

# КОВЕНАНТИ ЯК ІННОВАЦІЙНИЙ ІНСТРУМЕНТ ФІНАНСОВОГО УПРАВЛІННЯ КРЕДИТНИМИ РИЗИКАМИ

## COVENANTS AS INNOVATIVE INSTRUMENT OF CREDIT RISKS' FINANCIAL MANAGEMENT

*В статті розкрито зміст понять «ковенант» та «фінансовий ковенант». Розроблено класифікацію ковенантів з їх поділом на позитивні та негативні, фінансові та нефінансові. Здійснено систематизацію поширених в закордонній та вітчизняній практиці фінансових ковенантів. Запропоновано основні заходи стосовно законодавчого закріплення ковенантів в Україні, а також інші рекомендації щодо поширення застосування фінансових ковенантів учасниками договірних відносин задля мінімізації втрат і попередження ризиків у процесі кредитування та інвестування.*

*This article discloses the essence of definitions «covenant» and «financial covenant». The classification of covenants with their dividing on positive and negative, financial and non-financial are developed. The systematization of common in foreign and domestic practice financial covenants is made. The main measures concerning the legislative fixing of covenants in Ukraine and also other recommendations concerning the use of financial covenants by the participants of contract relations for the minimization of losses and prevention of risks during the crediting and investing processes are proposed.*

**Ключові слова:** ковенант, дефолт, інноваційний фінансовий інструмент, кредитний ризик, ковенантна вимога, кредитоспроможність, ризик-портал, фінансові ковенанти.

**Keywords:** covenant, default, innovative financial instrument, credit risk, covenant demand, creditworthiness, risk portal, financial covenants.

**Постановка проблеми.** У світлі сучасних змін та подій в економіці, що відбулися в світі за останні десятиліття, таких як глобалізація, розвиток інформаційних технологій, дерегулювання економічних відносин, світова фінансова криза, змушують визнати, що роль фінансів, і фінансового права зокрема, в економіці різних країн дедалі зростає.

Фінансові відносини виходять на новий рівень можливостей, а, отже, і більший рівень ризиків. У світлі кризових явищ останніх років особливого

значення набуває стійке фінансове становище суб'єкта фінансових відносин. Це вимагає значних наукових і практичних витрат на створення інноваційних інструментів фінансового управління, здатних мінімізувати можливі втрати і попереджувати ризики. В умовах зростаючої фінансової нестабільності таким інструментом може стати ковенант.

Питання проблематики застосування ковенантів в українській практиці, незважаючи на важливість їх використання в процесі побудови відносин

**Наталія Бабяк**  
к.е.н., професор  
кафедри  
корпоративних  
фінансів  
та контролінгу  
**Віталій Савочка**  
магістр,  
ДВНЗ «Київський  
національний  
економічний  
університет  
імені Вадима  
Гетьмана»

**Nataliia Babiak**  
PhD, Professor  
of Corporate  
Finance and  
Controlling  
Department

**Vitalii Savochka**  
master,  
SHEI «Kyiv  
National  
Economic  
University named  
after Vadym  
Hetman»

ТЕОРИЯ  
БІЗНЕСУ

між різними економічними суб'єктами, є недостатньо вивченим, що обумовлює актуальність дослідження в даному напрямку.

**Аналіз останніх досліджень та публікацій.** У зарубіжній економічній літературі, в результаті багаторічної практики застосування ковенантів як інструменту управління фінансовими ризиками, створена низка дослідних і практичних робіт, що детально висвітлюють ковенанти. Дослідження застосування ковенантів в банківській практиці здійснювали Рон Бокс [1], Джон Палья [2] та низка інших науковців. Зокрема, Матус Валкучак [3] здійснив комплексне дослідження ролі ковенантів в побудові бізнес-моделей.

У вітчизняній же економічній літературі ковенанти, як об'єкт дослідження, з'явилися відносно нещодавно, що в цілому й пояснює невелику кількість робіт на дану тему. Увагу українських науковців привертає проблематика використання фінансових ковенантів у відносинах інвесторів та емітентів корпоративних облігацій. До цих науковців належать В. Вітлінський, Л. Долінський, А. Камінський, О. Мозговий, О. Слуцька та інші.

**Постановка завдання.** Головною метою даного дослідження є розробити обґрунтовані теоретичні та практичні рекомендації, що забезпечать поширення застосування фінансових ковенантів учасниками договірних відносин в Україні задля мінімізації втрат і попередження ризиків у процесі кредитування та інвестування.

**Виклад основного матеріалу.** У зарубіжній фінансовій практиці ковенант використовується вже тривалий час і є не тільки атрибутом ділового звичаю, але й має, переважно, законодавче закріплення.

Фінансовий ковенант застосовується в угодах між юридичними або фізичними особами, зустрічається в кредитних договорах, податкових ставках, облігаційних позиках, корпоративних та інших фінансових угодах. Дуже часто він використовується в договорах із зарубіжними кредиторами. На сьогоднішній день

близько половини банків намагаються встановити ковенанти зі штрафними санкціями і заборонаю на співпрацю з деякими організаціями. Наявність ковенантів в угоді дає можливість залучити фінансування за дещо нижчою ціною.

Крім того, включення ковенант в структуру кредитів і облігацій надає додаткові гарантії кредиторам та інвесторам, якісно підвищуючи рівень фінансових відносин і покращуючи функціонування фінансового ринку. Все вище зазначене свідчить про важливу роль ковенантів у фінансовому інструментарії взагалі.

Поняття «ковенант» вперше було запроваджено в англосаксонській правовій системі. Класичне його визначення полягає в тому, що під ковенантом розуміється угода або зобов'язання вчинити будь-яку дію або утриматися від неї. Ця угода має юридичну силу для сторони, на яку покладено виконання певних обов'язків [4]. Подібні зобов'язання «покладають на боржника ті чи інші зобов'язання, дотримання яких знижує ризики кредитора зіткнутися з порушенням, а недотримання дає кредитору формальне право відмовитися від договору і вимагати дострокового повернення наданого фінансування» [5].

Так, згідно з тими ж нормами англійського права законодавчо визначені ковенанти, що, зокрема, накладаються на компанію-емітента облігацій [6, с. 51]. Ковенанти в цьому аспекті представляють собою договірні зобов'язання емітента облігацій, недотримання яких надає право кредиторів оголосити позичальнику дефолт.

Також з договірної практики випливає, що кредитору в подібних випадках можуть бути надані й інші права (наприклад, право на застосування підвищеної процентної ставки). У літературі звертається увага на те, що ковенанти також можуть виражатися у вигляді таких умов договору, що дають кредитору певні права, і виконання яких не завжди перебуває під контролем позичальника. З цього можна зробити висновок про те, що ковенантні умови можна поділити на

повністю залежні від волі позичальника і повністю або частково незалежні від неї. А.Г. Карапетов зазначає: «У західній літературі іноді пропонується не позначати ті обставини, що не залежать від волі боржника, як ковенанти. Але це не заважає західній практиці укладання договорів позначати як ковенанти, наприклад, такі умови, як гарантії незниження тих чи інших фінансових показників, незмінюваність керівництва компанії або відсутність судових позовів з боку третіх осіб» [5].

Таким чином, можна визначити ковенанти як інструмент управління фінансовими відносинами, що являють собою певні критерії, яким повинен відповідати певний суб'єкт цих відносин, і дозволяють розподіляти фінансові ризики між окремими суб'єктами.

Сутність ковенантів полягає в зниженні невизначеності в майбутньому. Це проявляється в підвищенні точності прогнозу оцінки ризику за допомогою попереднього визначення відповідальності учасників фінансових відносин у разі настання несприятливих подій.

Слід зазначити, що ковенанти, як фінансовий інструмент, повинні бути легітимними і легальними, а, отже, відображені в правовій системі держави, тому слід визначити наступну класифікацію ковенантів. Існує два основних їх типи: позитивні (positive covenants, affirmative covenants) і негативні (negative covenants, restrictive covenants) (рис. 1).

Позитивний ковенант являє собою угоду у формі договору, згідно з яким одна зі сторін зобов'язується перед іншою стороною виконати певні дії. При цьому такі дії не обов'язково повинні бути спрямовані на отримання вигоди іншою стороною. Умови позитивних ковенантів ніколи не обмежують виконання прав, не пов'язаних безпосередньо з виконанням ковенанта. Вони встановлюють додаткові обов'язки чи дії, які має виконати особа, яка дала обіцянку по ковенанту. Як правило, дія позитивного ковенанта припиняється в момент його виконання. Негативний ковенант - це угода у

формі договору, згідно з яким одна зі сторін зобов'язується утримуватися від певних дій.

Окрім загального поділу ковенантів на позитивні і негативні, важливим є виокремлення з кожного з зазначених видів фінансових і нефінансових ковенантів. Дана класифікація дозволяє більш чітко структурувати ризики і відповідальність сторін учасників фінансових відносин, що підвищує якість не тільки фінансового інжинірингу, але якість самих фінансових відносин. Наступною класифікаційною ознакою є наявність або відсутність фінансових показників в ковенантах. Слід зазначити, що дана класифікаційна ознака може бути застосована лише до фінансових ковенантів, які є складовою частиною ковенантів. Дане виокремлення дозволило поглибити дослідження, сконцентрувавши подальшу увагу саме на фінансових ковенантах.

Доцільно надати визначення фінансовим ковенантам. Так, під фінансовими ковенантами в даному дослідженні розуміється угода або пункт у договорі, що регулюють фінансові відносини між сторонами (кредитором і позичальником; емітентом та інвестором; та ін.) з метою розподілу фінансово-кредитного ризику шляхом характеристики фінансового стану емітента чи позичальника через фінансові показники.

Доцільно зазначити, що слід відрізняти фінансові ковенанти від фінансових коефіцієнтів, оскільки фінансові ковенанти можуть ґрунтуватися на фінансових коефіцієнтах, але самі фінансові коефіцієнти не є ковенантами. Основні фінансові ковенанти, що ґрунтуються на фінансових коефіцієнтах наведені в табл. 1.

Як вже зазначалося, найбільш поширено використання ковенантів в процесі кредитування корпоративних клієнтів. Аналіз низки кредитних договорів дозволив виділити серед позитивних ковенантів наступні найбільш розповсюджені інформаційні ковенанти:

✓ надання достовірних і точних даних про фінансовий стан підприємства-позичальника;

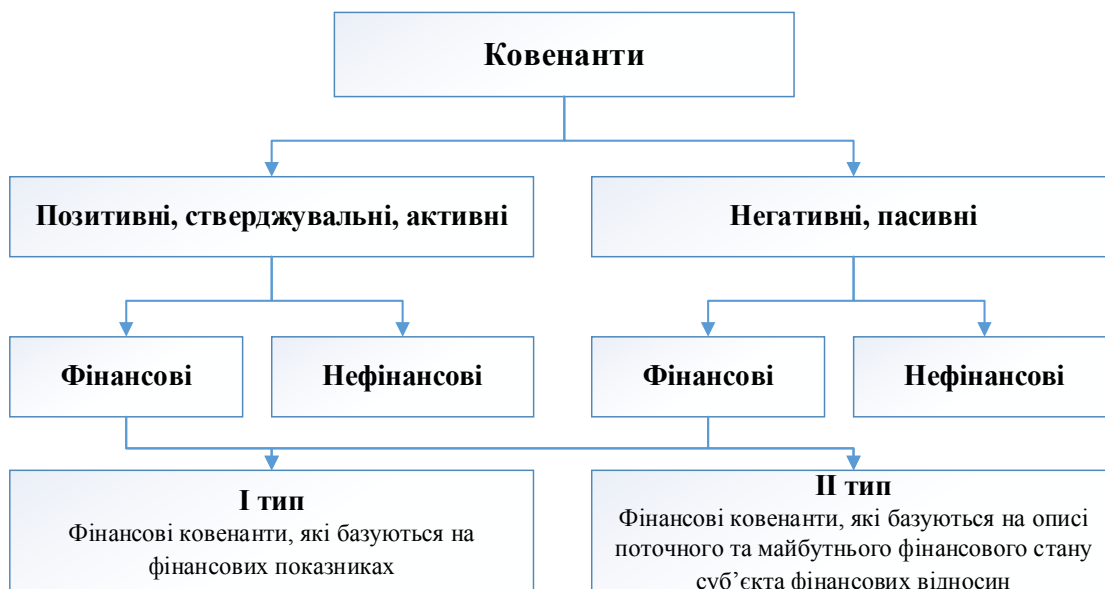


Рис. 1. Класифікація ковенантів\*

\* Розроблено на основі джерел [3] і [7].

- ✓ 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.

Серед негативних доцільно виділити заборонні та обмежувальні ковенанти. Заборонні ковенанти згідно з вітчизняною та зарубіжною практикою можуть характеризуватися наступними позиціями:

Таблиця 1

## Основні фінансові ковенанти I типу на основі зарубіжного досвіду\*

№ з/п	Фінансові ковенанти	Фінансові показники/коефіцієнти, які є основою для створення фінансових ковенантів
1	Ковенанти ліквідності	коефіцієнт поточної ліквідності; чистий оборотний капітал.
2	Ковенанти структури капіталу	величина боргових зобов'язань; коефіцієнт фінансового левериджу; співвідношення зобов'язань до активів; співвідношення зобов'язань до EBITDA; співвідношення зобов'язань до грошового потоку.
3	Ковенанти покриття	коефіцієнт покриття процентних платежів; коефіцієнт фіксованих платежів; коефіцієнт грошового покриття поточної частини боргу; EBITDA.
4	Інвестиційні ковенанти	обсяг капітальних вкладень;
5	Ковенанти розподілу прибутку	максимальні дивідендні виплати.
6	Ковенанти власного капіталу	показники чистих активів; показники чистих матеріальних активів.

\* Складено на основі: [3].

✓ заборона на заставу своїх активів або дочірніх компаній, що призводить до появи кредиторів, які матимуть пріоритет перед первинними кредиторами 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 боржника;

✓ 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, в свою чергу, передбачають:

✓ встановлення обмежень та вимога на попередню згоду кредиторів на зміну якісного складу керуючих органів компанії-позичальника та 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.

Зокрема, на практиці застосування ковенантів не завжди приводить до реального зниження рівня кредитного ризику. Пов'язано це з тим, що більшість банків, докладно описуючи у внутрішній документації застосовувані процедури оцінки кредитоспроможності та роботи із забезпеченням, ніяк не регламентують застосування кредитних ковенантів. В результаті позбавлені методологічної підтримки співробітники банків роблять багато помилок, що не дозволяють відстояти застосування ковенантів в суді або

ефективно впливати на поведінку клієнтів.

Шляхом аналізу подібних помилок було виділено вісім основних правил, покликаних зробити застосування ковенантів ефективним для банків, але при цьому необтяжливим для їхніх клієнтів:

1) Ковенанти повинні підбиратися індивідуально для кожного клієнта і відображати ті ризики, для обмеження яких вони встановлені.

2) Необхідно, щоб ковенант був прямо вказаний в кредитному договорі і підписаний клієнтом.

3) Повинен бути вказаний точний строк виконання ковенантів і організований контроль за їх дотриманням. У рішенні кредитного комітету слід вказувати терміни контролю кожного ковенанта (щомісяця, щокварталу, на певну дату) і відповідальних за це співробітників банку.

4) Критерії, за якими оцінюється виконання ковенанта, повинні бути зрозумілі клієнтові і не допускати двоякого тлумачення. Наприклад, ковенант типу «Капітальні витрати (CAPEX) клієнта, розраховані відповідно до принципів міжнародного фінансового обліку, не можуть перевищувати певну величину» обов'язково викличе протиріччя, оскільки капітальні витрати - не бухгалтерський термін і його визначення в МСФЗ немає.

5) Обов'язкова наявність штрафних санкцій за невиконання ковенантів. Їх метою є стимулювання клієнта до якнайшвидшого виконання прийнятих зобов'язань, а не покарання несумлінного позичальника або отримання таким чином додаткових доходів.

6) Ковенанти слід формулювати таким чином, щоб у банку була можливість відстояти його в суді і довести свої права на застосування штрафних санкцій.

7) Ковенантів не повинно бути багато. Немає сенсу обмежувати клієнта безліччю різноманітних ковенантів, досить використовувати кілька найбільш важливих для даного ліміту. Складні і комплексні показники не приносять великої користі, але вимагають значних витрат часу і ресурсів на їх перевірку.

8) Не слід покладати надмірно великі надії на ковенанти. Вони не зможуть уберегти банк від кредитних шахраїв або зробити з «поганого» позичальника «хорошого». Основне призначення ковенантів - переконати клієнта не вчиняти дії, які при реалізації негативних сценаріїв можуть призвести до його дефолту (утримуватися від агресивних стратегій зростання, підтримувати помірне боргове навантаження тощо). Тому їх застосування слід розцінювати як спосіб зробити «сумлінного» (тобто того, що відповідає вимогам кредитної політики банку) клієнта ще сумліннішим і відповідальнішим, а не як обґрунтування для видачі позик клієнту з сумнівною кредитоспроможністю та під сумнівне забезпечення.

Для ефективного контролю за додержанням позичальниками ковенантних вимог, банк повинен мати сучасну інформаційну систему управління кредитним портфелем. Ці системи являють собою свого роду ризик-портали, які широко використовуються у світовій банківській практиці. Ризик-портал – це система, що складається з централізованої бази даних, системи управління нею та низкою інших програмних продуктів, призначених для управління ризиками банку, пов'язаними, в першу чергу, з його позичальниками. Кредитні спеціалісти мають доступ до цієї системи, в якій зберігається інформація щодо статусу кредиту, якості його обслуговування, міститься необхідна документація для аналізу дотримання ковенантних вимог. Періодично ця база позичальників оновлюється кредитними спеціалістами, доповнюється всіма необхідними документами.

Система має інтерактивний інтерфейс, який в переважній більшості банків реалізується в браузерних формах, хоча досить поширеними у використанні, але менш гнучкими, є Windows-форми. Найбільш поширеною СУБД є Microsoft SQL Server, який використовується в комплексі з Microsoft SharePoint та іншими програмними продуктами.

Ризик-портал доповнюється системою раннього попередження та реагування, яка забезпечує здійснення моніторингу кількісних та якісних показників кожного з позичальників, а також передбачає систему оповіщення про факти виявлення недотримання ковенантів певним позичальником. Навпроти певного кількісного або якісного показника підтягується прапорець відповідного кольору, що відповідно символізує ступінь тривоги по окремому позичальнику. Після оповіщення відповідальний кредитний спеціаліст інформує керівництво про факти порушення ковенантів та узгоджує подальші рішення стосовно позичальника.

При чому, як правило, банк самостійно розробляє такі програмні продукти, однак може залучити і сторонні організації для цього.

В рамках формування інституційного середовища функціонування ковенант на макрорівні внесені наступні пропозиції:

✓ Законодавчо закріпити поняття «ковенант» та «фінансовий ковенант», що дозволить включити в фінансові відносини інновації фінансових інструментів;

✓ Законодавчо закріпити описи методів практичного застосування ковенантів;

✓ Закріпити норми в судовій правовій системі для захисту прав та інтересів контрагентів у разі порушення ковенантів;

✓ Закріпити в законодавстві певний мінімум фінансових ковенантів для застосування відносно нефінансових позичальників.

Також слід вводити ковенанти у публічну звітність з метою розширення інформаційної бази по ковенантам, формування статистичних і наукових матеріалів.

Вищевказані нововведення дозволять, по-перше, на законодавчому рівні визнати ковенанти легальним фінансовим інструментом, по-друге, незалежно від зобов'язання, що знаходиться в їх основі, дати загальний для всіх ковенантних договорів порядок правового регулювання. Це дозволить поліпшити якість прогнозування результатів фінансових відносин.

## ВИСНОВКИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШИХ ДОСЛІДЖЕНЬ

Ефективне управління фінансовими кovenантами надає змогу інвесторам, кредиторам та іншим суб'єктам отримати дієвий інструмент контролю здатності боржників розраховуватися за своїми зобов'язаннями. Застосування встановлених критеріїв має стимулювати боржників підтримувати фінансовий стан на високому рівні та своєчасно виконувати всі умови позики (інших взятих на себе зобов'язань), що зрештою відобразиться на зниженні рівня ризику дефолту. Використання кovenантів має переваги і для самих боржників, а саме: сприятиме підвищенню рівня транспарентності позичальників, покращенню фінансової дисципліни ведення бізнесу, що зможе надати можливість даним компаніям підвищити свою інвестиційну привабливість та розраховувати на зниження вартості залученого капіталу. Подальшого дослідження потребує питання законодавчого визначення механізму запровадження та використання кovenантів.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Ron Box. How to Effectively Negotiate Loan Covenants / Ron Box // J. Acc. – August, 2010.
2. John Paglia. An Overview of Covenants Large in Commercial Bank Loans / John Paglia // The RMA Journal. - Sept. 2007.
3. Matus Valkucak. The role and system of business covenants – focus on practice in Slovakia / Matus Valkucak // Central European University, The Legal Studies Department. – 2012.
4. Айвори И. Использование английского права в российских сделках / Иен Айвори, Антон Рогоза. – М.: Альпина Паблшерз, 2011. – 136 с.
5. Карапетов А.Г. Правовая природа и последствия нарушения кovenантов в финансовых сделках / А.Г. Карапетов // Частное право и финансовый рынок: сб. ст. – М.: СПС «Консультант Плюс». – 2011. – Вып.1.

6. Кашуба Д. Кризис заставляет идти на самоограничения / Д. Кашуба // Cbonds Review.– 2008 – № 4.– С. 50 – 53.

7. Слуцька О. В. Методичні засади формування фінансових кovenантів при емісії корпоративних облігацій / О.В. Слуцька // БІЗНЕСІНФОРМ. – 2012. –№3. – С.209 - 213.

8. Соболев Д. Кovenанты и события дефолта / Д. Соболев // Cbonds Review.– 2008.– № 4.– С. 44 – 48.

## REFERENCES

1. Ron Box. How to Effectively Negotiate Loan Covenants / Ron Box // J. Acc. – August, 2010.
2. John Paglia. An Overview of Covenants Large in Commercial Bank Loans / John Paglia // The RMA Journal. - Sept. 2007.
3. Matus Valkucak. The role and system of business covenants – focus on practice in Slovakia / Matus Valkucak // Central European University, The Legal Studies Department. – 2012.
4. Ajvori I. Ispol'zovanie anglijskogo prava v rossijskih sdelkah / Ien Ajvori, Anton Rogoza. – М.: Al'pina Pablsherz, 2011. – 136 s.
5. Karapetov A.G. Pravovaja priroda i posledstvija narushenija kovenantov v finansovyh sdelkah / A.G. Karapetov // Chastnoe pravo i finansovyj rynek: sb. st. – М.: SPS «Konsul'tant Pljus». – 2011. – Vyp.1.
6. Kashuba D. Krizis zastavljaet iditi na samoogranichenija / D. Kashuba // Cbonds Review.– 2008 – № 4.– S. 50 – 53.
7. Slutska O. V. Metodychni zasady formuvannia finansovykh kovenantiv pry emisii korporatyvnykh oblihatsii / O.V. Slutska // BIZNESINFORM. – 2012. –№3. – S.209 - 213.
8. Sobolev D. Kovenanty i sobytija defolta / D. Sobolev // Cbonds Review.– 2008.– № 4.– S. 44 – 48.