

УДК 330.322.9

НАМОНЮК В.Є.

кандидат економічних наук,
доцент кафедри міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин
Київського національного університету імені Тараса Шевченка

КРАВЦОВА І.В.

студентка Інституту міжнародних відносин
Київського національного університету імені Тараса Шевченка

СУЧАСНІ ТЕНДЕНЦІЇ ЗДІЙСНЕННЯ ДЕЗИНВЕСТИЦІЙ ТНК У СВІТІ ТА В УКРАЇНІ

***Анотація.** У статті розглядаються теоретичні аспекти здійснення дезінвестицій і з'ясовується їх роль у світовій економіці. Досліджуються сучасні тенденції прийняття цих стратегічних рішень ТНК у світі, в Центрально-Східній Європі та Україні. Особливу увагу приділено виробленню рекомендацій щодо державної політики України у цій сфері.*

Ключові слова: транснаціональні корпорації, дезінвестиції, відтік капіталу, дивестиції, продаж активів.

Намонюк В.Є., к.э.н., доцент кафедри международных финансов Института международных отношений Киевского национального университета имени Тараса Шевченко; **Кравцова И.В.**, студентка магистратуры Института международных отношений Киевского национального университета имени Тараса Шевченко

СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ ОСУЩЕСТВЛЕНИЯ ДЕЗИНВЕСТИЦИЙ ТНК В МИРЕ И В УКРАИНЕ

***Аннотация.** В статье рассматриваются теоретические аспекты осуществления дезинвестиций и определяется их роль в мировой экономике. Исследуются современные тенденции принятия этих стратегических решений ТНК в мире, в Центрально-Восточной Европе и Украине. Особое внимание уделено выработке рекомендаций по государственной политике Украины в этой сфере.*

Ключевые слова: транснациональные корпорации, дезинвестиции, отток капитала, дивестиции, продажа активов.

Namonyuk V.E., Ph.D. in Economics, Associate Professor of International Finance Department, Institute of International Relations of Taras Shevchenko National University of Kyiv; **Kravtsova I.V.**, MA student of Institute of International Relations of Taras Shevchenko National University of Kyiv

CURRENT TENDENCIES OF TNCs DIVESTMENT IN THE WORLD AND IN UKRAINE

***Annotation.** The article considers theoretical aspects of divestment and ascertains its role in the world economy. Current tendencies of these strategic decisions made by TNC in the world, in Central-Eastern Europe and Ukraine are investigated. Special attention is given to making recommendations on state policy of Ukraine in this field.*

Keywords: transnational corporations, divestment, equity outflow, divestiture, asset sale.

Постановка проблеми. Останніми роками у світі значно підвищився інтерес до дезінвестицій як механізму корпоративної реструктуризації. Це пояснюється, передусім, збільшенням світових обсягів прямих іноземних інвестицій (ПІІ), зростанням масштабів світової економіки та посиленням глобалізації, основою та головною рушійною силою якої є транснаціональні корпорації (ТНК). Особливо актуальною проблема дезінвестицій представляється у світлі останньої глобальної фінансової кризи, під впливом якої компанії прагнули до оптимізації організаційної структури, у тому числі шляхом здійснення дезінвестицій, що також стали досить поширеним явищем і в Україні.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. В останні три десятиліття дослідженням дезінвестицій за кордоном займалися Г. Беніто, Г. Беррі, І. Дюхейм, Б. Екбо, А. Георгіопулос, Р. Гамільтон, Б. Когут, Дж. Лі, Х. Мата, Дж. Пенінгс, П. Португал, С. Томсен, Г. Ямавакі, К. Янг. У вітчизняній літературі проблема дезінвестицій розглядається лише в контексті досліджень інвестиційної діяльності ТНК або потоків ПІІ, що здійснювалися такими українськими вченими, як Т. В. Балюк, Ю. В. Макогон, О. І. Рогач, С. О. Якубовський. Проте більшість цих досліджень мають прикладний характер та акцентують увагу лише на окремих аспектах питання, також не існує єдиного теоретичного підходу до його вивчення. Тому узагальнення теоретичних підходів до аналізу дезінвестицій, а також дослідження практики їх здійснення у світових масштабах є актуальним.

Мета даної статті – з'ясування сутності дезінвестицій і їх ролі у світовій економіці та, зокрема, в економіці країн Центрально-Східної Європи, виявлення сучасних тенденцій у цій сфері, а також вироблення рекомендацій щодо державної політики України.

Виклад основного матеріалу. У зарубіжній літературі існує велика кількість визначень та класифікацій міжнародних дезінвестицій. За загальноприйнятим визначенням ЮНКТАД, **дезінвестиції** – це повна або часткова зміна відносин власності в організаційній структурі ТНК як результат стратегічного рішення компанії щодо територіальних масштабів діяльності зі створення доданої вартості (тобто концентрації ресурсів на національному, регіональному та світовому рівнях) або зміни режиму обслуговування в іншій країні (наприклад, щодо продукції, призначеної для експорту та місцевого споживання, або ліцензування), або повний вихід з ринку приймаючої країни [10].

У цілому, іноземні фірми можуть залишати місцеві ринки, використовуючи наступні **стратегії** [1; 6; 11]: банкрутство та ліквідація; закриття шляхом релокації; дивестиції, або продаж підрозділів. У літературі з фінансового обліку неефективна діяльність компанії або її зарубіжного підрозділу досліджується як основна причина *банкрутства та ліквідації* [4]. Водночас у роботах із міжнародного бізнесу (наприклад, [6]) дезінвестиції підрозділів іноземних компаній розглядаються як наслідок банкрутства або примусової ліквідації. При цьому інші мотиви часто ігноруються. *Закриття шляхом релокації* іноземного зарубіжного підрозділу має місце, коли окремий підрозділ припиняє свою діяльність у певному місці знаходження [7]. Зміна місць розташування ТНК і перебудова глобальної мережі підрозділів задля підвищення прибутковості корпорації та її конкурентоспроможності на світовому ринку є головними мотивами закриття іноземних підприємств (напр., [1; 5; 8]). *Дивестиції* переважно спричиняють певні кроки із реструктуризації бізнесу ТНК, що виражається у продажі їх зарубіжних підрозділів. Дивестиції часто пов'язані зі зміною власника, оскільки вони призводять до повного або часткового розпродажу корпоративного акціонерного капіталу. Таким чином, фірма, що зазнала дивестицій, продовжує свою діяльність із новим правом власності та новою управлінською структурою [7]. Термін «дивестиції» вживається як загальний термін для позначення будь-якого поділу корпорації шляхом продажу її підрозділів. На практиці існують наступні **види дивестицій** [12; 13]:

1. *Спін-офф (spin-off)* – це схема дезінвестування, за якою створюється нова компанія внаслідок поділу частини активів існуючої компанії з подальшим пропорційним розподілом акцій нової компанії серед акціонерів компанії, що здійснює дезінвестиції. В результаті акціонери материнської компанії стають власниками акцій новоствореної компанії, але сама материнська компанія вже не бере участі в акціонерному капіталі своєї колишньої дочірньої компанії, оскільки вони стають повністю відокремленими та незалежними одна від одної.

2. *Спліт-офф (split-off)* – це схема дезінвестування, яка є аналогічною до спін-оффу за винятком того, що акціонери материнської компанії не отримують акцій дочірньої компанії у вигляді дивідендів, а обмінюють акції материнської компанії на акції дочірньої компанії у певній встановленій пропорції; при цьому дочірня компанія стає окремою компанією зі своєю радою директорів і менеджерами, а її акції обертаються на біржі.

3. *Карваут (equity carve-out)* – це схема дезінвестування, за якою створюється нова фірма у вигляді відокремленого підрозділу внаслідок поділу певної частини активів існуючої компанії, причому акції нової компанії належать самій материнській компанії, а не її акціонерам. Карваут супроводжується первинним розміщенням акцій підрозділу на фондовому ринку (ІРО), внаслідок чого материнська компанія переводить у готівку певну частину своїх інвестицій, знижуючи ризики свого інвестиційного портфелю

4. *Трекінгові акції (tracking stock)* – це спеціально випущені акції материнської компанії, які представляють собою окремий клас акцій з особливими правами: дивіденди за цими акціями залежать від прибутку того підрозділу, під результати якого вони випущені; права голосу за акціями залежать від оцінки ринком цього підрозділу (можуть бути плаваючими або фіксованими у момент випуску). При цьому дочірня компанія залишається в структурі материнської і не виділяється з неї. Зазвичай, нові емітовані акції розподіляються серед існуючих акціонерів у частці дивідендів, що супроводжується ІРО.

5. *Продаж активів (asset sale)* – із точки зору материнської компанії, найпростіша форма дивестицій, що включає не тільки продаж окремих активів певного бізнесу, але й продаж акцій зарубіжного підрозділу через злиття і поглинання (ЗіП). Продаж активів є цілеспрямованим і швидким способом реструктуризації, у результаті якого відбувається повне від'єднання зарубіжного підрозділу.

При дослідженні проблеми дезінвестицій особлива увага приділяється питанню, які фактори можуть впливати на подібні стратегічні рішення ТНК щодо зміни організаційної структури. **Чинники, що впливають на дезінвестиції**, можна умовно поділити на внутрішні (особливості фірм та їх зарубіжних підрозділів) та зовнішні (характеристики галузі та ринку країни), а саме [2; 4]:

– на рівні зарубіжного підрозділу – диверсифікованість операцій; частка акціонерної власності ТНК; ефективність діяльності; невідновлювані витрати компанії; розмір дочірньої компанії; термін перебування дочірньої компанії на ринку; інтегрованість з іншими операціями ТНК;

– на рівні материнської компанії – боргові зобов'язання; диверсифікація продукції; географічна диверсифікація; ефективність діяльності; досвід на ринку;

– на рівні галузі/країни – мінливість середовища; волатильність валютних курсів; зростання факторних витрат; віддаленість від штаб-квартири; економічне зростання; політична стабільність.

Останніми роками з посиленням процесів глобалізації у США, Європі та у світі в цілому підвищується інтерес до дезінвестицій як до механізму корпоративної реструктуризації. Урядові органи країн базуювання ТНК оновлюють та вдосконалюють відповідну нормативно-правову базу, щоб забезпечувати та навіть сприяти таким операціям, що включає знижки з податків, перегляд корпоративного права та антитрестових положень законодавства.

Дезінвестиції ТНК в контексті глобальної фінансової кризи. Глобальна фінансова криза значно вплинула на світову економіку як на рівні окремих компаній, так і на рівні галузей у цілому. Це проявилось у зменшенні прибутків, збільшенні випадків дезінвестицій та тимчасового припинення діяльності компаній, а також вимушеній реструктуризації. За даними ЮНКТАД, рівень інтернаціоналізації найбільших ТНК світу помітно знизився у 2008 р., у той час як їх валові прибутки скоротилися на 27% [10].

З середини 2008 р. дезінвестиції, включаючи репатріацію, зворотні внутрішньофірмові позики та погашення боргу перед материнськими компаніями, перевищили валові ПП у цілому ряді країн [10]. Наприклад, у Німеччині дезінвестиції у 2008 р. склали 110 млрд дол., що становить 40% валових потоків ПП у країні. У першій половині 2009 р. близько однієї третини всіх транскордонних ЗіП представляли собою продаж зарубіжних підрозділів іншим фірмам, розташованим у приймаючій країні, країні базування або третій країні. При тому, що дезінвестиції не є рідкісним явищем (вони відбуваються у 25-40% від загальної кількості проектів із залучення ПП [10]), особливо помітними вони стали впродовж глобальної фінансової кризи. Це пояснюється тим, що в період кризи посилюються мотиви здійснення дезінвестицій ТНК: скорочення операційних витрат; значне скорочення бізнесу, не пов'язаного з основною діяльністю; у деяких випадках – участь у загальній галузевій реструктуризації.

У 2008 р. близько 2400 угод, або 26% від загальної кількості угод про ЗіП у світі, включали у себе операції із купівлі іноземних дочірніх компаній іншими фірмами [10]. Загальна кількість таких угод не збільшилася з 2007 р., і навіть була меншою у порівнянні з попередньою кризою 2001-2003 рр. (рис. 1). Втім, кількість угод з продажу зарубіжного підрозділу фірми у третій країні у 2008 р. досягла рекордного рівня у 900 угод. З іншого боку, продажі національним фірмам або фірмам, розташованим у країні базування ТНК дещо зменшилися.

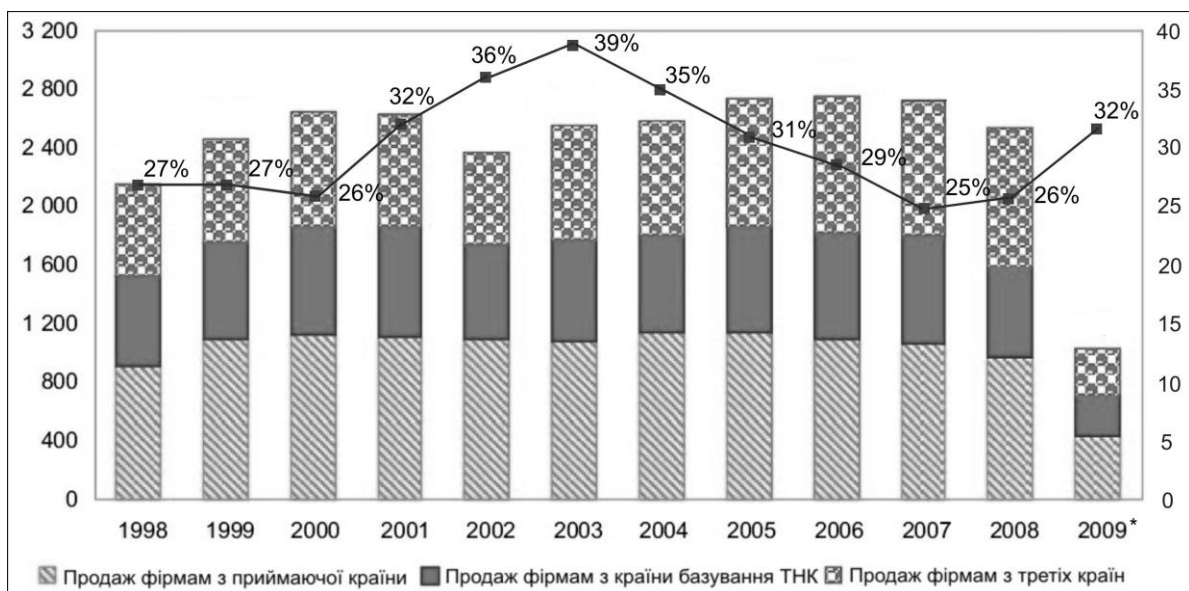


Рис. 1. Продаж зарубіжних підрозділів ТНК іншим фірмам, 1998-2009 рр., кількість угод (ліва шкала) та частка у загальній кількості здійснених ЗіП (права шкала)

*Примітка: 2009 р. представлено лише періодом січень-липень.

Джерело: побудовано авторами за даними [10].

Однак вплив глобальної кризи на дезінвестиції виявився дещо неясним. Під час поглиблення кризи наприкінці 2008 р. її вплив на валові річні потоки дезінвестицій (у тих країнах, для яких є доступною статистична інформація) був незначний. У більшості країн абсолютний обсяг дезінвестицій у 2008 р. збільшився у порівнянні з періодом 2005-2007 рр., але не відбулося помітного зростання їх частки у валовому відпливі ПП (рис. 2). Проте слід зазначити, що частка дезінвестицій почала збільшуватися з четвертого кварталу 2008 р. Зокрема, частка дезінвестицій у валовому відтоці ПП у першому кварталі 2009 р. сягнула 64% у Японії (у порівнянні з 39% у 2008 р.), 116% у Бразилії (40% у 2008 р.), 19% у Франції (16% у 2008 р.) [10].

Сучасні тенденції здійснення дезінвестицій ТНК. Хоча наразі немає вичерпної інформації щодо здійснення дезінвестицій у світі, наявні дані свідчать про те, що це явище займає важливе місце у сучасній економіці. Одними з небагатьох країн, які надають статистику стосовно дезінвестицій у своїх базах даних по ПП, є Франція, Німеччина, Японія, Велика Британія та США. У цих країнах обсяги дезінвестицій є досить значними, коливаючись між однією третиною (у Японії) та двома третинами (у Франції) від валового відтоку капіталу у 2011 р. (рис. 3). Наприклад, у США валовий відтік капіталу з країни у 2011 р. склав близько 97 млрд дол., але дезінвестиції становили 44 млрд дол., тобто це означає, що чистий відтік капіталу складав лише 53 млрд дол. [11]. Частка дезінвестицій у валовому відтоці капіталу змінюється із часом, що залежить від таких факторів, як бізнес-цикл, корпоративні стратегії, бізнес-середовище тощо. Так, за період 2000 – 2010 рр. цей

показник у Великій Британії та Франції значно збільшився (з 32,3% до 45,3% та з 39,9% до 66,7% відповідно), а у Німеччині – відчутно зменшився (з 64,1% до 49,5%); втім, у таких країнах, як США та Японія він залишився практично без змін (близько 45% і 33% відповідно) [11].

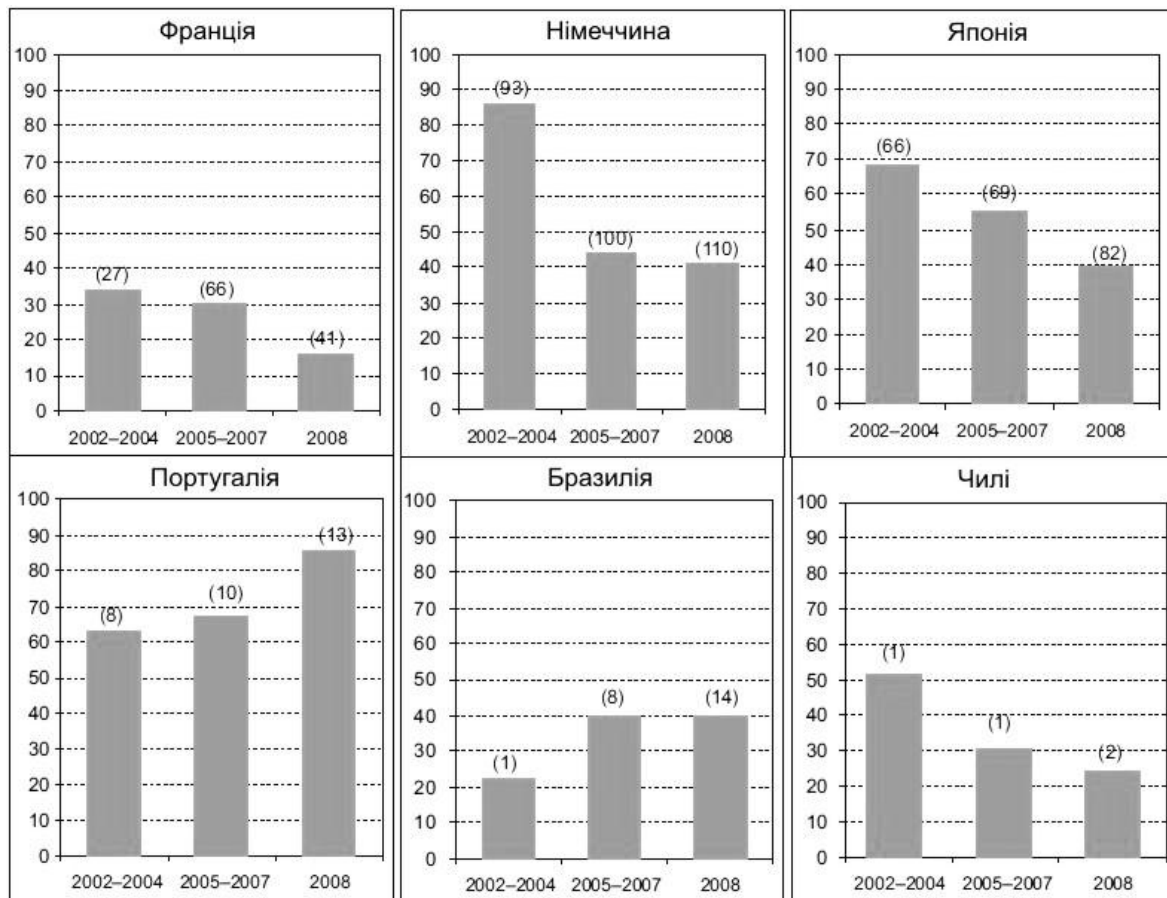


Рис. 2. Обсяги та частка дезінвестицій у валовому відпливі ПІ в окремих країнах, 2002-2008 рр., млрд дол. та %

Джерело: [10].

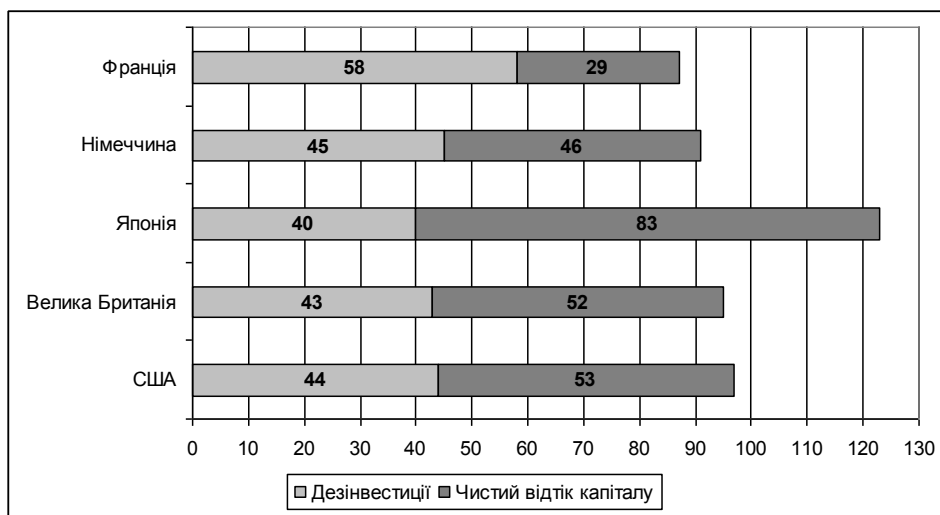


Рис. 3. Валовий відтік капіталу (у т.ч. дезінвестиції) з Франції, Німеччини, Японії, Великої Британії та США, 2011 р., млрд. дол.

Джерело: побудовано авторами за даними [11].

Наші дослідження показують, що у 2011 р. у світі досить поширеними стали випадки спін-оффів, через те що в умовах слабкої світової економіки компаніям стає все складніше збільшувати свої прибутки. З метою максимізації ринкової вартості акцій ТНК намагаються позбутися своїх підрозділів, які зіштовхнулися з

фінансовими труднощами, сподіваючись, що після цього ТНК буде оцінена вище. Інвестори заохочують ТНК, які оголосили про дезінвестиції у 2011 р. Аналіз 9 найбільших спін-оффів показує, що у середньому акції компаній після цього зросли приблизно на 5,5% у перший день торгівлі та мали тенденцію до подальшого зростання протягом наступного місяця (рис. 4).

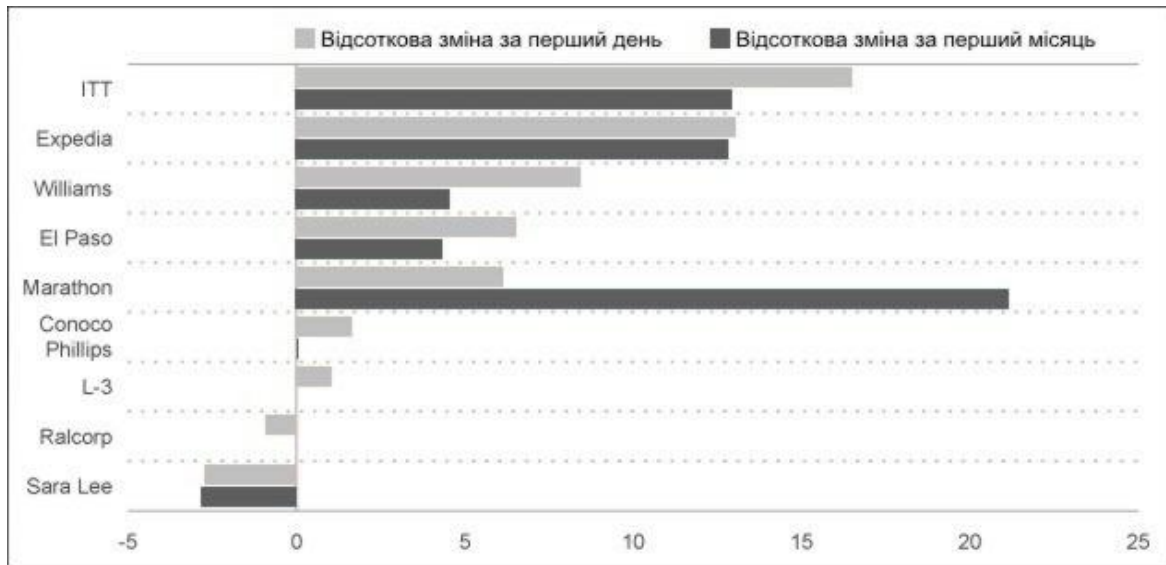


Рис. 4. Зміна цін акцій компаній, які здійснили найбільші спін-оффи у 2011 р., %

Джерело: [9].

Останніми роками дезінвестиції здійснювалися в абсолютно різних галузях, починаючи з енергетики та оборонної галузі і закінчуючи галуззю інформаційних технологій. За 2011 р. значна кількість публічних компаній – *Fortune Brands*, *ConocoPhillips*, *Kraft Foods*, *Marathon Oil* та *ITT Corporation* – оголосили про здійснення спін-оффів одного бізнесу або одразу декількох.

Сучасний стан дезінвестицій у Центрально-Східній Європі. У 2010 р. дезінвестиції у Центрально-Східній Європі (ЦСЕ) склали 300 млн євро, що більше ніж у 2 рази перевищує показник 2009 р. у 132 млн євро, демонструючи зростання після досить тривалого падіння у 2008-2009 рр. у порівнянні з піком у 453 млн євро у 2007 р. (рис. 5) [3; 9]. Це зростання на 127% у 2010 р. порівняно з попереднім роком відбувалося на тлі збільшення обсягів дезінвестицій у всій Європі за аналогічний період на 64%. Продаж активів був найбільш поширеним способом виходу з ринку у 2010 р. (39% від загальної вартості дезінвестицій). Сукупна вартість дезінвестицій у ЦСЕ у 2010 р. складала лише 1,6% від загальної вартості дезінвестицій у Європі.

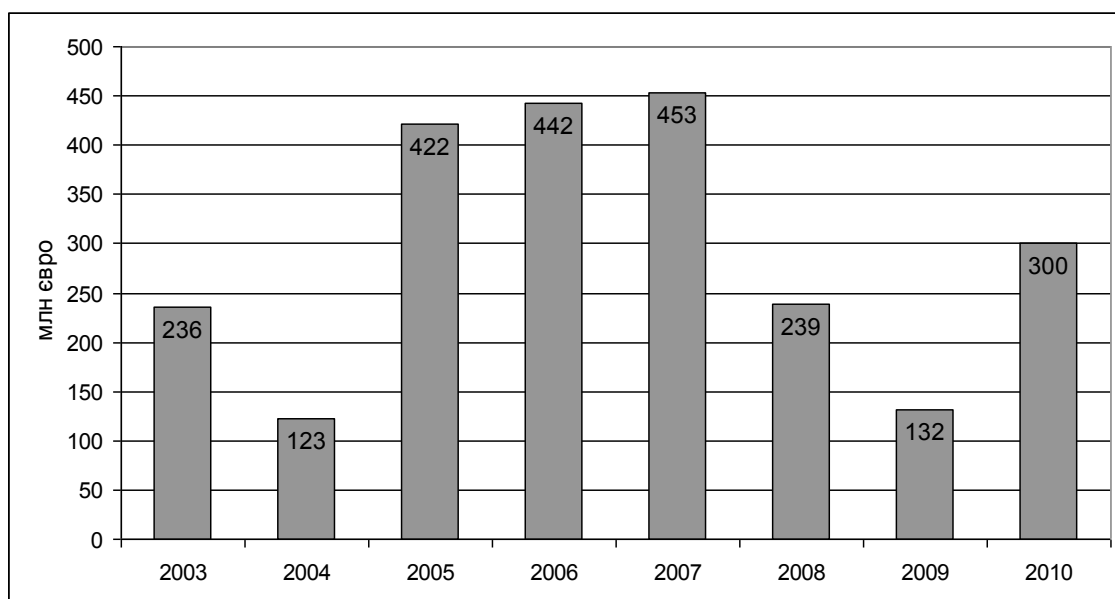


Рис. 5. Річний обсяг дезінвестицій у ЦСЕ, 2003-2010 рр., млн євро

Джерело: побудовано авторами за даними [3].

У географічному розрізі лідерами за здійсненням дезінвестицій у ЦСЄ у 2010 р. були Україна (29% від загального обсягу), Польща (26%) та Чехія (25%) (рис. 6) [3]. Загалом у 2010 р. у ЦСЄ з ринку вийшло 55 компаній, тобто на 45% більше, ніж у 2009 р. (38 компаній), у порівнянні зі зростанням цього показника у Європі в цілому лише на 14%. Більше третини компаній, що здійснили дезінвестиції, знаходяться у Польщі, також значна частина таких компаній розташовані у Чехії та Угорщині (по 16% від загальної кількості).

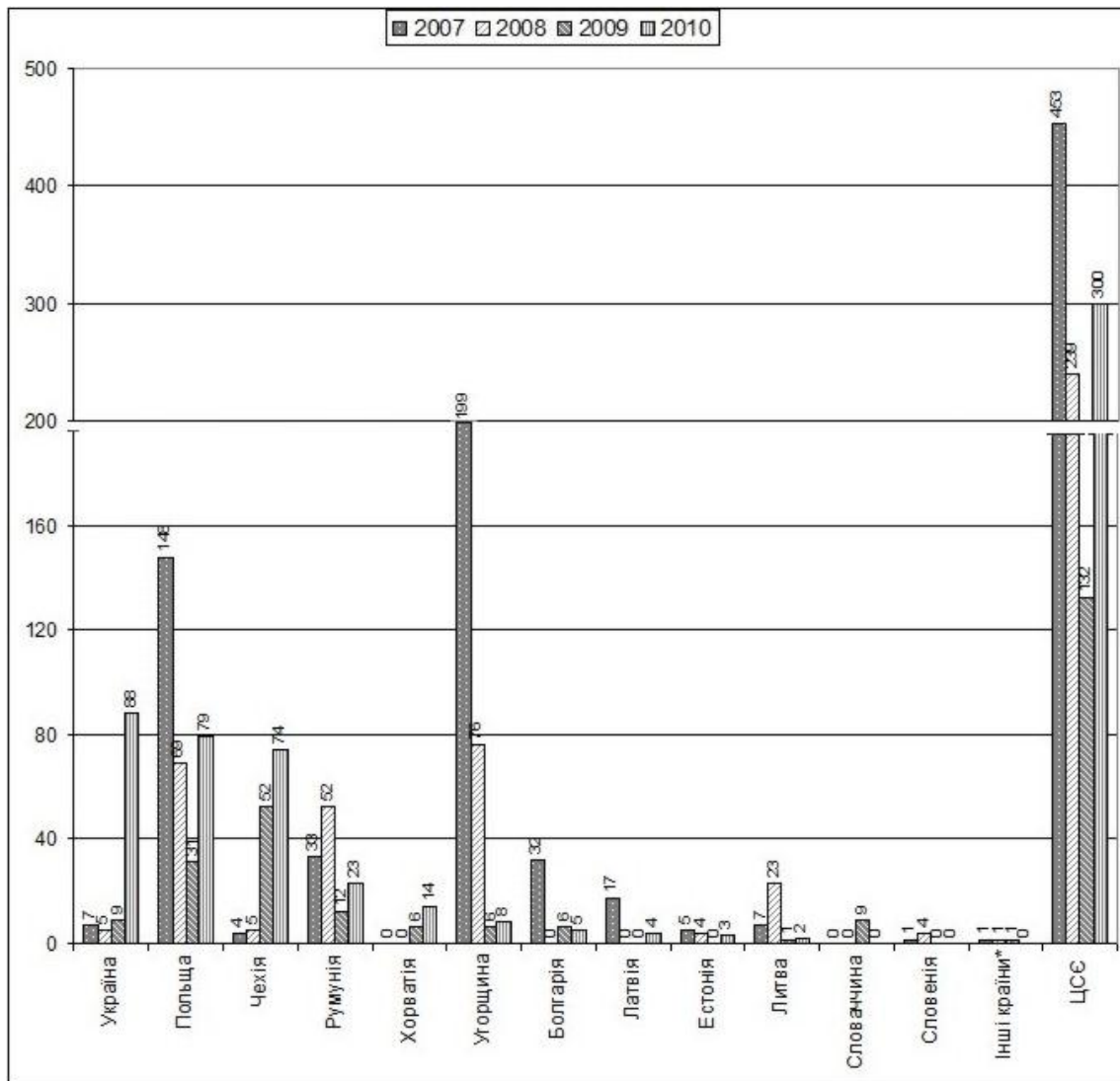


Рис. 6. Обсяги дезінвестицій у країнах ЦСЄ, 2007-2010 рр., млн євро

*Примітка: інші країни – Боснія і Герцеговина, Македонія, Сербія.

Джерело: побудовано авторами за даними [3].

Що стосується галузевого розподілу, у 2010 р. найчастіше дезінвестиції здійснювалися у таких секторах: енергетика (73 млн євро), фінансові послуги (63 млн євро), споживчі товари та роздрібна торгівля (51 млн євро), промислове виробництво (39 млн євро). Разом ці галузі складають більше 75% сукупних обсягів дезінвестицій у вартісному вираженні в регіоні. У 2010 р. найбільша кількість компаній вийшла з ринку у галузі комунікацій – 27% від загальної кількості (для порівняння: у 2009 р. за цих показником лідерами були галузь комунікацій, а також сектор споживчих товарів і роздрібною торгівлі – 18% і 21% відповідно) [3].

В Україні у 2010 р. було здійснено дезінвестиції на загальну суму 88 млн євро, що складає 29% від обсягів дезінвестицій в цілому у ЦСЄ [3]. Для порівняння: у 2007, 2008 і 2009 рр. цей показник в Україні був на рівні лише 1,5%, 2,1% та 6,8% відповідно (див. рис. 6). У галузевому відношенні в Україні простежується та сама тенденція, що й у ЦСЄ: основна частина дезінвестицій протягом останніх років здійснювалася у галузях фінансових послуг, споживчих товарів та роздрібною торгівлі, енергетики та промислового виробництва. На основі проведеного аналізу можна зробити висновок, що основними причинами виходу іноземних компаній з українського ринку були зниження рентабельності бізнесу у країні, що проявлялося у невисоких показниках маржі ЕВІТДА окремих компаній, надмірна диверсифікація (товарна та географічна) операцій материнської компанії, а також їх прагнення до оптимізації власної організаційної структури. Не в останню чергу на прийняття рішень про дезінвестиції в Україні чинять вплив недостатня інвестиційна привабливість країни та певні перешкоди на законодавчому рівні.

Висновки. Як вибір правильного способу входження компанією на іноземний ринок може потенційно зменшити ризик невдачі та неефективної діяльності, так само і вибір правильної стратегії виходу може мінімізувати втрати. Під час глобальної фінансової кризи значно посилюються мотиви здійснення дезінвестицій ТНК, підвищився інтерес до цього механізму корпоративної реструктуризації, збільшилася кількість таких угод у світі. Також зріс абсолютний обсяг дезінвестицій, але у той же час динаміка зміни їх частки у валовому відпливі ПІІ в окремих країнах є різною (так, у Великій Британії та Франції спостерігається її збільшення, у Німеччині – зменшення, а у США та Японії – практично не змінюється). Той факт, що різке збільшення ПІІ у передкризові роки було спричинене передусім значним поживленням у сфері здійснення угод про ЗІП, а не інвестицій у створення виробничих потужностей «з нуля», дозволяє зробити висновок про те, що за рахунок цього обсяги дезінвестицій і надалі зростатимуть.

У 2010 р. здійснення дезінвестицій у Центрально-Східній Європі відбувалося значно швидшими темпами, ніж у Європі в цілому (як у вартісному, так і кількісному вимірах), але їх сукупна вартість склала досить незначний відсоток від загальноєвропейського показника. Найбільш поширеним способом виходу з ринку був продаж активів, а лідерами за здійсненням дезінвестицій стали Україна, Польща та Чехія.

В Україні у 2010 р. різко зросли обсяги дезінвестицій. Важливим моментом їх здійснення є те, що на такі рішення вплинула нещодавня глобальна фінансова криза, яка змусила багато іноземних ТНК переглянути свої інвестиційні стратегії або задовольняти потреби ліквідності шляхом виведення капіталу у країни базування. Також однією з причин здійснення дезінвестицій з України є низька рентабельність ведення бізнесу у країні внаслідок надмірних витрат.

Таким чином, на нашу думку, для зменшення обсягів дезінвестицій з України пріоритетними напрямками державної політики мають бути:

- зниження податкових ставок для підприємств з іноземними інвестиціями;
- лібералізація руху капіталу та валютного ринку, а також репатріації прибутків;
- зняття обмежень на частку іноземної власності в українських компаніях окремих галузей;
- мінімізація бюрократичних обмежень тощо.

Отже, з метою зменшення обсягів дезінвестицій з України вкрай важливо підвищити інвестиційну привабливість країни та усунути існуючі перешкоди на законодавчому рівні.

Список використаних джерел

1. Benito G. Divestment and international business strategy / G. Benito // *Journal of Economic Geography*. – 2005. – No. 5 (2). – P. 235–251.
2. Berry H. When Do Firms Divest Foreign Operations? / H. Berry. – Philadelphia, 2010. – 44 p.
3. Central and Eastern Europe Statistics 2010: Special Paper by the European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA). – Brussels, 2011.
4. Georgopoulos A. Managerial and financial-accounting elements of international divestment: a literature review / A. Georgopoulos, K. Mouratidis // *School of Business and Economics Working Papers*. – 2007. – No. 1. – P. 4–41.
5. Kogut B. Operating flexibility, global manufacturing, and the option value of multinational network / B. Kogut, N. Kulatilaka // *Management Science*. – 1994. – Vol. 40. – P. 123–139.
6. Li J. Foreign entry and survival: effects of strategic choices on performance in international markets / J. Li // *Strategic Management Journal*. – 1995. – Vol. 16. – P. 333–351.
7. Mata J. Closure and divestiture by foreign entrants: the impact of entry and post-entry strategies / J. Mata, P. Portugal // *Strategic Management Journal*. – 2000. – No. 21. – P. 549–562.
8. Simoes V. Disinvestment by Foreign-Owned Firms: Fact in Search of Framework / V. Simoes // *Transnational corporations and economic development: from internationalization to globalization*. – Basingstoke, 2005. – P. 38–62.
9. Thompson SDC Platinum [Електронний ресурс] : <http://thomsonreuters.com>.
10. UNCTAD World Investment Report 2009 [Ел. ресурс] : // <http://www.unctad.org>.
11. UNCTAD World Investment Report 2013 [Ел. ресурс] : // <http://www.unctad.org>.
12. Weaver S. Strategic Financial Management: Applications of Corporate Finance / S. Weaver, J. Weston. – Thomson, 2007. – 246 p.
13. Yang K. Fundamentals of Divestiture as Restructuring Method: Case Study of LG Demergers in Terms of Shareholders Value and Corporate Governance in the Context of Korean Practice / K. Yang. – Massachusetts, 2003. – 146 p.

Стаття надійшла до редакції 15.02.2014