

**Шелудько Н.М.,**

доктор економічних наук,  
заступник завідувача відділу  
фінансово-монетарного регулювання  
ДУ “Інститут економіки  
та прогнозування НАН України”

**Ануфрієва К.В.,**

аспірант ДУ “Інститут економіки  
та прогнозування НАН України”

## РЕСТРУКТУРИЗАЦІЯ ЗОВНІШНЬОЇ ЗАБОРГОВАНОСТІ БАНКІВ УКРАЇНИ В УМОВАХ ЕКОНОМІЧНОЇ КРИЗИ

*Обґрунтовано об'єктивні економічні передумови процесу реструктуризації зовнішньої заборгованості в Україні; розглянуто можливі варіанти її здійснення. Проаналізовано стан переговорів вітчизняних банків з іноземними кредиторами з питань реструктуризації зовнішнього боргу, наведено можливі їхні результати й переваги для сторін, розглянуто проблему реструктуризації боргів у контексті рекапіталізації банків в Україні за участі держави. Визначено вплив реструктуризації зовнішнього боргу на подальший розвиток вітчизняної банківської системи, а також на перспективи виходу банків на зовнішні фінансові ринки.*

*The authors motivate the economic preconditions for the restructuring of the external indebtedness in Ukraine and consider alternate (different) possible variants of its realization. They analyze the progress of the negotiations between Ukraine's banks and their foreign creditors on restructuring the foreign debt, provide their possible results and advantages for both sides, and consider the problem of debt restructuring in the context of recapitalization of Ukraine's banks with the state's participation. The article reveals the influence of the foreign debt restructuring on further development of Ukraine's banking system, as well as on the prospects of the banks' future entry to the external financial markets.*

**Ключові слова:** банки України, єврооблігації, реструктуризація, дефолт, грошово-кредитний ринок.

Надмірні обсяги зовнішніх запозичень, здійснені українськими банками в докризовий період, у поточному році обернулися для них значною проблемою: банки, обтяжені наростаючими обсягами проблемних боргів<sup>1</sup> в умовах обмеженої внутрішньої ресурсної бази, змушені здійснювати реструктуризацію зовнішньої заборгованості.

Як показує досвід реструктуризації виплат за зовнішніми боргами окремих українських банків, цей процес пов'язаний зі значними проблемами. Разом із тим, від того, наскільки успішно буде здійснено реструктуризацію зовнішньої заборгованості, залежить не лише оптимізація пасивної бази конкретних банків, а й подальші перспективи розвитку вітчизняного фінансового ринку.

<sup>1</sup> За даними НБУ, станом на 01.08.2009 частка проблемних кредитів у сукупному обсязі наданих українськими банками позик зросла до 6,17 %. В абсолютному вираженні обсяг проблемних кредитів за липень збільшився на 13,2 %, або на 5,376 млрд грн, — до 46,055 млрд грн, тоді як у червні його приріст становив 4,182 млрд, або 11,5 %. З початку року проблемна заборгованість зросла майже у 2,6 раза, або на 28,04 млрд грн.

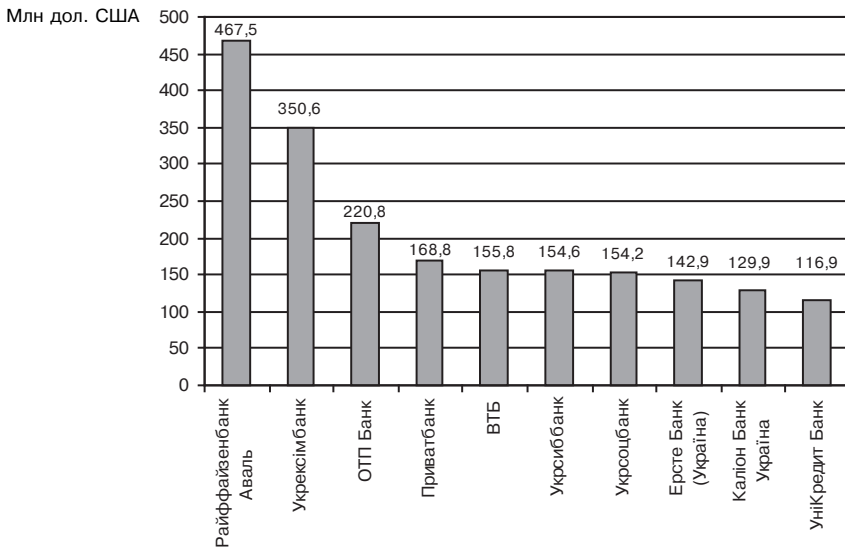
Незважаючи на нагальність аналізу й потребу вирішення проблеми, пов'язаної з реструктуризацією зовнішньої заборгованості вітчизняних банківських установ, дотепер бракує комплексного й системного бачення шляхів її вирішення — фахівці й науковці зосереджують увагу здебільшого на аспектах боргової безпеки країни й конкретних проявів фінансової кризи (цикл статей О. Барановського) та окремих аспектах реалізації грошово-кредитної політики й функціонування фінансових ринків (публікації А. Гальчинського, В. Гейця, С. Науменкової, В. Міщенко, О. Петрика та ін.). Це й зумовило інтерес авторів до дослідження зазначеної проблеми.

### **Перспективи погашення й рефінансування зовнішнього боргу банків у 2009 році**

На сьогодні погашення зовнішньої заборгованості банків, більшою мірою короткострокової (синдикатів, позик торговельного фінансування тощо), здійснюється банками з допомогою фінансування іноземних материнських компаній — їхніх власників, а також банками, які мали менше проблемних кредитів, не відчували значного впливу внутрішнього фондування і свого часу здійснювали раціональний ризик-менеджмент стосовно вхідних і вихідних грошових потоків за строками й валютами. Так, у I кварталі 2009 року банки погасили 2,2 млрд дол. США за короткостроковим боргом, а рефінансування виплат за раніше залученими кредитами й позиками становило 78,4% (рис.). Щоправда, залучалися строкові кредити (1,4 млрд дол.) банками з іноземними інвестиціями і в рамках програм таких міжнародних фінансових установ, як МФК та ЄБРР (останній запровадив програму рекапіталізації банківської системи України на загальну суму понад 0,5 млрд євро). Підтримку іноземних материнських структур отримали такі українські банки: “Промінвестбанк” у сумі близько 1 млрд дол. для відновлення діяльності від російського “Зовнішекономбанку” та “Індексбанк” у сумі близько 200 млн дол. від французької банківської групи Credit Agricole.

У червні 2009 року чисте погашення боргу банків становило 720 млн дол., що на 38% більше, ніж у травні. Коефіцієнт рефінансування становив 72% у червні та 88% у травні, що для банківського сектору є позитивним: ці дані можна пов'язати з новинами щодо надання другого траншу МВФ у розмірі 2,8 млрд дол. для його часткового спрямування на погашення суверенного і приватного зовнішнього боргу, а також антикризової законодавчої ініціативи органів державної влади та НБУ з питань рекапіталізації банків і розв'язання проблеми високого попиту на валюту.

Позитивним сигналом для іноземних інвесторів у цей час була новина: 28 липня Виконавча рада МВФ схвалила виділення третього траншу для України (3,3 млрд дол. США), частина якого в розмірі 1,9 млрд дол. спрямовуватиметься на покриття суверенних та квазі-суверенних зовнішніх зобов'язань. Ще одним позитивним моментом стало вчасне погашення публічної зовнішньої заборгованості найбільшими банками України, зокрема дострокове погашення частини синдикуваного кредиту “Райффайзенбанк Аваль” на суму 250 млн дол. у лютому 2009 року.



Джерело: Гриньков Д. Внешность обманчива // Бизнес. — 2009. — № 18—19. — С. 28—31.

### Рис. Виплати банків України за зовнішніми боргами у I кварталі 2009 року

Виплати, показані на рисунку, можуть враховувати непублічну заборгованість, яка в середньому становить 60 % всього боргу банків (наприклад, двосторонні угоди з іноземними материнськими структурами<sup>2</sup>).

Пізніше, у квітні, “Укрексімбанк” погасив синдикований кредит на суму 345 млн дол. (успішно рефінансований і збільшений на 20 млн дол. у 2008 році), “Райффайзенбанк Аваль” виплатив залишок суми синдикації у розмірі 262 млн дол., а у травні “Альфа-банк” погасив євробонди на суму 100 млн дол.

За даними інформаційного агентства Cbonds у період із серпня до кінця 2009 року публічний зовнішній борг банків до погашення, за яким не планується реструктуризація, становитиме близько 955,5 млн дол. США. Так, очікується вчасне й повне погашення євробондів “Укрексімбанку” на суму 250 млн дол. у вересні, а також євробондів банку “Форум” на суму 100 млн дол. Значні суми за синдикованими позиками мають сплатити “Райффайзенбанк Аваль” (180 млн дол.) та “Укрсиббанк” (80 млн дол.).

У середньостроковій перспективі стан заборгованості банків залежатиме від доступу до світових ринків капіталу, можливостей кредитування материнськими компаніями, а також від рішень іноземних кредиторів щодо реструктуризації боргу і стану платоспроможності банків<sup>3</sup>. Іноземні материнські компанії, у свою чергу,

<sup>2</sup> Гриньков Д. Внешность обманчива // Бизнес. — 2009. — № 18—19. — С. 28—31.

<sup>3</sup> Офіційний сайт Національного банку України. Розділ “Статистика. Платіжний баланс України”. — [http://www.bank.gov.ua/Bank\\_Supervision/dynamics.htm](http://www.bank.gov.ua/Bank_Supervision/dynamics.htm).

також відчують брак ліквідності і звертаються до урядів країн за фінансуванням. Так, 25 % акцій німецького Commerzbank відійшло у власність уряду в обмін на фінансування в розмірі 10 млрд євро; італійська банківська група UniCredit, яка володіє частками капіталу “Укрсоцбанку” й “УніКредит Банк”, звернулася до урядів Італії та Австрії за фінансуванням у сумі 4 млрд євро ще в березні 2009-го; австрійська банківська група Erste Bank сподівається отримати від уряду 2,7 млрд євро, а Raiffeisen Zentralbank AG — 1,4 млрд євро. При цьому умовою урядів є скорочення підтримки банківськими групами іноземних дочірніх установ. Проте аналітики впевнені, що дефолти й реструктуризація боргів українських “дочок” нашкодять репутації іноземних структур, тож можна очікувати припливу коштів від таких структур.

Загалом процес реструктуризації зовнішньої заборгованості, що відбувається сьогодні в Україні, є новим явищем для українських банківських установ, а перші угоди в ході цього процесу, відповідно, братимуться за основу (від англ. *benchmark* — еталон, приклад (транзакції на фінансовому ринку) в частині ціни, строків, способів реструктуризації). Річ у тім, що власне залучення ресурсів із-за кордону через публічні випуски бондів, синдиговані та клубні позики почались у 2005—2007 роках, а у кризовому 2009-му вже вступають в силу перші права вимоги дострокового викупу, обумовлені за договорами в разі зниження міжнародних рейтингів банків, зростання проблемних кредитів у їхніх портфелях, неплатежами за депозитами тощо. На 2009 рік припадають і погашення зовнішніх боргів у значних сумах: найбільші мають відбутися у серпні — вересні, включаючи опціони на дострокове погашення.

### **Реакція держави на проблему зовнішньої заборгованості банків**

Для представників міжнародної спільноти бажаними були б гарантії держави щодо виплати зовнішнього боргу банків-резидентів. Так, наприклад, під час фінансової кризи 1997—1998 років уряд Південної Кореї надав власні гарантії під програму обміну короткострокової заборгованості приватних компаній і банків на довгострокову, а також передав частину резервів іноземним філіям корейських банків для виплат зовнішніх боргів. В Індонезії, яка найбільше постраждала від тодішньої кризи, пішли ще далі: було створено спеціальне державне агентство, яке виплачувало борги приватних компаній в іноземній валюті (взамін компанії виплачували агентству еквівалентні суми в національній валюті).

Щоправда ситуація, коли за боргами підприємців і банкірів, які діяли на власний ризик, мають розраховуватися платники податків, не є вирішенням питання зовнішньої заборгованості, тому установи мають реструктуризувати борги доти, доки отримуватимуть достатні вхідні грошові потоки, щоб виплатити їх. У зв'язку з цим Президент України В. Ющенко закликав банки до діалогу з іноземними материнськими компаніями щодо пролонгації боргів, а заступник голови НБУ О. Савченко, у свою чергу, звернувся до банків і компаній, які не в змозі обслуговувати зовнішні борги, розпочинати переговори про їх реструктуризацію. Практичне

розв'язання проблеми запропонувала Прем'єр-міністр України Ю. Тимошенко, звернувшись до американської фінансової компанії Cargill щодо реструктуризації зовнішніх боргів “Укрпромбанку” й банку “Надра”. Крім того, подібну умову висунув НБУ до банків, у капіталі яких бере участь держава: до безпосереднього надходження коштів до капіталу банки мають домовитися з іноземними та внутрішніми інвесторами. Проте цю умову було виставлено запізно, адже попередні заяви держави щодо участі в капіталі проблемних банків стали для їхніх інвесторів надією на повернення коштів за рахунок держави.

Зовнішній борг банків — претендентів на рекапіталізацію державою є значним. Зокрема, борг 7-ми заявлених на рекапіталізацію банків становив 1,4 млрд дол. США на початок червня 2009 року. З огляду на це, умовою МВФ при наданні кредиту Україні було невикористання коштів кредиту на покриття зовнішніх зобов'язань банків, що рекапіталізуються державою. Тому держава схвалить виділення коштів банку лише в разі реструктуризації його зовнішніх боргів.

Реструктуризація має на меті уповільнити відплив валюти з країни в період девальвації гривні та знизити обсяги інтервенцій на валютному ринку за рахунок міжнародних резервів НБУ. У свою чергу, достатність резервів НБУ<sup>4</sup>, поповнених траншами кредиту МВФ у сумі 7,3 млрд дол., є опосередкованою гарантією того, що українські банки й підприємства зможуть розрахуватися за зовнішніми зобов'язаннями в середньостроковій перспективі, отже, зовнішні кредитори й інвестори матимуть вагомі підстави розглядати саму можливість реструктуризації боргів українських банків-позичальників.

У будь-якому разі є підстави вважати, що банки, зобов'язання яких держава не має наміру й не повинна брати на себе, намагатимуться сплатити або пролонгувати зовнішні зобов'язання й не допустити дефолту. Від цього залежить імідж іноземних фінансових структур, що володіють частками у капіталі банків<sup>5</sup>, та держави, у власності якої знаходяться два банки й банки, які, вірогідно, будуть рекапіталізовані.

### **Вплив реструктуризації зовнішніх боргів на оцінку ризику банківського сектору України**

Незважаючи на підтримку з боку міжнародних фінансових організацій, перші пропозиції з реструктуризації вплинули на оцінку ризику українських банків-позичальників досить негативно. Так, ціна CDS (свопів дефолту емітента як договору

---

<sup>4</sup> За інформацією НБУ, станом на 01.07.2009 міжнародні резерви НБУ становили 27,3 млрд дол. США — сума, яка є вищою за мінімальний рівень та покриває 5,5 місяця майбутнього імпорту (Див.: Офіційний сайт Національного банку України. Розділ “Фінансові ринки України. Валютний ринок”. — [http://www.bank.gov.ua/Fin\\_ryn/Pot\\_tend\\_v/index.htm](http://www.bank.gov.ua/Fin_ryn/Pot_tend_v/index.htm)).

<sup>5</sup> За інформацією НБУ, станом на 01.08.2009 частка іноземного капіталу в капіталі банків скоротилася до 34,8 % порівняно з 39,1 % станом на початок липня (Див.: Офіційний сайт Національного банку України. Розділ “Банківський нагляд. Основні показники діяльності банків”. — [http://www.bank.gov.ua/Bank\\_Supervision/dynamics.htm](http://www.bank.gov.ua/Bank_Supervision/dynamics.htm)).

страхування від неплатежів за зобов'язаннями) — найвища для українських емітентів порівняно з емітентами інших країн, що розвиваються, а рейтинги зобов'язань України в іноземній валюті є спекулятивними, що означає високий ступінь ризику. Водночас експерти стверджують, що переоцінка (завищення) ризику для України є вигідною самим іноземним кредиторам, адже за таких умов вони отримують вищі премії за ризик у складі дохідності облігаційних і синдигованих позик, установлюють вищу ціну ресурсів та мають переваги при визначенні умов реструктуризації. Також, якщо під випуск зобов'язань (який буде базовим активом у цьому разі) випускаються відповідні CDS, інвестори в разі страхового випадку (власне, дефолту емітента зобов'язань) отримують компенсацію.

За таких умов іноземні інвестори мають значно більшу підтримку на світовій арені, ніж їхні контрагенти — українські позичальники. Так, свою перевагу демонструє американська компанія Cargill. У результаті напружених переговорів компанія змусила Перший Український Міжнародний банк (ПУМБ) навесні 2009 року у рамках мирової угоди повністю виплатити заборгованість за операціями з торговельного фінансування на суму близько 10 млн дол. США. Крім того, Cargill заблокувала кореспондентські рахунки банку “Фінанси та кредит” в американських банках: банк має сплатити борг у сумі близько 49 млн дол. У цій ситуації банк втрачає довіру клієнтів, які здійснюють зовнішньоекономічну діяльність. Приклад Cargill може спонукати інвесторів і кредиторів інших українських банків вимагати вигідніших умов реструктуризації або негайної виплати боргу.

Загалом єврооблігації українських позичальників залишаються недооціненими певною мірою внаслідок гри спекулянтів ринку на зниження ціни з метою придбання цінних паперів із високою дохідністю набагато дешевше. При цьому, за оцінками українських інвестиційних компаній, внутрішня вартість цих інструментів є вищою за ринкову, отже, бонди дійсно недооцінені, бізнес має резерви відтворення, а в майбутньому зі зростаннями фінансових ринків підвищиться й ринкова вартість інструментів. До речі, українські аналітики інвесткомпаній рідко вживають слово “дефолт” у своїх оглядах, утім із близько 50 випусків єврооблігацій 24 емітентів на початок 2009 року рекомендували вкладати кошти лише у 19 випусків 9 емітентів (група “Сократ”, наприклад, взагалі вважала найпривабливішими лише 11 випусків 5 емітентів<sup>6</sup>).

Разом із тим, недооцінка бондів дає можливість позичальникам, які є фінансово нестійкими, викупити свої боргові цінні папери за ціною нижчою від номіналу, погасивши таким чином зовнішній борг, — на такі угоди йдуть інвестори, які прагнуть повернути сьогодні хоча б частину вкладень. Прикладом такої трансакції був викуп значної частини єврооблігацій афілійованою структурою Millen Financial Ltd. компанії “Інтерпайп” за ціною 47 % від номіналу. Тепер ця структура має

---

<sup>6</sup> Лямець С. Обережно, євробонди // Всеукраїнська експертна мережа: [Електр. ресурс]. — <http://www.experts.in.ua/inform/smi/detail.php?ID=34791>.

можливість змінювати на вигідні для “Інтерпайпу” ковенанти випуску<sup>7</sup>, приймати рішення щодо відстрочення чергових платежів, зміни розміру купону тощо<sup>8</sup>. Правда, у майбутньому ці процеси можуть призвести до того, що інвестори занадто високо оцінюватимуть ризик України, а значні строкові кредитні ресурси надаватимуть лише міжнародні фінансові організації. Раніше євробонди українських емітентів вважалися менш ризиковим інструментом інвестування, оскільки гарантували стабільний фіксований дохід, хоча були незабезпечені. Але якщо у найближчому майбутньому й підвищиться попит на бонди, ризик оцінюватиметься вищою доходністю, адже в разі ймовірних невиконань і дефолтів бонди списуються з балансу інвестора і він втрачає всі вкладені кошти.

Загалом експерти стверджують, що реструктуризація суверенних і квазі-суверенних зовнішніх боргів, боргів комерційних структур призведе до падіння котировок боргових інструментів на зовнішніх фінансових ринках, а також підвищення вартості позикових ресурсів для резидентів України. Крім того, до України можуть втратити інтерес портфельні інвестори, які не матимуть упевненості в захисті своїх прав і вважатимуть вкладення занадто ризиковими.

### **Реструктуризації зовнішніх зобов'язань банків: цілі й інструменти**

Реструктуризація зовнішньої заборгованості не є відмовою від погашення, а заздалегідь розпочата реструктуризація не має нічого спільного з дефолтом. Навпаки, якщо реструктуризація зумовлена об'єктивною потребою компанії-боржника й макроекономічною нестабільністю при обґрунтованому плані розвитку бізнесу в майбутньому, а також спланована й успішно проведена з урахуванням міжнародної практики, то репутація банку на зовнішніх ринках залишиться на високому рівні, а кредитори матимуть упевненість у готовності банку погасити борги за рахунок майбутніх вхідних грошових потоків при поживленні економічної активності.

Реструктуризація боргу є, по суті, його переоформленням: шляхом конвертації боргу в акції чи боргові облигації нового випуску; шляхом зміни ковенант боргу й послаблення вимог до позичальника; відстроченням процентних платежів за умови їх капіталізації (у цьому разі купон може виплачуватися разом із номіналом у кінці строку дії угоди). Теоретично реструктуризація як для боржника (позичальника), так і для кредитора (інвестора) є більш оптимальною, ніж банкрутство, оскільки: зберігається контроль акціонерів над компанією-боржником; вищою є ймовірність повернення кредитних коштів інвесторів, немає умови черговості їх

---

<sup>7</sup> Ковенанти є базовими умовами (застереженнями) угоди. Наприклад, ковенантою може бути певний рівень коефіцієнта достатності капіталу; обмеження дивідендних виплат у процентах від чистого прибутку за рік; обмеження щодо реорганізації та продажу активів; обмеження на викуп акцій; обмеження процесів, які призводять до зниження міжнародних рейтингів і здатності виплатити борг. Що стосується банків, то ковенанти можуть обмежувати концентрацію активних операцій, кредитування афілійованих осіб, операції з фондування тощо.

<sup>8</sup> Руденко В. Выпущено в Украине // Контракты: [Електр. ресурс]. — <http://www.kontrakty.com.ua/show/rus/article/45/06200911484.html>.

отримання (як у випадку процедури банкрутства<sup>9</sup>); меншою є шкода для репутації компанії-боржника; є можливість продовжити бізнес.

За нинішніх (кризових) обставин реструктуризація зовнішніх запозичень може проводитися стосовно всіх інструментів: синдікованих і двосторонніх кредитів, кредитів материнських установ, єврооблігацій і торговельного фінансування.

Вартість реструктуризації залежить від обсягу, типу заборгованості, кількості кредиторів/інвесторів і складності бізнесової моделі позичальника. Аналітики оцінюють середню вартість реструктуризації, як правило, у 2% від суми боргу. Вважають, що для зовнішніх кредиторів та інвесторів реструктуризація значних сум боргу (від 100 млн дол. США) буде вигіднішою за банкрутство установи, оскільки в останньому випадку зовнішні контрагенти мають незначний шанс повернути вкладені гроші. Зокрема, науковці Інституту економіки та прогнозування НАН України вважають, що західним кредиторам вигідно проводити реструктуризацію заборгованості українських банків, оскільки Україна є перспективним ринком і джерелом прибутку<sup>10</sup>.

Практичній реструктуризації передує складний процес переговорів. Кредитори побоюються несумлінних боржників — платоспроможних банківських установ, які навмисне намагаються пролонгувати борг чи зменшити навантаження, а також банків-боржників, у яких немає перспектив виживання в умовах кризи.

У ході переговорів оцінюються організаційна (управлінська) структура установи, цільова група споживачів послуг банківської установи-боржника, якість управління ризиками. Для банків-боржників особлива увага має приділятися історичним і звітним фінансовим показникам з огляду на міжнародну практику, умови ведення бізнесу в Україні та економічні нормативи регулятора, тобто визначенню підлягають: достатність капіталу, рівень ліквідності, концентрація кредитних ризиків на одного чи групу клієнтів та інсайдерів, рівень прибутковості банку й відрахувань до обов'язкових резервів, структура капіталу (частка власного, залученого й запозиченого капіталу), умови інших запозичень банку. Такі показники можуть бути задокументовані в договорі про початкову позику у вигляді ковенант, а можливість реструктуризації розглядається за результатами аналізу історичних змін ковенант і відповідних прогнозів.

В Україні організованого ринку послуг із реструктуризації зовнішнього боргу та її законодавчого оформлення немає, а як консультанти зазвичай виступають

---

<sup>9</sup> Відповідно до ст. 31 п. 4 Закону України “Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом” від 14.05.1992 № 2343-12 (зі змінами) вимоги кредиторів, не забезпечені заставою (якими є євробонди, синдіковані й субординовані позики), погашаються у четверту чергу після забезпечених вимог, витрат на провадження у справі про банкрутство у суді й витрат, пов'язаних із роботою ліквідаційної комісії, вимог працівників установи, сплати податків і зборів.

<sup>10</sup> Западні кредитори зацікавлені в реструктуризації задолженості українських банків // Інформаційне агентство “Cbonds”: [Електр. ресурс]. — <http://www.cbonds.info/ua/rus/news/index.phtml/params/id/437887/>



іноземні (міжнародні) фінансові установи, інвестиційні банки, які організували кредит.

Різні схеми реструктуризації, на які погоджуються кредитори чи інвестори, можуть бути прикладом для подальших трансакцій на ринку в частині терміну дії реструктуризованого кредиту, ставки купону для облігацій, частки погашення боргу до укладення угоди про реструктуризацію тощо.

У ході реструктуризації облігацій анулюється право інвесторів на дострокове погашення, погашається частина боргу, змінюється ставка купону. У загальному вигляді процес реструктуризації (стосовно облігаційної позики) з усіма можливими особливостями зводиться до таких етапів<sup>11</sup>.

1. На початковому етапі компанія-боржник обирає консультанта з юридичних і фінансових питань та проводить аналіз свого фінансового стану й перспектив; разом із консультантом розробляє план реструктуризації та стратегії переговорів із власниками облігацій. Визначаються причини реструктуризації, наприклад, зміна умов економічної діяльності, надмірний обсяг запозичень, низький рівень управління активами та пасивами компанії, неврахування ризику низької ліквідності внаслідок розривів у грошових потоках за строками й валютами тощо.

2. Готується план-графік реструктуризації. Термін реструктуризації має бути якомога коротшим, адже компанія є чутливою до будь-яких змін економічного фону та у внутрішніх процесах, а також змін настроїв інвесторів. Представники компанії обумовлюють необхідність реструктуризації можливостями погашення боргу в майбутньому, при цьому значну роль відіграє позитивна ринкова вартість компанії та перспективи її бізнесу. Треба розуміти цілі всіх сторін переговорів та в їх контексті визначити взаємні інтереси. Особливу увагу слід концентрувати на структурі фінансування компанії та частці зовнішніх запозичень, що поряд з іншими ризиками несуть у собі валютний ризик для позичальників — резидентів країн, що розвиваються.

3. Узгоджені умови фіксуються у формальному документі, пізніше оформлюється пакет документів. Важливо зафіксувати умови стосовно комерційних питань, що знизить ризик впливу коливань вартісних показників на ринку. Після цього визначають необхідний обсяг розкриття непублічної інформації, щоб уникнути торгівлі інсайдерською інформацією: як правило, найбільше користуються інформацією фінансової звітності за останні звітні періоди. Укладають також угоду з власниками облігацій про обмеження торгівлі ними й реалізацію прав, які надаються облігаціями, — в обмін на таку угоду власники можуть вимагати ширший доступ до інформації чи компенсацію їхніх додаткових збитків.

4. Обирається спосіб здійснення реструктуризації: викуп облігацій, обмін їх на інші фінансові інструменти чи облігації нового випуску, а також комбінація різних способів.

---

<sup>11</sup> *Соболев Д.* Реструктуризация облигационного долга на российском рынке // Корпоративный юрист. — 2009. — № 5. — С. 47—50.

Викуп, як уже зазначалося, є доцільним за можливості придбати облігації зі значним дисконтом та здійснюється через виставлення компанією оферти на викуп усіх чи частини облігацій. Компанія обирає агента для здійснення операції як основного посередника переговорів (інвестиційний банк). Компанія може запропонувати премію зверх ціни облігації власникам, які акцептували оферту впродовж визначеного періоду (спосіб прискорення процесу). Крім того, може бути виставлена оферта з фіксованим спредом (ціна облігації включає дохід державних облігацій і фіксований спред: такий спосіб передбачає зміну частини ціни залежно від коливань процентних ставок на ринку). Якщо компанія очікує фінансові надходження в найближчому майбутньому, вона може викуповувати облігації поетапно.

Облігаційні випуски у значних сумах можуть бути обміняні на нові випуски боргових цінних паперів або на акції компанії шляхом:

- випуску нових облігацій у зменшеній загальній сумі за більшого строку виплати і змінених ковенант;
- випуску нових облігацій на частину суми початкового боргу, інша частина відразу виплачується грошовими коштами.

Передбачено, що тримачі облігацій не дуже зацікавлені в обміні боргу на акції компанії, ринкова вартість яких у період кризи є низькою.

Реструктуризація облігаційних випусків в іноземній валюті на міжнародних фінансових ринках ускладнюється для українських позичальників тим, що вони не можуть напряму координувати процес. Річ у тім, що в умовах не визначеного законодавством середовища випуску таких облігацій в Україні випуск нот участі у кредиті й розміщення організуються одним або кількома зарубіжними фінансовими установами на міжнародних ринках (емітенти), а залучені кошти надаються українській установі як кредит<sup>12</sup>. З метою вияву інтересів власників облігацій і забезпечення зацікавленості їх у реструктуризації потрібно ідентифікувати їх за типом (пенсійні й інші фонди, банки, дрібні інвестори, страхові компанії, компанії з управління активами, корпорації тощо) та географією їх розміщення, щоб зрозуміти, на якому ринку вони діють. Важливо при цьому охопити всіх тримачів облігацій, адже інструменти теоретично можуть продаватися на ринку кожного дня, що змінює структуру тримачів. Саме функцію посередника між одержувачем загальної суми кредиту і власниками фінансових інструментів участі у кредиті в переговорному процесі бере на себе консультант із реструктуризації, яким може стати організатор первинного випуску.

Ураховуючи вищевикладене, строк процесу реструктуризації єврооблігацій становить близько 1,5 місяця. Єврооблігації не можуть бути реструктуризовані на строк, більший від початкового випуску.

---

<sup>12</sup> *Поканай І., Хачатурян А.* Актуальні питання випуску єврооблігацій в Україні // Юридична газета: [Електр. ресурс]. — <http://www.yur-gazeta.com/oarticle/746/>

Щоб провести реструктуризацію єврооблігацій, потрібна згода більше ніж 60 % інвесторів, що може бути обумовлено угодою (для реструктуризації внутрішніх зобов'язань в Україні потрібна згода всіх інвесторів, один інвестор може звернутися до суду й вимагати банкрутства установи-боржника<sup>13</sup>).

Компанія за умови вигідного дисконту може скупити боргові зобов'язання свого кредитора і звернутися з пропозицією про взаємний розрахунок, проте це потребує попередніх домовленостей і є ризик незгоди кредитора на трансакцію. Для компанії трансакція буде вигідною, якщо зобов'язання її кредитора становлять суму, меншу за її борг перед ним.

Випуски у значних сумах потребують завчасного планування майбутніх виплат основної суми і процентів, оцінки достатності грошових коштів, ефективності операційних витрат і роздрібного розміщення запозичених ресурсів. Компанія, що працює з іноземними партнерами і сподівається залучати кошти на міжнародних ринках, в ідеальному випадку не повинна допускати дефолтів за зовнішніми зобов'язаннями, і якщо зовнішні борги реструктуризуються, вона має розробити детальний план реструктуризації, подальшого розвитку бізнесу і прогнозованих результатів діяльності, визначити заходи з оптимізації структури капіталу.

Синдиковані та двосторонні кредити можуть бути реструктуризовані шляхом пролонгації, зменшення ставок в обмін на часткове погашення, відстрочення виплат основної суми боргу тощо<sup>14</sup>.

### **Практичне вирішення питання реструктуризації зовнішніх боргів українськими банками**

Переговори з реструктуризації українськими банківськими установами з їх зовнішніми кредиторами й інвесторами активно ведуться з кінця 2008 року. Першими розпочали процес банки “Фінанси та кредит” і ПУМБ — до настання строку виконання їхніх зобов'язань часу залишилося найменше. Інші банки, яким необхідно утримати певний рівень ліквідності в період нестабільності, також планують реструктуризацію (табл. 1).

Найуспішнішою вважають реструктуризацію трьох випусків єврооблігацій “Альфа-банку” на загальну суму 1045 млн дол. США. За рішенням зборів тримачів єврооблігацій банку на суму 345 млн дол. із дохідністю 9,75 % і строком погашення у грудні 2009 року, а також єврооблігацій на загальну суму 450 млн дол. із дохідністю 9,25 % і строком погашення у 2010 році й передбаченою офертою в серпні 2009-го зазначені випуски буде обміняно на єврооблігації, деноміновані в доларах США, з дохідністю 13 % (щоквартальна виплата) і строком погашення у 2012 році й частковим погашенням готівковими коштами при обміні. Єврооблігації-2012 будуть випущені

<sup>13</sup> Ковальова В. Українські компанії: дефолт або реструктуризація // Економічна правда: [Електр. ресурс]. — [http://www.epravda.com.ua/markets/4a5aeb8d035db/view\\_print/](http://www.epravda.com.ua/markets/4a5aeb8d035db/view_print/)

<sup>14</sup> Руденко В. Кредитний трансформер // Інформаційне агентство “Cbonds”: [Електр. ресурс]. — <http://www.cbonds.info/ua/rus/news/index.phtml/params/id/429457/>

Таблиця 1. Зовнішній борг банків України, який підлягає реструктуризації (станом на 03.08.2009)

Банк	Інструмент боргу	Сума, млн дол. США	Ставка	Дата залучення — строк дії (початковий/після реструктуризації)	Організатори
Альфа-банк	Євробонди	250	12 %	08.2008 — 2011/2012	Ukraine Issuance Plc (Credit Suisse, HSBC)
Альфа-банк	Євробонди	250	9,25 %	05.2008 — 2010/2012	Ukraine Issuance Plc (Deutsche Bank, UBS)
Альфа-банк	Євробонди	200	9,25 %	07.2007 — 2010/2012	Ukraine Issuance Plc
Альфа-банк	Євробонди	345	9,75 %	12.2006 — 2009/2012	UBS, VTB Europe
Надра	Євробонди	175	9,25 %	06.2008 — 2010/-	UBS, HSBC
Фінанси та кредит	Євробонди	100	10,375 %	11.2006 — 2010/-	Deutsche Bank, UBS, VTB Europe
Фінанси та кредит	Синдикована позика	70	Libor + 195 б. п.	01.2008 — 2009/-	RZB, VTB, Standard Bank Plc.
Укрпромбанк	—	86 + 34	—	—	CFSI
ПУМБ	Євробонди	275	9,75 %	03.2007 — 2010/-	Standard Bank Plc., HSBC
Укргазбанк	Синдикована позика	23	Libor + 325 б. п.	08.2008 — 2009/2012	ING Bank N.V., Standard Bank Plc.

Джерело: Інформаційне агентство “Сbonds”; [Електр. ресурс]. — <http://www.cbonds.com>.

в рамках програми участі у кредиті й погашатимуться рівними частинами починаючи з другого року обігу. У рамках цієї програми також конвертуватимуться єврооблігації на суму 250 млн дол. із доходністю 12 % і строком погашення у 2011 році, а транзакція планується до завершення в першій половині серпня 2009 року. Єврооблігації-2012 формуватимуться як окремі випуски до першої чергової дати виплати процентів, потім конвертуються в один випуск на загальну суму 840,6 млн дол., який стане високоліквідним інструментом на ринку<sup>15</sup>.

Узгоджену транзакцію “Альфа-банку” експерти оцінюють як вигідну для тримачів усіх трьох випусків, що доводить позитивну оцінку інвесторами можливостей банку погасити бонди на значну суму в майбутньому. Транзакція стала орієнтиром у частині умов реструктуризації для інших українських банків.

На ціну бондів “Альфа-банку” транзакція істотно не вплинула, адже планувалася давно (з початку червня 2009-го) і не була сприйнята як новина. Ціна бондів спочатку знизилася на 7—10 в. п., а з 14 липня 2009 року залишалась незмінною; доходність бондів коливається в межах 19,5—20 % річних<sup>16</sup>.

Рейтингове агентство Standard & Poor's відреагувало на реструктуризацію бондів “Альфа-банку” (зокрема, на конвертацію облігацій із більш віддаленим строком погашення — у 2011 році) пониженням його довго- й короткострокового кредитного рейтингу з “СС/С” до “SD/SD” (“вибірковий дефолт”), також з “uaCC” до “SD” знижено рейтинг банку за національною шкалою; усі рейтинги з негативним прогнозом. Отже, агентство, певно, не очікує повноцінного відновлення вхідних грошових потоків у банку в середньостроковій перспективі, а реструктуризацію боргу розглядає як вимушений крок, який відповідає категорії “дефолт” за рейтинговими критеріями агентства<sup>17</sup>. Варто нагадати, що у травні 2009 року банк допустив технічний дефолт за єврооблігаціями на суму 100 млн дол. США, пояснивши затримку виплати труднощами при купівлі необхідної суми іноземної валюти на міжбанківському ринку. Водночас слід звернути увагу на те, що свого часу банк продавав кредитні продукти з підвищеним ризиком, що потребувало значного збільшення резервів за кредитними операціями, — це і створило розриви ліквідності на рахунках банку, особливо якщо такі кредити надавались у валюті, а пізніше переходили до категорії проблемних.

Зовсім іншу схему реструктуризації євробондів за умовами і ступенем задоволення інтересів інвесторів запропонував банк “Надра”: вона передбачає викуп усієї суми заборгованості за ринковою ціною (175 млн дол. США зі ставкою доходності

<sup>15</sup> Офіційний сайт ЗАТ “Альфа-банк”. — <http://www.alfabank.com.ua/news/2009/798/>

<sup>16</sup> Эксперты считают оптимальными условия обмена евробондов-2011 украинского “Альфа-Банка” // Информационное агентство “Cbonds”: [Електр. ресурс]. — <http://www.cbonds.info/news/index.phtml/params/id/438696/>

<sup>17</sup> S & P: Рейтинги ЗАО “Альфа-Банк Украина” понижены до “SD” в связи с обменом еврооблигаций // Информационное агентство “Cbonds”: [Електр. ресурс]. — <http://www.cbonds.info/ua/rus/news/index.phtml/params/id/439739/>

9,25% і строком погашення в середині 2010 року; ринкова ціна викупу становить лише 15% від номіналу, зважаючи на внутрішні проблеми банку) або списання 60% боргу з виплатою залишку у 2015 році й незмінною ставкою 9,25%. У разі викупу ліміт готівкових коштів у банку для здійснення трансакції становить 20 млн дол. Нагадаємо, що в банку діє тимчасова адміністрація НБУ. Банк претендує на вливання в капітал у сумі 5,5 млрд грн із боку держави<sup>18</sup>, а реструктуризація зовнішнього боргу є обов'язковою умовою рекапіталізації з метою недопущення перетворення такого боргу на квазі-суверенний. Обидва варіанти реструктуризації є не вигідними для інвесторів і свідчать не лише про технічні проблеми з ліквідністю (порівняно з випадком з “Альфа-банком” навесні 2009-го), а й про його неплатоспроможність<sup>19</sup>. Крім вагомій сумі єврооблігацій банк “Надра” повинен погасити близько 400 млн дол. двосторонніх позик і кредитів для торговельного фінансування, близько 68 млн дол. — за місцевими позиками.

Банк “Фінанси та кредит”, у свою чергу, також запропонував реструктуризацію, але одразу за двома інструментами — синдикованою позикою (70 млн дол. США, із яких сплачено на сьогодні 5%) та євробондами-2010 (100 млн дол.). За основу переговорів взято позицію учасників синдикату, враховуючи черговість сплати боргів. Як фінансовий консультант банку має виступити фінансова установа Morgan Stanley. Представники банку стверджують, що з пропозицією погодилися всі учасники синдикату, і нині тривають кілька паралельних переговорів. Згідно з планом синдикат має бути реструктуризовано за строком (продовження кредиту на 1,5—2 роки). Переговори з держателями бондів проводяться через довірену особу — Deutsche Trustee Company Ltd.<sup>20</sup>. Поточна ціна єврооблігацій банку становить 33—37% від номіналу, тому вигіднішою для тримачів буде реструктуризація боргу, а не продаж бондів на ринку; запропонована ставка у 10,5% (10,375% — до реструктуризації) є порівняно низькою. Умови, представлені банком “Фінанси та кредит”, оцінюються позитивніше, ніж у випадку з банком “Надра”.

Умови і статус трансакцій із реструктуризації основних банків-позичальників (табл. 2) можуть стати орієнтиром для подальших таких трансакцій (за оцінками аналітиків, їх буде 24) залежно від фінансового стану позичальника, обсягу наявних готівкових коштів позичальника та можливості й швидкості конвертації їх у валюту позики, від виду фінансового інструменту до реструктуризації та

---

<sup>18</sup> Відповідно до постанови Правління Національного банку України від 06.08.2009 № 466 до листопада цього року регулятор має вирішити питання про рекапіталізацію банку “Надра”. За словами голови Ради НБУ П. Порошенка, рішення з цього питання має бути прийнято до 10 жовтня цього року. (Див.: *Уманський І.* Нацбанк гальмує рекапіталізацію банку “Надра”: [Електр. ресурс]. — <http://www.epravda.com.ua>).

<sup>19</sup> Єврооблігації погашаються с дисконтом. Українские банки економят на внешних долгах // Інформаційне агентство “Cbonds”: [Електр. ресурс]. — <http://www.cbonds.info/ua/rus/news/index.phtml/params/id/437070/>

<sup>20</sup> До питання про реструктуризацію зовнішніх зобов'язань банку “Фінанси та кредит”: [Електр. ресурс]. — <http://www.fc.kiev.ua/uk/news/press-releases /1248182253/>

Таблиця 2. Умови і статус реструктуризації зовнішнього боргу банків України (станом на 03.08.2009)

Банк	Інструмент боргу	Умови реструктуризації	Статус станом на 26.07.2009
Альфа-банк	Євробонди-2011	Конвертація у євробонди зі строком погашення у 2012 році, ставка 13 %	Погашено 15 % боргу
Альфа-банк	Євробонди-2009, 2010	Конвертація у євробонди зі строком погашення у 2012 році, ставка 13 %	Погашено 21 % боргу
Надра	Євробонди	Негайний викуп 15 % від номіналу боргу з обмеженням 20 млн дол. США; списання 60 % боргу й виплата залишку до 2015 року, ставка 9,5 % (незмінна)	—
Фінанси та кредит	Євробонди	Продовження строку на 3 роки, ставка 10,5 %	—
Фінанси та кредит	Синдикована позика	Продовження строку на 1,5–2 роки	Погашено проценти і 5 % тіла кредиту
ПУМБ	Євробонди	Зміна строків погашення і процентних ставок	—
Укргазбанк	Синдикована позика	Реструктуризація заборгованості на 3 роки; погашення до 20 % боргу на момент остаточної угоди про реструктуризацію; пільговий період щодо погашення основної суми — 6 місяців; щоквартальне погашення основної суми боргу з 02.2010	Підписано попередню угоду (term sheet)

*Джерело:* Інформаційне агентство “Cbonds”: [Електр. ресурс]. — <http://www.cbonds.com>.

початкового строку його дії, а також від типу й намірів кредиторів/інвесторів. Вагомим внеском і перевагою позичальників під час переговорів буде високий ступінь (або готовність) підтримки з боку держави або материнських установ.

Доступне зовнішнє фінансування у значних обсягах та ще й в іноземній валюті стало загрозою для економічної безпеки країни, адже в бізнес-планах банків-позичальників, ймовірно, не був передбачений різкий економічний спад саме в період виплат за зовнішніми боргами або набрання чинності права інвесторів на оферту за єврооблігаціями. Труднощі в діяльності представників вітчизняного банківського бізнесу, викликані економічною кризою й недосконалістю управління внутрішніми грошовими потоками і процедур оцінки ризику, можуть загрожувати окремими дефолтами за зовнішніми зобов'язаннями і втратою довіри до України. Одним із оптимальних способів виходу з такої ситуації є реструктуризація зовнішнього боргу, що дасть змогу підтримати рівень ліквідності банку-позичальника, зокрема знизити розриви ліквідності (“гепа”) й оптимізувати розподіл коштів на подальший розвиток банківського бізнесу.

Процес реструктуризації зовнішнього боргу банків розпочався з метою недопущення їх дефолту за публічними позиками, збереження репутації на міжнародній арені й підтримки ліквідності. Здійснюючи реструктуризацію зовнішніх боргів, банки намагаються виграти час, щоб налагодити потоки платежів за строковими валютними кредитами, що за нинішніх обставин більшою мірою залежить від позитивних зрушень у діяльності їхніх корпоративних клієнтів — підприємств реального сектору економіки і платоспроможності населення. Реструктуризацію змушені

здійснювати банківські установи, які не мають підтримки іноземних материнських структур або отримують від них недостатню підтримку, якщо в країнах резидентності цих структур також є ознаки кризи неплатежів і відчутний спад економіки. Крім того, реструктуризують борг банки, які були сконцентровані на іпотечному кредитуванні, кредитуванні планово-збиткових підприємств і підприємств із експорту груп товарів із низьким попитом на світових ринках, а також банки, які належать до промислово-фінансових груп зі збитковою профільною діяльністю. У часи високих темпів підвищення внутрішнього попиту (до середини 2008 року), щоб задовольнити потребу у кредиті населення та юридичних осіб, банки орієнтувалися на відносно дешеве фінансування з-за кордону й мало використовували можливості фондування за рахунок внутрішніх ресурсів. Сьогодні надмірні зовнішні запозичення й пов'язані з ними валютні ризики стали серйозною перешкодою у справі оздоровлення економіки і швидшого виходу з кризи. З метою зменшення ризиків банків за кредитними операціями (для обмеження кредитування банками резидентів у валюті НБУ встановив високі ставки обов'язкового резервування за кредитними операціями в іноземній валюті з позичальниками, які не мають валютного доходу<sup>21</sup>) було зроблено певні кроки — щоправда, запізно.

У нинішній ситуації найбільші шанси успішно реструктуризувати зовнішню заборгованість мають банківські установи за таких умов: якщо вони отримали кредити від материнських структур або якщо кредит оформлено у вигляді нот участі.

Поки що українські банки досить успішно здійснюють планові погашення за зовнішніми боргами та в окремих випадках реалізують наміри щодо їх реструктуризації. Однак, враховуючи тенденції зростання в банківській системі простроченої заборгованості й додатковий тиск на пасивну базу через необхідність виплат за зовнішніми боргами, регулятору (НБУ) та уряду слід вжити комплекс заходів структурно-адміністративного регулювання грошово-кредитного ринку з тим, щоб у перспективі значно обмежити роль зовнішніх запозичень у формуванні ресурсної бази банків, а також у принципі виключити можливість виходу на зовнішні фінансові ринки банків-резидентів із нестійкою бізнес-моделлю.

---

<sup>21</sup> Постанова Правління НБУ “Про затвердження Змін до Положення про порядок формування на використання резерву для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків” від 01.12.2008 № 406. Пункт 3: [Електр. ресурс]. — <http://www.zakon1.rada.gov.ua>.