tapahtumiin, jotka saattavat vaikuttaa arvopaperimarkkinoihin. Hänen tulee olla tehokas ja pätevä kauppatoiminnassaan. Tähän toimintaan kuuluu arvopaperitarjousten laatiminen siten, että arvopapereita liikkeeseen laskevan asiakkaan (the issuer) pääomantarve sekä määrällisesti että kustannusten osalta saadaan tyydyttävästi sovitetuksi vastaamaan sijoituspankilta arvopapereita ostavan asiakkaan (the investor) odotuksia. Sijoitusluottolaitoksen riskit ovat sellaisia, mitä muutkin kauppiat ottavat vastatakseen. Pääasiassa ne käsittävät vaihto-omaisuuden arvon mahdolliseen alenemiseen liittyvän vahingonvaaran.

1. Richard Aland, M.B.A., työskenteli Suomen Pankin taloustieteellisessä tutkimuslaitoksessa AIESEC-stipendiaattina kesällä 1966.

Etujensa suojaamiseksi sijoituspankki saattaa liittää osakkeiden tai obligaatioiden ostosopimukseen markkinaehdon (market clause). Tätä ehtoa voidaan käyttää, jos markkinat muuttuvat epäsuotuisiksi. Arvopaperimarkkinat suhtautuvat hyvin herkästi huonoihin uutisiin, olivat ne sitten joko poliittisia, taloudellisia tai psykologisia. Sijoitusluottolaitosten toiminta on suuressa määrin riippuvainen liikepankeilta lainatuista varoista, sillä esim. Yhdysvalloissa toimivien sijoitusluottolaitosten yhteenlasketut omat pääomat eivät luultavasti kohoa yli 500 milj. dollariin. Tästä selittyy, että vahingonvaara jaetaan usean eri sijoitusluottolaitoksen kesken muodostamalla väliaikaisia yhteenliittyviä (syndikaatteja) hoitamaan jokaista suurta osakeantia tai obligaatioemissiota.

Sijoituspankkien päätulo muodostuu sen tukkuhinnan ja vähittäishinnan välisestä erosta, jolla ne hankkivat arvopapereita ja vastaavasti myyvät ne edelleen sijoittajille. Sen lisäksi ne perivät palkkioita ja muita maksuja lainaajilta tai osakeanteja toimeenpanevilta yhtiöiltä.

Rakenne ja instituutiot

Sijoituspankkitoiminnan mekanismi käsittää monia eri järjestöjä ja laitoksia. Näistä mainittakoon emissioiden takaajat (underwriters), tukkukauppiat (wholesalers), vähittäiskauppiat (retailers) ja välittäjät (dealers).

Arvopaperiemissioiden takaaminen (underwriting): Sijoituspankkitoiminnassa emissioiden takaaminen tarkoittaa sitä, että sijoituspankit sitoutuvat suorittamaan arvopaperianteja toimeenpanevalle yhtiölle määröpäivänä tietyn rahasumman liikkeeseen lasketuista osakkeista tai obligaatioista sekä ryhtymään toimenpiteisiin niiden myymiseksi sijoittajille.

Yleensä sijoituspankkien takaamat osake- ja obligaatioemissiöt koskevat suuria rahamääriä, minkä vuoksi useat yhtiöt muodostavat syndikaatin hoitamaan erikseen jokaista liikkeeseenlaskua. Syndikaattien jäsenmäärä vaihtelee arvopaperiannin (issue) suuruuden, sijoituspankin varojen, vahingonvaaran luonteen ja markkinoilla vallitsevien olosuhteiden mukaan. Tavalli-

sesti jokainen syndikaatin jäsen sitoutuu ostamaan tietyn määrän annettavista arvopapereista ja varmistaa täten emission jakautumisen laajalle alalle. Esimerkkinä tästä voidaan mainita Ford Motor Companyn osakeanti v. 1956; seitsemän syndikaatin johtajaa (syndicate managers) ja takaavan syndikaatin 2 000 muuta jäsentä myivät yhdessä yli 10 000 000 osaketta yleisölle.

SYNDIKAATTI: Pankista, joka panee emission alulle ja antaa takauksen, käytetään usein nimitystä alullepaneva sijoitusluottolaitos (originating house) tai pääsijoitusluottolaitos (managing house). Pankkeja, jotka liittyvät alullepanevan laitoksen kanssatakaajiksi, kutsutaan osallistuviksi sijoitusluottolaitoksiksi (participating houses).

Normaali emissioitaustoimi edellyttää tavallisesti kahta osapuoliryhmää: ostajaryhmän, joka edistää vastuun jakautumista, sekä myyjäryhmän, joka ratkaisee markkinointiongelman. Alullepaneva sijoitusluottolaitos muodostaa nämä ryhmät sekä määrää osallistuvien yritysten lukumäärän ja sen, millä määrillä ne osallistuvat osakkeiden ostamiseen. Alullepaneva laitos laatii luettelon mahdollisista takaajista (määrä on aluksi usein tarvittavaa suurempi, koska jotkut yrityksistä eivät ehkä lopullisesti haluakaan osallistua). Luettelossa esiintyvät yritykset valitaan useimmiten seuraavien tekijöiden perusteella:

1. Mikäli arvopaperiannin toimeenpaneva yritys ei ole yleisesti tunnettu koko maassa, olisi yhteys saatava mahdollisimman moneen yrityksen kotipaikalla toimivaan emissioitaustalaitokseen.
2. Mikäli mahdollista, saman yhtiön aikaisempia arvopapereita ostaneiden olisi oltava mukana uusissakin anneissa.
3. Arvopaperit liikkeeseen laskevan yrityksen ehdottamat laitokset olisi mahdollisuuksien mukaan otettava mukaan.
4. Erityistä huomiota on kiinnitettävä siihen pääomamäärään, joka laitoksella on emission takausta varten käytettävänä, mikäli on oletettavissa, että takaaja joutuu pitämään arvopapereita hallussaan jonkin aikaa ennen niiden myyntiä.
5. Takaavien laitosten kyky suorittaa osakkeiden myynti on ensiarvoisen tärkeä seikka, ja se voi - määrätyissä olosuhteissa - olla ratkaiseva tekijä.
6. Laitoksen asiakaspiiriin on myös kiinnitettävä huomiota, sillä jokin laitos voi kyetä paremmin obligaatioiden myyntiin, kun taas toisen laitoksen ostajapiiri voi olla enemmän kiinnostunut osakkeista.

Sen jälkeen kun ostajaryhmä, ts. takaajaryhmä on valittu, laaditaan ostosopimus, joka sisältää seuraavat kohdat:

1. Luettelo jäsenistä sopimuksentekohetkellä.
2. Lukumäärä, jonka jokainen ostaja sitoutuu lunastamaan.
3. Olosuhteet, joiden vallitessa osapuolet voivat peruuttaa sopimuksen. (Tavallisesti menetellään siten, että yhden osapuolen purkaessa sopimuksen sen osalle sovitettu määrä jaetaan muiden kesken. Tällaista tilannetta silmällä pitäen syndikaatin johtaja varaa itselleen oikeuden korottaa jokaisen osapuolen osuutta 10 %.)
4. Sen palkkion (managing fee) määrä, joka maksetaan alullepanevalle sijoitusluottolaitokselle sen palveluksista ja kuluista.
5. Syndikaatin johtajalle myönnetty valtuutus tehdä arvopaperikauppoja ryhmän lukuun markkinoiden vakiinnuttamiseksi ja esittää Arvopaperi- ja Pörssikomissiolle (Securities and Exchange Commission) kaikki sen sääntöjen vaatimat raportit näistä osto- ja myyntitoimista.
6. Maksujen suoritus ja arvopapereiden toimitus ostajalle.
7. Syndikaatin johtajalle myönnetty valtuutus toimia ryhmän puolesta tekemällä tarjouksia laitoksille julkiseen tarjoushintaan ja sopiville välittäjille alennettuun hintaan. Tällaiset tarjoukset on tehtävä jäsenten osakkuuksien osoittamassa suhteessa. (Määrä, jonka johtaja on varannut tarjottavaksi laitoksille ja välittäjille, kutsutaan tarjouskiintiöksi (give-up): ostajan vähittäismyyntiä varten varaamaa määrää vastaavasti ostokiintiöksi (take-down).)
8. Tarjouksen voimassaoloaika sekä määräys mahdollisesta voimassaoloajan pidentämisestä tai lyhentämisestä.
9. Määräys ostajan korvausvelvollisuudesta jokaista muuta ostajaa kohtaan.
10. Selitykset ja takuut, jotka liittyvät rekisteröinti-ilmoitukseen ja esittelylehtisiin.

Tyypillisellä alullepanevalle sijoitusluottolaitoksella on samanaikaisesti vireillä useita arvopaperianteja eri kehitysvaiheissa. Ihannetilanne olisi tietenkin se, että emissiot ohjautuisivat tasaisena virtana niitä toimeenpanevilta yrityksiltä sijoituspankkien kautta sijoittajille.

TUKKU- JA VÄHITTÄISKAUPPIAAT: Edellä on jo mainittu, että kun takaava syndikaatti on pannut alulle ja ostanut uuden arvopaperiannin, anti jaetaan myyntiorganisaatioille ja myydään sijoittajille. Vaikka syndikaatin johtaja ja/tai ostajaryhmä voisi

sijoittaa suoraan markkinoille kaikki arvopaperiannit, näin ei tavallisesti menetellä. Arvopaperiantien jakamiseksi tarvitaan vielä toista ryhmää, jota sanotaan myyjäryhmäksi (selling group). Tämä ryhmä toimii arvopapereiden jakelijana, kun taas ostajaryhmä (purchase group) toimii etupäässä vastuun jakajana.

Myyjäryhmän muodostavat hajalleen maan eri puolille sijoituneet välittäjät (dealers). Nämä saavat takaajalta ostaa pieniä määriä uudesta arvopaperiannista hintaan, jossa on myönnetty määrätty alennus (discount) lopullisesta tarjoushinnasta (offering price). Yleisölle nämä välittäjät jälleenmyyvät arvopaperit tarjoushintaan.¹

Eräässä mielessä ostajaryhmä toimii täten tukkumyyjänä ja myyjäryhmä vähittäismyyjänä.

Nämä pienet välitysliikkeet huolehtivat koko maan käsittävien arvopaperiantien paikallisesta vähittäismyynnistä. Joskus nämä liikkeet toimivat myös paikallisina takaajina (local underwriters) paikallisten yhtiöiden arvopaperianteihin osallistuen ja niitä rahoittaen. Tällaiset paikalliset välittäjät ovat Yhdysvalloissa hyvin tärkeitä suurissa kaupungeissa lukuun ottamatta New Yorkia ja Chicagoa, joissa taas sijaitsevat tärkeimmät kansalliset sijoituspankit. Uusien arvopapereiden markkinoijina yhtiöiden sijaintipaikkakunnilla ne osallistuvat paikallisen pääoman keräämistehtävään tavalla, joka on täysin verrattavissa kansallisten emissiontakaajien toimintaan kansakunnan johtavien yhtiöiden hyväksi kansallisella tasolla.

Myyjäryhmän toiminta emissiontakaajaoperaatioissa ilmenee merkittävimmin arvopapereiden markkinoimisen nopeudessa. Mitä lyhyemmän aikaa ostajaryhmän pääoma on sidottuna, sitä pienempi on markkinoilla tapahtuvien muutosten aiheuttama tappionvaara; ja mitä nopeammin jakelu on suoritettu, sitä nopeammin ostajaryhmän pääoma vapautuu käytettäväksi jonkin toisen osakeannin järjestelyyn. Toisin sanoen: mitä nopeampi liikevaihto, sitä tuottavampaa on toiminta.

1. Alennus (discount) on myyjäryhmän korvaus ja voi olla jopa puolet tarjoushinnan ja emission toimeenpanevan yrityksen saaman hinnan välisestä kokonaiseroista (gross spread). Saatava voitto on siis kohtalainen ja tekee mahdolliseksi pienvälittäjien käytön osakkeiden myymisessä laajalle alueelle.

EMISSION TAKAUSSOPIMUKSET (THE UNDERWRITING CONTRACTS): Osakeantien takaustoiminnassa voidaan soveltaa kahta päämenettelyä: välitöntä neuvottelua eli kahdenkeskistä sopimusta (direct negotiation) tai kilpailevien tarjousten tekoa (competitive bidding). Yksityistä eli välitöntä neuvottelua käytetään osottaessa teollisuuslaitosten arvopapereita. Yhdysvalloissa laki määrää käytettäväksi kilpailevien tarjousten tekoa julkisten palvelulaitosten, rautateiden ja hallituksen arvopaperiantien yhteydessä.

Kahdenkeskinen sopimus (Private Negotiation): Kahdenkeskinen sopimus edellyttää välitöntä kanssakäymistä arvopapereiden liikkeeseenlaskijan ja emission takaajan välillä. Neuvottelut saattavat jatkua kuukausia, ennen kuin päästään sellaiseen sopimukseen arvopapereiden määrästä ja laadusta, joka parhaiten vastaa liikkeeseenlaskijan tarpeita ja samalla on sopiva vallitsevia markkinaolosuhteita silmällä pitäen. Liikkeeseen laskemisen ajankohta on ensiarvoisen tärkeä, sillä ellei emissio tapahdu strategisesti oikeaan aikaan, muuttuvat markkinaolosuhteet saattavat aiheuttaa annin täydellisen epäonnistumisen. Työtä, joka toimintaan liittyy, selittää seuraava tyyppillistä emission takaustointa koskeva esimerkki:

Jos teollisuusyritys havaitsee tarvitsevansa lisärahoitusta toimintansa laajentamista varten, uusiakseen laitteitaan tai suorittaakseen jonkun jo olemassa olevan velvoitteen, yhtiön asianomainen toimihenkilö valitsee sijoituspankin ja keskustelelee ongelmastaan pankin kanssa. Sijoitusluottolaitoksen velvollisuus on tutkia tilanne, päättää, onko yhtiön rahoitusrakenne terve, ja yrittää parhaansa mukaan neuvoa asiakasta. Pankin täytyy päättää arvopaperityyppi ja sellainen sopiva annin määrä, joka on oikeassa suhteessa yhtiön rahoitustarpeeseen sekä pääomarakenteeseen.

Tätä varten sijoitusluottolaitoksen osto-osaston on analysoitava yhtiön taseet, sen mahdollisuudet alalla, tuotteiden luonne ja markkinat sekä mahdollisesti liikkeeseen laskettavan osake- tai obligaatioannin todennäköinen markkinointialue. Asiantuntijoita voidaan palkata tutkimaan asiakkaan tehdaslaitosta ja koneistoa, jotta voidaan todeta omaisuustaseen arvostukset

paikkansapitäviksi. Yritykseltä on saatava vastaukset lainopillisiin kysymyksiin, jotka koskevat patenteja, sopimuksia, osinkoja, aikaisempia kiinnityksiä tms.

Kun on periaatteessa päätetty siitä, että sijoitusluottolaitos takaa osakeannin, pidetään neuvottelu luottolaitoksen edustajien ja annin toimeenpanevan yhtiön välillä, jotta päättäisiin yhteisymmärrykseen kaikki asiaankuuluvat kohdat sisältävästä sopimusluonnoksesta. Tämä sopimus on äärimmäisen tärkeä, koska mm. Yhdysvalloissa takaajan ja yhtiön tehtävänä on yhdessä laatia Arvopaperi- ja Pörssikomissiolle se rekisteröinti-ilmoitus (registration statement), joka yhtiöltä siellä vaaditaan vuonna 1933 annetun arvopapereita koskevan asetuksen (the Securities Act) säännösten mukaan.

Sopimusluonnoksen (the informal agreement) tulisi sisältää seuraavat kohdat:

1. Liikkeeseen laskettavien arvopapereiden hyväksytty (authorized) kokonaismäärä.
2. Aluksi liikkeeseen laskettava määrä.
3. Ilmoitus siitä, tullaanko arvopaperit merkitsemään (listing) jonkin arvopaperipörssin myyntilistalle.
4. Määräykset, jotka saattavat rajoittaa velanottoa tulevaisuudessa.
5. Kaikki määräykset, jotka rajoittavat myöhemmin tapahtuvia uusia arvopapereiden liikkeeseen laskemisia.
6. Kaikki rajoitukset, jotka estävät sopimusluonnoksessa tarkoitettuihin papereihin verrattuina parempaa etuoikeutta nauttivien arvopapereiden emittoinnin.
7. Määräykset, jotka rajoittavat liikkeeseen laskevan yrityksen osingonjakoa.
8. Mahdolliset äänioikeutta koskevat määräykset.
9. Erityisehdot, joiden mukaan toiseen yhtiöön sulautuminen tai mikä tahansa muu muutos arvopaperiannin toimeenpanevan yhtiön tilassa edellyttää, että tietty vähimmäismäärä osakkeenomistajista hyväksyy toimenpiteen.
10. Mahdolliset määräykset, joiden nojalla arvopapereiden haltijoille myönnetään erikoisoikeuksia siltä varalta, että näille kuuluva korko tai osinko jätettäisiin maksamatta.
11. Määräykset, jotka koskevat arvopapereiden takaisinostoa varten perustettua rahastoa (sinking funds).
12. Määräykset, jotka koskevat arvopapereiden lunastamista (redemption) ja lunastusmenettelyssä sovellettavaa hintaa (call price).

Rekisteröinti-ilmoituksen valmistelu voi viedä 30-60 päivää. Tämän lisäksi on otettava huomioon, ettei arvopapereita voida tarjota yleisölle ennen kuin vähintään 20 päivää on kulunut siitä, kun ilmoitus on tehty Arvopaperi- ja Pörssikomissiolle.

Samalla kun rekisteröinti-ilmoitusta ja esittelylehtistä (prospectus; yleisölle tarkoitettu seloste, joka sisältää kaikki emissiota koskevat tiedot) vielä valmistellaan sopimusluonnoksen perusteella, emission takaaja ja arvopaperit liikkeeseen laskeva yritys tekevät virallisen sopimuksen. Sopimus, jota kutsutaan ostosopimukseksi (purchase agreement), allekirjoitetaan tavallisesti muutamaa päivää ennen kuin rekisteröinti-ilmoitus tulee voimaan. Sopimus sisältää mm. seuraavia seikkoja:

1. Täydellinen selvitys ostettavien arvopapereiden laadusta ja määrästä.
2. Arvopaperiannin liikkeeseen laskijan selvitykset ja takuut siitä, että asianmukainen ilmoitus on tehty Arvopaperi- ja Pörssikomissiolle, että asiakirjat ovat täysin arvopapereista v. 1933 annetun asetuksen mukaisia ja että ne eivät sisällä mitään virheellisiä asiatietoja eivätkä jätä mainitsematta mitään olennaisia seikkoja.
3. Emission toimeenpanijan sitoumus myydä arvopapereitaan jokaiselle ostajista sekä vastaavasti ostajien sitoumus ostaa liikkeeseen laskijalta sellainen määrä papereita kuin on sovittu siten, että tämä kokonaismäärä vastaa liikkeeseen laskettujen arvopapereiden kokonaismäärää.
4. Hinta, jonka ostaja maksaa arvopapereista niiden emittoijille ja hinta, johon ostaja aikoo toimittaa papereiden julkisen kaupaksitarjonnan yleisölle (public offering).
(Milloin arvopapereiden markkinointi on epävarmaa, liikkeeseen laskija voi joutua suorittamaan ostajalle tietyn korvausmaksun osakkeelta tai obligaatiolta.)
5. Ilmoitus maksuajasta ja -paikasta sekä arvopaperien luovuttamisesta. Tähän kohtaan kuuluvia toimenpiteitä voidaan nimittää päättämistoimiksi (closing operations) ja viimeistä maksupäivää päättymisajankohdaksi (closing date).
6. Mahdolliset ostajan ostovelvollisuutta rajoittavat ehdot. Tavallisesti ostovelvollisuus on riippuvainen seuraavista seikoista:
 - a. Rekisteröinti-ilmoitus on astunut voimaan.
 - b. Ostaja on saanut osakeannin toimeenpanevan yrityksen lainopillisen neuvonantajan sekä oman neuvonantajansa lausunnon (legal opinion) arvopaperin laillisuudesta.

- c. Emission toimeenpanevalta yritykseltä on saatu puolueettomien tilintarkastajien lausunto, joka koskee rekisteröinti-ilmoituksessa ja esittelylehtisessä esiintyviä tasetietoja.
 - d. Jonkinlainen vahvistus on saatu siitä, että yhtiöstä esitetyt tiedot ja takuut ovat todenmukaisia ja oikeita.
7. Määräykset liikkeeseen laskevan yhtiön velvollisuudesta pitää saatavissa tarpeelliset jäljennökset rekisteröinti-ilmoituksesta ja esittelylehtisestä sekä määrittellä arvopaperien myynti niiden eri osavaltioissa voimassa olevien lakien mukaisesti, joiden tarkoituksena on ehkäistä arvopaperien liikkeeseen laskemiseen ja kauppaan liittyviä väärinkäytöksiä (the blue sky laws).
 8. Määräykset annin toimeenpanevan yrityksen korvausvelvollisuudesta emission takaajaa kohtaan arvopaperilakien mukaisen velvoitteen sellaisesta suorittamatta jättämisestä, jota ei voida lukea takaajan syyksi, sekä vastaavasti takaajan korvausvelvollisuutta arvopaperin liikkeeseen laskijaan nähden sellaisten virheellisten ilmoitusten perusteella, jotka on tehty emission takaajan antamiin tietoihin luottaen.
 9. Määräykset sopimuksen raukeamisesta markkinaolosuhteiden muuttumisen takia.
 10. Määräykset, jotka koskevat emission takaajan puolelta mahdollisesti aiheutettavia sopimusrikkomuksia.
 11. Määräykset, jotka koskevat sopimuksen voimassaoloajan pidentämistä tarpeen vaatiessa.

Yllä esitettyyn sopimukseen perustuva lopullinen muutos rekisteröinti-ilmoitukseen tehdään Arvopaperi- ja Pörssikomissiolle. Ilmoituksessa on vahvistettava julkinen tarjoushinta (public offering price), arvopapereista niiden liikkeeseen laskijalle maksettava hinta, emission takauksesta hintaeron muodossa maksettavat kokonaiskorvaukset (the underwriting spread) sekä luettelo takaajista (jokaisen kohdalla on ilmoitettava määrä, jolla takaaja osallistuu emissioon). Tämän muutoksen tekeminen ei aiheuta pidennystä siihen 20 päivän määräaikaan, jonka vuoden 1933 arvopaperiasetus edellyttää, koska on tullut tavaksi päivätä muutosilmoitus samalle päivälle kuin ilmoituskin. Sekä takaaja että osakeannin liikkeeseen laskija allekirjoittavat sopimuksen ja arvopaperit luovutetaan maksua vastaan.

Sopimuksen määräykset arvopapereiden hinnasta sekä takaajan palkkiosta, ovat ensiarvoisen tärkeitä. Hinta, jonka sijoittaja maksaa osakkeista, on tarjoushinta (offering price). Arvopape-

reiden liikkeeseen laskemisen onnistuminen tai epäonnistuminen riippuu suuresti tarjoushinnan määrittämisestä. Jos hinta on tarpeettoman alhainen, annin toimeenpanija on tyytymätön, jos se on liian korkea, sijoittajat saattavat kieltäytyä ostamasta papereita ja emission takaaja häviää kaupassa. Julkinen tarjoushinta määrätään sen jälkeen, kun on tutkittu vastaavalaisten yhtiöiden liikkeeseen laskemien samantyyppisten arvopapereiden markkinahintoja. Sen jälkeen kun tämä analyttinen vertailu on tehty ja päästy selvyteen vertailukelpoisesta hinnasta, tarjontahinta määrätään tekemällä vertailuhinnasta sellainen alennus, jolla kyseiset arvopaperit katsotaan saatavan markkinoiduiksi.

Erotusta tarjontahinnan ja annin toimeenpanevalle yhtiölle maksettavan hinnan välillä sanotaan välityspalkkioksi (spread). Se on korvaus emission takaajan riskistä, hänen palveluksistaan annin saattamisessa myyntikuntoon ja arvopapereiden markkinoinnista aiheutuvista kustannuksista. Yhdysvalloissa tämä palkkio on keskimäärin 2.37 % kaikkien elinkeinojen vähintään 5 milj. dollarin suuruisten obligaatioantien myynnissä; saman suuruusluokan osakeanneissa se voi nousta aina 8.47 %:iin. Joillakin aloilla - esim. kaivannaisteollisuudessa - palkkio saattaa nousta 26 %:iin tai olla niin alhainen kuin 0.66 % (sähkö-, vesijohto- ym. laitosten obligaatioemissiot). Palkkio siis vaihtelee arvopaperin laadun, markkinaolosuhteiden, yhtiön suhteellisen aseman, emission suuruuden ja sen mukaan, tarjotaanko papereita ensin nykyisille osakkeenomistajille.

Esimerkkinä Yhdysvalloista voidaan mainita X Company, Inc. -nimisen yhtiön esittelylehtinen. Yhtiö on uusi ja sen tuotteet eivät ole vielä iskostuneet yleisön mieleen. Yhtiö tarjoaa 104 000 osaketta myytäväksi, ja esittelylehtisestä ilmenevät seuraavat tiedot:

	<u>Hinta yleisölle</u>	<u>Emissiontakauspalkkiot ja alennukset</u>	<u>Yhtiön saama hinta</u>
Kokonaishinta	\$ 1 300 000	\$ 104 000	\$ 1 196 000
Hinta osaketta kohti	\$ 12.50	\$ 1.00	\$ 11.50

Vaikka takaajan välityspalkkio tässä tapauksessa on 8 %, se ei ole kohtuuttoman suuri, koska yhtiö on juuri perustettu ja kyseessä on sen ensimmäinen osakeanti. Lisäksi tässä tapauksessa ainoana perusteena hinnan määrittelymiselle ovat yhtiön arvioitut tulot.

Lisätakaus (Stand-by Underwriting): Yksityisten neuvottelujen pohjalta suoritettavan takaustoiminnan piiriin kuuluu myös lisätakaaja (stand-by underwriter), joka määrätystä maksusta sitoutuu ostamaan ja markkinoimaan liikkeeseen laskettavasta osakeannista kaikki ne osakkeet, joita osakkeenomistajat eivät halua ottaa. Tällainen tilanne syntyy silloin, kun yhtiön uusia osakkeita tarjotaan ensin yhtiön osakkaille merkittäväksi tietyn määräajan - tavallisesti noin 3 viikkoa - kuluessa. Tämä määräaika (stand-by period) voi muodostua takaajalle äärimmäisen vaaralliseksi, jos markkinahinnat kehittyvät niin epäsuotuisasti, että osakkaat ottavat vain pienen osan osakkeista. Sen perusmaksun lisäksi, jonka lisätakaaja saa sitouksestaan markkinoida merkitsemättä jääneet osakkeet, tällaiselle takaajalle kuuluu myös lisäkorvaus, joka määräytyy lopullisesti lunastettavan osakemäärän mukaisesti.

Myynti mahdollisuuksien mukaan (Best Effort): Suuren vahingonvaaran vähentämiseksi erityisesti silloin, kun on kyse pienistä aneista, sijoituspankit saattavat turvautua eräänlaiseen konsignaatiokauppaan suorien arvopaperiostojen asemesta. Sellaisissa tapauksissa sijoituspankki ei takaa myynnin menestymistä. Sen sijaan pankki sitoutuu myymään arvopapereita parhaansa mukaan, ja se saa välityspalkkiota vain niistä papereista, jotka se todella pystyy markkinoimaan. Tällainen järjestely ei tuota emission toimeenpanevälle yhtiölle minkäänlaista takuuta siitä, että se pystyy hankkimaan tarvitsemansa varat. Sijoittajat saattavat myös pitää tällaista rahoitusmuotoa jokseenkin epäilyttävänä, jolloin seurauksena on arvopapereiden hinnan putoaminen.

Kaikki-tai-ei-mitään-myynti (All-or-None Selling): Kaikki-tai-ei-mitään kaupan (all-or-none deal) ollessa kyseessä emission takaaja toimii itse asiassa myyntiagenttina sellaista periaatet-

ta noudattaen, että kaupasta ei tule mitään, mikäli koko emittoitavaa määrää ei saada myydyksi. Yleensä tällaisista erityisluonteisista takauksista huolehtivat sellaiset pienehköt sijoitusluottolaitokset, joilla ei ole suurempien laitosten rahoitussellista voimaa.

- - -

Edellä olevassa esityksessä on käsitelty kahdenkeskisen neuvottelun ja sopimuksen perusteella suoritetun takauksen yleisiä suuntaviivoja sellaisissa tapauksissa, joissa yhtiön toimihenkilöt ottavat yhteyttä takaajaan tai takaajien muodostamaan syndikaattiin myydäkseen liikkeeseen laskettavat osakkeet tai obligaatiot sijoittajille. Takaaja on ratkaissut koko ongelman neuvottelemalla suoraan yhtiön toimihenkilöiden kanssa ja auttanut yhtiötä valitsemaan sellaisen liikkeeseen laskettavan arvopaperityypin, joka parhaiten soveltuu sen tarpeisiin, tuottaa kohtalaisen tuoton sijoittajalle sekä soveltuu vallitseviin markkinaolosuhteisiin. Emittoiva yhtiö on suostunut arvopapereista saatavaan hintaan, emission takaajan välityspalkkioon ja julkiseen tarjontahintaan. Suurin vastuu on siirretty pääsijoitusluottolaitokselle ja niille, jotka ovat ottaneet osaa osakeannin takaamiseen.

- - -

Kilpailevien tarjousten teko (Competitive Bidding): Melkein 50 % emission takauksista Yhdysvalloissa suoritetaan nykyisin kilpailevin tarjouksin. Teollisten yritysten kohdalla tämä on vapaaehtoista, mutta julkisten palvelulaitosten, holding-yhtiöiden ja rautateiden kohdalla laki määrää tämän menettelyn pakolliseksi. Joidenkin mielestä kilpailevien tarjousten teon menetelmä estää suurten takauslaitosten monopolin syntymisen samoin kuin eräiden yritysten ja poliitikkojen julkisen edun kannalta arveluttavina pidettävät liiketoimet.

Kilpailevien tarjousten tekemisen puitteissa takaajalaitos ei saa toimia sellaisena neuvonantajana, mihin sillä on mahdollisuus kahdenkeskisessä sopimuksessa. Sijoitusluottolaitos voidaan kiinnittää ja usein kiinnitetäänkin taloudelliseksi neuvonantajaksi maksua vastaan, mutta tällöin laitos ei saa osallistua emissiota koskevien ostotarjousten tekemiseen.

Kilpailevien tarjousten tekemisen ollessa kyseessä osakeita tai obligaatioita liikkeeseen laskeva yhtiö laatii kaikki asiapaperit, näihin luettuina rekisteröinti-ilmoitus, esittelylehtinen, sopimuskirja, mikäli kyseessä on obligaatioiden liikkeeseenlasku, osakeantiin liittyvät yhtiöjärjestyksen muutokset, tarjouslomake, tarjouksen ehdot, ostosopimus jne.

Kun yhtiö on suorittanut vaadittavat toimenpiteet, se julkaisee kolmiosaisen tarjouspyynnön. Ensimmäinen osa käsittää yllä mainitut asiakirjat ja tiedon siitä, mistä ne voi saada. Toinen osa käsittää kyselylomakkeen, jonka jokainen mahdollinen takaaja täyttää (tietoja, jotka tarjouskilpailun voittaja on antanut, käytetään rekisteröinti-ilmoituksessa). Kolmannessa osassa esitetään suunniteltavan rahoituksen muoto ja sisältö sekä tarjousten rajoitukset. Siihen sisältyy myös ostosopimus ehtoineen ja määräyksineen, jotka ovat samanlaisia kuin edellä selostetuissa tapauksissa.

Kilpailevien tarjousten menetelmässä alulle paneva luottolaitos suorittaa samat tehtävät kuin henkilökohtaista neuvottelua käytettäessä: asettaa tarjoushinnan, järjestää asian johtamisen ja hoidon, valitsee ostajaryhmän jäsenet ja vahvistaa määrät, jotka jaetaan välittäjien kesken. Pankki toimii kuitenkin nyt kilpailevana kauppiana. Yhdessä ostajaryhmän kanssa sen on otettava ainakin yhtä suuri, ehkä suurempikin riski kuin kahdenkeskistä sopimusta sovellettaessa. Tästä riskistä se saa nyt pienemmän korvauksen.

Menettelytapojen erityispiirre kilpailevissa tarjouksissa on se, että syndikaatin johtaja tapaa ryhmän tarjoustentekoamuna, ja tällöin määritellään tarjoushinta. Syndikaatit antavat tarjouksensa suljetuissa kuorissa, jotka avataan sovittulla hetkellä. Tavallisesti tarjousten jättämistä viivytetään viime hetkeen asti, jotta saataisiin mahdollisimman tarkka arvio markkinoista. Koska eri syndikaattien ostokomiteat tutkivat samanlaisten arvopaperien markkinahinnat, kilpailevien syndikaattien hintatarjoukset eroavat toisistaan vain hyvin vähän. Ne syndikaatin jäsenet, jotka eivät ole tyytyväisiä hintaan, jäävät pois ja muut jakavat lisääntyneen vastuun kuten kahdenkeskisen sopimuksen tapauksessa.

Suora myynti sijoittajille (Private Placement): Arvopapereita on yhä enemmän ryhdytty myymään sijoittaville laitoksille suoraan. Yhdysvalloissa tällaisesta menettelystä käytetään nimitystä Private Placement.

Yhtiöille koituu tästä monia etuja. Huomattavaa on se, että ei ole tarpeen noudattaa v. 1933 annetun arvopaperilain rekisteröintimääräyksiä, koska ei tapahdu minkäänlaista julkista tarjontaa. Lisäksi tätä menetelmää pidetään taloudellisenä, koska palkkiot ja muut rekisteröinnistä aiheutuvat kulut voidaan välttää. Koko rahoitus voidaan suorittaa nopeammin, koska säästetään aikaa rekisteröinniltä ja arvopapereiden jakelemiselta. Myöskään yksityiskohtaisten tietojen antaminen rahoituksellisesta asemasta ei ole välttämätöntä, siinä määrin kuin jos arvopaperit rekisteröitäisiin julkista emissiota varten.

Arvopapereiden yksityisen sijoittamisen haittapuolena on se, että liikkeeseen laskevan yhtiön arvopaperit menettävät markkinointikelpoisuutensa; tästä saattaa aiheutua vaikeuksia tulevaisissa rahoitusoperaatioissa. Lisäksi yritys saattaa menettää mahdollisuudet ostaa papereitaan markkinoilta sillä alennuksella, johon markkinahinta tarjoaisi mahdollisuuden. Yksityisesti markkinoitujen arvopapereiden pääostajina ovat vakuutusyhtiöt, yksityiset eläkerahastot, sijoittajayhtymät (investment trusts) ja muut suuret sijoittajat.

Yksityinen eli suora myynti edellyttää liikkeeseen laskevan yhtiön ja mahdollisen sijoittajan välisiä neuvotteluja, joissa joudutaan käsittelemään monia taloudellisia ja teknillisiä seikkoja. Toiminta on pitkälle erikoistunutta ja sijoitusluottolaitoksia käytetään siinäkin neuvonantajina. Tässä rajoitetussa ominaisuudessa sijoitusluottolaitos toimii pääomia etsivän yhtiön agenttina. Se ei ota vastatakseen mistään riskeistä eikä suorita mitään kauppatoimintaa. Kun arvopapereita liikkeeseen laskevan yhtiön kanssa on tehty päätös, sijoitusluottolaitos ottaa yhteyttä kaikkiin laitoksiin, joiden se arvelee olevan kiinnostuneita asiasta, sekä antaa niille sellaisia tietoja, joita kilpailevissakin tarjouksissa tarvitaan. Vaikka sijoittajiin otetaankin yhteyttä luottamuksellisesti, esim. kaikki vakuutusyhtiöt tietävät, että ne kilpailevat tarjouksellaan muiden sijoittajien kanssa. Kauppa päätetään sitten sen mukaan, mikä laitos esittää edullisimman tarjouksen.

Teoriassa arvopapereiden suoran myynnin tulisi hyödyttää osakkeita tai obligaatioita liikkeeseen laskevaa yritystä yhtä hyvin kuin sijoittajaa, edellistä korkeamman nettohinnan ja jälkimmäistä alhaisemman ostohinnan ansiosta (hintahan on pikemminkin tukku- kuin vähittäishinta). Verrattaessa yksityisesti myytyjä arvopapereita julkisesti myytyihin, voidaan todeta, että edellisten erääntymisaika on usein pitempi ja niiden takaisinostohinta sekä muut toisarvoiset ehdot useinkin ovat sijoittajalle epäedullisemmat.

Korkeampi hinta (alhaisempi korkokanta), jolla julkisesti tarjotut arvopaperit myydään, johtuu osittain sijoitusluottolaitosten erikoispalvelusten arvosta. Sijoituspankit koettavat antaa objektiivisen arvioinnin lainansaajan taloudellisesta asemasta, ja ne pyrkivät muotoilemaan ja ajoittamaan tarjoukset siten, että arvopapereista saadaan paras mahdollinen markkinahinta. Tästä huolimatta arvopapereita liikkeeseen laskevat ovat usein halukkaita luopumaan korkeammasta hinnasta ja markkinoimaan paperit yksityisesti saadakseen varoja nopeammin, samalla kun ne säästävät rekisterointikustannuksia ja välttyvät siltä julkisuudelta, joka liittyy yleisölle myyntiin.

Arvopapereiden jälleenmyyntimarkkinat

Sijoittajat huomaavat usein tarpeelliseksi tai toivottavaksi myydä omistamiaan osakkeita ja obligaatioita. Koska jokaiseen myyntiin liittyy osto, on myyjän luonnollisesti tarpeellista ottaa yhteyttä ostajaan, joka on halukas ostamaan hänen omistamiaan arvopapereita tarjotun määrän vaadittuun hintaan. Jälleenmyyntimarkkinoilla tarkoitetaan niitä institutionaalisia järjestelyjä, joiden puitteissa ostajat ja myyjät saatetaan yhteen sijoitusluottolaitosten tai muiden arvopaperikauppiaiden toimiessa agenttina. Jollei näitä markkinoita olisi, monet sijoittajat suhtautuisivat epäröiden uusien arvopapereiden ostoon. Hyvät jälleenmyyntimarkkinat ovat täten edellytyksenä hyvien primäärimarkkinoiden muodostumiselle uusrahoitusta varten.

Sijoittajat eivät ole ainoita, jotka hyötyvät jälleenmyyntimahdollisuuksista; myös yhtiöille on helpomaa toimeenpanna uusia emissioita, jos niiden arvopapereilla käydään vilkasta kauppaa markkinoilla. Sijoittajat ovat näet halukkaam-

pia ostamaan tietäessään voivansa päästä eroon arvopapereista tarpeen tullen. Vilkkaat markkinat lisäävät myös arvopapareiden vakuusarvoa ja siten arvoa sijoittajan kannalta katsoen. Aktiiviset arvopaperimarkkinat yleensä lisäävät papereiden omistajien määrää, mikä puolestaan tuntuu vakauttavana tekijänä.

Sijoitusluottolaitoksen aktiivinen toiminta arvopapareiden vaihdon edistämiseksi tehostaa samalla sijoitusluottolaitosten ensisijaisia tehtäviä, nimittäin sitä, että ne saattavat yhteen ostajat ja myyjät tai lainanantajat ja lainanhakijat primäärisillä markkinoilla, ja siten myös rahoitusmarkkinoita yleensäkin. Toiminta jälleenmyyntimarkkinoilla on täten olennainen osa prosessista.

Yhteenveto

Oikeutus sijoitusluottolaitoksen, kuten minkä tahansa erikoislaitoksen olemassaoloon on siinä, että se pystyy suorittamaan määrättyjä asioita paremmin kuin muut. Tuntiessaan sijoitusolosuhteet ja pitäessään yllä yhteyksiä mahdollisiin sijoittajiin, tällainen luottolaitos kykenee menestyksellisesti hankkimaan pääomia liikeyrityksille ja julkiselle sektorille. Sijoituspankkien palvelukset ovat suuresti edistäneet liiketoiminnan ja asutuskeskusten kehitystä.

INVESTMENT BANKING IN THE UNITED STATES

by Richard Aland¹

Introduction

The capital-market, upon which business firms are primarily reliant for their financing needs, has developed many institutions which serve the purpose of transferring funds from suppliers of funds (those with excessively-liquid money balances) to users of funds (those with deficit or potentially deficit money balances).

In the process, a highly specialized field, that of investment banking, has developed. Its purpose is as mentioned above but in a substantially more specialized aspect. The basic function of investment banking is to gather surplus funds directly or through financial institutions from many millions of savers and to make the funds available to business enterprises or public bodies (and not to individuals) in large amounts. Investment bankers perform this function through the designing and selling of new securities.

The investment banker might be spoken of as a "merchandiser" of securities. As such, he must know the sources as well as the demands for new capital under constantly changing economic conditions. He must keep in daily touch with world and domestic developments that may affect the market for securities. He must be efficient and competent in the mechanics of his trade involving the working out of an offer of securities in which the needs of his clients (the issuers) for funds are matched satisfactorily in terms of amount and cost with the demands of his customers (investors) in terms of risk involved and return promised. The risks assumed by investment houses generally are similar to those assumed by merchants, chiefly loss in value of inventories.

For the purpose of self protection, the investment banker may have a "market" clause in contracts for purchase of stocks or bonds that may be used if the market turns unfavorable. The market for securities is extremely sensitive to adverse news whether political, economic, and/or psychological. Relative to

1. Mr. Richard Aland, M.B.A., worked at the Institute for Economic Research, Bank of Finland, in the summer of 1966 on an AIESEC trainership.

the dollar value of securities handled, the amount of capital of investment houses is small. Investment houses depend heavily on borrowed funds obtained from commercial banks because their combined capital accounts probably amount to no more than \$500 000 000. This fact explains why they spread the risk among a large number of houses by forming temporary partnerships (syndicates) to handle each large issue.

The chief reward of investment bankers arises from the difference between the wholesale price at which they obtain an issue and the retail price at which they sell securities to investors. In addition, they collect fees and other charges from borrowers or issuing companies.

Structure and institutions

Many organizations make up the mechanism of investment banking. They include underwriters, wholesalers, retailers, and dealers.

Underwriting: In investment banking, "underwriting" means that the investment bankers are guaranteeing to provide the issuer with a definite sum of money on a definite date in return for an entire issue of bonds or stock, and to set up a procedure for selling them to the investing public.

Issues of bonds or stocks that are underwritten by investment bankers are usually for large dollar amounts; therefore, two or more firms will form a syndicate to handle each individual issue. The number of participants in such syndicates varies with the size of the issue, the resources of the investment houses, the risk nature of the issue, and conditions of the market. Usually, each syndicate member agrees to buy a fixed amount of the issue, thus assuring a broad distribution process. An example of this can be seen in the common stock issue of the Ford Motor Company sold to the public in 1956 when seven syndicate managers and two thousand other members of the underwriting syndicate shared in selling more than 10 000 000 shares to the public.

SYNDICATE: The banker that initiates an underwriting is frequently spoken of as the originating house or as the managing

house. The bankers who join the originator in the underwriting are called participating houses.

A typical underwriting deal will normally involve two groups of participants, namely a purchasing group to help distribute the liability, and a selling group to solve the problem of distribution. These groups are formed by the originating banker who decides how many and which firms are to be invited to participate, and in what amounts. The originating banker will make a list of prospective underwriters (usually larger than the number needed, as some may wish not to participate). The firms placed on the list generally are selected on the basis of these factors:

1. If the issuer is not nationally known, as many underwriters as possible should be contacted in the state or locality of the issuer.
2. Participants in previous issues of the same company should be included, if possible.
3. Where possible, houses suggested by the issuer should be invited.
4. The amount of capital the firm has for underwriting is important if the issue has to be held for any length of time before distribution.
5. The distributing ability of the underwriting firms is of prime importance and can, under certain conditions, be a deciding factor.
6. The clientele of the firm is important also since one firm may be able to dispose of bonds while another might be better situated to sell stocks.

Finally, after the purchase or underwriting group is selected, a purchase agreement is entered into, which includes:

1. A list of the members at the time of the agreement.
2. The amount each participant will purchase.
3. Conditions under which participants may withdraw. (Normally, when one participant withdraws the amount is allocated to the others. To provide for this contingency, a manager reserves the right to increase each participant's share by 10 % without his consent.)

4. The amount of the managing fee to be paid to the originating banker for services and expenses.
5. Authorization to the manager to make purchases or sales for the account of the group in order to stabilize the market, and to file with the Securities and Exchange Commission all reports required by its rules covering such purchases and sales.
6. Mechanics of payment and delivery of securities.
7. Authority to the manager to act on behalf of the group in making offerings to institutions at the public offering price and to selected dealers at a concession of discount, such offerings to be made for each in ratio to his participation. (The amount reserved by the manager for offerings to institutions and dealers is the give-up; that for retail sale by the purchaser is the take-down.)
8. Termination date for the offering and provision for an extension or earlier termination if necessary.
9. Provision of indemnification of each purchaser by every other purchaser.
10. Representations and warranties relating to the registration statement and prospectus.

A typical originating house will have several issues in different stages of processing, the ideal situation being one in which there will be a steady stream of issues from the issuers through investment banking channels into the hands of investors.

WHOLESALE AND RETAILERS: As mentioned earlier, after a new issue has been originated and purchased by an underwriting syndicate, it will be distributed to selling organizations and sold to investors. Although all the issues may be directly placed by the manager and/or the purchase group, this is not generally the case. To help distribute the remainder of the issue requires still another group, known as the selling group. This group functions as a means of distributing securities while the purchase group exists mostly for the distribution of liability.

A selling group consists of dealers scattered over the country who are permitted to purchase small quantities of the new issue from the underwriter, at an established discount from the offering price, for resale to the public at the offering

price.¹

In a sense, therefore, the purchase group acts as wholesalers while the selling group acts as retailers.

These small securities' dealers participate in the process of selling parts of a national issue on a local retail level. Sometimes these firms also act as local underwriters, financing and participating in the issues of local corporations. Such dealers play an important role in the larger cities outside New York and Chicago. As creators and distributors of new securities for regionally known companies in their communities, they carry on the function of capital formation on a local or regional level comparable to what the national underwriters do for the nation's leading corporations on a national level.

The importance of the selling group to an underwriting lies in the rapidity of distribution of the issue. The shorter the time during which the purchase group's capital is tied up, the smaller the risk of loss from changes in market conditions; and the sooner distribution is completed, the more quickly the capital of the purchase group is freed for use to underwrite another issue. In other words, the greater the turnover, the more profitable the deal.

THE UNDERWRITING CONTRACTS: Underwriting may be carried out by one of two methods: direct negotiation, or competitive bidding. Private or direct negotiation is used in the buying of industrial issues. Competitive bidding is prescribed by law for the issues of public utilities, railroads, and government issues.

Private Negotiation: Private negotiation involves direct dealing between the issuer and the underwriter. The negotiations may continue for months before a decision is reached as to the amount and type of security that best fits the need of the issuer and, at the same time, is best suited to existing market conditions (the time element is of primary importance for if an issue is not timed to "hit" the market at a strategic moment, the changing market conditions could cause total failure of the issue - a very costly experience). The work

1. The discount is the compensation of the selling group and may be as much as one half of the gross spread. The amount gives a fair profit and makes possible the use of small dealers to achieve greater distribution over larger areas.

involved may be explained by following through a typical underwriting operation.

If an industrial corporation finds that it needs additional capital to expand operations, to replace obsolete equipment, or to refund or retire an existing obligation, the proper officer of that corporation selects an investment banker and discusses the problem with him. It is the responsibility of the banker to examine the situation, determine its soundness, and give the best possible advice on the problem. He must decide the type of security and the amount of issue advisable in relation to the needs and existing capital structure of the corporation.

To do this, the buying department of the investment banking house will have to analyze the company's financial statements, its position in industry, the character of its products, the markets it serves, and the probable market for the prospective security. Specialists may be hired to examine the client's plant and equipment to verify the accuracy of balance sheet valuations. Legal questions about patents, contracts, dividends, prior mortgages, and such must be answered.

When it is decided that the investment house will underwrite the issue, a negotiation conference is held between representatives of the investment house and the issuing corporation for the purpose of reaching an over-all informal agreement. This agreement is of utmost importance since the underwriter and the corporation jointly prepare the registration statement which the corporation is required, under the regulations of the Securities Act of 1933, to file with the Securities and Exchange Commission.

The informal agreement should cover the following items:

1. The authorized amount of the issue.
2. The amount to be initially issued.
3. The possible listing of the security on a stock exchange.
4. Provisions that may limit creation of future debt.
5. Any provision controlling the issue of additional amounts of the security authorized.
6. Any limitation on the authorization of issue of a prior-ranking security.

7. Limitations to the payment of dividends on the part of the issuer.
8. Provisions covering voting rights, if any.
9. Any provisions requiring agreement of a certain percentage of the holders of a security to consolidation or merger or any other change in the status of the issuer.
10. Any provision giving special rights to the holders of the security in case of default of interest or dividends.
11. Provisions relating to sinking funds.
12. Provisions relating to redemption of the security, including its call price or prices.

The preparation of the registration statement may take from thirty to sixty days. Another twenty days must elapse after the statement is filed with the Securities and Exchange Commission before the issue can be offered to the public.

While a registration statement and a prospectus (statement, available to the public, which discloses all information pertaining to the issue) are being prepared on the basis of the informal agreement, a formal contract is entered into by the underwriter and the issuer. The contract, called a purchase agreement, is customarily signed a few days before the registration statement becomes effective. It contains a number of provisions including:

1. The complete title and amount of securities to be purchased.
2. Representations and warranties by the issuer that a security has been properly filed with the Securities and Exchange Commission; that the documents fully comply with the Securities Act of 1933, as amended; and that they do not contain any untrue statements or omit any material facts.
3. An agreement of the issuer to sell to each of the several purchasers, and an agreement of the several purchasers to buy from the issuer, such amounts of the issue as have been determined - the total amounts to equal the total amount of the security issued.
4. The price which the purchaser will pay the issuer for the security, and the price at which he intends to make a public offering. (Where the market is not

certain, a certain amount of compensation per share or bond may be paid to the purchaser by the issuer.)

5. Provision for payment for the securities, including the time and place for payment and delivery of the securities. (This is called the closing operation, and the date is the closing date.)
6. A statement of the condition, if any, to the obligation of the purchaser. Frequently the purchaser's obligation to buy is dependent upon such things as:
 - a. The registration statement becoming effective.
 - b. The receipt of legal opinion from the counsel of the issuer and purchaser as to the legality of the security.
 - c. An opinion by the issuer's independent accountants relating to the financial statements in the registration statement and prospectus.
 - d. Some determination that the representations and warranties of the corporation are true and correct.
7. Provision for the issuer to make available necessary copies of the registration statement and the prospectus and to qualify the security for sale under the blue sky laws of the various states.
8. Provisions for indemnification of the underwriter by the issuer against any liability under the Securities Act arising through no fault of the underwriter, and a counter-indemnification of the issuer by the underwriter against any liability arising through any incorrect statements made in reliance upon information furnished by the underwriter.
9. Provisions for termination of the agreement in the event of certain happenings in the market.
10. Provisions covering possible default by the underwriter.
11. Provisions providing for postponement of the closing date in the event of certain occurrences.

Based on this agreement, a final amendment to the registration statement is filed with the Securities and Exchange Commission setting forth the public offering price, the price to be paid to the issuer, and the underwriting spread, and listing the names of the underwriters (each with the amount of his participation). The filing of this amendment does not extend the twenty-day period required by the Securities Act of 1933,

since it is the custom to date such amendments back to the filing date. The agreement is signed by both the underwriter and issuer. Then, the contract being complied with, the securities are exchanged for payment.

The provisions in the agreement setting the price of the issue and determining the spread are of prime importance. The price which the investor will pay for the issue is the offering price. The success or failure of the issue depends largely upon the skill with which this offering price is selected. If the price set is lower than necessary, the issuer will be dissatisfied with the returns; if it is too high, investors may refuse to purchase and the underwriter will lose. The public offering price is determined after examination of the prices of comparable securities then on the market, issued by comparable companies. After this analytical comparison is made and a price reached that is comparable, the offering price is determined by reducing it fractionally below that price to adjust for the additional securities to be placed in the market.

The difference between the offering price and the price paid to the issuer is called the spread. The spread is the underwriter's compensation for his risks, his services in preparing the issue for sale, and his costs in distributing it. The compensation or spread generally is about 2.37 % of the proceeds of public sale of all industries in case of \$5 million or greater bond issues and ranges up to 8.47 % for the common stock issues of similar size for all industries combined. Specific industries may go as high as 26 % for "mining" stock issues and as low as .66 % for large public utility bond issues so that the spread varies according to type of security, condition of the market, relative position of the company, amount of the issue, and whether or not the issue is to be offered to present stockholders before being offered to the public.

For example, the prospectus of X, Company, Inc., a new company with a product which was, as yet, not firmly entrenched in the public's mind, with 104 000 shares for sale, revealed the following:

	<u>Price to Public</u>	<u>Underwriting Commissions and Discounts</u>	<u>Proceeds to Company</u>
Total	\$1 300 000	\$104 000	\$1 196 000
Per share	\$12.50	\$1.00	\$11.50

Although the underwriting spread in this case was 8 %, it was not unduly high if one considers that the company was a new corporation and that this was its first issue of securities. Furthermore, in this case, prospective earnings were the only basis for determining the price.

Stand-by Underwriting: Included in the field of private negotiation is the stand-by underwriter, who for a determined fee, agrees to purchase and distribute all the securities of a new stock issue that are not taken by stockholders. This condition arises when the new units are first offered to a company's stockholders for subscription over a period of time (normally about three weeks). This stand-by period can prove extremely hazardous to an underwriter if market prices move adversely so that only a small portion of the stock is taken by the stockholders. Besides the fee for being prepared to take the remainder of the issue, a stand-by underwriter receives additional compensation based on the amount of the stock he has to pick up.

Best Effort or All-or-None Selling: To minimize the great risk in underwriting, particularly in the case of small issues, investment bankers may resort to a form of consignment buying instead of making an outright purchase of securities. In such cases the banker does not guarantee the success of the sales offer. Instead he pledges that he will make every effort to sell shares and asks for a commission only on the shares he succeeds in selling. This arrangement offers no assurance to the company that it will be able to raise the needed funds and may be viewed by investors as a rather doubtful financing with the consequent depressing effect upon the price of the security.

In the case of the all-or-none deal, the underwriter is basically a sales agent acting under a provision that the deal is off unless the entire issue is sold. These types of qualified underwritings are usually left to the smaller investment houses

that lack the financial strength of the larger firms.

So far I have discussed the general aspects of underwriting by private negotiation, wherein a single underwriter or an underwriting syndicate is contacted by officials of a corporation for the purpose of selling a new security to investors. The entire problem has been worked out by the underwriter, negotiating directly with corporation officers to help them choose the type of security that will suit their needs, give the investor a fair return for his money, and meet the conditions of the market. The issuer (corporation) has agreed to the price he will receive, the underwriting spread, and the public offering price. The greatest responsibility has been placed on the managing investment house and its associates who have participated in underwriting the issue.

Competitive Bidding: Nearly 50 per cent of underwriting is now done by competitive bidding, industrials by choice, but public utilities, holding companies, and railroads by law. Competitive bidding is believed by some to prevent a monopoly of major underwriting houses and collusive practices by certain types of municipal dealers and politicians.

Competitive bidding does not allow an underwriting firm to act in the advisory capacity possible under private negotiation. An investment banker may be, and frequently is, employed as a financial advisor for a fee, but in such a case the banker may not bid for the issue.

Competitive bidding procedure varies from that used in private negotiation. The issuer prepares all the documents, including the registration statement, the prospectus, the indenture if it is a bond issue or the amendments to the articles of incorporation if it is a stock issue, the bidding form, the terms and conditions of the bidding, the purchase contract, and so forth.

When the issuer has made the necessary preparations, he publishes a three-part invitation for bids. The first part includes the previously mentioned documents and information about where they may be obtained; the second is a questionnaire to be filled out by each prospective underwriter (the

information supplied by the successful bidder will be used in the registration statement); the third contains the form and contents of the proposals and sets forth limitations on the bids. Included in the last is a purchase agreement with terms and provisions similar to that of a privately negotiated deal.

In competitive bidding, the original banker performs the same duties as in private negotiations: determining the bid, arranging for management, choosing participants in the purchase group and determining the quantities that will be allocated to dealers. However, the banker is now in the position of a competitive merchant and, together with the purchase group, must take as much, and possibly more, risk for less compensation.

There is one major difference in the procedure followed in competitive bidding; the manager meets with the group on the morning of the bidding to determine the bid price. Syndicates submit sealed bids to be opened at this previously arranged time. Customarily, bids are delayed until the last minute in order to arrive at an accurate estimate of the market in which they are to be distributed. Because buying committees of the various syndicates study the market prices of similar securities, the bid prices of competing syndicates vary but little. Firms not satisfied with this price drop out at this time and the others share the added responsibility as in the case of private negotiations.

Private Placement: There has been an increasing tendency to sell security issues directly to institutional investors. This practice has come to be known as private placement.

Corporations point to a number of advantages of private placements. Outstanding among them is the fact that there is no necessity for complying with the registration requirements of the Securities Act of 1933 since no public offering is involved. In addition, it is held that it is more economical because the fees and other charges entailed in registration are avoided; that the entire financing is effected more quickly because of the saving of time otherwise lost in registering and distributing the securities; and that secrecy can be maintained because dissemination of detailed financial information is not necessary as would be the case if the securities

were registered.

The disadvantage of private placement is that the securities of the issuing corporation lose marketability which may be a handicap in future financing. In addition, the issuer may lose the opportunity to retire bonds by repurchasing them in the market at a discount. The chief buyers of privately placed issues are insurance companies, private pension funds, investment trusts, and other large investors.

Private or direct placement requires that the issuing corporation negotiate with the prospective investor on many financial and technical matters. For this highly specialized work, investment bankers are still being retained for advice and counsel. The banker, in this restricted capacity, acts as an agent of the capital-seeking corporation. He assumes no risk and performs no merchandizing function. After reaching a decision with the issuing company, the investment house contacts all the institutions it thinks will be interested and furnishes them information similar to that given to the competitive bidding groups. Although the contacts are private, each insurance company, for example, knows it is bidding competitively with other institutional investors. The deal is then closed with the institution offering the best terms.

Theoretically, both issuers and investors should profit from the direct placement of issues, the former from a higher net price and the latter from a lower purchase price (that is, a wholesale rather than a retail price). As compared to issues sold publicly, privately placed securities usually have longer maturities and their call prices and other secondary terms are usually less **favorable** to the investor.

Factors in the higher price (lower interest rate) at which publicly offered issues are sold are traced in part to the value of special services of investment bankers, who are more objective in appraising the credit status of the borrower and are able to time and shape offerings so as to command the best market price. Nevertheless, issuers are often willing to forgo a more favorable price for their securities in order to obtain funds sooner by private placement, avoid the costs of registration, and evade the publicity associated with public offerings.

Secondary market function

Investors frequently find it necessary or desirable to sell their holdings of stocks and bonds. Since every sale involves a purchase, it is obviously necessary for a would-be seller to contact a buyer willing to purchase his holding at the price and in the amount offered. The secondary market is the place where such buyers and sellers meet via agents such as investment bankers, local and national retail security dealers, etc. Were it not for the existence of this market, many investors would hesitate to purchase new issues. Thus, a good secondary market for securities is directly related to a good primary market.

Investors are not the only ones who gain from the existence of a good secondary market. Corporations find it easier to sell new issues if their securities are actively traded in the market for the reason that investors are more inclined to purchase if they can dispose of the securities quickly in the event that they find it necessary or advantageous to do so. The existence of a ready market increases the collateral loan value of a security also and so further enhances its value to investors. Furthermore, an active trading market for an issue tends to increase the number of owners of that issue and this diffusion of ownership in turn makes for a more stable market.

Thus, it can be seen that the active participation of the investment banker in facilitating the sale and transfer of securities in the secondary market serves to make a more efficient capital market. This is not to say that the secondary market activity of investment bankers is merely an ancillary function; it does, however, serve to improve the quality and efficiency of their primary operations, namely their bringing together the buyers and sellers or lenders and borrowers in the primary market.

Conclusion

The justification for the existence of the investment banker, like that of any specialist, is that he can do certain things better than others can do them. By knowing investment conditions better and by having contacts with prospective in-

vestors, the investment banker is able to raise capital funds more successfully for governments and business corporations. Without their services, the development of business and urban centers would have been severely handicapped.

IVA5a 1968 15502.3
Suomen

Suomen pankin taloustieteellisen
tutkimuslaitoksen julkaisuja ; D
Aland, Richard
Sijoituspankkitoiminta
Yhdysvalloissa ; The investment
1996-02-28

**SUOMEN PANKIN
KIRJASTO**

15. PEKKA LAHIKAINEN Tuotoksen ja työ
vaihteluista. 1966. 25 s.
16. HEIKKI U. ELONEN Yrityksen rahoit
tarjonnasta. 1966. 88 s.
17. TIMO HELELÄ and J.J. PAUNIO Memor
1967. 10 s.
18. KARI NARS Undersökning av efterfrågetrycket. 1967. 119 s.
19. KARI PUUMANEN Indeksivaateet valintakohteina. 1968. 186 s.
20. RICHAD ALÄND Sijoituspankkitoiminta Yhdysvalloissa - The
Investment Banking Function in the United States.
1968. 31 s.