

МЕТОДОЛОГІЯ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ ЄВРООБЛІГАЦІЙ, ЕМІТОВАНИХ УКРАЇНСЬКИМИ БОРЖНИКАМИ – БАНКІВСЬКИМИ УСТАНОВАМИ У ФОРМІ НОТ-УЧАСТІ У КРЕДИТІ (LPN)

У статті висвітлено особливості реструктуризації зовнішньої заборгованості українськими банками в умовах світової фінансово-економічної кризи. Систематизовано та детально розглянуто основні етапи реструктуризації єврооблігацій, емітованих вітчизняними фінансово-кредитними установами. Сформульовано висновки та надано рекомендації.

Ключові слова: реструктуризація, єврооблігації, доларизація, зовнішній борг, банківська установа.

Вступ

Світова фінансова криза, яка поглинула економіку найбільш розвинених держав у 2007–2008 рр., в Україні стала відчутною лише у 4 кварталі 2008 р. Основним катализатором фінансового хаосу та масштабного скорочення виробництва була, як і в розвинутих державах, суттєва недостатність ліквідності, спричинена кризою довіри серед світових фінансових інститутів. Економіка України зазнала значних утрат через масовий відтік капіталу. Саме в таких умовах вітчизняні банки одні з перших відчули необхідність відстрочення платежів за своїми зовнішніми зобов'язаннями. Левова частка зовнішнього боргу наших фінансових установ була емітована у вигляді нот-участі у кредиті як найбільш пристосованого до українського законодавства та відносно ліквідного інструменту на міжнародних ринках капіталу. Актуальність розгляду процесу реструктуризації єврооблігацій вітчизняними емітентами на тлі погіршення стану економіки беззаперечна.

Аналіз останніх досліджень і публікацій

Світову фінансову кризу висвітлено в багатьох статтях економістів, фінансистів та аналітиків як України, так й інших держав світу. Серед них слід виокремити міркування В. С. Стельмаха [7, с. 34], Б. М. Данилишина [3], аналітичні погляди спеціалізованих інформаційних агентств [8], інвестиційних груп [9] тощо, але всі вони розглядають лише вплив кризи на той чи інший сектор економіки, не аналізуючи можливих підходів до реструктуризації вітчизняними банками, учасниками саме цих секторів економіки, власної зовнішньої заборгованості, та не структурують зазначеного підходу. Основний акцент

у цій статті зроблено на специфіці управління українськими емітентами процесом перегляду схеми погашення зобов'язань за борговими цінними паперами.

Мета нашого дослідження – проаналізувати етапи реструктуризації боргових цінних паперів (нот-участі у кредиті або єврооблігацій) українськими банківськими установами.

Викладення основного матеріалу

Тенденції, що були притаманні міжнародному фінансовому ринку в докризовий період, характеризувалися зростанням мобільності міжнародного капіталу, диференціацією локалізації його потоків і, як наслідок, лібералізацією фінансового регулювання.

Відкритість економіки України та лояльність Національного банку як особливого центрального органу державного управління [1] спонукали іноземних кредиторів до експансивної поведінки відносно нашої держави на фінансовому ринку.

За таких умов валовий внутрішній борг, починаючи з 2006 р., за три роки збільшився на 62 млрд доларів США та на 1 січня 2009 р. становив 102 млрд доларів США, що відповідає 155 % зростання. Зовнішня заборгованість банківського сектору за той самий період збільшилася на 33 млрд доларів США та на 1 січня 2009 р. становила 39 млрд доларів США, що відповідає 550 % зростання. На 1 січня 2010 р. валовий зовнішній борг і зовнішній борг банківського сектору був 103 млрд та 31 млрд доларів США відповідно [4].

Збільшення пасивної бази банківських установ за рахунок зовнішніх позик супроводжувалось агресивним нарощуванням активів, а саме кредитного портфеля. Таким чином, починаючи

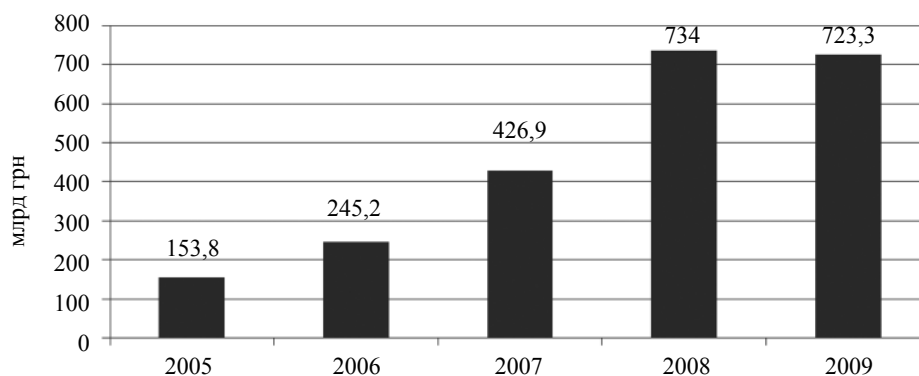


Рис. 1. Динаміка вимог банків за наданими кредитами¹

із 2006 р., за три роки заборгованість за кредитами зросла на 377% і на 1 січня 2009 р. становила 734 млрд грн. На 1 січня 2010 р. цей показник дорівнював 723 млрд грн (див. рис. 1).

Залучення банками фінансових ресурсів в іноземній валюті та подальше вливання їх в економіку держави частково спричинило ефект доларизації, який є економічним явищем і суть якого полягає у витісненні національної грошової одиниці стабільнішою іноземною [7, с. 238]. В Україні наявна неофіційна доларизація, за якою іноземна валюта не є легальним засобом платежу, проте становить значну питому вагу у грошовій масі, що перебуває в обігу [6, с. 264].

У нашій державі фінансова доларизація переважно стосується кредитів та депозитів. Динаміка показників доларизації економіки України (див. рис. 2) свідчить про експансивну поведінку розвинутих держав – з одного боку – та ігнорування економічної безпеки регуляторними інститутами й інститутами перерозподілу фінансових ресурсів – з іншого.

2008 р. в Україні став апогеєм недосконалості системи державного управління, довів залежність приватного сектору від макроекономічної ситуації й засвідчив недосконалість захисту від світових кризових явищ. Суттєве збільшення рівня інфляції за рахунок емісії гривні для підтримки стабільного курсу долара США, постійне зростання соціальних виплат в умовах тривалого політичного протистояння та виборчої агітації, перевищення імпорту над експортом на тлі сповільнення розвитку світової економіки та інвестиційної активності спричинили значне падіння виробництва майже в усіх галузях економіки.

За такого перебігу подій фінансово-кредитним установам ставало все важче обслуговувати власні зобов'язання за зовнішніми позиками. Особливо це стосувалося країн із великим зовнішнім боргом та нестабільними макроеконо-

мічними показниками. Сподівання банків на рефінансування зовнішньої заборгованості за рахунок кредитних коштів, залучених на міжнародних ринках капіталу, були розвіяні відсутністю вільних фінансових ресурсів. Ерозія пасивної бази внаслідок недовіри населення супроводжувалася погіршенням якості кредитного портфеля, мінімізуючи тим самим віддачу від основного виду діяльності – з одного боку – та зменшуючи основне джерело функціонування банківської установи – з іншого. Ефект «доміно» через інтегрованість фінансового сектору України до міжнародного фінансового ринку проявився у кризі ліквідності банків – спроможності своєчасно і в повному обсязі виконувати свої зобов'язання [5, с. 7].

Тому замість основного генератора розвитку економіки фінансової установи були змушені звернутися до Національного банку України та позикодавців із запитом щодо стабілізаційного кредитування і пропозиціями відстрочення сплати основного боргу відповідно. Таким чином, певна кількість вітчизняних фінансових установ була змушена порушити умови кредитних договорів, за якими вони залучали кошти, та починати переговори з позикодавцями щодо внесення змін до кредитної документації.

Згідно зі стандартною практикою, будь-які кредитні угоди містять суттєві обмеження фінансової діяльності боржників та обмеження щодо мінімальної адекватності капіталу, рівня регулятивного капіталу, максимального рівня зовнішнього боргу, невиконання зобов'язань за іншими кредитними угодами (крос-дефолт), права кредиторів щодо прискорення погашення позик у разі дефолту (акселерація) тощо.

Зазвичай банківська установа-боржник після настання дефолту бере на себе відповідальність лімітувати більшість своїх активних операцій, вжити заходів зі скорочення кредитного портфеля та портфеля цінних паперів, розпочати

¹ Складено за даними щомісячного аналітично-статистичного видання «Бюлетень Національного банку України» (джерело: офіційний сайт НБУ – <http://www.bank.gov.ua>).

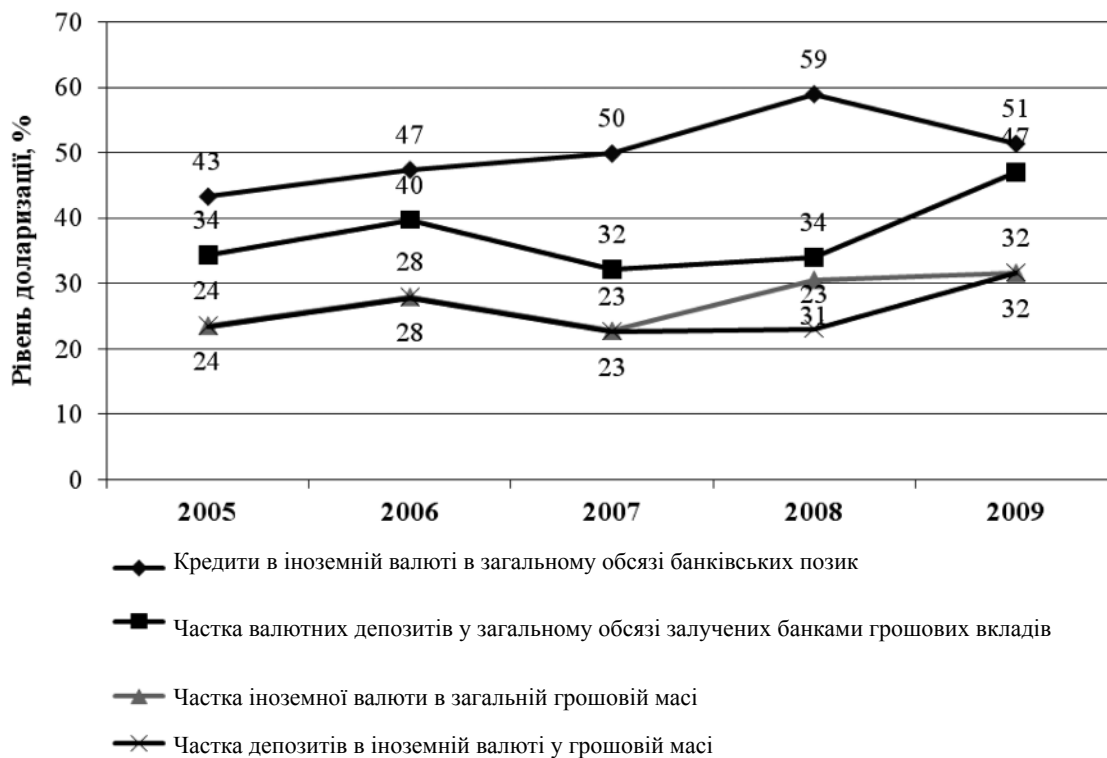


Рис. 2. Динаміка показників доларизації економіки України

внутрішньоструктурну реорганізацію щодо скорочення операційних витрат і, найголовніше, зберегти рівноправне ставлення до всіх без винятку кредиторів, але враховуючи при цьому особливості використаного боргового інструменту, юрисдикції позикодавця тощо (принцип *pari-passu*).

Тоді як у переговорах із кредиторами за міжбанківськими позиковими угодами існує певна кількість банків і фондів, із якими таки можна домовитися завдяки створенню комітету кредиторів, залучаючи декілька, як правило, найбільших позикодавців та захищаючи інтереси всіх кредиторів міжбанківського боргу, позикодавцями банку в публічних інструментах, що котируються на світових біржах, є безліч інституціональних і приватних інвесторів, яких неможливо ідентифікувати, використовуючи традиційні засоби комунікації через повіреного агента або платіжного агента. Банк-боржник має право звернутися до повіреного агента з текстом повідомлення, адресованого інвесторам, із заохоченням останніх за власним бажанням ідентифікувати себе для неофіційних переговорів щодо умов реструктуризації нот-участі у кредиті. У зв'язку з тим, що процедура узгодження тексту повідомлення з повіреним агентом триває певний час і банк-боржник повинен дотримуватися умов біржі, де котируються цінні папери, що підлягають реструктуризації, за допомогою розміщення повідомлень інвесторам він компен-

сує витрати на послуги як своїх юридичних радників, так і, згідно з наявною кредитною документацією, видатки на правничих радників повіреного агента. Банк може оптимізувати процес комунікації з інвесторами через обов'язкове звернення до них із повідомленням про дефолт. Звернення має досить умовний характер, адже кількість ідентифікованих інвесторів не перевищує 20–25 % від загального обсягу випуску, хоча плідна робота з інвесторами, за припущення, що вони становлять репрезентативну вибірку, може створити збалансовані умови ще до офіційного звернення щодо підтримання запропонованих умов реструктуризації.

Враховуючи певні особливості процесу реструктуризації зобов'язань за цінними паперами (в цьому випадку – нот-участі у кредиті), можна виділити певні заходи незалежно від фінансового стану банку-боржника.

Перший етап

Повідомлення інвесторів через прийняті та закріплені у фінансових угодах засоби зв'язку про події, які спричинили дефолт або можуть призвести до подальшого погіршення фінансового стану емітента. На цьому етапі важливо постійно підтримувати зв'язок з інвесторами через повіреного агента до моменту отримання переважної кількості голосів на підтримку запропонованих умов реструктуризації, щоб запобігти

будь-яким діям останніх проти боржника у вигляді ініціювання судових процесів у будь-якій юрисдикції у разі дефолту – згідно з кредитною документацією про емісію або прискорене погашення основної частини боргу у випадку крос-дефолту внаслідок дефолту за іншими кредитними угодами.

Другий етап

Призначення радників і домовленість про дату проведення переговорів з інвесторами (у разі необхідності) щодо представлення попередніх умов реструктуризації заборгованості. Слід зазначити, що важливу роль у процесі реструктуризації єврооблігацій відіграє юридичний радник, який відповідає за коректність документації, офіційну комунікацію з інвесторами (через повіреного агента), виконання розпоряджень банку-боржника в зазначений термін. Роль фінансового радника на прикладі реструктуризації нот-участі у кредиті дещо віддалена та не критично необхідна. Зазвичай інституціональні та приватні інвестори мінімізують психологічні аспекти ставлення до боржника й оцінюють лише економічні та юридичні складові запропонованих умов реструктуризації. Водночас банкам-кредиторам потрібен досить сильний «брендовий» фінансовий консультант, який, на думку кредиторів, несе певну відповідальність за зобов'язання боржника, визначені під час перемовин, та виконання спрогнозованих фінансових показників протягом періоду погашення реструктуризованої частини боргу. Узгодження подовження схеми залучення боргу (в цьому разі – нот-участі у кредиті) та відповідних комісійних винагород з усіма сторонами процесу.

Третій етап

На основі аналізу фінансового стану боржника та побажань кредиторів офіційне представлення умов реструктуризації боргу з вказівкою на день і час голосування щодо умов. Пакет документів щодо реструктуризації офіційно надсилають інвесторам через повіреного агента, біржу та клірингову систему й об'єднують як додаток до проспекту емісії. Серед іншого, додаток містить стислий опис стану позичальника і причин, що спонукали банк звернутися до інвесторів щодо перегляду деяких позицій кредитної документації; зміни до попередньо визначених умов; додатки до наявної кредитної документації; інкорпорує зміни до встановлених вимог у разі їх затвердження; оголошення про голосування.

Найважливішим фактором успішної реструктуризації є повний аналіз кредитної документації та умов проведення зборів інвесторів для прийняття рішень щодо внесення змін до кре-

дитного договору. Вимоги щодо кворуму та необхідної кількості голосів для прийняття того чи іншого рішення різняться і суттєво впливають не тільки на кінцеву позицію сторін й остаточні умови для затвердження, а й навіть на перебіг переговорів. У випадку, коли необхідний кворум для прийняття рішення про зміну купона, терміну кінцевого погашення нот, деяких фінансових ковенант становить 50 %, а необхідна більшість для прийняття рішення – 66 %, то ефективно боржник має можливість для затвердження змін лише 37 % голосів від загального обсягу емісії. Логічно, що за таких умов боржник має більш жорстку позицію та може запропонувати непопулярні рішення для затвердження. І, навпаки, більш висока вимога кворуму змушує боржника шукати попереднього позитивного рішення від більшої кількості інвесторів, пропонуючи лояльніші для них умови. Утім, усвідомлюючи необхідність реструктуризації боргу банком як підвищений ризик, інвестори, спираючись на стандартну ринкову практику та оцінювання всіх можливих ризиків емітента, встановлюють відсоткові платежі, не менші, ніж до дефолту, хоча і допускають певне послаблення деяких інших фінансових та інформаційних ковенант (наприклад, мінімальні рівень статутного капіталу, рівень його адекватності, максимальний рівень залучення боргу тощо).

Четвертий етап

Юридичне закріплення попередньо досягнутих умов реструктуризації заборгованості та реєстрація змін до чинної кредитної угоди в Національному банку України і сплата комісій основному кредитору, який потім через основного платіжного агента розподіляє їх серед інвесторів.

Процес реструктуризації боргу – одна з форм реорганізації його умов, у процесі якої боржники та кредитори домовляються про відстрочення виплат заборгованостей за основною сумою кредиту та за відсотками, погашення яких повинно настати у певний час, а також про новий графік таких платежів. Отже, фінальна стадія, якої прагне досягти кожний банк, що перебуває в процесі реструктуризації, – узгодити нові умови обслуговування боргу з акцентом на пролонгацію наявної консолідованої заборгованості та засвідчити ці умови юридично, шляхом підписання консолідованої угоди з усіма кредиторами – учасниками процесу реструктуризації.

Висновки

Ефективність розвитку економіки України безпосередньо залежить від ефективного перерозподілу грошових потоків між галузями. В умовах світової фінансово-економічної кризи дуже гостро постало питання реструктуризації еконо-

міки, а саме її кровносною системою – фінансовою системою держави та банківської зокрема, адже реалізація економічного потенціалу країни на пряму залежить від функціонального навантаження на фінансово-кредитний сектор, який, по суті, дає поштовх поетапному розвитку галузей економіки. Саме ефективність функціонування фінансово-кредитної системи забезпечує доступ до ресурсної бази, необхідної для створення національного продукту, тим самим оптимізуючи грошові потоки та визначаючи достатній рівень фінансування суб'єктів економічної діяльності. Беручи до уваги неефективність функціонування банківських установ у ролі основних інститутів перерозподілу грошових потоків, потрібно на вищому рівні переглянути стратегію поведінки та частково змінити напрям вливання капіталу. Фінансові ресурси, які передано в користування суб'єктам економічної діяльності, повинні створювати потенціал для подальшого розвитку економіки, тим самим закладати фундамент для генерації подальших грошових потоків на виході. Окремим об'єктом такого фінансування може бути інноваційна діяльність, що спрямована на використання та комерціалізацію результатів наукових досліджень і розробок та зумовлює випуск на ринок нових конкурентоспроможних товарів і послуг, її результат зумовлює розвиток національної економіки. Реалізація інноваційної

(високотехнологічної) відтворювальної діяльності не може обійтися без інститутів і механізмів, які забезпечують перерозподіл ресурсів та засобів у бік структурних інноваційних зрушень [2, с. 300].

За своїм функціональним навантаженням банківські установи найбільш підходять для такої діяльності за умови, що запропонована модель споживання буде скорегована у бік економічного розвитку.

Окрім цього, окрему увагу слід приділити оцінці кредитних ризиків банків, рівню доларизації економіки. Необхідно розробити комплекс заходів адекватного реагування на ввезення іноземного капіталу. Щоб підтримати стабільність банківської системи, треба стримати експансивність іноземного капіталу на внутрішній ринок і, як наслідок, збільшити пасивну базу фінансово-кредитних установ за рахунок закордонних позик; перелік економічних нормативів, якими регулюється банківська система України, слід розширити, додавши до чинних нормативів регулювання максимального рівня іноземного капіталу в пасивній базі банку. Визначення достатнього рівня зовнішнього боргу на основі показника рівня регулятивного капіталу банку дасть можливість частково мінімізувати ризик дефолту самої установи та підтримувати стабільність банківської системи загалом.

1. Закон України «Про Національний банк України» від 20.05.1999 № 679-XIV зі змінами та доповненнями : [Електронний ресурс] // Офіційний сайт Верховної Ради України. – Режим доступу : <http://www.rada.gov.ua>. – Назва з екрана.
2. Білорус О. Г. Глобальний конкурентний простір / О. Г. Білорус. – К. : КНЕУ, 2007. – 680 с.
3. Данилишин Б. М. Світова фінансова криза – тест для України : [Електронний ресурс] / Б. М. Данилишин // Дзеркало тижня. – 2008. – № 38 (717). – Режим доступу : <http://www.dt.ua/1000/1550/64350>. – Назва з екрана.
4. Зовнішній борг України за 2009 р. : [Електронний ресурс] // Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу : http://bank.gov.ua/Statist/index_DEBT.htm. – Назва з екрана.
5. Ковальчук Т. Т. Ліквідність комерційних банків / Т. Т. Ковальчук, М. М. Коваль. – К. : Знання КОО, 1996. – 120 с.
6. Моисеев С. Р. Международные валютно-кредитные отношения / С. Р. Моисеев. – М. : Дело и Сервис, 2003. – 576 с.
7. Стельмах В. С. Монетарна політика Національного банку України : сучасний стан та перспективи змін / В. С. Стельмах. – К. : Центр наукових досліджень Національного банку України УБС НБУ, 2009. – 404 с.
8. Юрчишин В. Світова фінансова криза дасть справжній ляпас українській економіці через два-три місяці : [Електронний ресурс] / В. Юрчишин // Економічний центр Разумкова, 2009. – Режим доступу : <http://www.zik.com.ua/ua/news/2008/10/17/154160>. – Назва з екрана.
9. The impact of the global liquidity crisis on ukraine and the road to economic recovery : [Електронний ресурс] // Position Paper // SigmaBleyzer Investment Group. – Режим доступу : <http://www.sigmableyzer.com/File/economic/The%20Impact%20of%20the%20Global%20Liquidity%20Crisis%20on%20Ukraineand%20the%20Road%20to%20Economic%20Recovery.pdf>. – Назва з екрана.

O. Ponomarenko, O. Masyna

METHODOLOGY OF RESTRUCTURING OF EUROBONDS ISSUED BY UKRAINIAN BORROWERS – BANKING INSTITUTIONS IN THE FORM OF LOAN PARTICIPATION NOTES (LPN)

This article highlights features of the external debt restructuring by Ukrainian banking institutions during the global financial crisis. Systematized and reviewed in detail the main phases of restructuring. Conclusions and recommendations were given.

Keywords: restructuring, eurobonds, dollarization, foreign debt, banking institution.