

МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВИХ КОВЕНАНТІВ ПРИ ЕМІСІЇ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ

СЛУЦЬКА О. В.

Харків

Існуючі механізми захисту власників корпоративних облигацій у вигляді надання права оферти та зміни купонної ставки є недостатніми в сучасних економічних умовах. У той же час у вітчизняних випусках облигацій найчастіше відсутні будь-які інші додаткові права інвесторів відносно емітента. Усе це позбавляє інвесторів можливості вживати будь-яких заходів до факту неплатежу за облигаціями та свідчить про надзвичайну ризиковість українського ринку корпоративних облигацій. Тому все більш актуальним стає пошук нових механізмів зниження ризиків інвестування в облигації.

Вагомий внесок у дослідження розвитку ринку корпоративних облигацій здійснено такими вітчизняними та зарубіжними вченими як: М. Ансон, Дж. Бейлі, І. Брігченко, Т. Буй, В. Вітлінський, Л. Долінський, А. Камінський, Б. Кишакевич, І. Лютий, Я. Міркін, О. Мозговий, С. Мошенський, Т. Нічосова, В. Оскольський, О. Охріменко, О. Пересецький, Ф. Фабоцці, С. Фокарді, О. Чемодуров, В. Шарп та іншими. Разом з тим узагальнення напрацювань з питань оцінювання ризиків, що виникають при інвестуванні в облигації, до-

зволяє зробити висновок про необхідність удосконалення методичних підходів до оцінювання ризику дефолту емітентів корпоративних облигацій.

Отже, метою дослідження є розробка методичного підходу до визначення фінансових ковенантів при емісії корпоративних облигацій як інструменту оцінювання ризику дефолту.

Одним із дієвих механізмів захисту прав інвесторів на розвинутих фінансових ринках є використання певних обмежень щодо діяльності, які дозволяють кредиторам забезпечити своєчасне повернення наданого емітенту капіталу. Так, згідно з нормами англійського права законодавчо визначені ковенанти, що накладаються на компанію-емітента облигацій [1]. Ковенанти представляють собою договірні зобов'язання емітента облигацій, недотримання яких надає право кредиторів оголосити позичальнику дефолт. Вони є суттєвими умовами проспекту емісії, спрямованими на забезпечення повного та своєчасного повернення боргу, та в цілому можуть мати значний вплив на стабілізацію первинного ринку корпоративних облигацій.

Використання ковенантів при емісії корпоративних облигацій сприятиме підвищенню інвестиційної привабливості цінних паперів, що обумовлено кількома причинами. По-перше, при тривалому періоді обігу облигацій необхідна максимальна визначеність відносно параме-

трів діяльності емітента, що певною мірою досягається за допомогою використання ковенантів. По-друге, виконання зобов'язань позичальника за облігаціями зазвичай не забезпечене активами емітента. У такому випадку інвестори більше розраховують на грошовий потік від економічної діяльності емітента, мінімальний розмір якого можна визначати як ковенант.

Отже, ковенанти накладають деякі обмеження на дії керівництва компанії та його фінансові рішення. За результатами дослідження літератури [1 – 6] визначено дві основні групи ковенантів: позитивні та негативні. *Позитивні (активні) ковенанти* передбачають зобов'язання позичальника виконувати певні дії, у той час як *негативні (пасивні)* – навпаки, установлюються у вигляді заборони на виконання певних дій. Зазвичай негативні ковенанти обговорюються позичальниками та кредиторами, проте останні не повинні обмежувати звичайну діяльність компанії. Основні види ковенантів, що поширені у міжнародній практиці облігаційних позик, наведено в *табл. 1*.

Як видно з *табл. 1*, ковенанти передбачають встановлення обмежень на дії, що суперечать інтересам кредиторів за даним боргом, а також своєчасне отримання інформації відносно здатності розрахунків за зобов'язаннями. У випадку порушення ковенанта власники облігацій отримують можливість вчасно почати захист своїх інтересів у вигляді права вимагати підвищення купонної ставки, дострокового погашення або викупу облігацій емітентом. Проте, слід зазначити, що ефективність ковенантів значною мірою залежить від наявності механізму, який дозволяє відслідковувати виконання вказаних в емісійних документах обмежень. Так, наприклад, на розвинутих фондових ринках фінансові ковенанти, виражені у коефіцієнтах, перевіряють аудиторі, які за результатами розрахунків складають так званий «сертифікат відповідності», де фіксують свої висновки. Крім того, в іноземній практиці існує «представник власників облігацій», який уповноважений заявляти про порушення ковенантів інвесторам та має право вимагати дострокового погашення або викупу облігацій від їх імені [2; 3].

Таблиця 1

Основні види ковенантів при емісії облігацій

Назва групи	Назва підгрупи	Опис ковенанта
Позитивні	Фінансові ковенанти	<ul style="list-style-type: none"> – дотримання мінімального розміру капіталу; – дотримання кредитного рейтингу не нижче за встановлений рівень; – дотримання встановлених значень фінансових показників (наприклад, вартість чистих активів, поточна ліквідність, коефіцієнт покриття відсотків тощо); – дотримання строків своєчасної сплати податків та інших загальнообов'язкових платежів
	Інформаційні ковенанти	<ul style="list-style-type: none"> – надання достовірних і точних даних про фінансовий стан підприємства-позичальника; – надання фінансової звітності, що перевірена аудитором, протягом встановленого строку після закінчення звітного періоду; – надання інформації про будь-яке невиконання зобов'язань; – надання інформації про прострочення дебіторської та/або кредиторської заборгованості; – надання інформації про продаж, надання в оренду, передачу як заставу майна на визначену суму; – надання офіційного підтвердження відсутності події дефолту або настання дефолту; – надання інформації про зміни в органах правління боржника та його установчих документах
Негативні	Заборонні ковенанти	<ul style="list-style-type: none"> – заборона на заставу своїх активів або дочірніх компаній, що призводить до появи кредиторів, які матимуть пріоритет перед власниками облігацій у випадку банкрутства позичальника; – заборона на розпорядження активами з передбаченням критеріїв допустимих угод; – заборона або обмеження на виплати (виплата дивідендів, викуп акцій), що може призвести до декапіталізації емітента; – заборона на реорганізацію, що може мати суттєві несприятливі наслідки на діяльність позичальника, та ліквідацію; – заборона на зміну основного виду діяльності (підтримання в силі дозволів і ліцензій на ведення певної діяльності); – заборона на укладання угод з афілійованими особами; – заборона на зменшення статутного капіталу
	Обмежувальні ковенанти	<ul style="list-style-type: none"> – встановлення обмежень на та вимога на попередню згоду кредиторів на: зміну якісного складу керуючих органів компанії-позичальника, передачу в якості застави або продаж майна на визначену суму; – встановлення обмежень на додаткове фінансування; – встановлення обмежень на погіршення фінансового стану позичальника, про що свідчить виникнення простроченої заборгованості, прохання пролонгації строку повернення позики, зменшення розмірів активів тощо

Особливої уваги заслуговують фінансові ковенанти, які представляють собою певні фінансові критерії, яким протягом періоду обігу облігацій має відповідати емітент. Іншими словами, щоб мати можливість користуватися позиковим капіталом, емітент має утримувати показники своєї діяльності у заздалегідь визначеному коридорі. При цьому інвестори отримують можливість реагувати на виникнення фінансових труднощів у позичальника та ухвалювати відповідні інвестиційні рішення.

У зв'язку з усім вище вказаним слід зазначити, що конструювання фінансових ковенантів, тобто їх правильний підбір та поєднання, є важливим та актуальним завданням. Визначені фінансові обмеження мають відображати саме ризик дефолту емітента облігацій на відносно ранніх етапах його зародження. З іншого боку, ковенанти не повинні суттєво ускладнювати фінансово-господарську діяльність емітента, що свідчить про необхідність пошуку паритету інтересів емітента та інвесторів під час встановлення ковенантів.

У рамках вирішення поставленого завдання в результаті проведення аналізу та узагальнення досвіду залучення капіталу на розвинутих фінансових ринках розроблено методичний підхід, який дозволяє визначити фінансові критерії потенційного дефолту емітента у майбутньому. Ключовими етапами підходу є: 1) вибір показників-репрезентантів фінансового стану підприємства; 2) шкалування і побудова критеріїв оцінки фінансових показників на основі загальних теоретичних положень та особливостей певного фінансового ринку; 3) визначення критичних значень показників (ковенантів) шляхом встановлення залежностей між фінансовим станом емітента облігацій та здатністю розраховуватися за своїми борговими зобов'язаннями.

Так, на першому етапі здійснено відбір фінансових показників діяльності емітентів, які слід використовувати для оцінки ризику дефолту. Для побудови первісної сукупності фінансових показників було проаналізовано найбільш поширені моделі оцінки ймовірності дефолту, банкрутства, платоспроможності, що використовуються в зарубіжній та вітчизняній практиці. За допомогою факторного аналізу, а саме: методу головних компонент, здійснено зменшення кількості фінансових показників шляхом формування чотирьох найбільш значущих факторів. Враховуючи склад та економічну сутність показни-

ків, що увійшли до кожної головної компоненти, фактори охарактеризовані як: ефективність діяльності, структура капіталу, ліквідність та здатність обслуговувати борги.

Серед сукупності показників кожного фактора за допомогою методу «центра ваги» визначено діагностичну ознаку, що передає найбільш істотні особливості множини вихідних показників. Діагностичними ознаками факторів визначені відповідно коефіцієнт рентабельності активів за EBITDA (прибуток до вирахування податку на прибуток, відсоткових виплат та амортизаційних відрахувань), показник фінансового левериджу, коефіцієнт швидкої ліквідності та коефіцієнт відсоткового покриття за EBITDA.

Досліджено, що для обраних показників не існує чітких нормативів, і навіть за їх наявності вони дають змогу розділити сукупність досліджуваних об'єктів лише на дві категорії – відповідний чи невідповідний нормативу. При цьому при незначних відхиленнях від нормативів не можна з високим ступенем впевненості охарактеризувати отримані значення показників. У такій ситуації необхідно визначити, наскільки прийнятними є отримані значення і яким чином вони пов'язані з ризиком дефолту емітента облігацій. Завдання визначення критеріїв, за якими необхідно класифікувати фінансовий стан компаній-емітентів, вирішене шляхом побудови шкал та критеріїв оцінки за кожним показником з використанням інструментарію теорії нечіткої логіки. На думку Матвійчука А. [7], такий інструментарій дозволяє формувати модель з урахуванням специфіки українського бізнесу й налаштовувати параметри моделі на реальних показниках діяльності надійних емітентів облігацій та компаній, що оголосили дефолт.

Відповідно до методики побудови нечіткої шкали, описаної в [8], з метою визначення діапазону відхилень за кожним фактором проаналізовано закони розподілу значень визначених фінансових показників емітентів облігацій. Так, показник фінансового левериджу, коефіцієнт швидкої ліквідності та коефіцієнт рентабельності активів за EBITDA розподілені за нормальним законом, а коефіцієнт відсоткового покриття за EBITDA – за експоненціальним законом. Виходячи з отриманих статистичних характеристик законів розподілу на основі теорії нечіткої логіки, розраховано вузлові точки та побудовано шкали оцінки показників на базі трапецієподібних чисел (табл. 2).

Таблиця 2

Критерії оцінки фінансових показників емітентів облігацій

Показник	Значення вузлових точок		
	Низький рівень (1 бал)	Середній рівень (2 бали)	Високий рівень (3 бали)
Показник фінансового левериджу	$[-\infty; 0) \cup [5,90; 12,17; +\infty]$	$[0,67; 1,38; 5,90; 12,17]$	$[0; 0,67; 1,38]$
Коефіцієнт швидкої ліквідності	$[0; 0,36; 0,53]$	$[0,36; 0,53; 0,95; 1,21]$	$[0,95; 1,21; +\infty]$
Коефіцієнт відсоткового покриття за EBITDA	$[-\infty; 1,25; 2,50]$	$[1,25; 2,50; 3,75; 5,00]$	$[3,75; 5,00; +\infty]$
Коефіцієнт рентабельності активів за EBITDA	$[-\infty; -0,01; 0,003]$	$[-0,01; 0,003; 0,03; 0,05]$	$[0,03; 0,05; +\infty]$

На основі даних, наведених у табл. 2, розраховано ступінь приналежності емітента за кожним з чотирьох показників до того чи іншого класу, використовуючи функції приналежності трапецієвидного типу теорії нечіткої логіки.

На заключному етапі з метою виявлення прихованих правил та закономірностей між обраними фінансовими показниками, оцінених у балах за шкалою від 1 до 3, що характеризують ступінь приналежності показника до одного з класів, та відсотковими ставками в якості характеристики стану зовнішнього середовища, а також фактом виконання/невиконання емітентом своїх зобов'язань за облігаціями застосовано комбінацію методів дерев класифікації ППП Statistica Data Mining. У результаті отримано класифікацію емітентів за ризиком дефолту за трьома класами (рис. 1).

здатне значно погіршити ситуацію загальне підвищення відсоткових ставок на фінансовому ринку. Якщо емітенти не відповідатимуть встановленим при емісії критеріям власники облігацій матимуть змогу оголосити дефолт позичальнику та пред'явити цінні папери до погашення.

Невиконання або порушення будь-якої ковенанти надасть інвесторам ранні попереджувальні сигнали, що дозволить інвесторам своєчасно вжити необхідних заходів до подальшого погіршення ситуації. Таким чином, включення ковенантів в умови емісії облігацій вітчизняних емітентів сприятиме розвитку ринку боргових цінних паперів. З одного боку, ковенанти здатні виконувати роль дієвого механізму захисту прав інвесторів та знижувати ризики інвестування в облігації. З іншого боку, використання ковенантів має підвищити рівень транспарентності позичальника та дисципліну ведення

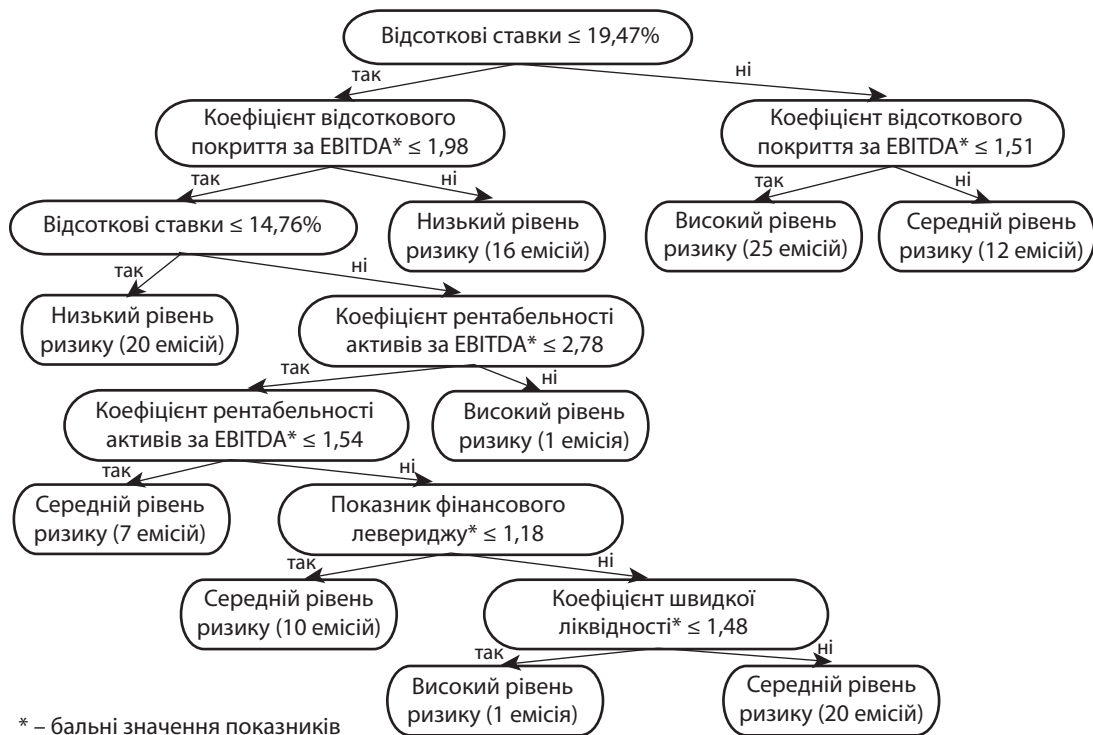


Рис. 1. Класифікація емітентів облігацій за рівнем ризику дефолту

Проаналізувавши отримані результати, що зображені на рис. 1, встановлено критичні значення показників, які відображають здатність емітента розраховуватися за своїми борговими зобов'язаннями. Переходячи в зворотному напрямку від бальних оцінок до абсолютних значень показників встановлено, що критичним для виконання боргових зобов'язань емітентами є такі значення:

- ✦ коефіцієнт відсоткового покриття за EBITDA – 1,89 та нижче;
- ✦ коефіцієнт рентабельності активів за EBITDA – (-0,3%) та нижче;
- ✦ показник фінансового левериджу – 8,5 і вище;
- ✦ коефіцієнт швидкої ліквідності – 0,44 і нижче.

Отримані значення показників відповідають діапазону, що оцінений як «низький рівень». Найбільша загроза дефолту характерна для емітентів, що одночасно мають низький рівень за всіма показниками. Крім того,

бізнесу, а також сприятиме покращенню його іміджу. Це надасть можливість деяким емітентам підвищити інвестиційну привабливість їхніх облігацій та розраховувати на зниження вартості залученого капіталу. Крім того, на розвинутих фінансових ринках використання ковенантів може значно спростити отримання більш високого кредитного рейтингу, оскільки рейтингові агентства [4 – 6] оцінюють високу значимість включення ковенантів в умови випуску.

ВИСНОВКИ

Розроблено методичний підхід до формування фінансових ковенантів при емісії корпоративних облігацій на основі систематизації фінансових показників діяльності емітентів. Зазначені ковенанти представляють собою фінансові критерії, яким зобов'язується відповідати емітент протягом періоду обігу облігацій. В іншому випадку

ку власники облігацій матимуть змогу оголосити дефолт позичальника та пред'явити цінні папери до погашення. Запропонований підхід забезпечує створення системи ранньої діагностики можливих труднощів з поверненням боргу, коли емітент потрапляє в зону ризику. Таким чином, результати дослідження дозволяють власникам облігацій зменшувати ризик можливих втрат, пов'язаних з дефолтом компанії-позичальника, та в цілому сприятимуть підвищенню рівня захисту інтересів інвесторів, а отже й інвестиційної привабливості облігацій. ■

ЛІТЕРАТУРА

1. **Кашуба Д.** Кризис заставляет идти на самоограничения / Д. Кашуба // Cbonds Review.– 2008 – № 4.– С. 50 – 53.
2. **Соболев Д.** Ковенанты и события дефолта / Д. Соболев // Cbonds Review.– 2008.– № 4.– С. 44 – 48.
3. **Туктаров Ю.** Как ковенанты работают в российском праве? / Ю. Туктаров, М. Берковская // Cbonds Review.– 2011.– № 12.– С. 70 – 73.

4. Inside The Ratings: What credit Ratings Mean [Electronic recourse] / Fitch Ratings.– 2007.– August.– Mode of access : <http://www.fitchratings.com>.

5. Moody's Approach to Evaluating Indenture Covenants and Assigning Covenant Quality Assessments, Covenant Methodology [Electronic recourse] / Moody's Investors Service.– 2006.– November. Mode of access : <http://www.moody.com>

6. Moody's Indenture Covenant Research & Assessment Framework, Special Comment [Electronic recourse] / Moody's Investors Service.– 2006.– September.– Mode of access : <http://www.treasurers.org/system/files/MoodyCovenantAssessment-consultationSept06.pdf>

7. **Матвійчук А.** Моделювання фінансової стійкості підприємств із застосуванням теорій нечіткої логіки, нейронних мереж і дискримінантного аналізу / А. Матвійчук // Вісник НАН України.– 2010.– № 9.– С. 24 – 46.

8. **Недосекин А. О.** Лингвистический анализ гистограмм экономических факторов / А. О. Недосекин, С. Н. Фролов // Вестник ВГУ.– 2008.– Серия [«Экономика и управление»].– № 2.– С. 48 – 55.