

УДК 336.648

**О. П. Масина,**  
аспірант кафедри міжнародних фінансів  
Українського державного університету фінансів  
та міжнародної торгівлі (Київ)



## РЕСТРУКТУРИЗАЦІЯ ЗАБОРГОВАНОСТІ НА МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСОВИХ РИНКАХ: МЕТОДИЧНІ АСПЕКТИ

*У статті розглядаються основні підходи до реструктуризації заборгованості вітчизняних позичальників за борговими фінансовими інструментами на міжнародних фінансових ринках. Проаналізовано переваги і недоліки трьох моделей – параметричної, зобов'язальної та зустрічного надання майна. Наведено фактори, які є визначальними при виборі конкретної моделі всіма зацікавленими сторонами.*

**Ключові слова:** заборгованість, міжнародні фінансові ринки, єврооблігації, синдикований кредит, реструктуризація, модель.

**А. П. Масина**  
**РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ЗАДОЛЖЕННОСТИ**  
**НА МЕЖДУНАРОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ**  
**РЫНКАХ: МЕТОДИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ**

*В статье рассматриваются основные подходы к реструктуризации задолженности отечественных заемщиков по долгам финансовым инструментам на международных финансовых рынках. Проанализированы преимущества и недостатки трех моделей – параметрической, обязательственной и встречного предоставления имущества. Приведены факторы, которые являются определяющими при выборе конкретной модели всеми заинтересованными сторонами.*

**Ключевые слова:** задолженность, международные финансовые рынки, еврооблигации, синдицированный кредит, реструктуризация, модель.

**O. P. Masyna**  
**RESTRUCTURING OF INDEBTEDNESS ON**  
**INTERNATIONAL FINANCIAL MARKETS:**  
**METHODOLOGICAL ASPECTS**

*The article reviews the main approaches to the restructuring of domestic borrowers debt on financial instruments in international financial markets. Advantages and disadvantages of such three models as parametric, obligatory and the model of a counter property have been analyzed. Factors used for choosing of each specific model by each interested party have been specified.*

**Key words:** indebtedness, international financial markets, Eurobonds, syndicated loan, restructuring, model.

**Постановка проблеми.** Безпосередня участь нашої держави в інтеграційних процесах передбачає застосування українськими підприємствами різних галузей народного господарства ефективних і насамперед інноваційних фінансових інструментів при залученні ресурсів на міжнародних фінансових ринках. Використовуючи зарубіжний досвід, а саме фінансові інструменти та методи, за допомогою яких притягуються ресурси, і трансформуючи внутрішні «правила гри» під світові стандарти, підприємства мають можливість доступу до більш дешевих грошових засобів на ринках капіталу, ніж ті, які залучаються в Україні, що, своєю чергою, позитивно вплине на конкурентоспроможність компаній. Отже, по суті, це є пріоритетним завданням для вітчизняних підприємств, яке потребує швидкого і рішучого вирішення.

У наукових працях, присвячених теорії, методиці та організації залучення коштів на міжнародних фінансових ринках, досить часто аналізуються питання, пов'язані із використанням різноманітних фінансових інструментів, а саме синдикованих кредитів, єврооблігацій, єврокомерційних паперів тощо.

Незважаючи на достатню кількість оригінальних і змістовних доробок як вітчизняних, так і зарубіжних науковців із досліджуваної проблематики, слід відзначити, що в сучасній українській економічній думці практично відсутні фундаментальні дослідження, присвячені проблемам реструктуризації боргових зобов'язань в умовах фінансової нестабільності на зовнішніх ринках.

На нашу думку, багато аспектів взаємодії вітчизняних позичальників з іноземними кредиторами потребують

глибшого опрацювання, зокрема дослідження теоретичних основ забезпечення реструктуризації мультикредиторських позик на міжнародних фінансових ринках та оцінки результатів цього процесу.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Проблеми реструктуризації синдикованих позик були у центрі уваги на щорічній конференції в Москві у вересні 2011 року [1]. Особливості синдикованого кредитування проаналізовано Федорець О. [2] і Цигановим С. та Яншиною А [3]. Науковий доробок Шелудько Н. присвячено виявленню специфіки формування ринку синдикованого кредитування у країнах із трансформаційною економікою [4]. Розвиток міжнародного синдикованого кредитування в умовах інтернаціоналізації фінансових ринків є предметом дослідження Яншиної А. [5].

**Метою статті** є визначення методичних засад здійснення реструктуризації заборгованості на міжнародних фінансових ринках в умовах глобалізації економічних взаємовідносин.

**Основні результати дослідження.** Особливістю будь-якої переддефолтної позики є відсутність у ній економічно сильної сторони. З одного боку, кредитори (інвестори) стикаються з об'єктивною неможливістю задоволення власних вимог. Боржник, що знаходиться у скрутному фінансовому стані в силу об'єктивних обставин (наприклад, через кризу на світових фінансових, сировинних ринках тощо), зазвичай не підпадає під правові процедури. У кращому разі може йтися про «ставку відновлення», тобто про отримання лише частини боргу кредитором після його звернення щодо стягнення вартості застави у

ході ліквідаційної процедури. У цьому випадку кредитори є слабкою стороною, бо знаходяться на «фінансовій глі».

З другого боку, позичальник, який не може виконати власні зобов'язання, перебуває на межі банкрутства, тобто постає питання про його ймовірну ліквідацію. Отже, він також виступає слабкою стороною та змушений боротися за власне виживання. У цьому випадку єдиним доступним для кредитора засобом подолання проблеми є надання відстрочення виконання боргових зобов'язань. Як свідчить світовий досвід, боржник, що має відносно кращий фінансовий стан, вправі розраховувати на м'якіші умови реструктуризації на відміну від боржника із гіршим фінансовим станом [6, с. 3–4].

За своєю економічною сутністю синдиговані кредити та єврооблігації з точки зору боржника (позичальника, емітента) можна об'єднати під спільним терміном «мультикредиторська заборгованість». Відтак логічно припустити, що єдина економічна сутність фінансових інструментів залучення коштів на міжнародних ринках передбачає єдині (стандартизовані) підходи до врегулювання будь-яких спірних моментів, у тому числі й реструктуризації мультикредиторської заборгованості.

Аналіз практичних кроків, які спрямовані на реструктуризацію боргових зобов'язань, залучених на міжнародних фінансових ринках, дозволяє дійти висновку, що наразі існують три базові моделі такої реструктуризації: параметрична, зобов'язальна та зустрічного надання майна (рис.).

Зобов'язальна модель реструктуризації єврооблігаційної позики шляхом укладення договорів купівлі-продажу облігацій, як правило, складається із трьох етапів:

1. Установлення строків реструктуризації. Йдеться про встановлення терміну остаточного погашення боргового зобов'язання. При цьому часткове погашення може відбуватися поетапно в певні, обумовлені сторонами дати (строк виконання).

2. Установлення кількості єврооблігацій, які підлягають викупу на кожну дату виконання.

3. Укладання угод купівлі-продажу єврооблігацій. Емітент та інвестори укладають зустрічні угоди купівлі-продажу єврооблігацій. Згідно з першою угодою емітент викуповує всю сукупність єврооблігацій, що належить інвестору. Згідно із зустрічною угодою він продає останньому ті ж самі єврооблігації, але в меншій кількості. Надалі процедура повторюється відповідно на кожну дату виконання.

Досить часто застосування зобов'язальної моделі супроводжується спеціальною умовою, за якою емітент звільнюється від обов'язку викупити єврооблігації у інвестора в разі, якщо на його (інвестора) рахунку вони відсутні в достатній кількості. Наявність цієї умови спонукає інвестора утримуватися від продажу єврооблігацій на вторинному ринку протягом процесу реструктуризації.

Угодою купівлі-продажу може передбачатися реальне надання всього обсягу єврооблігацій інвестором емітенту та подальше зустрічне надання решти єврооблігацій емітентом інвестору. Така процедура зазвичай має назву «сильний захист інвестора». Натомість у деяких випадках сторони обмежуються переданням від інвестора до емітента лише тієї кількості єврооблігацій, що підлягає реальному викупу на дату виконання.

При реалізації цього варіанту зобов'язальної моделі доволі часто використовуються додаткові заходи захисту інтересів інвесторів та емітента. Зокрема для захисту інтересів інвесторів при виконанні договорів купівлі-продажу емітента можуть зобов'язати надати додаткове забезпечення (наприклад, комплексне).

Водночас, для захисту власних інтересів емітент має право наполягати на застосуванні особливої схеми, коли всі викуплені єврооблігації концентруються на рахунку технічної структури, яка створена спеціально для цього випадку. Таким чином права всіх інвесторів концентруються в рамках однієї компанії, з якою емітент має угоду щодо конфіденційності.

Недоліком зазначеного варіанту зобов'язальної моделі реструктуризації, на нашу думку, є те, що вона охоплює лише тих інвесторів, які згодні укласти угоди купівлі-продажу єврооблігацій.

Іншим варіантом зобов'язальної моделі реструктуризації є виставлення оферти на придбання єврооблігацій у визначену сторонами дату, що передбачає зазвичай чотири етапи:

1. Установлення строків реструктуризації. На цьому етапі сторони досягають домовленості щодо дат, на які емітент зобов'язується виставити оферти на придбання частини єврооблігаційного випуску.

2. Визначення кількості єврооблігацій, які мусять бути викуплені на конкретну дату. Їх кількість повинна дорівнювати всьому обсягу випуску.

3. Виставлення оферти на частину єврооблігацій, що мають бути викуплені емітентом у визначену дату. При цьому особливу роль відіграє авторитет фінансової організації, яку обрано платіжним агентом.

4. Акцепт виставленої оферти власниками єврооблігацій. Зазвичай акцептувати оферту можуть лише ті інвестори, які не пред'явили вимогу стосовно погашення (викупу) усіх єврооблігацій.

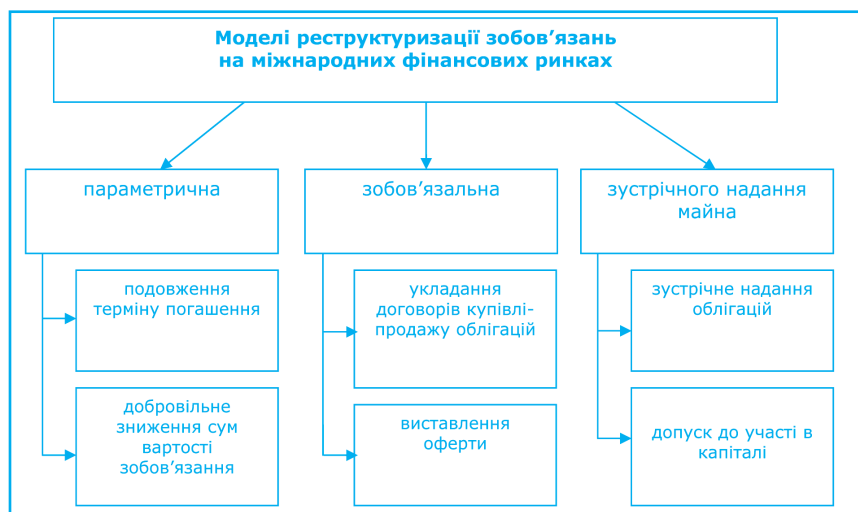


Рис. Моделі реструктуризації зобов'язань на міжнародних фінансових ринках  
Джерело: Складено автором

При застосуванні параметричної моделі коригуванню підлягають параметри існуючих боргових зобов'язань. Найчастіше відбувається подовження терміну їх погашення та/або зниження вартості зобов'язань через добровільне зменшення суми вимог кредиторів. Параметрична модель може включати, серед іншого, дострокове погашення договірної частини боргу (як правило, 10–25%).

Особливого поширення в силу своєї відносної простоти параметрична модель набула при реструктуризації синдигованих кредитів та частково – закритих облігаційних випусків.

Зобов'язальна модель застосовується переважно при реструктуризації єврооблігаційних позик і передбачає досягнення домовленості між кредиторами та боржником, унаслідок якої останній бере на себе певні додаткові зобов'язання. Вказана домовленість зазвичай фіксується двома способами: або шляхом укладання угод купівлі-продажу облігацій, або шляхом виставлення оферти в передбачені домовленістю дати.

Реалізація обох механізмів передбачає наявність попередньої домовленості між емітентом та інвесторами, що регламентує порядок реструктуризації.

Очевидно, що цей варіант зобов'язальної моделі компенсує ваду попереднього, оскільки оферта адресується всім інвесторам, а не лише тим, хто є власником еврооблігацій на момент реструктуризації боргу. Недоліком цього варіанту слід вважати добровільність акцепту оферти.

Аналіз практики застосування моделі дозволяє нам стверджувати, що строк її реалізації складає, як правило, близько двох тижнів від моменту досягнення домовленості.

Модель зустрічного надання майна передбачає заміну (обмін) еврооблігацій, що реструктуризуються, на інше майно. Найчастіше таким майном стають облигації іншого випуску. Розмір купону за новими еврооблігаціями, як правило, перевищує розмір купону за старими, а різниця є нічим іншим, ніж платою за згоду на реструктуризацію.

Цей варіант моделі зазвичай складається із п'яти етапів:

1. Досягнення домовленості про строки обміну та інші параметри нового випуску еврооблігацій (номінал, купон тощо).

2. Визначення спеціальної технічної структури, що виступить як набувач нового еврооблігаційного випуску. Така структура часто є афілійованою до емітента.

3. Емісія нових еврооблігацій.

4. Укладання зустрічних угод купівлі-продажу. Вищевказана афілійована структура купує облигації, що підлягають реструктуризації, і продає облигації нового випуску. При цьому різниця в сумах угод є такою, яку емітент погодився виплатити на момент здійснення реструктуризації.

5. Погашення дефолтних еврооблігацій і початок обігу еврооблігацій нового випуску.

Досить часто з метою посилення захисту інвесторів до параметрів нового випуску еврооблігацій включають додаткові опції, що були відсутні в паперах старого випуску (наприклад, амортизація еврооблігацій починаючи з певного купону тощо).

Термін реалізації цього виду моделі зустрічного надання майна визначається головним чином терміном досягнення домовленості між зацікавленими сторонами. На практиці він може сягнути 2,5–3 місяців.

Іншим видом моделі зустрічного надання майна є допуск інвесторів до участі в капіталі емітента. Її суть полягає в заміні дефолтних еврооблігацій на прості або привілейовані акції емітента. Таким чином інвестори отримують допуск до управління емітентом, завдяки чому цей вид реструктуризації інколи вважають найбільш вигідним і надійним для них [6, с. 4]. Натомість для емітента такий вид реструктуризації є вкрай небажаним та небезпечним. Тож на нього зазвичай погоджуються емітенти, які перебувають у гранично слабкому фінансовому стані.

Допуск інвесторів до участі в капіталі емітента може відбуватися декількома способами. Найчастіше емітент реєструє акції додаткового випуску, які обмінюються на еврооблігації (здійснюється оплата еврооблігаціями).

В іншому випадку акціонери емітента за домовленістю поступаються частиною належних їм акцій на користь утримувачів еврооблігацій.

Проміжною формою реструктуризації є також опціон на користь інвесторів на купівлю акцій майбутнього випуску.

Вельми суттєвим недоліком, точніше перешкодою на шляху цього виду реструктуризації можуть стати особливості національного законодавства емітента у вигляді обмежень нерезидентів на участь у капіталі окремих суб'єктів господарювання (компаній фінансового сектору, монополістів, стратегічних підприємств тощо). У цьому випадку процедура узгодження (отримання дозволу у відповідного державного регулятора) може значно подовжити процедуру реструктуризації.

Певним симбіозом двох видів моделі зустрічного надання майна є випуск емітентом конвертованих облигацій. Конвертація зазвичай передбачає обмін облигацій на акції емітента. Цей вид реструктуризації є компромісним, а отже, вигідним для інвесторів. Вони можуть, з одного боку, отримувати купонний дохід від володіння еврооблі-

гаціями, а з другого – вигідно скористатися покращанням фінансового стану емітента, конвертувавши облигації у прості чи привілейовані акції. Інколи (у випадку невиконання купону) право на конвертацію виникає у утримувачів еврооблігацій.

Розмаїття зустрічного надання майна не обмежується лише двома вищевказаними найбільш популярними видами реструктуризації – існують й інші, як-от: новації (заміна еврооблігацій різними зобов'язаннями), заміна еврооблігацій іншим майном емітента тощо.

Вибір конкретної моделі залежить від ряду факторів, основними серед яких є:

- вид дефолту (купон, оферта, погашення, інші опції);
- компроміс між інвесторами та емітентом у питаннях ступеня захисту, тобто досягнення балансу інтересів;
- фінансовий стан емітента (ступінь погіршення і перспективи покращання у часі);
- позиція держави юрисдикції емітента, яка в загальному випадку не повинна стати на заваді реструктуризаційним процесам.

Інколи як окрему модель реструктуризації називають надання емітентом додаткового забезпечення [7]. Але, на думку автора, такий підхід не можна вважати цілком коректним на такий підставі. Забезпечення є одним із параметрів випуску еврооблігацій. Отже, оформлення додаткового випуску еврооблігацій чи його заміна на інше забезпечення є лише зміною одного із параметрів існуючого випуску. Тому вважаємо, що ця процедура цілком вкладається в рамки параметричної моделі реструктуризації позики на міжнародних ринках.

**Висновки.** Визначені методичні аспекти реструктуризації заборгованості на міжнародних фінансових ринках дозволяють дійти висновку, що наразі існують три базові моделі такої реструктуризації: параметрична, зобов'язальна та зустрічного надання майна, кожна з яких, своєю чергою, має два різновиди. Вибір конкретної моделі залежить від низки факторів, які розглянуто автором у цій статті.

Перспективи подальших досліджень із запропонованої проблематики знаходяться у царині конкретних алгоритмів та механізмів, що визначають особливості процесів реструктуризації позик за кожним фінансовим інструментом.

## Література

1. Синдицированное кредитование в России – 2011 : материалы ежегодной конференции. – Москва : Компания Cbonds, 29.09.2011 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://cbonds-congress.ru/events/73/materials/>
2. Федорець О. Актуальні проблеми синдикування позик за участі міжнародних фінансових організацій [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.rusnauka.com/6\\_NITSB\\_2010/Economics/54371.doc.htm](http://www.rusnauka.com/6_NITSB_2010/Economics/54371.doc.htm)
3. Циганов С. Особливості формування ринку синдикуваного кредитування у країнах із трансформаційною економікою / С. А. Циганов, А. М. Яншина // Фінанси України. – 2008. – № 8. – С. 11–19.
4. Шелудько Н. Реструктуризація зовнішньої заборгованості банків України в умовах економічної кризи / Н. Шелудько, К. Онуфрієва // Фінанси України. – 2009. – № 10. – С. 55–70.
5. Яншина А. Розвиток міжнародного синдикуваного кредитування в умовах інтернаціоналізації фінансових ринків : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.02 / А. М. Яншина ; Ін-т світ. економіки і міжнар. відносин НАН України. – К., 2010. – 20 с.
6. Тимофеев А. Реструктуризация дефолтных облигаций / А. Тимофеев, М. Малиновский // Линия права. – 2009. – № 6. – С. 3–6.
7. Стаббс Т. Международный опыт реструктуризации долговых обязательств и его применение в России [Электронный ресурс]. – Режим доступа : [http://www.mbka.ru/price/restructuring%20presentation\\_tim%20stubbles\\_rus.PPT](http://www.mbka.ru/price/restructuring%20presentation_tim%20stubbles_rus.PPT)

Стаття надійшла до редакції 23 травня 2012 року