

УДК 330.322:336.27:339.727

**І.А. Левківська**, магістр

Київський національний університет імені Тараса Шевченка, м. Київ, Україна

## ВИКОРИСТАННЯ ЄВРООБЛІГАЦІЙ ДЛЯ ФІНАНСУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ

*У статті досліджуються механізми залучення коштів українськими компаніями на міжнародних ринках капіталу. Визначаються основні тенденції у використанні механізму злиття і поглинання компаній, первинного та вторинного розміщення акцій та випуску єврооблігацій. Єврооблігації визначені як найефективніший механізм фінансування проектів.*

**Постановка проблеми.** Після світової фінансово-економічної кризи українські компанії поступово починають повертатись до передкризового рівня. На цьому етапі вони стикаються з проблемою залучення позичкового капіталу для розвитку бізнесу. Саме тому виникає необхідність пошуку та формування оптимальних підходів щодо фінансування проектів з метою активізації інвестиційного ринку та ділової активності підприємства.

Оскільки вітчизняні підприємства обмежені у власних грошових джерелах фінансування розвитку бізнесу, а внутрішні займи стали занадто дорогими, залучати позичкові кошти доводиться на міжнародному ринку капіталу. Сьогодні популярності набувають такі види залучення коштів для розвитку бізнесу в Україні, як М&А, ІРО та єврооблігації.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Питання щодо вибору оптимального механізму фінансування розвитку бізнесу, перспектив та негативних наслідків виходу українських компаній на міжнародний ринок капіталу та випуску єврооблігацій як ефективного способу фінансування бізнесу в Україні стали предметом активних наукових досліджень багатьох вітчизняних фахівців: В. Андрущенко, О. Барановського, Н. Бударіна, З. Верналія, І. Іваненка, В. Коренеєва, З. Луцишин, І. Лютого, С. Львовичкіна, С. Марченко, В. Міщенко, Л. Новосад, В. Суторміної, І. Чугунова, А. Чухна та інших.

Однак у вітчизняній економічній літературі є ще багато невизначеностей стосовно ефективного виходу українських компаній на міжнародні ринки капіталу та використання єврооблігацій для ефективного та дешевого залучення коштів для розвитку бізнесу в Україні.

**Метою статті** є дослідження різних способів виходу українських компаній на міжнародний ринок капіталу. Розглядається використання корпоративних євробондів з метою залучення коштів для розвитку бізнесу українськими компаніями.

**Виклад основного матеріалу.** На початку 2010 року українські компанії почали поступово виходити з фінансово-економічної кризи. На цьому шляху компанії стикнулись з проблемою обмеженості фінансових ресурсів для розвитку бізнесу. Банківські кредити виявились занадто дорогими, і, як результат, українські корпорації почали шукати альтернативні шляхи розвитку, а саме М&А (злиття та поглинання).

Світовий ринок М&А в 2010 році перевищив показник попереднього року на 16 %. Такі зміни пояснюються тим, що компанії почали витратити накопичені запаси ліквідності. Згідно з виданням Financial Times, світовими лідерами на ринку М&А стали країни з економікою, що розвивається, де приріст порівняно з минулим роком склав 42,9 %. Компанії emerging markets уклали 2,57 тисячі угод М&А в період з 1 січня до 20 грудня 2010 року включно. Загальна вартість склала \$502,6 млрд у порівнянні з \$351,7 млрд за підсумками 2009 року. У цілому в світі обсяг злиттів і поглинань досяг максимуму за два роки – \$1, 927 трлн у порівнянні з \$1,656 трлн роком раніше.

Варто зауважити, що у 2010 році більшість М&А угод відбулося в металургійній сфері, тоді як у 2011 році лідером за угодами став агросектор. Цікавим фактом є те, що угоди в аграрному секторі в 2010 році виявились значно меншими за об'ємом у порівнянні з угодами в металургії в 2010 році. Окрім того, якщо у 2010 році на частку українських стратегів припадало 27-28 % угод М&А (і за кількістю, і за сумою), то у

2011 році – вже 64 % за кількістю і 53 % – за обсягом. Частка ж міжнародних стратегів впала із 34 % за кількістю та 22 % за обсягом до нуля [1].

За дев'ять місяців 2011 року в Україні відбулося 17 угод M&A обсягом понад \$30 млн на загальну суму \$3,3 млрд (з урахуванням приватизаційного продажу «Укртелекому» на \$1,35 млрд), тоді як у 2010-му – 15 на суму \$4,6 млрд. Найбільш активними покупцями 2011 року стали Group DF Дмитра Фірташа (три угоди на \$1,15 млрд), «Кернел» (чотири угоди на \$294 млн) і «Укрлендфармінг» Олега Бахматюка (три угоди на \$280 млн) [1].

Наступним варіантом розвитку бізнесу вважається виведення компанії на фондовий ринок, тобто IPO (Initial Public Offering). З 2005 року по жовтень 2011 року відбулося 70 публічних первинних та вторинних розміщень акцій емітентів (IPO), що мають бізнес в Україні. І за цей час було залучено \$3,9 млрд, з них \$227 млн в 2011 році.

Згідно зі статистикою Thomson Reuters, за 9 місяців 2011 року середній обсяг розміщення в цілому у світі знизився з \$200 млн до \$190 млн. Це є позитивним фактором, оскільки в Україні працюють невеликі емітенти, що претендують на незначні розміщення. Відповідно шанси, за таких умов, українських компаній на успішне IPO збільшуються. Більш доступні стають і послуги андеррайтерів – середній розмір комісії на ринку становить 2,5 %.

Агросектор є найбільш динамічним і перспективним в Україні. Протягом 2006-2011 рр. ряд агрокомпаній вийшли на фондові площадки Варшавської, Лондонської та Франкфуртської бірж (табл. 1). Компанія Кернел є лідером розміщень, IPO було здійснене у 2007 році та ряд SPO відбулось у 2008, 2010, 2011 роках. Як результат, компанія залучила \$525,4 млн на 19 жовтня 2011 року, Кернел має найбільшу ринкову капіталізацію серед українських агрокомпаній, що становить \$1,625 млрд.

Таблиця 1

*Найбільші розміщення українських агрокомпаній на світових фондових ринках протягом 2006-2011 років \**

	Час розміщення	Тип розміщення	Біржі	% розміщення	Сума розміщення, \$ млн	Ринкова капіталізація при розміщенні, \$ млн	Ринкова капіталізація на 19 жовтня 2011 року, \$ млн	Зміна капіталізації з дати розміщення
1	2	3	4	5	6	7	8	9
<b>КСГ Агро</b>	2011	IPO	WSE	33,0%	40,0	120	133	11%
<b>Avangardco</b>	2010	IPO	LSE	22,5%	208,0	959	773	-19%
<b>Агротон</b>	2010	IPO	WSE	26,2%	54,0	206	176	-14%
<b>Мілкіленд</b>	2010	IPO	WSE	22,0%	80,0	314	179	-43%
<b>Індустріальна молочна компанія</b>	2011	IPO	WSE	23,9%	29,8	125	78	-38%
<b>Агроліга</b>	2010	IPO	WSE/ NewConnect	16,7%	1,4	8	5	-42%
<b>Сінтал</b>	2009	SPO	Frankfurt	17%	13,0	76	88	15%
	2008	IPO	Frankfurt	15%	35,0	233		
<b>Миронівський хлібопродукт</b>	2010	SPO	LSE	10,5%	189,8	1 827	1 564	-14%
	2008	IPO	LSE	19,00%	322,5	1 697		
<b>Мрія Агро</b>	2008	IPO	Frankfurt	20%	90,0	450	779	73%
<b>Кернел Холдинг</b>	2011	SPO	WSE	6,80%	142,0	2 088	1 625	-22%
	2010	SPO	WSE	6,3%	81,4	1 302		
	2008	SPO	WSE	9,0%	84,0	933		
	2007	IPO	WSE	38,0%	218,0	574		

Продовження таблиці 1.

1	2	3	4	5	6	7	8	9
<b>Лендком</b>	2009	SPO	LSE	10%	4,0	40	24	-40%
	2008	SPO	LSE	10%	22,0	220		
	2007	IPO	LSE	55%	111,0	202		
<b>Астарта Холдинг</b>	2006	IPO	WSE	19%	32,0	168	576	242%

\* Джерело: складено автором за даними Bloomberg [8].

Серед українських компаній, які вийшли на IPO в 2011 році на Варшавській біржі, – Westa, Овостар Юніон, KSG Agro та Індустріальна молочна компанія (ІМК). Відтермінували свій вихід на IPO ще дві сільськогосподарські компанії – ViOil і Valars Group (вони планували залучити \$143,6 млн і \$300 млн відповідно). Ці компанії відклали вихід на міжнародний ринок у зв'язку з високою волатильністю ринку. Ці явища пов'язані з борговими проблемами Єврозони та ймовірним дефолтом ряду європейських країн у 2012 році. Тим не менше, у 2012 році може повторитися сценарій 2011-го, коли на фондові майданчики виходитимуть емітенти з невеликими обсягами – \$20-50 млн.

Наступним механізмом залучення капіталу українськими компаніями для фінансування бізнесу вважають єврооблігації. Єврооблігації – міжнародні облігації, що перебувають в обігу на світовому ринку цінних паперів. Перші форми таких цінних паперів використовувалися ще в ХІХ ст., однак швидкий розвиток ринку цих фінансових інструментів почався тільки у другій половині ХХ ст. разом із зростанням ринків деривативів і депозитарних розписок. Це було пов'язано з початком процесів глобалізації, становленням загальносвітового ринку цінних паперів і підвищенням значення транснаціональних корпорацій. Сьогодні єврооблігації є прибутковим інноваційним фінансовим інструментом, який сприяє виходу національних емітентів на міжнародні ринки цінних паперів, а їх світовий ринок динамічно зростає [4].

Існує щонайменше п'ять основних переваг випуску єврооблігацій:

- національний контроль: єврооблігації вільні від контролю національних регулятивних органів і не підлягають національним правилам проведення операцій з цінними паперами тих країн, у валюті яких випущено облігації;
- дохідність єврооблігацій і вартість фінансування: євробонди мають нижчий рівень дохідності й тому є кращим джерелом капіталу для великих емітентів. Нижча дохідність єврооблігацій зумовлена податковими пільгами, якими вони користуються при емісії або щодо доходів. Так, багато корпоративних позичальників випускають єврооблігації через дочірні фінансові компанії, зареєстровані в офшорних «податкових схованках». Такі випуски не оподатковуються ні прибутковим податком, ні податком на приріст капіталу;
- оподаткування доходів і прибутковість інвестування: на відміну від інших цінних паперів з фіксованим доходом, доходи за єврооблігаціями сплачуються власникам цих паперів у повному обсязі, без утримання податку «біля джерела» в країні емісії. Водночас від власників єврооблігацій не вимагається офіційна реєстрація, тому єврооблігації забезпечують інвесторам «податкову анонімність», отже, надають ширші можливості для отримання прибутку;
- валютний ризик: єврооблігації можуть випускатися не лише в будь-якій валюті, але й як дуальні та мультивалютні облігації, рух коштів за якими відбувається у більш ніж одній валюті. Завдяки формуванню оптимального валютного «коктейлю» при випуску облігацій євrorинок надає кращу можливість уникнути валютних ризиків;
- гнучкість: єврооблігації є більш гнучким інструментом як для позичальника, так і для інвестора, адже базові види єврооблігацій можуть бути модифіковані згідно з вимогами інвесторів або емітентів [1].

До початку кризи, протягом 2004–2008 рр., ринок українських єврооблігацій не викликав інтересу всередині країни, ними цікавились потенційні позичальники, список яких

був вкрай обмежений, та інвестиційні компанії з іноземними клієнтами. У результаті, на кінець 2008 року здійснили випуск єврооблігацій лише 11 банків, шість корпоративних емітентів та Київська міська рада. Випускала єврооблігації і держава Україна. Тим не менше, купівля цього інструменту зацікавлювала інвесторів із-за низького рівня доходу, в той час як усередині країни ставки трималися удвічі-тричі вищі, а ринок акцій демонстрував стрімке зростання. Валюта активів на той момент значення не мала.

Але ситуація змінилась під час фінансово-економічної кризи 2008 року, коли дохідність за суверенними євробондами підскочила до рекордних відміток. Політичні, економічні ризики та нестабільний фондовий ринок України були основними факторами відтоку інвесторів з українського ринку [6].

Тим не менше, початок 2010 року ознаменувався бурхливим зростанням на українському ринку єврооблігацій, хоча жодних знакових подій січень не приніс. Втім, така ситуація була характерна для українського ринку, який лихоманило залежно від того, як сприймали ситуацію в Україні іноземні інвестори. Аналогічна ситуація спостерігалась і в четвертому кварталі 2010 року, який відрізнявся особливою активністю українських компаній на ринку єврооблігацій та високим попитом з боку інвесторів. Стимулом цього стало присвоєння рейтингу «В» компанією Fitch українським євробондам, що були випущені 16 вересня 2010 року обсягом 500 млн. дол на термін 5 років зі ставкою 6,875 та десятирічних документів на 1,5 млрд. дол за ставкою 7,775 [6].

Так, Укресімбанк розмістив бонди на суму \$500 млн без проведення повноцінного road-show, попит перевищив пропозицію у 8 разів. Саме це допомогло банку залучити кошти на 0,125 п.п. дешевше запланованого рівня, під 8,375 %. А вже у жовтні 2010 р. банк провів дорозміщення п'ятирічних єврооблігацій на суму 250 млн. дол з дохідністю 7,5 %. Випуск отримав рейтинг «В» від Fitch.

Зважаючи на позитивні тенденції на ринку євробондів та підвищення інтересу іноземних інвесторів до українських компаній на початку 2011 року панувала позитивна динаміка залучення коштів і на глобальному ринку капіталів. Так, емітенти emerging markets в першому кварталі 2011 року розмістили на міжнародному ринку рекордний об'єм облігацій на суму \$195 млрд на фоні рекордно низьких процентних ставок. Для порівняння в 2010 році емітенти emerging markets розмістили \$710 млрд.

Лише в першому кварталі 2011 року на міжнародних ринках капіталу українські компанії розмістили єврооблігацій на \$3 млрд. Серед цих компаній є 6 емітентів – Укресімбанк, Метінвест, Ощадбанк, Мрія Агрохолдінг, Феррехро та Фінінпро (табл. 2).

Таблиця 2

Розміщення єврооблігацій українськими компаніями в 2011 році\*

Компанія	Дата розміщення	Сума розміщення, \$	Умови (ставка, к-ть років)	Організатори
Укресімбанк	28.01.2011	300 млн	11 % (3 роки)	Credit Suisse, Citigroup Inc and Deutsche Bank
Метінвест	07.02.2011	750 млн	8,75 % (7 років)	Credit Suisse, Deutsche Bank, ING Bank, Royal Bank of Scotland and ВТБ Банк
Ощадбанк	01.03.2011	500 млн	8,025 % (5 років)	Credit Suisse, Morgan Stanley
Мрія Агрохолдінг	25.03.2011	250 млн	10,95 % (5 років)	Bank of America Merrill Lynch, RBS, UBS, Investment Bank i Dragon Capital
Феррехро	31.03.2011	500 млн	7,875 % (5 років)	J.P.Morgan, Morgan Stanley and UBS
Фінінпро	18.04.2011	690 млн	7,4 % (7 років)	Morgan Stanley and ВТБ Капітал

\*Джерело: складено автором за даними Інвестгазети [2].

На початку 2011 року українські компанії поспішили розміщувати корпоративні єврооблігації на вигідних умовах. Основною причиною став попит, що уже сформувався на кредити зі сторони українських компаній, а також динамічне відновлення міжнародного ринку капіталу. Слід також зазначити, що, залучаючи більш дешеві кредити, компанії часто рефінансували більш дорогі кредити, які вони отримали в кризовий період.

Ще однією з причин похвалення ринку єврооблігацій є зменшення ризиків країни. Станом на вересень 2011 року 10-річні державні єврооблігації України торгуються на рівні 7,0-7,8 %, що на 1,1-1,5 б.п. вище облігацій Росії (рис. 1). Протилежну картину показують 10-річні облігації США та Великобританії, дохідність яких упала нижче 3 % в кінці липня 2011 року.

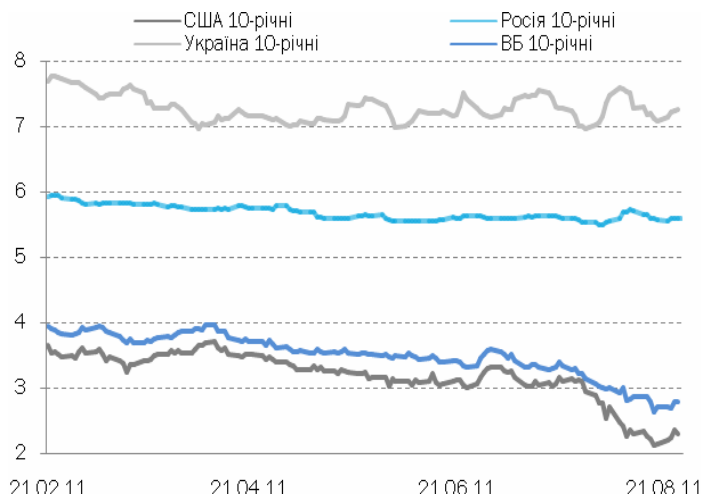


Рис. 1. Дохідність 10-річних єврооблігацій

Джерело: складено автором за даними Vloomberg [8].

Менш ризикованими вважаються 5-річні єврооблігації, дохідність за якими в 2011 році в середньому нижча на 1,2-1,5 б.п. (рис. 2). Поєднуючи папери різної дюрації, інвестори можуть формувати диверсифікований портфель.

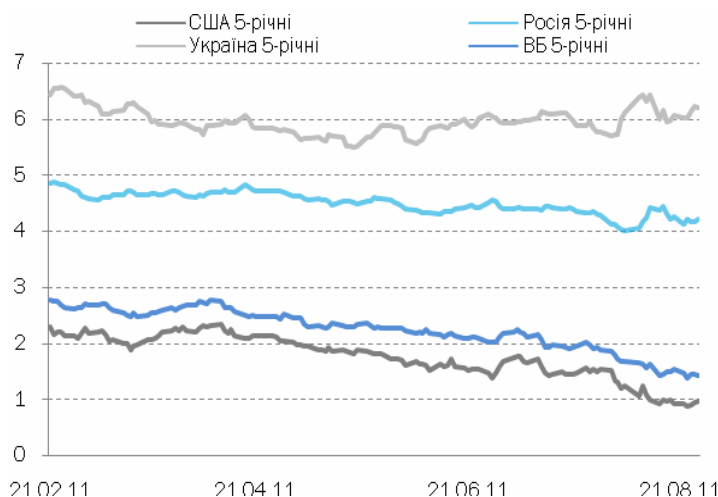


Рис. 2. Дохідність 5-річних єврооблігацій

Джерело: складено автором за даними Vloomberg [8].

2011 рік виявився більш сприятливим у порівнянні з попередніми роками для залучення капіталу з закордону. Якщо в травні 2010 року Метінвест розмістив єврооблігації з погашенням в 2015 році за ставкою 10,25 %, то вже в лютому 2011 року на українському корпоративному ринку єврооблігацій вдалось залучити найдовші кошти.

Позитивною новиною стало те, що на підтримку інвесторів могли надіятись не лише компанії, які вже раніше випускали цінні папери, але й дебютанти ринку. Як результат, книга заявок Ощадбанку була переповнена більше ніж у 2 рази і складала близько \$1,2 млрд.

За місяць до того розміщення євробондів здійснив інший дебютант ринку – Укрексімбанк. Компанія розмістила єврооблігації на \$300 млн зі ставкою купона на рівні 11 %. На даний момент Укрексімбанк-15 торгується з доходністю 12,99 % (рис. 3).

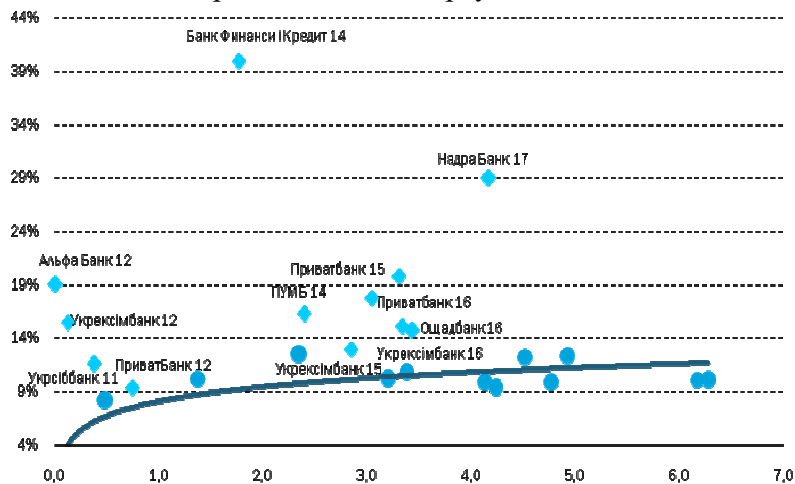


Рис. 3. Дохідність корпоративних євробондів на 19.12.2011

Джерело: складено автором за даними Bloomberg [8].

Компанія Ferrtexro теж здійснила дебютний випуск 5-річних бондів на суму \$500 млн з купоном 7,875 % річних. Феноменом стало те, що попит був настільки високий, що ставка розміщення виявилась лише на 180 б.п. вище кривої доходності суверенних єврооблігацій і на 30-40 б.п. вище кривої доходності Метінвесту. Ця тенденція спостерігалася і в кінці 2011 р. (рис. 4).

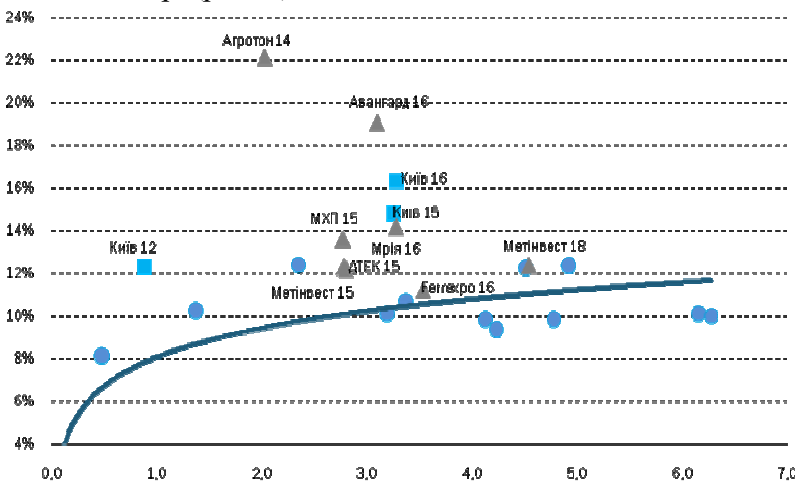


Рис. 4. Дохідність корпоративних євробондів на 19.12.2011

Джерело: складено автором за даними Bloomberg [8].

Всього на ринку єврооблігацій сьогодні присутні 10 підприємств реального сектору, структура яких починає змінюватись у бік АПК. До агрокомпаній «Миронівський Хлібопродукт» та «Авангард» в 2011 році приєдналась «Мрія». Ставка купону компанії склала 10,95 %, а доходність первинного розміщення – 11,25 %. Загальний об’єм емісії склав \$250 млн, а попит перевищив пропозицію в два рази.

Український агросектор виграє від залучення капіталу саме через випуск єврооблігацій. Цей механізм дозволить компаніям збільшити потужності виробництва та отримати економічний ефект від зростання попиту та цін на продукти харчування у світі.

**Висновки.** Таким чином, проведені дослідження свідчать про те, що Україна поступово повертається до передкризового рівня. Для ефективного розвитку бізнесу в Україні компаніям потрібно звертатись до міжнародних ринків капіталу. Серед оптимальних підходів щодо фінансування проектів з метою активізації інвестиційного ринку та ділової активності підприємств слід виділити залучення коштів за рахунок злиття та поглинання підприємств (M&A), здійснення первинного/вторинного розміщення акцій на фондовій біржі (IPO) та за рахунок використання єврооблігацій.

За дев'ять місяців 2011 року в Україні відбулося 17 угод M&A обсягом понад \$30 млн на загальну суму \$3,3 млрд. З 2005 року по жовтень 2011 року відбулося 70 публічних IPO та SPO компаній, що мають бізнес в Україні. І за цей час було залучено \$3,9 млрд, з них 226,7 млн. грн – 2011 року.

Єврооблігації вважаються третім способом виходу на міжнародний ринок капіталу. Емітенти emerging markets у першому кварталі 2011 року розмістили на міжнародному ринку рекордний об'єм облігацій на суму \$195 млрд на фоні низьких процентних ставок. Лише українські компанії в першому кварталі 2011 року розмістили єврооблігацій на \$3 млрд.

Негативним фактором перших двох механізмів (M&A та IPO) є повна або часткова втрата прав власності на компанію. Враховуючи практику останніх років, частка акцій, введених на біржу під час IPO/SPO, становить близько 15-20 %, в той час як єврооблігації не передбачають передачу прав власності третій особі. Крім цього, низькі процентні виплати роблять цей механізм більш привабливим у порівнянні з іншими.

#### Список використаних джерел

1. Агросектор. Переробка та рітейл будуть ключовими секторами M&A в Україні [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukragroleasing.com.ua/agrosektor-pererobka-ta-riteyl-budut-klyuchovimi-sektorami-ma-vukrayini-%E2%80%93-dumka.html>.
2. Мироненко В. IPO хондрія / В. Мироненко // Інвестгазета. – 2011. – № 42. – С. 34-37.
3. Мошенський С. З. Ринок єврооблігацій: стан та особливості функціонування [Електронний ресурс] / С. З. Мошенський // Проблеми теорії на методології бухгалтерського обліку, контролю та аналізу. – Режим доступу: [http://www.nbu.gov.ua/portal/soc\\_gum/ptmbo/2010\\_1/16.pdf](http://www.nbu.gov.ua/portal/soc_gum/ptmbo/2010_1/16.pdf).
4. Рогач О. І. Єврооблігації як фінансовий інструмент / О. І. Рогач // Міжнародні фінанси. – К., 2006.
5. Чернявська І. Готовність № 1 / І. Чернявська // Інвестгазета. – 2011. – № 39. – С. 22-23.
6. Фурса С. Єврооблігації України: американські гірки в темному тунелі [Електронний ресурс] / С. Фурса // Дзеркало тижня. – 2011. – № 8 (788). – Режим доступу: <http://www.dt.ua/2000/2040/68667/>.
7. Eavex Capital Daily Research Reports [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.eavex.com.ua/research/daily-reports/>.
8. Informational Agency Bloomberg [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bloomberg.com/>.