

Теоретичні і практичні аспекти застосування ковенантів у практиці фінансово-кредитних відносин

Досліджено сутність та особливості застосування ковенантів у сфері фінансово-кредитних відносин як засобу управління цими відносинами та ризиками, що виникають у процесі їх здійснення. Пропонуються визначення та класифікація ковенантів. Розроблено пропозиції щодо їх законодавчого закріплення та використання в діяльності суб'єктів фінансового ринку України.

Ключові слова: ковенант, фінансовий ковенант, фінансовий ринок, фінансово-кредитні відносини.

Постановка проблеми. Сучасні економічні тенденції, що спостерігаються в світі впродовж останніх років (глобалізація, розвиток інформаційних технологій, світова фінансово-економічна криза), змушують визнати необхідність підвищення ролі фінансово-кредитних відносин та фінансового ринку в економіці абсолютно кожної країни. Україна також не є винятком у цьому плані з огляду на її участь, а також участь вітчизняних суб'єктів фінансового ринку (банки, небанківські фінансові установи, суб'єкти господарювання, домогосподарства) у фінансово-кредитних відносинах не лише на національному рівні, а й поза його межами.

Фінансова активність виводить ринкових суб'єктів на якісно новий рівень фінансових можливостей і, відповідно, ризиків. При цьому особливе значення надається стійкому фінансовому становищу суб'єктів фінансово-кредитних відносин, що своєю чергою потребує відповідних зусиль і витрат на створення таких інноваційних інструментів, завдяки яким з'являється можливість управління наявними фінансовими ризиками, їх мінімізації та уникнення. В сучасних умовах нестабільної економіки таким інструментом можуть стати ковенанти – спеціальні зобов'язання, які використовуються у фінансових операціях щодо виконання певних умов або утримання від здійснення конкретних дій.

У зарубіжній фінансовій практиці ковенанти використовуються впродовж тривалого часу й регламентуються чинним законодавством. На сьогодні сформовано низку наукових праць, у яких висвітлено проблематику застосування ковенантів у різних сферах фінансово-кредитних відносин (фінансування підприємств, міжнародних відносин, недержавного пенсійного забезпечення, кредитної діяльності, операцій на фондовому ринку). Ці питання досліджує чимало зарубіжних вчених: Д. Айбасез, Е. Альтунбас, Н. Амосова, Н. Баринкіна, Р. Бергер, А. Кальсин, Т. Кокен, А. Рогоза, А. Ротберг, К. Сміт, Д. Стагліано, К. Фрейданк, В. Шпатлаков та ін. Однак, на даний час в Україні відсутні комплексні дослідження стосовно використання фінансових ковенантів у практиці фінансово-кредитних відносин як інструмента управління цими відносинами та ризиками, що виникають у процесі їх реалізації.

Метою статті є обґрунтування теоретичних засад щодо застосування ковенантів у практиці фінансово-кредитних відносин та розроблення пропозицій щодо впровадження їх на фінансовому ринку України.

Виклад основного матеріалу. У перекладі з англійської мови «ковенант» означає «договір», «угода», «домовленість», а також «умова договору», «обіцянка» або «зобов'язання». Цей термін широко застосовується для позначення будь-якого договору або угоди, однак має й інше, вужче, значення. В англійському праві «ковенант» трактується як закріплене договором між двома або більше сторонами, відповідно до якого одна зі сторін бере на себе зобов'язання виконати певні дії або утриматись від їх здійснення [1, с. 46].

Характерні риси ковенантів випливають із їх визначення і є такими: *по-перше*, ковенанти не можуть існувати в усній формі, а лише за умови юридичного укладання угоди в письмовій формі зі всіма необхідними реквізитами; *по-друге*, зобов'язання сторони за ковенантом не завжди може бути взаємним і, як правило, не передбачає отримання зустрічних благ від іншої сторони; *по-третє*, ковенант повинен відповідати низці формальних вимог, а саме: укладатися між сторонами, якими є дієздатні особи, що мають право на укладення законної угоди; виражати обопільну волю обох сторін; мати законну мету, тобто його умови не можуть суперечити чинному законодавству, а також накладати на сторони нездійсненні або нічим не обмежені, наприклад, часом, місцем або конкретною сферою відносин, зобов'язання; *по-четверте*, при порушенні положень ковенантів (при їх невиконанні чи відмови від виконання) кредитор може оголосити позичальникові дефолт, тобто висунути вимогу негайно погасити сукупну заборгованість.

Ковенанти суттєво відрізняються від гарантій і порук, оскільки завдяки останнім підтверджуються істотні для виконання договору фактичні обставини, дійсні на момент його укладення. А ковенанти спрямовані на майбутнє – визначають ті дії, які сторона повинна вчинити (або утриматися від їх вчинення) після укладення договору впродовж строку його дії та незалежно від інших обіцянок і домовленостей.

Наведені особливості дають змогу сформулювати авторське визначення ковенантів як сукупності окремих умов договору, що регламентують економічні відносини (здебільшого, фінансово-кредитні) між ринковими суб'єктами (кредитором і позичальником, інвестором та емітентом) з приводу розподілу фінансових ризиків, що зобов'язують одного з контрагентів вчинити певні дії або утримання від їх вчинення. Таким чином, ковенанти є окремими інструментами, завдяки яким створюється можливість управління фінансово-кредитними відносинами та зниження фінансових ризиків суб'єктів цих відносин.

Вивчення та узагальнення зарубіжної практики застосування ковенантів на фінансовому ринку дало нам змогу визначити основні ознаки їх класифікації та видові відмінності (рис. 1).

Звідси видно, що за характером дії існує два основних типи ковенантів: позитивні і негативні. Позитивний ковенант являє собою угоду, згідно з якою одна зі сторін зобов'язується перед іншою виконати певні дії. При цьому такі дії необов'язково повинні бути спрямовані



Рис. 1. Класифікація ковенантів у сфері фінансово-кредитних відносин (Авторська розробка)

на отримання вигоди іншою стороною. Умови позитивних ковенантів ніколи не обмежують дотримання прав, не пов'язаних безпосередньо з виконанням ковенанта. Вони встановлюють додаткові обов'язки, які повинна виконати конкретна особа, а їх дія припиняється в момент його виконання. Як приклад позитивного ковенанта можна привести зобов'язання продавця активів отримати в повному обсязі необхідне схвалення і дозвіл на проведення операції. На відміну від позитивного, негативний ковенант зобов'язує утримуватися від певних дій. Ковенанти такого типу не можуть вважатися виконаними до того моменту, поки не закінчиться термін їх дії [2].

Дослідження показали, що на фінансовому ринку існує широкий спектр застосування ковенантів як інструментів управління ризиками у фінансово-кредитних відносинах між економічними суб'єктами: кредитний, фондовий та валютний ринки, міжнародні фінанси, недержавне пенсійне забезпечення, корпоративні фінанси тощо. Натомість у податковій, бюджетній сферах та сфері особистих фінансів ковенанти, як правило, не застосовуються.

Найактивніше ковенанти використовуються в кредитних договорах для забезпечення повного і своєчасного повернення боргу та дотримання позичальником усіх необхідних умов. Позитивними ковенантами позичальника можуть слугувати: забезпечення ведення основної діяльності, оплата податкових зобов'язань, страхування майна, ризиків і відповідальності в обсязі, необхідному для ведення бізнесу позичальника; надання кредиторів доступу до фінансової та іншої інформації позичальника; забезпечення належного ведення бухгалтерського обліку; зберігання активів у належному стані. Натомість негативні ковенанти спрямовані на утримання позичальника від певних дій, а саме: не робити дій, які можуть призвести до виникнення заборгованості позичальника поза межами його основної діяльності; не здійснювати інвестиції без попереднього повідомлення кредитора; не відчужувати основні активи визначеної вартості; не розподіляти дивіденди без попереднього повідомлення кредитора; не робити дій, які можуть призвести до реорганізації, ліквідації або банкрутства компанії; не оскаржувати і не змінювати умови погоджених документів за отриманим кредитом [2].

Також дуже поширеними є ковенанти у фінансово-кредитних відносинах, пов'язаних з купівлею-продажем цінних паперів, зокрема тих, що стосуються злиття і поглинання компаній (угоди M&A). Що ж до останнього, прийнято використовувати широке коло позитивних і негативних ковенантів, оскільки предметом таких угод найчастіше є продаж всього бізнесу, а не окремих активів. Зазвичай ковенанти в договорах купівлі-продажу акцій встановлюють обіцянки сторін, які повинні виконуватися аж до закриття угоди, але в більшості випадків ковенанти встановлюються щодо продавця компанії (бізнесу) та її акцій.

Негативні ковенанти в угодах M&A, як правило, передбачають обов'язок продавця не здійснювати певних дій до моменту завершення угоди. Метою таких ковенантів є захист покупця від дій продавця, які можуть призвести до зниження вартості бізнесу до моменту завершення угоди. Зазвичай в договорах купівлі-продажу акцій використовуються такі негативні ковенанти щодо обов'язків продавця: не вносити змін до установчих документів компанії; не змінювати облікову політику компанії та діючі договори, що мають істотне значення для її діяльності або не припиняти їх дію; не вчиняти дій, які можуть призвести до реорганізації, ліквідації або банкрутства компанії; не змінювати величину акціонерного капіталу компанії; не здійснювати капітальні видатки; не відчужувати активи компанії; не укладати угод або не приймати зобов'язань, що виходять за межі звичайної діяльності; не розподіляти дивіденди; не вести переговори з третіми особами про продаж компанії і не приймати пропозиції третіх осіб про придбання бізнесу тощо [3].

Позитивні ковенанти зазвичай стосуються обов'язків як продавця, так і покупця щодо здійснення певних дій до моменту завершення угоди, а саме: продовжувати ведення діяльності компанії з моменту підписання договору купівлі-продажу акцій до моменту завершення продажу; зберігати активи і ділову репутацію компанії до моменту завершення угоди; надати

покупцеві доступ до документів, записів і звітності компанії; зберігати конфіденційність угоди до певного моменту; забезпечити отримання необхідного дозволу на здійснення угоди від державних органів та ін.

Також слід звернути увагу на існування ковенантів, дія яких може продовжуватися після завершення операції, наприклад, про обов'язок продавця не здійснювати на конкретній території конкурентну (стосовно проданої компанії та / або до покупця) діяльність у певний період після завершення угоди, а також про нерозголошення конфіденційної інформації, яка стала відома стороні у зв'язку з укладенням угоди [4].

Якщо взяти до уваги види ковенантів, які застосовуються учасниками фінансового ринку, є ковенанти, орієнтовані на досягнення певних значень фінансових показників та коефіцієнтів (табл. 1).

При цьому хочемо зазначити, що фінансові ковенанти слід відрізнити від фінансових коефіцієнтів, оскільки вони можуть базуватися на фінансових коефіцієнтах, але самі фінансові коефіцієнти не є ковенантами.

На даний час у вітчизняній економічній науці спостерігається фрагментарність у дослідженні ковенантів, а також їх застосування у практиці

Таблиця 1

Види найпоширеніших у зарубіжній практиці фінансових ковенантів*

№ п/п	Фінансові ковенанти	Фінансові показники та коефіцієнти, закладені в основу створення фінансових ковенантів
1.	Ковенанти ліквідності	– коефіцієнт поточної ліквідності – обсяг чистого оборотного капіталу
2.	Ковенанти структури капіталу	– обсяги капіталу і зобов'язань – коефіцієнт фінансового важеля / левериджу – співвідношення зобов'язань і чистих активів – співвідношення зобов'язань і чистих грошових потоків
3.	Ковенанти покриття	– коефіцієнт покриття процентних платежів – коефіцієнт фіксованих платежів – співвідношення грошового потоку і поточних виплат за зобов'язаннями – показник EBITDA ¹
4.	Інвестиційні ковенанти	– обсяг капітальних вкладень – обсяг фінансових інвестицій
5.	Ковенанти розподілу прибутку	– обсяг максимальних дивідендних виплат

¹ EBITDA (скор. від англ. Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) – аналітичний показник, що дорівнює обсягу прибутку до вирахування витрат за відсотками, сплати податків та амортизаційних відрахувань. Розраховується на підставі фінансової звітності компанії і використовується для оцінки того, наскільки прибуткова основна діяльність компанії. Показник використовується при проведенні порівняння з галузевими аналогами, дозволяє визначити ефективність діяльності компанії незалежно від її заборгованості перед різними кредиторами і державою, а також від методу нарахування амортизації.

* Складено на основі [5, с. 13].

фінансово-кредитних відносин. Така ситуація спричинена відносно короткими термінами використання даного інструмента управління фінансовими ризиками, відсутністю належної законодавчої і нормативно-правової бази, відпрацьованої судової практики, а також іншими чинниками. Незважаючи на те, що в Україні відсутнє будь-яке правове забезпечення процесів виникнення і дії ковенант, фактично вони більшою або меншою мірою знаходять своє відображення в угодах між учасниками фінансово-кредитних відносин, що свідчить про неефективність практики їх застосування.

У межах формування інституційного середовища функціонування ковенантів на фінансовому ринку України пропонуємо: *по-перше*, законодавчо закріпити поняття «ковенант», «фінансовий ковенант» шляхом внесення їх до Цивільного кодексу України. При цьому слід ввести додаткові положення, які б чітко визначали сутність даних понять, особливості їх юридичного закріплення, терміни, підстави для виникнення та припинення їх дії, загальні умови щодо забезпечення виконання ковенантів, правові наслідки щодо їх порушення; *по-друге*, органам регулювання фінансового ринку України розробити спеціальний документ – Універсальний перелік фінансових ковенантів, у якому слід чітко визначити види і характер ковенантів, які можуть мати місце у всіх сферах фінансово-кредитних відносин між економічними суб'єктами як основи для їх нормативно-правового закріплення і практичного застосування; *по-третє*, внести відповідні зміни і доповнення у нормативно-правові документи з питань регулювання фінансового ринку не лише з метою формального закріплення, а й викладу методів практичного застосування ковенантів; *по-четверте*, з метою захисту інтересів контрагентів у разі порушення ковенантів, визначити відповідні заходи впливу і міри відповідальності.

Реалізація вищепропонованих заходів створить можливості визнати на рівні чинного законодавства ковенанти легальним інструментом управління фінансовими ризиками, а також створити загальний для всіх ковенантів порядок нормативно-правового регулювання незалежно від зобов'язань, що покладені в їхню основу. Усе це дозволить поліпшити якість прогнозування результатів фінансово-кредитних відносин між суб'єктами фінансового ринку.

При цьому існує об'єктивна потреба у виробленні системи правил, дотримання яких дасть змогу кредиторам ефективно застосовувати ковенанти, які були не обтяжливими для боржників та реципієнтів фінансових ресурсів, а саме:

1. Ковенанти повинні розроблятися індивідуально для кожного клієнта і відображати ті ризики, для обмеження яких вони встановлені.
2. Ковенанти в угоді повинні бути чітко вказані і зрозумілі для клієнта.
3. Повинен бути визначений точний термін виконання ковенанта і організований контроль за його дотриманням. У рішеннях про здійснення фінансування слід вказувати терміни контролю кожного ковенанта (щомісяця, щокварталу, на певну дату) і відповідальних за це осіб співробітників.

Штрафні санкції за порушення ковенантів та особливості їх застосування*

№	Штрафні санкції за порушення ковенантів	Рекомендації щодо застосування
1.	Виплата штрафу	Доцільно використовувати тільки для дрібних порушень або як альтернативу дострокового стягнення (у разі якщо кредитор погодився на порушення ковенанта). На відміну від підвищення процентної ставки не стимулює клієнта до усунення порушення, оскільки носить разовий характер
2.	Підвищення процентної ставки (на період до усунення порушення)	Оптимальний засіб впливу на клієнта (щодо страхування застави, переведення оборотів, усунення юридичних ризиків тощо), оскільки стимулює до якнайшвидшого усунення порушення
3.	Припинення фінансування	Припинення видачі нових траншів до усунення порушення. Дозволяє скоротити втрати кредитора при розвитку негативних тенденцій
4.	Дострокове погашення боргу	Слід встановлювати тільки для значущих ковенантів, порушення яких тягне за собою високу ймовірність неповернення заборгованості. Використовується для впливу на клієнта (наприклад, для реструктуризації на вигідних для кредитора умовах). Також дозволяє в короткі терміни отримати право на звернення до суду (у разі якщо становище клієнта стрімко погіршується, але борг ще не прострочений). Особливо актуальна ця міра для інвестиційних проектів, за якими протягом тривалого періоду виплачуються тільки відсотки (до моменту виходу на прострочення всі ліквідні активи можуть бути вже виведені)

* Авторська розробка.

4. Критерії, за якими оцінюється виконання ковенанта, повинні бути зрозумілими клієнтові з метою недопущення неоднозначного тлумачення.
5. Обов'язково повинні накладатися штрафні санкції за невиконання ковенантів. Їх метою є стимулювання клієнта до якнайшвидшого виконання прийнятих зобов'язань. Якщо порушення ковенанта сталося не з вини клієнта, термін розгляду питання на предмет виділення фінансування виконання може бути продовжений без накладання санкцій. Основні види штрафних санкцій та рекомендації щодо їх застосування наведено в табл. 2.
6. Ковенант слід формулювати таким чином, щоб у кредитора була можливість відстояти його в суді й довести свої права на застосування штрафних санкцій.
7. Ковенантів не повинно бути багато. Немає сенсу обмежувати клієнта безліччю різноманітних ковенантів, досить використовувати кілька найбільш значущих. Складні і комплексні показники не дають значної користі, але вимагають певних фінансових витрат і витрат часу для перевірки на предмет їх дотримання.

Крім того, банкам і небанківським фінансовим установам рекомендуємо розробляти відповідні внутрішні положення та методичні рекомендації щодо застосування в їхній діяльності найпоширеніших фінансових ковенантів, що сприятиме формуванню належної методологічної бази та уникненню відповідних помилок у роботі кредитних працівників, фінансових менеджерів, які займаються структуруванням кредитних лімітів, а також членів кредитних комітетів банків. При цьому наголос у подібних документах має робитися не лише на характеристиці та механізмах застосування, а й на цілях, які можуть бути досягнуті за допомогою того чи іншого ковенанта.

Розвиток практики застосування ковенантів на фінансовому ринку України сприятиме розвитку специфічних видів послуг із конструювання та моніторингу ковенантів, що стосується сфери фінансового інжинірингу. Така допомога може бути корисною для як для кредиторів та інвесторів, так і для позичальників та емітентів і надаватися банками, небанківськими фінансовими установами, а також професійними спеціалізованими компаніями, які надають послуги у в сфері аудиту, бізнес консультування, незалежної оцінки, бухгалтерського та управлінського обліку. Для кредиторів та інвесторів подібні послуги полягатимуть у здійсненні моніторингу та наданні звітів за всіма аспектами виконання ковенантів, включаючи підтвердження управлінської звітності, а для емітентів і позичальників – у здійсненні огляду ліквідності, прийнятті фінансових рішень, консультуванні з питань допомоги у досягненні домовленостей щодо відтермінування виплат боргу, як у режимі звичайного боргового фінансування, так і на стадії реструктуризації боргу. Це дасть змогу підтримувати діалог між учасниками фінансово-кредитних відносин та забезпечити прийнятні умови обслуговування боргу.

Висновки. Слід зазначити, що ковенанти можуть і повинні стати ефективним інструментом управління відносинами на фінансовому ринку України та, відповідно, ризиками, які при цьому виникають. Досягнути цього можливо лише за рахунок розроблення належного законодавчого та нормативно-правового забезпечення, методологічної бази, а також ефективної підготовки висококваліфікованих фахівців у сфері фінансів і правового регулювання. А конструювання ковенантів, тобто їх правильний підбір та поєднання, є важливим і актуальним завданням фінансової науки та практики.

У вітчизняній практиці фінансово-кредитних відносин ковенанти слід спрямувати на визначення та відображення ризику дефолту ще на ранніх етапах його зародження з метою уникнення у майбутньому. З іншого боку, ковенанти не повинні суттєво ускладнювати фінансово-господарську діяльність економічних суб'єктів, що свідчить про необхідність пошуку паритету інтересів емітентів та інвесторів, кредиторів і позичальників під час встановлення ковенантів. Слід усвідомити, що основне значення ковенанта полягає в тому, що він дозволяє знизити вартість зобов'язань (за рахунок надання кредиторіві додаткових гарантій і можливості негайного повернення наданих коштів у разі невиконання зобов'язань). Але в умовах фінансової кризи ковенанти можуть також використовуватися боржниками для того, щоб запевнити кредитора в стабільності свого становища і заручитися його довірою.

Тому на даному етапі існує потреба у розробленні науково-практичних підходів до формування, розвитку і вдосконалення форм мінімізації фінансових ризиків з використанням ковенант та оцінки їх ефективності у фінансово-кредитних відносинах, що стане предметом для подальших досліджень у даному напрямку.

Список використаних джерел

1. Барынькина Н. П. Актуальные проблемы финансового инжиниринга ковенант в условиях нарастающей финансовой нестабильности в России / Н. П. Барынькина // Кризис или реформа: современные проблемы развития социально-экономических систем : [сборник статей VI Меж.-практ. конф.]. Саратов : СГТУ, 2012. – С. 46-49.
2. Позитивные и негативные ковенанты. – Режим доступа : <http://www.lidings.com/ru/articles2?id=44>.
3. Перехода Н. С. Использование учетных финансовых ковенантов как способа минимизации финансового риска организаций агропромышленного комплекса // Российское предпринимательство. – 2011. – № 10. – Вып.2 (194). – С. 119-125. – Режим доступа : <http://www.creativeconomy.ru/articles/13943>.
4. Анисимов А. Н. Кредитные ковенанты: советы по практическому применению / А. Н. Анисимов // Банковское кредитование. – 2012. – №3. – С. 15-25.
5. Полтораднева Н. Л. Ковенанты как инновационный инструмент финансового инжиниринга в России / Н. Л. Полтораднева, Н. П. Барынькина ; РАН. Фонд «Финансы и развитие» : Национальный конкурс по экономике. – М., 2011. – 20 с.

Пшик Б. И. Теоретические и практические аспекты применения ковенантов в практике финансово-кредитных отношений.

Исследованы сущность и особенности применения ковенантов в сфере финансово-кредитных отношений как инструмента управления этими отношениями и рисками, возникающими в процессе их осуществления. Предлагаются определение и классификация ковенантов. Разработаны предложения по их законодательному закреплению и использованию в деятельности субъектов финансового рынка Украины. Ключевые слова: ковенант, финансовый ковенант, финансовый рынок, финансово-кредитные отношения.

Pshyk B. I. Theoretical and Practical Aspects of the Use of Covenants in the Practice of Financial and Credit Relations.

The essence and characteristics of the covenants in the financial and credit relations as a tool for the management of these relationships and the risks involved in their implementation are examined. The definition and classification of covenants are proposed. Proposals for its legalization and use in the activity of the financial market entities of Ukraine are developed. Keywords: covenant, financial covenant, financial market, financial and credit relations.

Надійшло 29.04.2013 р.