

*А.А. ТАЛАЛАЕВА*, студентка 4 курса, НТУ «ХПИ», Харьков  
*Ю.И. ЛЕРНЕР*, академик АЭНУ, НТУ «ХПИ», Харьков

## **ОСНОВНЫЕ СХЕМЫ ВНЕШНЕГО ЗАИМСТВОВАНИЯ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ В УСЛОВИЯХ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА**

У даній роботі розглядається важливість зовнішньої позики грошових коштів для безперервного функціонування суб'єктів господарювання. Надається характеристика основних шляхів залучення коштів, що можуть бути використані українськими підприємствами. Запропоновано ряд рекомендацій щодо залучення та ефективного використання їх в Україні.

В данной работе рассматривается важность внешнего займа денежного средства для непрерывного функционирования субъектов хозяйствования. Предоставляется характеристика основных путей привлечения средства, которое могут быть использованы украинскими підприємствами. Предложен ряд рекомендаций относительно привлечения и эффективного использования их в Украине.

The paper deals with the importance of external borrowings for transactor continued operation. The main borrowing's ways witch can be used by Ukrainian enterprises are characterized. A lot of recommendations of their attraction and effective using in Ukraine are offered.

**Ключевые слова:** внешнее заимствование, андеррайтинг, еврооблигации, секьюритизация активов, выпуск IPO.

**Введение.** Проблема нехватки денежных средств для непрерывного и эффективного функционирования предприятий, учреждений кредитной системы и экономики в целом стала особенно актуальной в условиях финансового кризиса. Украина на ряду с другими странами мира также испытывает финансовый голод. Отечественная банковская система не способна удовлетворить потребность предприятий в денежных ресурсах: ни по объемам, ни по доступной стоимости. В то же время субъекты хозяйствования требуют крупные средства для обновления крайне изношенной производственной базы украинской экономики. Выход найден во внешних заимствованиях, наиболее успешные пути которых включают: выпуск еврооблигаций, синдицированные кредиты, IPO и секьюритизацию активов.

Рассматриваемая проблема является предметом исследования многих талантливых ученых, среди которых: С. В. Плеханов, М. Блум, Д. А. Родионов, Б. Браун, Р. Вернон, Э. Долан, Г. Каприр. Основным направлением их работ является изучение влияния внешнего заимствования со стороны государства или предприятий на финансовое состояние субъектов хозяйст-

воования или экономику в целом. Данная работа направлена на определение практических аспектов механизмов конкретных схем привлечения денежных средств на внешнем рынке для украинских предприятий, выделение их преимуществ и недостатков.

**Постановка задачи.** Цель научной работы – анализ возможных вариантов привлечения денежных средств украинскими предприятиями для укрепления и расширения деятельности в условиях финансового кризиса. Для достижения поставленной цели последовательно выполняются следующие задачи: изучается механизм займа на рынке еврооблигаций; выявляются преимущества и недостатки выпуска IPO; рассматривается суть и порядок процесса секьюритизации.

**Методология.** Теоретико-методологическую основу данного исследования составляют практический опыт работы на внешнем рынке отечественных и зарубежных субъектов хозяйствования, отраженный в трудах и статьях ученых и практиков-экономистов. В ходе работы использовались следующие методы: анализ и синтез, сравнение, обобщение.

**Результаты исследования.** Одним из вариантов привлечения крупной суммы финансовых ресурсов для осуществления масштабного проекта в процессе хозяйствования (строительства нового цеха, замены оборудования) предприятием может быть выпуск еврооблигаций. Согласно Директиве Комиссии европейских сообществ от 17 марта 1989 г., регламентирующей порядок предложения новых эмиссий на европейском рынке, евробумаги — это торгуемые ценные бумаги, которые проходят андеррайтинг и размещаются посредством синдиката, минимум два участника которого зарегистрированы в разных государствах; предлагаются в значительных объёмах в одном и более государствах, кроме страны регистрации эмитента; могут быть первоначально приобретены только при посредничестве кредитной организации или другого финансового института [2].

Особенностями данной схемы являются высокие требования к заемщику (компания, банк): крупная, финансово устойчивая компания (банк), которая сможет привлечь и вернуть займ минимум на \$ 100 млн. [7]; доступность и прозрачность структуры бизнеса; постоянный и полный состав собственников; публичность деятельности. Первому требо-

ванию в Украине отвечают всего около 50 и 10-15 банков, а учитывая оставшиеся — несколько десятков [3].

Для осуществления международных финансовых расчетов, которые протекают в иностранной валюте, необходим посредник, в связи с этим выделяют две ключевые схемы привлечения средств посредством еврооблигаций: LPN-схема и SPV-схема.

В рамках LPN-схемы посредником и формальным эмитентом ценных бумаг выступает иностранный банк, который выдает отечественному заемщику кредит, а потраченный капитал возмещает размещением специальных сертификатов участия в кредите (Loan Participation Notes) LPN среди иностранных инвесторов, в которых указано целевое назначение этих средств. Инвесторы, согласно условиям эмиссии, имеют право требования по кредиту, выданному украинскому заемщику. Их интересы представляет специальная компания — траста (trustee), с которой заемщик заключает отдельное соглашение. При этом важно, что банк выступает лишь посредником, но не гарантирует инвесторам выполнения обязательств по сертификатам.

В случае заимствования по SPV-схеме формальным эмитентом выступает специализированная дочерняя структура заемщика (Special Purpose Vehicle — SPV), а выпущенные ею сертификаты (облигации) гарантируются материнской компанией (заемщиком). Ряд недостатков делают эту схему малодоступной в Украине: затраты, связанные с созданием компании в стране выпуска облигаций; наличие «налогового» риска применения «обычных цен» в случае признания передачи средств от дочерней к материнской компании операцией со связанными лицами; возможность предоставления гарантии в Украине только финансовыми учреждениями; риск неполучения лицензии от НБУ при необходимости осуществления выплат за пределы Украины в соответствии с условиями гарантии по сертификатам. Выпуск LPN позволяет обойти данные сложности, но за это заемщик заплатит дополнительную комиссию банку-эмитенту в размере 0,1% от суммы эмиссии.

В целом, процесс выпуска еврооблигаций включает следующие этапы:

- 1) Принятие решения о выпуске облигаций и выбор посредников, консультантов (финансовых, юридических, лид-менеджер, платежный агент, траста и др.).

2) Предварительное согласование базовых параметров эмиссии — объем, срок обращения и ставка размещения. Окончательные условия указываются в инвестиционном меморандуме после проведения road show, на основе поданных инвесторами заявок.

3) Проведение аудита, получение рейтинга и подготовка инвестиционного меморандума — юридического документа, содержащего данные об эмиссии.

4) Проведение Road Show и размещение облигаций (2-3 недели). В ходе проведения встреч с инвесторами (Road Show) в финансовых центрах Европы и США представители организатора эмиссии, заемщика (руководство) и собственников заемщика предоставляют всю информацию о выпуске сертификатов и о заемщике. С начала проведения встреч лид-менеджер выпуска «открывает книгу» (bookbinding), в которую заносит предложения инвесторов по покупке еврооблигаций. На основании полученных данных по завершению road show устанавливается доходность ценных бумаг, которая и закрепляется в окончательном инвестиционном меморандуме, после чего последний рассылается инвесторам, подписавшимся на покупку облигаций. Далее заключаются сделки по продаже облигаций. Проценты по займу проходят по обратному пути — от заемщика к эмитенту и инвесторам.

Основными преимуществами выпуска еврооблигаций являются значительный объем привлекаемых средств, продолжительный срок заимствования, возможное отсутствие требования залога при выпуске облигаций, формирование публичной кредитной истории на международном рынке капитала. В противовес следует отметить ряд недостатков: длительность (до 4-5 месяцев) и сложность процесса осуществления (в среднем принимают участие до 10 финансовых и юридических консультантов, рейтинговые агентства и аудиторские компании.), жесткие требования к эмитенту и его выпуску облигаций; высокие затраты. Общие расходы эмитента при этом включают комиссионные за размещение облигаций (от 1-1,5%), оплату услуг международных и украинских юристов, международных аудиторов, рейтинговых агентств, расходы на проведение road show, в случае SPV — на получение индивидуальной лицензии от НБУ на осуществление инвестиции за рубеж [7,3].

Существует также возможность получить необходимый капитал путем синдицированного кредита — займа, который предоставляет неско-

лько иностранных банков (синдикат). Поскольку данный процесс напоминает стандартное кредитование, то детально он не рассматривается.

Более интересным, сложным и наиболее эффективным способом привлечения средств является первичное публичное размещение акций на иностранной бирже (Initial Public Offering – IPO) — высшая степень андеррайтерского искусства. При этом на внешнем рынке вместо самих акций предприятия продают, как правило, производные от них — депозитарные расписки — ценные бумаги, выпущенные на иностранном рынке и подтверждающие право собственности на соответствующее количество «внутренних» ценных бумаг.

Для успеха компания, которая решается на IPO, должна обозначить четкую и ясную цель IPO (инвестиционной программы) и обеспечить высокую рентабельность фирмы. В целом, это очень затратный и длительный процесс, но в то же время и выгодный. Например, этап подготовки, due diligence (юридическая и финансовая экспертиза), может длиться 5 лет, при этом изменяется формат корпоративного управления в соответствии с западными стандартами, готовится подробнейший инвестиционный меморандум, компания действует как публичная структура — не реже раза в квартал публикует итоги производственно-хозяйственной деятельности. Также эмитент акций должен пройти международный аудит.

При непосредственном выпуске акций, компания должна получить государственную регистрацию, для чего подготавливается очередной документ — Информация о выпуске акций. Но для успешного размещения ценных бумаг, одновременно с государственной регистрацией готовится емкий и подробный документ — инвестиционный меморандум, включающий данные о финансовых показателях компании за последние 5 лет; сведения о менеджменте и структуре управления; отраслевые показатели; данные об акционерах и конкурентах; описание стратегии компании.

На этапе Road Show, о котором упоминалось ранее, в сжатый срок (7-10 календарных дней) проходит тур по городам, где находятся потенциальные покупатели акций (крупнейший рынок акций в США) с целью представления компании в наилучшем свете и завоевания доверия инвесторов. По результатам мероприятия руководство компании и инвестиционный банк определяют окончательную цену (как правило, на 15% ниже «справедливой» для обеспечения цен новых акций на начальном

этапе) и объем размещения акций [4]. Первичное размещение акций на развитых рынках обычно происходит после закрытия рынка, когда андеррайтер заполняет книгу приказов на покупку, по заполнению которой объявляется о размещении IPO с указанием цены (одинакова для всех) и объема заполнения. Также ведущий андеррайтер может сформировать консорциум из инвестиционных банков, который поможет эффективно и быстро закрыть сделку: каждый банк-участник получает долю акций IPO для размещения среди своих клиентов. После регистрации Комиссией по ценным бумагам итогов размещения акций, IPO считается завершенным.

Важным вопросом является выбор рынка размещения. Большую сумму можно собрать на Нью-Йоркской и Лондонской биржах, но для украинских компаний более приемлемы и эффективны биржи Центральной и Восточной Европы, такие как Варшавская. Здесь к отечественным эмитентам отнесутся как к более важным клиентам и стоимость IPO будет меньше.

Плюсами схемы IPO являются: привлечение средств без обязательств по их возврату в будущем; при первоначальном выходе на публичный рынок компания узнает относительно справедливые данные о своей стоимости; усиление бренда и доверия к фирме. Не менее весомы при этом и недостатки: сложность, длительность (1,5-2 года) и высокая стоимость процесса, приведение документации деятельности в соответствии с Международными стандартами.

На практике распространен еще один способ мобилизации финансовых ресурсов, характерный больше для банков, — секьюритизация активов (от. англ. Security - «ценная бумага»). Это способ привлечения более дешевого финансирования путем выпуска ценных бумаг, обеспеченных однородными активами, генерирующими стабильные денежные потоки. Необходимым условием для проведения данной схемы заимствования является стандартизация активов, позволяющая в дальнейшем разделить их на транши, в зависимости от надежности.

Секьюритизацию можно проводить для разных целей и разными способами. Например, при классической секьюритизации ценные бумаги выпускаются траншами: первый (equity-транш) — наиболее рисковый: его покупатели получают наивысшую доходность, но первыми несут потери при дефолте; второй (mezzanine-транш) обладает средней рискованностью; третий (senior-транш) включает наиболее обеспеченные облигации.

Квазисекьюризация — это выпуск covered bond (облигаций с покрытием). При этом активы не списываются с баланса банка, но выпускаются ценные бумаги, залогом по которым является кредитный портфель, т. е. все платежи, которые должны поступить по кредитам, заложены в пользу инвестора. Облигация из необеспеченной превращается в бумагу с обеспечением. На рынке в основном торгуются необеспеченные ценные бумаги, в том числе и евробонды украинских эмитентов.

Подобная операция улучшает показатель ликвидности капитала, но при условии списания активов с баланса банка путем их продажи (классическая). В таком случае банк больше не владеет данным портфелем и только получает комиссионное вознаграждение за обслуживание кредита. При этом прибыль возникает в другом месте, например, SPV-компания, которая может быть расположена в оффшорной зоне. Секьюритизации подлежат в основном хорошие кредиты.

Минусом указанного финансового инструмента является высокая цена: в среднем затраты составляют 3,5 % от стоимости проданных активов (аудит кредитного портфеля, создание SPV-компания и специальных резервов обеспечения ликвидности). Также для ее применения необходима постоянная стандартизация кредитов банками.

В таблице 1 приведена сравнительная характеристика возможных схем внешнего заимствования для отечественных компаний по главным показателям таких операций. Данные получены на основании анализа данных по указанным операциям, осуществленных украинскими компаниями за последние 5 лет [3].

Как видно из работы, основные схемы заимствования средств за рубежом связаны с выпуском и обращением ценных бумаг. Для обеспечения доступа украинских компаний к источникам капитала, одной из первоочередных проблем является развитие рынка ценных бумаг.

Таблица 1 — Сравнительная характеристика путей внешнего заимствования

| Схема внешнего заимствования | Срок выпуска, лет | Объем выпуска, млн. долл. США | Ставка доходности, % | Залог         | Дополнительные требования   | Затраты и результаты на проведение и обслуживание выпуска  |
|------------------------------|-------------------|-------------------------------|----------------------|---------------|---|--|
| Еврооблигации                | От 3              | От 50                         | От 8                 | Не обязателен | Прозрачность эмитента, международный рейтинг и аудит. Схема - LPN | Затраты 2,25% от объема сделки: комиссионные за размещение облигаций; оплата юристов, рейтинговых агентств, оплата международных аудиторов, затраты на проведение road show, другие расходы.   |
| Синдицированное кредитование | До 1-3 лет        | \$ 10-60                      | 5-8                  | обязателен    | Международный аудит   | Затраты приблизительно 1% от объема: оплата услуг международных аудиторов, рейтинговых агентств и другие расходы.  |
| Выпуск IPO                   | 1-1,5             | 10-200                        | -                    | -             | Подготовка до 5 лет   | Затраты приблизительно 9% от объема: плата за международный аудит, услуги на бирже, юридические услуги, финансовые консультации, услуги андеррайтеров, рейтинговых агентств, другие расходы (в т. ч. разрешение на эмиссию ц.б. и проведение road show). |
| Секьюритизация активов       | От 3              | 100                           | -                    | Не обязателен | Стандартизация кредитов банка                                     | Приблизительно 3,5 % от стоимости проданных активов,   |

**Вывод.** Таким образом, в условиях финансового кризиса отечественные субъекты хозяйствования могут удовлетворить потребность в ресурсах путем выхода на международный рынок капиталов. Однако, применять схемы внешних заимствований могут только гиганты экономики Украины. Основными проблемами на пути к применению внешних источников денежных ресурсов через схемы заимствования являются: неготовность работать прозрачно, публично; отсутствие первоначального крупного капитала и финансовой устойчивости; законодательные неточности. Дальнейшим направлением изучения указанной проблемы может быть разработка методики выбора оптимальной схемы внешнего заимствования.

**Список литературы:** 1. IPO как путь к успеху. / *Стивен Блоуэрс, Питер Гриффит, Томас Милан.* - М.: Эрнстэнд Янг, 2002. – 285 с. 2. *Бердникова Т.Б.* Рынок ценных бумаг. – М.: ИНФРА-М, 2002.– 278с. 3. *Лернер Ю. И.* Экономические инструменты производственной и предпринимательской деятельности в условиях неопределенности и рисков: Ч.2.Т.7. Экономические инструменты эмиссии и обращения ценных бумаг. – Х.: Тимченко, 2008. – 544 с. 4. Размещение акций IPO / Официальный сайт Фондовой биржи РТС [Электронный ресурс: <http://www.rts.ru>]. 5. *Рачкевич А.Ю., Алексеева И.А.* Секьюритизация: характерные признаки и определение // Деньги и кредит. – 2008. – № 8. 6. *Туктаров Ю.* Секьюритизация и инвестиционные фонды // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №16. 7. Украинские еврооблигации / *Инна Шапошникова.* – Информационно-аналитическая газета «Деньги», 2009. [Электронный ресурс: <http://www.dengi-info.com.ua>]. 8. *Энгау В.* Рынок IPO в 2006 году // Финансы, кредит и международные экономические отношения в XXI веке: Материалы 2-й международной научной конференции. 29-30 марта 2007 года. Т. 2. СПб, 2007. - 0,1 п.л.

Надійшло до редколегії 21.02.2012

## УДК 339:138

**К.О. ТИМОНІН**, викладач кафедри економіки, організації та планування діяльності підприємства, Харківський національний економічний університет, Харків

### **МЕТОДИЧНИЙ ПІДХІД ДО КОМПЛЕКСНОЇ ОЦІНКИ СОЦІАЛЬНО-ЕКОНОМІЧНОЇ ЕФЕКТИВНОСТІ ВИКОРИСТАННЯ БРЕНДІВ ПРОМИСЛОВИХ ПІДПРИЄМСТВ**

Оцінка ефективності використання бренду (ЕВБ) є ключовим елементом забезпечення психологічно-комунікативної та економічної ролі бренду у маркетинговій діяльності підприємств. Цьому питанню присвячені праці зарубіжних та вітчизняних вчених, які намагаються адаптувати існуючі методичні розробки для використання в діяльності промислових підприємств. Але питання комплексної оцінки ЕВБ залишається ще недостатньо вирішеним.

Оценка эффективности использования бренда (ЕВБ) является ключевым элементом обеспечения психологически-коммуникативной и экономической роли бренда в маркетинговой деятельности предприятий. Этому вопросу посвященные работы зарубежных и отечественных ученых, которые стараются адаптировать существующие методические разработки для использования в деятельности промышленных предприятий. Но вопрос комплексной оценки ЕВБ остается еще недостаточно решенным.

The assessment of efficiency of use to a brand (EVB) is a key element of providing a psychological and communicative and economic role to a brand in marketing activity of the enterprises. To this question the devoted works of foreign and domestic scientists which try to adapt existing methodical development for use in activity of the industrial enterprises. But the question of a complex assessment of EVB remains still insufficiently solved.