

УДК 336.012.23

## ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ТА ПРОБЛЕМИ ВИЗНАННЯ ДЕФОЛТУ ЕМІТЕНТІВ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ В УКРАЇНІ

*Мартюшева Л.С., к.е.н., доцент;  
Слуцька О.В., аспірант (ХНЕУ)*

*У статті обґрунтована необхідність уточнення економічного та юридичного визначення дефолту емітентів корпоративних облігацій в Україні. Також у статті проаналізовано підходи щодо розуміння дефолту в інших країнах. Проілюстровано можливі наслідки дефолту емітентів облігацій для інвесторів.*

**Ключові слова:** емісія, корпоративні облігації, дефолт, технічний дефолт, неплатоспроможність, банкрутство, реструктуризація.

**Постановка проблеми.** Економічний розвиток України на сучасному етапі багато в чому залежить від того, наскільки активно впроваджуються в діяльність суб'єктів господарювання нові інвестиційні проекти. Фінансування останніх можна активізувати, використовуючи сучасні інструменти фондового ринку, до яких відносять і корпоративні облігації.

Згідно з даними інформаційного агентства «Cbonds» [1] станом на березень 2010 року в Україні зареєстровано 65 емітентів корпоративних облігацій, які здійснили 169 їх емісії. Ці дані свідчать про достатньо широке розповсюдження цього виду цінних паперів на фондовому ринку України. Однак при цьому встановлено, що в період з 2008 по 2009 роки на ринку корпоративних облігацій було зареєстровано 146 дефолтів (із них 7 - технічних) та 20 невиконаних оферт, що характеризує досить високі ризики реалізації інвестиційних сподівань з використанням даного фінансового інструменту.

**Аналіз останніх досліджень.** Проблемам розміщення облігацій та відповідальності емітентів присвячені роботи таких відомих іноземних учених як: Г. Александер, Дж. Бейлі, Ю. Брігхем, Л. Гапенскі, А. Дамодаран, У. Шарп та інші. Проте їхні дослідження не мають універсального характеру, оскільки вони не враховують особливостей національних ринків, в тому числі українського. Теоретичні та практичні дослідження щодо аналізу українського ринку цінних паперів, зокрема ринку облігацій, здійснювали такі вітчизняні науковці, як: В. Галасюк, Л. Долінський, Р. Кільмухаметов, В. Михальський, О. Мозковий, В. Оскольський, О. Охріменко, О. Чемодуров, Г. Черніков та інші. Їхні роботи присвячені аналізу фондового ринку України в цілому, а також оцінці надійності емітентів цінних паперів. Проте в їхніх дослідженнях недостатньо уваги приділено ризикам облігацій та проблемі визнання дефолту емітентів корпоративних облігацій.

**Постановка завдання.** Очевидно, що для активізації впровадження в практику суб'єктів господарювання корпоративних облігацій слід мати коректні, науково обґрунтовані методики оцінки їх використання, які дозволяли б усім сторонам інвестиційного процесу зважувати на поточні та можливі майбутні доходи чи втрати. Для розробки методичного забезпечення оцінювання ризику корпоративних облігацій, насамперед ризику їх дефолту, слід, перш за все, визначитися з сутністю предмету оцінювання.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Як свідчить аналіз науково-методичної, нормативно-правової літератури та точок зору практиків дотепер не існує однозначного трактування понять "дефолт" та "технічний дефолт".

Аналіз українського законодавства дозволяє констатувати, що поняття «дефолт» використовується в ньому, насамперед, відносно зобов'язань за облігаціями та визначення найнижчого кредитного рівня емітентів цінних паперів за Національною рейтинговою шкалою [2]. Цей же термін використовується у міжнародних документах, зокрема, в директивах Ради ЄЕС, в угодах про позику від міжнародних інституцій, в документах МБРР, СБРР, СВД, у постановах НБУ стосовно рекомендацій діяльності банків та в Постановах Кабінету Міністрів стосовно боргової політики України. Встановлено, що дискусії відносно коректного трактування поняття «дефолт» також проходили рівні Європейського Центробанку і центральних банків інших країн [3].

Змістовний аналіз інформації, поданої в роботах [1-10] дозволяє зробити висновки, що доцільно відокремлювати намагання визначити в одних випадках економічну, а в інших – юридичну сутність такого явища, як дефолт. В такому разі, можна припустити, що юридичне трактування визначає терміни настання відповідальності позичальника та права інвесторів у разі порушення виконання зобов'язань з боку емітентів.

*Особливості трактування понять «дефолт» та «технічний дефолт»*

Країна	Офіційні джерела	Дефолт	Технічний дефолт	Коментар
1	2	3	4	5
Україна	Положення ДКЦПФР «Про порядок здійснення емісії облігацій підприємств та їх обігу» [4]	Неспроможність емітента облігацій виплатити власникам облігацій <b>у строк, встановлений умовами емісії</b> , відсотковий дохід за облігаціями та/або погасити частину чи повну вартість облігації.	Відсутнє визначення	Юридичне визначення (вказано терміни настання юридичної відповідальності)
Україна	Кредитно-рейтингове агентство Scredit-ratings [5]	а) Дефолт в широкому розумінні – нездатність юридичної особи <b>своєчасно</b> і повною мірою розраховуватися за борговими зобов'язаннями або виконувати інші умови договорів позики. б) Дефолт в конкретно предметному розумінні – нездатність позичальника/ <b>емітента</b> виплатити кредиторів/власників облігацій в повному обсязі у <b>призначений умовами позики термін</b> відсотковий дохід та/або погасити основну частину залучених коштів. Дефолтом також вважається нездатність достроково погасити позику, що обумовлено в договорі (оферта, настання певних умов договору).	Короткострокове порушення умов договорів позики, за наявності готовності з боку позичальника/емітента провести необхідні розрахунки в терміни, які будуть узгоджені з кредиторами.	Економічне визначення (не вказано терміни настання юридичної відповідальності)
Росія	Інформаційне агентство sbonds [1]	Невиконання договору позики, тобто невіплата своєчасно відсотків або основного боргу за борговими зобов'язаннями або за умовами договору про випуск облігаційної позики.	Ситуація, коли позичальник порушив договір позики, але фізично він цей договір може виконувати.	Економічне визначення (не вказано терміни настання юридичної відповідальності)
Росія	Наказ Федеральної служби з фінансових ринків «Стандарти емісії цінних паперів та реєстрації проспектів цінних паперів» [6]	1) Прострочка виконання зобов'язання з виплат чергового відсотка ( <b>купонного платежу</b> ) за облігаціями терміном <b>більше 7 днів</b> або відмова від такого зобов'язання. 2) Прострочка виконання зобов'язання з виплат <b>суми основного боргу</b> за облігаціями терміном <b>більше 30 днів</b> або відмова від виконання вказаного зобов'язання.	Виконання емітентом своїх зобов'язань за облігаціями з прострочкою в межах <b>7 днів (за купонним платежем)</b> та/або <b>30 днів (за основною сумою боргу)</b> .	Юридичне визначення (вказано терміни настання юридичної відповідальності)
США	Кредитно-рейтингове агентство Moody's [7]	Настання однієї з трьох подій: - пропущено або відкладено виплату відсотків / основного боргу, а також відстрочено платіж; - банкрутство, введення адміністратора або розпорядника майна, або інші законодавчі обмеження (у тому числі з боку регулятора) стосовно своєчасного погашення відсотків та/або основного боргу; - у випадку реструктуризації боргу зі зменшенням боргового навантаження: 1) емітент пропонує кредиторам нові цінні папери, що призведе до зменшення фінансових зобов'язань (такі як: привілейовані або прості акції, борг з меншим відсотком або номінальною вартістю, пролонгація) 2) зміни здійснюються з метою допомогти боржнику запобігти дефолту	Відсутнє визначення	Економічне визначення (не вказано терміни настання юридичної відповідальності)

Економічне ж визначення має більш широке трактування і додатково в обов'язковому порядку визначає загальний фінансовий стан емітента та спроможність виконувати свої зобов'язання на конкретну дату.

Окрім того, слід зазначити, що в офіційних джерелах неоднозначно трактуються поняття «дефолт» та «технічний дефолт». В табл. 1 подано узагальнення результатів дослідження авторів щодо змісту понять «дефолт» та «технічний дефолт», який вкладається в них науковцями та практиками в різних країнах.

Проаналізувавши дані табл.1, можна дійти висновку, що в економічному розумінні поняття дефолт трактується згідно з документами інформаційних та рейтингових агентств подібно як в Україні, так і в Росії. Різниця полягає лише в тому, що в Росії дефолт може оголошуватися не лише компаніями та державою («суверений дефолт»), але й приватними особами, нездатними обслуговувати всі або частину своїх зобов'язань. В українських офіційних документах поняття «дефолт» застосовується тільки щодо виконання зобов'язань юридичними особами.

Що стосується поняття «технічний дефолт», то слід також звернути увагу на деякі розбіжності. В Росії технічним дефолтом вважається будь-яке порушення договору позики, на відміну від України, де акцентується увага лише на прострочці виплат.

Розуміння дефолту рейтинговим агентством Moody's у США трактується значно ширше – в його основу покладено настання взагалі будь-якої події, що призводить до невиконання зобов'язань з боку позичальника.

Щодо юридичного розуміння поняття, то слід зауважити, що корпоративний дефолт в Росії є важливим поняттям корпоративного права. З одного боку, він є захисним механізмом для компанії, що зазнає тимчасових фінансових труднощів (захист від ворожого поглинання, захист від рейдерського захоплення тощо), а з іншого – захищає кредиторів від невиконання компанією зобов'язань за позиками. В російському законодавстві чітко визначається терміни прострочки виплати зобов'язань, що призводить до дефолту. В Україні такі норми відсутні і це що значно ускладнює захист прав інвесторів та послаблює їхню позицію у разі неспроможності позичальника вчасно розраховуватися за своїми зобов'язаннями.

Доцільно також зауважити, що згідно з нормами англійського права законодавчо визначені обмеження (ковенанти), що накладаються на компанію-емітента облігацій та додаткові випадки дефолту. Перевищення встановлених обмежень або настання додаткових випадків дефолту дає право власникам облігацій вимагати дострокового погашення зобов'язань.

Прикладом ковенант можуть бути обмеження можливості реорганізації емітента, підтримка певного відношення Борг/EBITDA, підтримка на певному рівні розміру чистих активів та інше. Основні додаткові випадки дефолту є неоприлюднення фінансової звітності в обумовлені терміни, зміна складу органів управління компанії-позичальника, початок судових тяжб, крос-дефолт, тобто факт неплатежу за іншими зобов'язаннями компанії-позичальника, банкрутство поручителя тощо [6].

В українському законодавстві, що регламентує емісію облігацій, вказані вище норми відсутні і це позбавляє інвесторів можливості вживати будь-яких заходів до факту неплатежу за облігаціями. Вказані права мають лише власники окремих видів єврооблігацій, обіг яких регламентований правилами європейських бірж.

Таким чином, можна узагальнити наступне. В українських умовах для констатації настання дефолту емітента мають бути одночасно присутніми наступні ознаки:

настав термін погашення облігацій;

облігації були пред'явлені до погашення;

після закінчення терміну погашення емітент не здійснив тих дій з погашення облігацій, які передбачені проспектом емісії [8].

Особливістю дефолту є те, що законодавством не встановлено вимоги щодо обов'язкового його оголошення емітентом і лише наявність всіх перерахованих ознак дозволяє інвесторам робити висновки про його настання. Окрім того, унікальністю дефолту, як особливого правового явища, є те, що для емітента законодавчо не передбачено кримінальної, адміністративної чи фінансової відповідальності, наслідком чого є низький рівень захищеності власників облігацій.

Згідно Положення ДКЦПФР «Про порядок здійснення емісії облігацій підприємств та їх обігу» емітент подає до ДКЦПФР звіт про наслідки погашення облігацій не пізніше 15 календарних днів після закінчення строку погашення випуску облігацій (серії), який вказано в рішенні про розміщення облігацій та у проспекті емісії облігацій. У разі неспроможності емітента виконати зобов'язання з погашення облігацій вказуються причини невиконання емітентом зобов'язань. Згідно того ж положення подальші дії емітента в разі оголошення ним дефолту та власників облігацій повинні бути зазначені у проспекті емісії [3].

Проаналізувавши інформацію, яка подана у проспектах емісії облігацій різних емітентів [1] щодо дій позичальника у разі оголошення ним дефолту, можна констатувати наступне. Деякі емітенти зобов'язуються оголосити про дефолт шляхом надсилання протягом 10 календарних днів з дати оголошення дефолту відповідного

повідомлення до ДКЦПФР, його опублікування, а також здійснити персональне письмове повідомлення про оголошення дефолту власників облігацій, але не пізніше 20 календарних днів до дати початку виплати відсоткового доходу та/або погашення облігацій в терміни та строки зазначені у проспекті емісії облігацій. Подальші дії емітента здійснюються відповідно до вимог Закону України «Про відновлення платоспроможності боржника та визнання його банкрутом». Задоволення вимог власників облігацій (виплата відсоткового доходу, номінальної вартості облігацій та відшкодування збитків) здійснюється за рахунок коштів одержаних від реалізації активів емітента у порядку, строки та черговість визначені Законом України «Про відновлення платоспроможності боржника та визнання його банкрутом» та Цивільним кодексом України.

Але слід відзначити, що згідно цього закону задоволення не забезпечених заставою вимог кредиторів, до яких належать власники облігацій, відноситься до четвертої черги. Причому вимоги кожної наступної черги задовольняються в міру надходження на рахунок коштів від продажу майна банкрута після повного задоволення вимог попередньої черги. Таким чином, ймовірність повернення коштів власникам облігацій досить низька. Крім того, процедура банкрутства може тривати близько двох-трьох років, що також є негативним фактором, який знижує ступінь довіри інвесторів.

Однак слід відзначити, що оголошення дефолту має негативні наслідки як для інвестора, так і для позичальника. Їх характеристики подано в табл. 2.

Таблиця 2

*Негативні наслідки дефолту*

Сторона	Наслідки дефолту
Кредитор	- «заморожування» коштів; - погіршення умов кредитування порівняно з початковими або повна відмова від нього; - можливість довготривалої процедури банкрутства в умовах української практики (кілька років) та повна втрата коштів; - значні суми судових витрат
Боржник	- припинення позитивної кредитної історії, втрата довіри до компанії-емітента; - погіршення репутації, зниження ринкової вартості компанії; - припинення співробітництва з контрагентами; - обмежені можливості щодо покращення фінансового стану компанії в умовах існуючої процедури банкрутства в Україні

Таким чином, у разі настання дефолту емітента корпоративних облігацій можливо кілька варіантів розвитку подій:

- 1) виконання зобов'язань позичальником;
- 2) позасудове вирішення проблеми – реструктуризація боргу;
- 3) звернення кредиторів до суду;
- 4) порушення провадження у справі про банкрутство.

Перший варіант є найбільш бажаним для власників облігацій, але, як свідчить практика, малоймовірним. Тому слід особливу увагу приділити аналізу останніх трьох сценаріїв. Так, якщо після рішення суду зобов'язання не були погашені, кредитор може звернутися до суду із заявою про порушення провадження у справі про банкрутство. Проте згідно п.3 ст.6 Закону України «Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом» [9] кредитор має на це право лише за умови, що:

1. Протягом трьох місяців після встановленого строку погашення зобов'язань не була здійснена оплата інвестору.
2. Сума зобов'язань за облігаціями

кредитора або кредиторів сукупно складає не менше ніж 300 мінімальних заробітних плат.

3. Облігації не є забезпеченими.

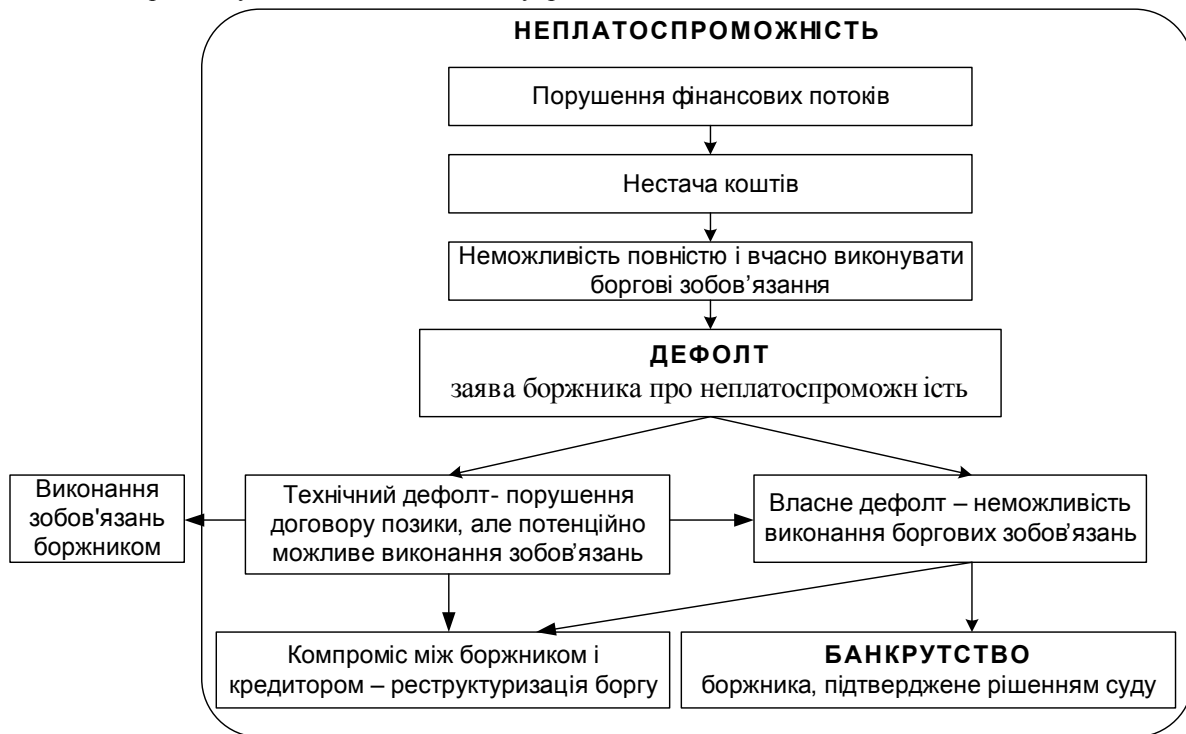
Для нівелювання недоліків, що несе в собі дефолт, доцільним та більш вигідним як для боржника, так і для кредитора є можливість реструктуризації боргу. Цей варіант надає шанс кредитору повернути якщо не всі, то хоча б частину коштів, а боржнику – зберегти репутацію та довіру до компанії. Узагальнивши інформацію, подану на офіційному сайті інвестиційної групи «Сократ» [10], можна запропонувати систему підходів реструктуризації боргу, зміст яких подано в табл. 3.

**Висновки дослідження.** Таким чином, більш глибокий рівень досліджень та удосконалення нормативно-правової бази щодо визнання дефолту емітентів корпоративних облігацій, їхньої відповідальності у випадку неможливості виконання зобов'язань сприятимуть захисту прав інвесторів у подібних випадках та забезпечать об'єктивне відображення фінансового становища суб'єкта господарювання, що важливо для власників облігацій.

*Основні підходи реструктуризації боргів емітента*

№п/п	Спосіб реструктуризації боргу
1	Відстрочка або розстрочка основної суми заборгованості
2	Зміна схеми амортизації кредиту (стандартна або ануїтет)
3	Зміна валюти заборгованості
4	Збільшення або зменшення відсоткової ставки з додатковими умовами
5	Розстрочка (відстрочка) процентних виплат
6	Списання частини боргу з виплатою частини за високими ставками
7	Реалізація додаткового забезпечення
8	Переведення заборгованості в акціонерний капітал
9	Розміщення додаткової емісії акцій
10	Продаж непрофільних або малоприбуткових об'єктів
11	Залучення нових кредитних ресурсів
12	Капіталізація відсотків
13	Реорганізація боржника

Таким чином, узагальнивши подану вище фінансових труднощів емітента корпоративних інформацію, можна запропонувати порядок облігацій (рис. 1). оцінювання розвитку подій та їх наслідки у разі



*Рисунок 1 - Порядок оцінювання розвитку подій та наслідки неплатоспроможності емітента корпоративних облігацій*

Це підтверджує необхідність удосконалення системи методичних підходів до оцінки ризику дефолту емітентів облігацій як рівня надійності позичальників, що стане предметом наступних досліджень авторів.

**СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ**

1. Офіційний сайт інформаційного агентства «Cbonds» [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: [www.cbonds.info](http://www.cbonds.info).
2. Офіційний сайт Верховної Ради України

[Електрон. ресурс]. – Режим доступу: [zakon.rada.gov.ua](http://zakon.rada.gov.ua).

3. Кредитные рейтинги и дополнительные источники информации для оценки качества кредитов / [За ред. А. Эстрелья] // Базельський комітет з банківського нагляду. – 2000. – № 3 [Електрон. ресурс]. – Режим доступу : [www.ema.com.ua](http://www.ema.com.ua).

4. Положення ДКЦПФР «Про порядок здійснення емісії облігацій підприємств та їх обігу» [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: [zakon.rada.gov.ua](http://zakon.rada.gov.ua).

5. Офіційний сайт кредитно-рейтингового агентства Credit-ratings [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: [www.credit-rating.ua](http://www.credit-rating.ua).

6. Игнат'єв Л. Дефолты и банкротства: теория и реальность [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: [// www.bm.ru](http://www.bm.ru).

7. Офіційний сайт кредитно-рейтингового агентства Moody's [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: [www.moody.com](http://www.moody.com).

8. Доценко-Белоус Н. Правовые модели

преодоления дефолта: Застройщик vs. инвесторы [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: [www.financial-strategies.com.ua](http://www.financial-strategies.com.ua).

9. Закон України «Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом» [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: [zakon.rada.gov.ua](http://zakon.rada.gov.ua).

10. Офіційний сайт інвестиційної групи «Сократ» [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: [www.sokrat.com.ua](http://www.sokrat.com.ua).

**Аннотация.** В статье обоснована необходимость уточнения экономического и юридического определения дефолта эмитентов корпоративных облигаций в Украине. Также в статье проанализированы подходы относительно понимания дефолта в других странах. Проиллюстрированы возможные последствия дефолта эмитентов облигаций для инвесторов.

**Ключевые слова:** корпоративные облигации, дефолт, технический дефолт, неплатежеспособность, банкротство, реструктуризация.

**Summary.** The necessity of exact economic and legal determination of default of corporate bonds issuers in Ukraine is substantiated in the article. Approaches to understanding of default in different countries are also analyzed in the article. The possible consequences of default of bonds issuers for investors are illustrated.

**Key words:** corporate bonds, default, technical default, insolvency, bankruptcy, restructure.

*Рецензент д.е.н., професор ХНЕУ Доронін М.С.  
Експерт редакційної колегії к.е.н., доцент УкрДАЗТ Зубенко В.О.*

УДК 336.71:65.012.8 (477)

### Формування системи економічної безпеки банку

*Мельник С.І., викладач (Львівський державний університет ВС)*

*У статті розглянуто комплексний підхід до формування системи економічної безпеки банку. Виділено основні складові цієї системи.*

**Ключові слова:** банк, система, економічна безпека, економічні загрози, механізм економічної безпеки банків.

**Постановка проблеми.** Перехід до ринкової економіки, поява значної кількості способів ведення конкурентної боротьби, недоліки у законодавстві, неефективність діяльності державних структур, обов'язком яких є створення сприятливих умов для розвитку бізнесу поставили банківські установи в такі умови, в яких вони змушені велику увагу приділяти питанням забезпечення власної економічної безпеки.

**Аналіз останніх досліджень.** Теоретичним і практичним питанням безпеки банківської діяльності присвячено праці багатьох вітчизняних і зарубіжних учених. Значний внесок у дослідження цих проблем зробили українські вчені О. Барановський [1], З. Васильченко [2], В. Геєць, М.

Зубок [3], С.Яременко [5], а також зарубіжні – С. Букін, В. Гамза, В. Сенгачов [4], В. Ярочкін та ін.

**Мета дослідження.** Метою статті є дослідження комплексного підходу щодо формування системи економічної безпеки банку та виділення основних складових цієї системи.

**Вклад основних положень.** Очевидно, що забезпечення економічної безпеки (ЕБ) банківської діяльності потребує того, щоб в кожному банку була створена власна система економічної безпеки. Необхідною умовою ефективного функціонування цієї системи є дотримання характерних їй ознак (рис. 1).