

УДК 339.727.2

І.І. Левківський, Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАНУ

ОСОБЛИВОСТІ ЗАЛУЧЕННЯ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ НА МІЖНАРОДНИХ РИНКАХ КАПІТАЛУ В РАМКАХ ПРОГРАМИ ВИПУСКУ СЕРЕДНЬОСТРОКОВИХ НОТ

Проаналізовано особливості залучення фінансових ресурсів на міжнародних ринках позичкового капіталу в рамках програми випуску середньострокових нот, визначено переваги та перспективи її застосування українськими позичальниками.

***Ключові слова:** середньострокові ноти, програма середньострокових нот, боргові зобов'язання, позичальник, емітент, інвестор, ринок капіталу, компанія спеціального призначення.*

Постановка проблеми та актуальність теми дослідження. Як відомо, для багатьох українських банків характерна проблема наявності значних розривів у строках пасивів та активів: кредити видаються на строк до 30 років і навіть більше, в той же час значна частина пасивів формується в основному за рахунок короткострокових, до 1 року, ресурсів. За умов недосконалого внутрішнього фінансового та, зокрема, міжбанківського ринку й дефіциту довгострокової ліквідності, актуальним є питання пошуку альтернативних шляхів та інструментів залучення середньострокових та довгострокових фінансових ресурсів, зокрема, на міжнародних ринках капіталу. Одним із таких інструментів може бути програма середньострокових нот.

Останні дослідження та невирішена частина проблеми. Питання залучення фінансових ресурсів та оперування банківських інститутів на міжнародних ринках висвітлені в економічній літературі, а саме в роботах українських та російських науковців: С. Я. Боринця, З. О. Луцишин, Л. Н. Красавіної, Ю. В. Макогона, Д. М. Михайлова, О. М. Мозгового, О. В. Плотнікова, О. І. Рогача, О. В. Сніжко, А. С. Філіпенка, Т. С. Шемет та інших. Серед закордонних авторів слід відмітити роботи Е. Еліса, М. Енга, Г. Ібботсена, М. Леві, М. Левінсона, Т. Родса, Ф. Фабозі та ін. Однак ними не було проведено детального аналізу одного з найважливіших на даний час інструментів залучення позичкового капіталу – програми випуску середньострокових нот, зокрема, в контексті перспектив її застосування українськими позичальниками на міжнародних ринках капіталу.

Мета роботи – системне дослідження залучення фінансових ресурсів на міжнародних

ринках позичкового капіталу в рамках програми випуску середньострокових нот, визначення переваг і перспектив її застосування українськими позичальниками.

Постановка завдання. Дослідження сутності та призначення, переваг та недоліків програми середньострокових нот в контексті процесу глобалізації; оцінка обсягів операцій в рамках програм середньострокових нот на міжнародному ринку капіталів; узагальнення зарубіжного досвіду механізму залучення фінансових ресурсів шляхом програми середньострокових нот, з'ясування особливостей та перспектив її застосування в Україні.

Виклад основного матеріалу. Середньострокові ноти (Medium Term Notes, або MTN) – це боргові зобов'язання, що емітуються на постійній основі через такий механізм випуску боргових інструментів, як програма випуску середньострокових нот (Medium Term Notes Program, або MTN Program). Програма MTN являє собою платформу, завдяки якій випуски боргових інструментів можуть проводитися на регулярній основі. Програма може передбачати наявність більше, ніж одного емітента, хоча при цьому випуски будуть проводитись окремо на загальну максимальну суму всієї програми.

Випуски можуть бути адаптовані у відповідності до вимог емітентів та апетитів інвесторів стосовно субординації, валюти, строків погашення, фіксованої чи плаваючої процентної ставки чи інших структурних деталей. Випуск цінних паперів може бути структурований як приватна чи публічна угода.

З часу появи MTN у 1980-х рр. як інструмента, що за строковістю знаходився посередині між короткостроковими комерційними паперами та довгостроковими зобов'язаннями, ринок середньострокових нот

розвинувся до такого ступеня, що застосовувати до нього термін “середньостроковий” стало неправильним. Фактично можна сказати, що

ринок середньострокових нот на сьогоднішній день охоплює всі типи випусків облігацій терміном від 1 до 30 років.

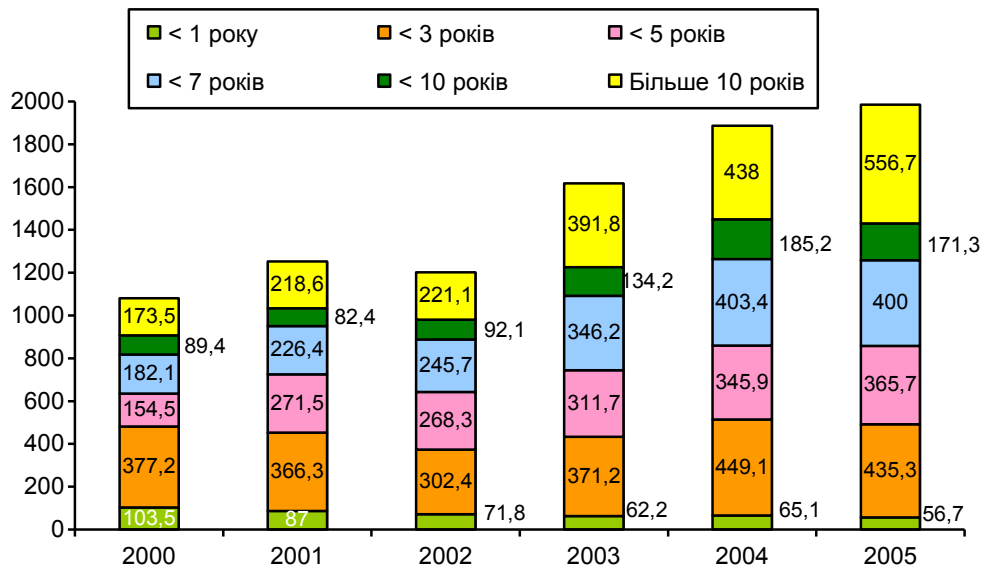


Рис. 1. Випуски MTN за строками погашення, млрд. дол. США

Джерело: Dealogic MTN Ware [4].

Перевагою середньострокових нот є те, що емітент на основі даних вторинного ринку власних цінних паперів може кожного дня визначити для себе ставку фондування або спред до ставки Libor для різних строків погашення, структури чи валюти випуску. Таким чином, поперше, емітент знає вартість своїх зовнішніх запозичень на будь-який момент часу і може спрогнозувати їх вартість в майбутньому, та, по-друге, має змогу структурувати фінансування таким чином, як він забажає, оминаючи при цьому жорсткі правила, характерні для публічного випуску. При цьому інвестори також можуть структурувати інструменти, що купують, під власні потреби.

Випуски середньострокових нот в рамках програми MTN можуть бути здійснені двома основними шляхами: несиндикованим та синдикованим. Перший шлях є класичним приватним або закритим розміщенням, при якому боргові цінні папери емітента продаються одним дилером єдиному інвестору. Другий є класичним публічним розміщенням боргових інструментів. Основна відмінність між приватним та публічним розміщенням полягає в тому, що при публічному до угоди залучається багато інвесторів, в той час як при приватному несиндикованому розміщенні учать бере тільки один або невелика кількість інвесторів.

Використання програми MTN стає особливо важливим, оскільки емітент може використовувати дану платформу як для здійснення приватних (закритих) несиндикованих розміщень, так і значних за обсягом публічних синдикованих угод. Завдяки програмі MTN та наявності різноманітних опцій випусків позичальники мають змогу здійснити випуск практично в будь-якому куточку земної кулі та залучити інвесторів з будь-яких країн Європи та Азії. Емітенти можуть продавати цінні папери, випущені в рамках програми MTN, також і інвесторам із США шляхом включення до програми опції випусків цінних паперів за Правилами 144A, що є достатнім для задоволення вимог США стосовно первинного продажу таких цінних паперів кваліфікованим інвесторам США. Навіть більше того, можливо впровадити програму MTN із виконанням всіх додаткових вимог Комісії США з цінних паперів, що дозволить вільно здійснювати будь-які розміщення цінних паперів у Сполучених Штатах Америки. Такі додаткові вимоги включають більш жорсткі вимоги стосовно розкриття інформації про емітента й позичальника при розміщенні випусків у США [5, с. 32].

В останні роки кількість та обсяги структурованих випусків значно перевищили

обсяги випусків простих “ванільних” облігацій. Причина в тому, що завдяки випуску структурованих середньострокових нот витрати на організацію можна значно зменшити. Структура та продукти цього сегмента ринку середньострокових нот стають дедалі

складнішими. На сьогодні виплати за середньостроковими нотами можуть базуватись на великій кількості базових компонентів, серед яких: процентні ставки, акції, валюта, сировина та кредитні випадки (настання дефолту та інші).

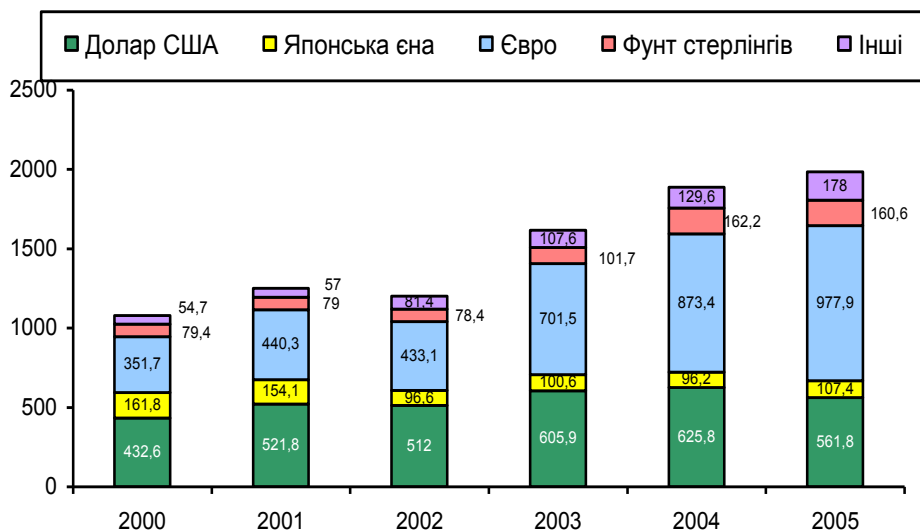


Рис. 2. Обсяг випусків MTN за валютами, млрд. дол. США

Джерело: Dealogic MTN Ware [4].

Емітенти (позичальники), інвестори та інші гравці ринку

Типовими позичальниками на ринку MTN на сьогодні є банки та інші фінансові установи, компанії, SPVs (компанії спеціального призначення, засновані виключно для здійснення випусків цінних паперів в рамках програми MTN), уряди, муніципалітети, регіони, агенції, емітенти з країн, що розвиваються. Всі ці позичальники мають дуже різні погляди на те, як їм краще використовувати можливості програми MTN. Спостерігається тенденція, що найбільш частими позичальниками на ринку MTN є позичальники, яким ліквідність потрібна на постійній, навіть щоденній, основі. Такими позичальниками як правило виступають банки та інші фінансові установи, численні суверенні та наднаціональні позичальники. Вони схильні до випуску більш складних та структурованих продуктів з метою зниження вартості фінансування, звичайно, за умови, що вони володіють достатніми на те можливостями та ресурсами. Компанії ж,

зазвичай, схильні до організації більш простих випусків середньострокових нот (простих “ванільних” облігацій), що визначається специфікою їх діяльності та потреб у фінансуванні.

Традиційно найбільшим попитом серед інвесторів користувалися інструменти, випущені позичальниками з кредитними рейтингами AA та AAA, й, зокрема, емісії урядів та наднаціональних установ. Однак з часом інвестори ставали все більш обізнаними в оцінці ризиків й тому почали звертати увагу також на випуски цінних паперів з нижчими кредитними рейтингами. На сьогодні до інвесторів середньострокових нот належать як банки, інвестиційні фонди, страхові компанії, так і окремі інвестори-фізичні особи, які можуть придбати середньострокові ноти через філії банку. Інвестори почали звикати до програм MTN: до їх числа додалися великі пенсійні фонди та взаємні інвестиційні фонди.

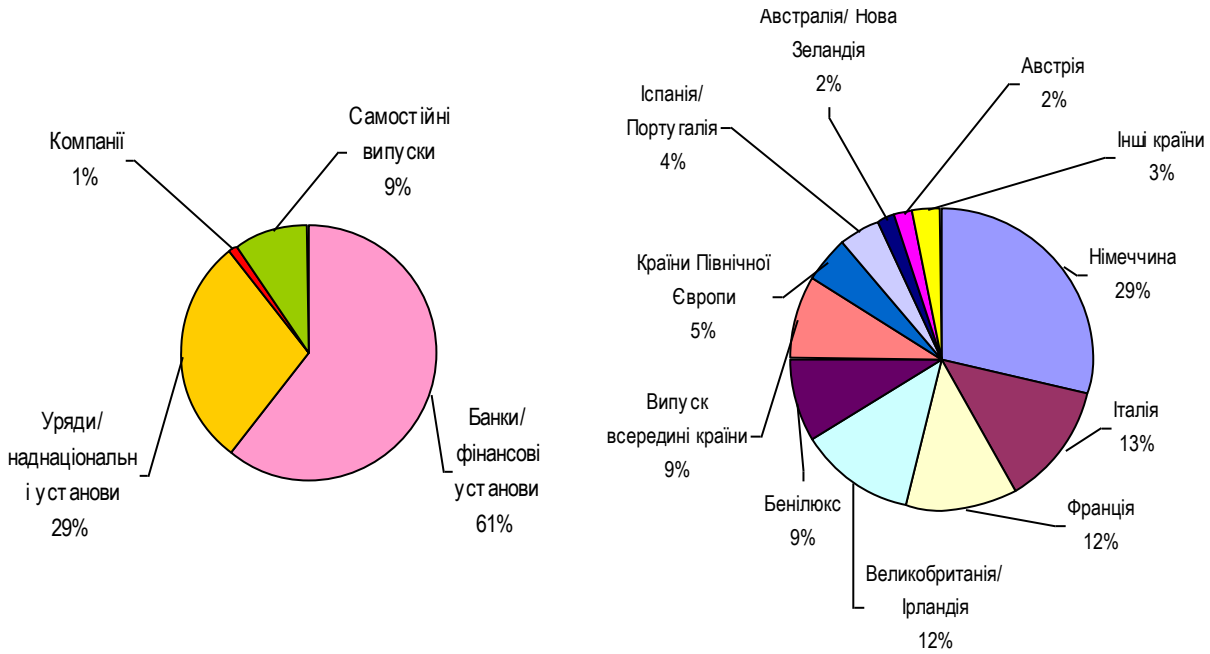


Рис. 3. Випуски MTN Goldman Sachs за типом емітента та національною приналежністю

Джерело: дані банку Goldman Sachs // www.goldmansachs.com [7]

Крім того, багато компаній зі страхування життя почали сьогодні застосовувати середньострокові ноти як гарантію за своїми страховими полісами. В пошуках більшого

прибутку багато інвесторів продовжують вивчати можливості програм MTN та стають більш обізнаними у структурованих продуктах.

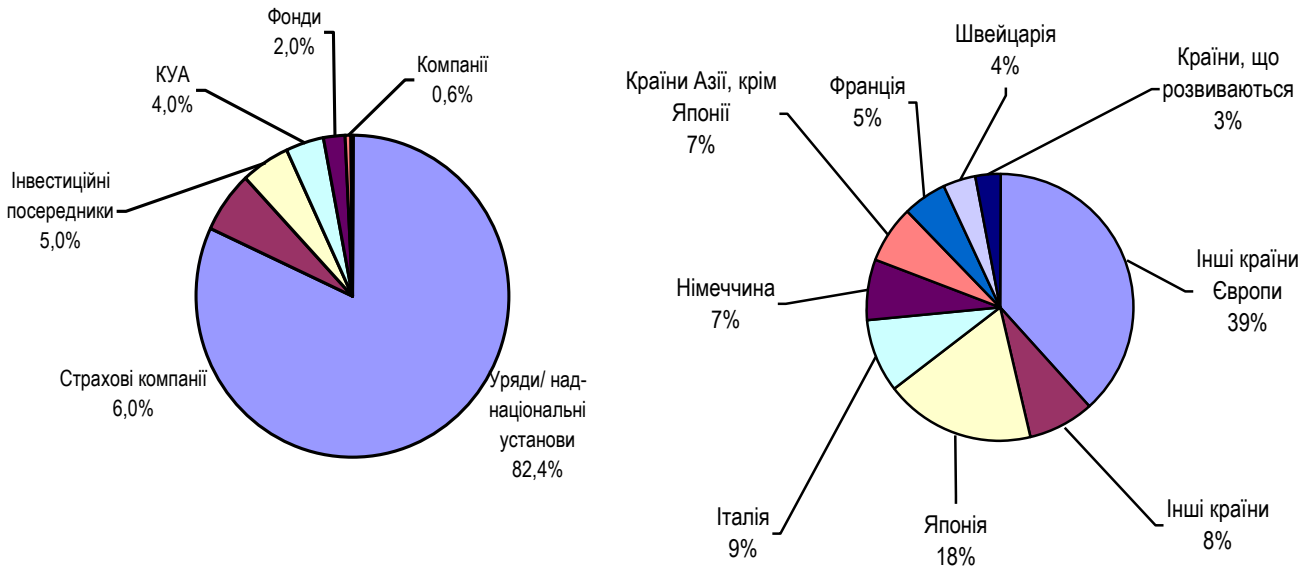


Рис. 4. Випуски MTN Goldman Sachs за типом інвесторів та їх національною приналежністю

Джерело: дані банку Goldman Sachs // www.goldmansachs.com [7]

Вторинний ринок, методологія встановлення цін, методи продажу

Вторинний ринок відіграє важливу роль для середньострокових нот. Дилер за програмою

середньострокових нот зобов'язаний забезпечити ліквідність нот. Хоча більшість середньострокових нот, особливо закритого випуску, купуються та тримаються інвесторами до настання строку погашення, більшість інвесторів вимагають наявності

активного вторинного ринку. Що стосується середньострокових нот, розміщених публічно, то зазвичай вторинний ринок функціонує досить активно. Цьому сприяє наявність достатньо великої кількості інвесторів за публічними угодами. Однак, що стосується закритих розміщень, активність вторинного ринку не завжди є достатньою для інвесторів. Це пояснюється тим, що структура приватного розміщення розробляється відповідно до специфічних вимог до даного випуску з боку первинного інвестора. Однак не можна бути впевненим, що така структура підійде також і іншим інвесторам на вторинному ринку, навіть якщо б вони бажали купити боргові зобов'язання відповідного емітента. В результаті, якщо інвестор хоче закрити свою позицію за такими середньостроковими нотами, в більшості випадків він змушений звертатися до дилера за програмою MTN, котрий, наприклад, через брак ліквідності не завжди готовий запропонувати інвестору прийнятну ціну купівлі-продажу.

Ціноутворення за простими “ванільними” середньостроковими нотами дуже відрізняється від встановлення цін на структуровані ноти у зв'язку з різними методологіями, що застосовуються до ціноутворення. Якщо у випадку простих нот для визначення ціни купівлі-продажу достатньо знати значення процентного свопу на відповідний строк для фіксованої ставки чи значення Лібор для плаваючої ставки, то визначити ринкову ціну структурованих середньострокових нот набагато складніше. Визначальним елементом для визначення ціни торгівлі структурованими інструментами виступає своп, що використовується для хеджування ризиків відповідних MTN. Багатьом позичальникам бракує можливості забезпечити інвесторам своєчасну виплату по купону структурованих MTN. Для уникнення цього емітент окремо укладає деривативну своп-угоду з відповідним дилером структурованих MTN. Таким чином, ціна деривативного свопу, встановлена дилером, безпосередньо впливає на ціну структурованих MTN. Головна роль у визначенні ціни покладається на дилера відповідного випуску середньострокових нот. Від того, як він оцінить ціну відповідного свопа залежно від ринкових обставин, залежатиме прибутковість або збитковість торгівлі структурованими середньостроковими нотами.

Зазвичай дилер розповсюджує MTN власними зусиллями, концентруючи увагу на конкретних сегментах ринку, наприклад, географічному або регіональному розташуванні інвесторів, або ж розповсюджує через існуючу мережу філій банку. Однак більша частина дилерів намагається продавати середньострокові ноти через всі наявні канали збуту у всіх сегментах ринку. Тому тим, що насправді може бути конкурентною перевагою конкретного дилера при торгівлі MTN, є ціна, яку він пропонує для MTN. Ринок MTN розвинувся до такого рівня, що інвестори точно знають, як і куди вони хочуть інвестувати, дилери знають, хто може бути позичальником і на випуск яких форм середньострокових нот він може розраховувати. Тому тоді, коли сторони зустрічаються, дилер, який запропонує найкращу ціну, зазвичай виграє торги.

Рекомендована структура програми для українських емітентів

Внаслідок регулятивних особливостей оподаткування в Україні єврооблігації в рамках програми MTN мають бути випущені компаніями спеціального призначення (Special Purpose Vehicle, або SPV) у формі облігації участі в кредиті (Loan Participation Notes, або LPN) або у формі гарантованих облігацій [1]. Така SPV може бути або “відокремленою” SPV (для LPN), або 100%-но дочірньою компанією (для випуску гарантованих облігацій). Так чи інакше, така компанія повинна бути зареєстрована в юрисдикції зі сприятливими умовами відповідно до конвенції з Україною стосовно уникнення подвійного оподаткування (для ефективної передачі отриманих від розміщення облігацій коштів у вигляді кредиту українському банку). Підвищення кредитної якості угоди та покращення кредитної позиції облігацій можуть бути досягнуті шляхом надання гарантії з боку операційних компаній позичальника.

Головна різниця між структурою LPN та структурою гарантованих облігацій полягає в тому, що у випадку з LPN інвестори отримують перевагу від переуступки прав за двосторонньою кредитною угодою між SPV та банком, тоді як у випадку з гарантованими облігаціями інвестори повинні розраховувати на пряму гарантію банку за облігаціями.

Справа в тому, що випуск облігацій дочірньою компанією, яка повністю входить до структури та власності банку, може викликати проблеми,

пов'язані з корпоративними дозволами (випуск гарантій на користь дочірньої компанії являє собою "операції з пов'язаними сторонами"). Такі проблеми краще уникнути шляхом використання відокремленої SPV. Таким чином, з метою

встановлення програми MTN рекомендується зареєструвати відокремлену SPV для випуску облігацій участі в кредиті в такій юрисдикції, як наприклад, Великобританія (0% податку на репатріацію на процентні доходи від кредиту).



Рис. 5. Структура випусків в рамках MTN

Джерело: розроблено автором, виходячи із діючої практики випуску MTN

Ключові моменти структури (див. рис. 5):

- відокремлена компанія SPV (тобто та, яка належить благодійному трасту) випускає облігації (ноти) участі в кредиті з обмеженим правом вимог;
- надходження від розміщення облігацій видаються у вигляді кредиту банку відповідно до кредитної угоди;
- переуступка прав по кредиту довірчому управителю відповідно до двосторонньої кредитної угоди гарантує, що інвестори мають пряме право вимоги до банку у випадку кредитних обставин (мається на увазі неплатоспроможність, дефолт і т.ін.).

Підготовка документації програми, вимоги до розкриття інформації про емітента та лістинг

Підготовка документації за програмою MTN є найважливішим елементом емісії MTN. Програми можуть бути різних форм та видів, а також умови програм можуть бути спеціально пристосовані до потреб емітента, що постійно змінюються. Програма MTN слугує платформою для випусків боргових цінних паперів на регулярній основі. Вона встановлює рамки стандартної документації, таким чином дозволяючи випускати боргові цінні папери в рамках гнучкого набору параметрів. Проспект емісії, який містить основні умови, повинен щорічно переглядатися та обновлятися. Таким чином, для випуску в рамках програми достатньо підготувати короткий документ з описом індивідуальних умов даного випуску

без оновлення самого проспекту емісії. Інформація про емітента та позичальника зазвичай розкривається в базовому проспекті емісії: сюди входить опис бізнесу емітента та фінансова інформація, а також інша інформація стосовно емісії MTN, така як кількість дилерів, обмеження щодо продажу та ін.

Слід відмітити, що сьогодні документація програм MTN стає все більш стандартизованою і в той же час підпорядковується індивідуальним запитам емітента. Для емітентів, що здійснюють випуск MTN вперше, кількість необхідної документації може бути значною у зв'язку з достатньо високими вимогами щодо розкриття інформації та необхідності її оновлення. Наприклад, якщо програмою передбачено випуск у декількох валютах нот декількох типів, знадобиться оформлення більшої кількості документів. Те ж саме стосується емітента, який бажає забезпечити лістинг своїх цінних паперів на декількох фондових біржах одночасно, оскільки в такому випадку йому необхідно виконувати вимоги до лістингу всіх цих бірж.

Витрати на заснування програми MTN можуть відрізнятися, але, зазвичай, вони включають комісію рейтингових агентств, комісію аудиторської компанії, витрати на юридичних радників дилера та самого емітента, комісію біржі за лістинг, витрати на друк звітності проспекту та інших документів. Підготовка типової програми MTN займає приблизно

8-12 тижнів залежно від складності програми.

Випуск середньострокових нот у США є більш складним процесом, коштує дорожче через необхідність підготовки більш складної документації, оскільки у США діють більш суворі вимоги щодо розкриття інформації та процедур юридичної та фінансової експертизи (due diligence). В результаті багато емітентів-нерезидентів США не виходять на ринок цієї країни взагалі. Слід сказати, що існує два шляхи виходу на ринок США. Перший – зареєструвати програму MTN у Комісії цінних паперів (SEC, США), другий – отримати звільнення від повної реєстрації відповідно до Правил 144A, згідно з якими цінні папери можуть бути продані у США тільки кваліфікованим інституціональним інвесторам. Але в будь-якому випадку для організації випуску дилерам потрібен юридичний радник для проведення детальної юридичної та фінансової експертизи, розкриття інформації про емітента в проспекті емісії та для підготовки юридичного висновку за формою 10b-5, що може бути використаний для юридичного захисту дилера та емітента у випадку судового позову інвестора у зв'язку з MTN.

Процедура лістингу MTN є дуже важливою. Для забезпечення лістингу емітент має виконати всі вимоги фондової біржі щодо надання та розкриття інформації, а після проходження лістингу постійно підтримувати свій статус. Найчастіше MTN проходять лістинг на Лондонській та Люксембурзькій фондовій біржах [3, с. 226].

Переваги та недоліки використання програми MTN

Емітенти, що здійснюють випуски боргових цінних паперів в рамках програми MTN, отримують доступ до фінансування в різних валютах та на різні строки. Ринок MTN надає інвестору негайний доступ до майже необмеженої кількості цінних паперів з фіксованим доходом з різною строковістю та випущених широким колом емітентів. Швидкі темпи зростання ринку MTN привернули увагу зростаючої кількості дилерів, що, в свою чергу, також вплинуло на розширення ринку в останні роки та мало результатом збільшення ліквідності цього сегмента ринку (табл. 1).

Таблиця 1

Переваги та недоліки програми MTN*

Програма MTN	Випуск традиційних єврооблігацій
<i>Переваги</i>	
<ol style="list-style-type: none"> 1. Доступність різноманітних інструментів фондування. 2. Можливість здійснення публічних та приватних розміщень (з лістингом чи без) у різних валютах та з різними строками погашення. 3. Після того як програма встановлена, для індивідуальних траншів потрібно менше часу на підготовку юридичної документації та лістинг, що дозволяє емітенту швидко реагувати на зміну кон'юнктури фінансового ринку. 4. Економія витрат на організацію (у випадку, якщо в рамках програми організовується як мінімум 2-3 випуски на рік). 5. Емітент може випускати цінні папери на постійній або дискретній основі, на будь-яку суму (в рамках загальної суми програми) відповідно до умов ринку і власних потреб. 6. Можливість реалізації угод зворотного звернення, тобто випусків під конкретного інвестора за його зверненням про бажання купити цінні папери емітента. 7. Випуск програми дає емітенту можливість постійно перебувати в полі зору міжнародних інвесторів, а отже, формувати попит на свої цінні папери. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Разова угода з використанням стандартної документації єврооблігацій. 2. Є перевірений інструмент для емітентів з країн, що розвиваються, включаючи Україну 3. Юридичні витрати нижчі, бо документація є менш обширною. 4. Більш ефективний з точки зору витрат за умови здійснення 1 чи 2 випусків в рік
<i>Недоліки</i>	
<ol style="list-style-type: none"> 1. Для встановлення програми потрібно більше часу, ніж це вимагається при разовому випуску єврооблігацій. 2. Більш високий рівень юридичних витрат на випуск програми, оскільки документація є більш повною та вимагає регулярних оновлень. 3. Для емітентів із країн, що розвиваються, може вимагатися оновлення проспекту емісії при здійсненні кожного випуску в рамках програми, а також включення будь-якої нової фінансової звітності. 4. Для емітентів із країн, що розвиваються, інколи неможливо швидко зреагувати на появу сприятливих умов для здійснення фінансування у зв'язку з тим, що їм потрібно більше часу на це, ніж емітентам із розвинутих країн. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Кожний наступний випуск чи додатковий випуск для емітентів з країн, що розвиваються, потребує до 12 тижнів на підготовку. 2. Складніше проводити розміщення на постійній основі, оскільки кожний раз потрібно готувати повний пакет документів.

*Таблиця розроблена автором самостійно

Зазвичай, підготовка програми MTN коштує значно більше, ніж підготовка окремого випуску єврооблігацій. Тому, якщо емітент не планує регулярно виходити на ринок, принаймні 2-3 рази на рік, встановлювати таку програму буде недоцільно. Емітент має чітко уявляти собі який тип програми є оптимальним для нього, як часто він збирається до неї звертатися та скільки часу готовий їй приділяти.

Висновки. Проаналізувавши особливості залучення фінансових ресурсів на міжнародних ринках капіталу в рамках програми середньострокових нот, можна зробити наступні висновки:

- програма середньострокових нот набула широкого поширення на міжнародному фінансовому ринку як серед емітентів, так і серед інвесторів;
- емітенти можуть отримати наступні переваги від заснування програми MTN: контроль за вартістю власних зовнішніх запозичень, розширення бази інвесторів, зниження вартості зовнішніх запозичень, побудова кредитної історії на міжнародних ринках капіталу, стабільне

джерело надходжень середньострокових та довгострокових фінансових ресурсів;

- перевагами від застосування програми середньострокових нот повною мірою можуть скористатися виключно емітенти та позичальники, які планують виходити на міжнародні ринки капіталу не менше двох разів на рік;
- програма MTN має свої особливості застосування українськими позичальниками, що обумовлено особливостями українського законодавства і має бути враховано при використанні програми.

Програма середньострокових нот є одним з найбільш гнучких фінансових інструментів, котрий надає позичальникам та емітентам широкі можливості при входженні на міжнародні ринки капіталу, і може бути використана комерційними банками України для забезпечення власної стійкої середньострокової та довгострокової ресурсної бази, а отже, й з метою забезпечення стійкого розвитку банківської системи України в цілому.

Список літератури

1. Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України з питання отримання резидентами кредитів, позик в іноземній валюті від нерезидентів : постанова НБУ від 27.09.2007 № 350.
2. Михайлов Д. М. Мировой финансовый рынок: тенденции и инструменты / Д. М. Михайлов. – М. : “Экзамен”, 2000.
3. Міжнародні фінанси : підручник / О. І. Рогач, А. С. Філіпченко, Т. С. Шемет та ін. ; за ред. О. І. Рогача. – К. : Либідь, 2003.
4. Dealogic MTN Ware [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // www.dealogic.com.
5. Euromoney Encyclopedia of Debt Finance. Edited by Tony Rhodes. – London, 2006.
6. Levinson M. Guide to Financial markets. Fourth Edition / M. Levinson. – London, 2006.
7. www.goldmansachs.com.

Summary

The paper describes the peculiarities of fund raising under MTN Program in the debt capital markets, and define advantages and funding opportunities under MTN Program for Ukrainian borrowers.

Отримано 23.04.2008