

Р. В. Беляев

КОВЕНАНТЫ КАК МЕХАНИЗМ УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ В КРЕДИТНЫХ ОТНОШЕНИЯХ

Санкт-Петербургский государственный университет, Российская Федерация, 199034, Санкт-Петербург, Университетская наб., д. 7/9

Обеспечение эффективности использования ковенантов как механизма управления рисками в кредитных отношениях требует внедрения в современную банковскую практику более совершенных методов выбора и мониторинга ковенантов, основанных на углубленном изучении и систематизации научных исследований, затрагивающих принципы действия и особенности применения ковенантов. В статье проведено сравнение различных подходов к классификации ковенантов и систематизированы исследования, обосновывающие использование ковенантов как дополнительных обязательств заемщика, направленных на снижение кредитного риска. Выявлена специфика трактовки ковенантов банками и консалтинговыми компаниями. Введены в рассмотрение формулировки ковенантов из типового договора о предоставлении синдицированного кредита и определены их виды в соответствии с предложенными классификациями.

Ключевые слова: ковенанты, типы ковенантов, жесткость ковенантов, кредитные риски, неполные контракты, асимметрия информации, оппортунистическое поведение.

COVENANTS AS RISK MANAGEMENT TOOL IN CREDIT RELATIONS

R. V. Belyaev

St. Petersburg State University, 7/9, Universitetskaya nab., St. Petersburg, 199034, Russian Federation

The efficient use of covenants as risk management tool in credit relations demands introduction of more advanced covenants choice and monitoring approaches into modern banking practice. These approaches shall be based on deeper study and systematization of scientific research into mechanisms and specifics of use of covenants. The article deals with comparison of various approaches to classification of covenants and systematization of research, justifying the use of covenants as obligations of the borrower aimed at credit risk mitigation. Specifics of the approach of banks and consulting companies towards the covenants interpretation is being discussed. Example of covenants wording from the model loan syndication

agreement is being introduced and types of covenants identified in line with the discussed classifications of covenants.

Keywords: covenants, types of covenants, strictness of covenants, credit risks, incomplete contracts, information asymmetry, opportunistic behavior.

ВВЕДЕНИЕ

На всем протяжении кредитных отношений кредитор сталкивается с кредитным риском — риском невозврата кредита и/или неуплаты процентов по нему заемщиком [Freixas, Rochet, 2008, p.265]. Возврат кредита зависит от способности и желания заемщика возвращать долг. Таким образом, в кредитном риске переплетаются перспективы развития финансового состояния заемщика и риск проявления оппортунизма в его поведении. Существует множество факторов, обуславливающих кредитные риски. К ним относят конкурентное положение заемщика, качество его активов, его финансовое состояние, положение в отрасли заемщика, ситуацию экономики в целом, качество управления компании, добросовестность менеджмента и собственников и др. Заключая кредитный договор, кредитор стремится ограничить влияние этих факторов, включая в договор дополнительные условия — ковенанты.

В последние десятилетия тема ковенантов и их значения для снижения кредитного риска нашла свое отражение во многих областях экономических исследований и получила широкое практическое применение. Ряд постулатов неоинституциональной экономической теории является важным для понимания механизма действия ковенантов как инструментов, снижающих риски кредитора. Включение финансовых ковенантов в кредитный договор в целях снижения кредитных рисков связано с возможностью использовать бухгалтерские показатели в качестве индикаторов увеличения риска банкротства заемщика. Вместе с тем актуальной парадигмой, объясняющей выбор ковенантов, отражающих состояние и перспективы развития наиболее важных активов заемщика, является ресурсная концепция стратегического менеджмента. В теории долга мы встречаем упоминание ковенантов как важных условий кредитного договора, влияющих на выбор финансирования заемщиком на фоне конкурентных предложений от различных кредиторов.¹

Существует много исследований основных факторов, влияющих на выбор ковенантов: характеристик заемщика, доступности и качества данных о заемщике, состояния отрасли заемщика и экономики в целом, способности кредитора проводить кредитный мониторинг, качества его кредитного

¹ Более подробно о выборе заемщиком источников финансирования в зависимости от различных факторов (условий кредитных договоров, конкуренции на рынке финансирования, кредитного риска заемщика и т.п.) см.: [Thakor, Furlong Wilson, 1995; Boot, Thakor, 2011].

портфеля и др. Эффективность использования ковенантов значительно зависит от последствий нарушения ковенантов — мер, предпринимаемых банком в виде требования уплаты заемщиком штрафа и пересмотра кредитных договоров (увеличения процентной ставки, запроса дополнительного обеспечения и т. п.). Консалтинговые компании разработали различные менеджерские приложения — практические рекомендации банкам по применению ковенантов.

Многообразие исследований ковенантов в зарубежной литературе свидетельствует об актуальности данной темы и ее большой практической важности. В российской академической литературе публикаций на тему ковенантов пока еще достаточно мало и практически отсутствуют ссылки на часто цитируемые в зарубежной литературе источники по этой проблематике. Вместе с тем в последнее время тема ковенантов стала часто упоминаться в российских СМИ. Понижение международным агентством Standard & Poor's кредитного рейтинга России до уровня неинвестиционного (non-investment grade) привело к риску требования досрочного погашения корпоративного долга — синдицированных кредитов и облигаций — в связи с нарушением закрепленных в некоторых из договоров ковенантов, привязанных к кредитному рейтингу [Метелица, Шароян, Немцова, 2015]. В прессе обсуждалось нарушение Украиной ковенанта, определяющего соотношение госдолга к ВВП (не должен превышать 60%), записанного в условиях еврооблигаций Украины, что могло повлечь за собой требование досрочной выплаты по облигациям [Бибиков, 2015]. Таким образом, в нынешних экономических условиях введение в русскоязычный научный оборот понятия «ковенанты» и обзор публикаций, связанных с ним, приобретают особую актуальность.

В рамках данного обзора мы не будем рассматривать вопросы ответственности мер, предпринимаемых кредиторами при нарушении ковенантов в зависимости от сложившихся социокультурных условий на отдельных рынках и институциональной среды, в которой реализуется договор. Так, дополнительного анализа заслуживают юридические основы и существующая практика решения спорных вопросов по нарушению ковенантов и защите интересов кредиторов в судах.²

Статья состоит из введения, трех разделов и заключения. В первом разделе дается определение понятия ковенантов, приводится обзор подходов к классификации ковенантов. Особо выделен вопрос о жесткости ковенантов — определения, являющегося ключевым для понимания механизма их действия. Во втором разделе более подробно анализируются теории,

² Подробнее о защите прав кредитора в российской арбитражной практике см.: [Карапетов, 2011; Туткаров, Берковская, 2011].

обосновывающие использование ковенантов как дополнительных условий кредитного договора, ведущих к снижению кредитного риска. Третий раздел посвящен особенностям трактовки проблематики ковенантов консалтинговыми компаниями и банками. В заключении приводятся выводы, основывающиеся на обсуждении тематики трех предыдущих разделов.

ПОНЯТИЕ КОВЕНАНТОВ И ПОДХОДЫ К ИХ КЛАССИФИКАЦИИ

В современной финансовой литературе понятие и роль ковенантов трактуются различными авторами достаточно схоже. Наиболее полно, на наш взгляд, они представлены ведущими теоретиками современного финансового посредничества С. Гинбаумом и А. Такором: «Ковенанты — это специальные условия, цель которых — защищать банк и запрещать заемщику предпринимать действия, которые могли бы негативно повлиять на вероятность возврата кредита» [Greenbaum, Thakor, 2007, p. 212]. Авторы отмечают, что нарушение ковенантов относится к неисполнению обязательств по кредиту (events of default). Это так называемое техническое неисполнение обязательств (technical default) в отличие от неисполнения обязательства по возврату долга по кредитному договору (debt service default).

Неисполнение обязательств по кредиту, согласно условиям кредитного договора, дает банку право потребовать полного досрочного возврата кредита или ускорения его возврата. При этом возможность получения досрочного платежа по кредиту улучшает позицию банка. В противном случае банк брал бы на себя дополнительный риск, зная об ухудшении положения заемщика, но при этом находясь в вынужденном ожидании платежа в установленный срок. Часто в договорах используется термин «дополнительные обязательства». Как видно из приведенного определения, по сути дополнительные обязательства представляют собой ковенанты. Схожей точки зрения придерживается большинство авторов.

Для целей дальнейшего исследования важной является мысль, сформулированная Г. Гортоном и А. Уинтоном, что ковенанты обуславливают динамичные (dynamic) отношения между кредитором и заемщиком [Gorton, Winton, 2003]. В чем заключается их динамичность? О. Харт и Д. Мур подчеркивали, что большая часть факторов, влияющих на будущее состояние заемщика, является неконтрактируемой, не поддающейся прогнозированию. Кроме того, для сторон кредитного договора, не говоря уже о третьих лицах,³ трудно однозначно определить наступление событий, которые в будущем могут повлиять на ухудшение состояния заемщика. Заемщик и кредитор могут компенсировать такую неполноту кредитного контракта путем

³ Это очень важно, например, в случае оспаривания кредита в суде или переуступки долга.

встраивания в него дополнительных условий — ковенантов, так или иначе связанных с факторами или событиями, ведущими к увеличению кредитного риска. Выполнение или нарушение этих условий будет фиксироваться в дальнейшем исходя из доступной на тот момент информации и в случае нарушения предоставит возможность кредитору пересматривать условия кредитного договора в целях снижения риска [Hart, Moore, 1998].

Примечательно, что использование ковенантов влияет не только на заемщика, но и на кредитора, снижая его риски. Р.Раджан и А.Уинтон отмечают, что кредитные контракты должны быть структурированы таким образом, чтобы увеличивать стимул кредитора проводить мониторинг заемщика. В случае нарушения ковенантов банк может потребовать досрочного возврата кредита, тем самым снижая свой кредитный риск [Rajan, Winton, 1995]. Следовательно, Раджан и Уинтон демонстрируют, что ковенанты делают срок кредита зависимым от мониторинга, проводимого кредитором.

Существует несколько подходов к классификации ковенантов. Гринбаум и Такор разделяют ковенанты на четыре группы: положительные ковенанты (affirmative covenants), ограничивающие условия (restrictive clauses), отрицательные ковенанты (negative covenants) и условия, описывающие нарушение обязательств (default provisions) [Greenbaum, Thakor, 2007, p.213–214].

Положительные ковенанты требуют от заемщика совершения определенного действия. Примерами положительных ковенантов являются требования банка к заемщику о поддержании достаточного уровня собственного капитала и о сохранении состава менеджмента, удовлетворяющего банк по своему качеству, а также запрос о регулярном предоставлении банку финансовой отчетности.

Ограничивающие условия — это ковенанты, вводимые в целях ограничения действий заемщика. Например, ограничение суммы дивидендов, которые заемщик может выплачивать своим акционерам в целях сохранения ликвидности в компании для выплат кредитору, а также ограничения на покупку непрофильных активов. Смысл введения такого условия состоит в том, что, покупая актив, заемщик переводит безрисковые денежные ресурсы в активы, не относящиеся к его основному бизнесу и генерирующие потенциально нестабильный денежный поток, подвергающий кредитора дополнительному риску.

Отрицательные ковенанты, в отличие от ограничивающих условий, запрещают заемщику определенные действия без предварительного разрешения банка. Пример такого вида ковенантов — запрет на обременение, который встречается в необеспеченных кредитах, запрет на слияния, консолидацию юридических лиц в одну компанию и продажу активов. Смысл отрицательных ковенантов состоит еще и в избегании возникновения дополнительных рисков кредитора.

Условия, описывающие нарушение обязательств — это те случаи, в которых, согласно кредитному договору, у банка возникает право незамедлительно потребовать досрочного возврата кредита. К ним относятся, например, несвоевременные выплаты по кредиту, процедура банкротства, ликвидации бизнеса заемщика, нарушение каких-либо заявлений, сделанных заемщиком на момент выдачи кредита, а также нарушение самих ковенантов [Greenbaum, Thakor, 2007, p.213–214].

Несколько иную классификацию ковенантов предлагает П. Лансетт, который выстраивает ее с точки зрения сферы их действия: финансовые ковенанты (financial covenants), ковенанты, касающиеся менеджмента, контроля и собственности (management, control and ownership covenants), и ковенанты, содержащие требования по предоставлению заемщиком кредиторам отчетности и раскрытия им прочей информации (reporting and disclosure covenants) [Lancett, 2014]. На наш взгляд, такая классификация лучше подходит для формулирования процедур по установлению ковенантов банками.

Особую роль в выявлении роста риска играют финансовые ковенанты или, как их еще называют в англоязычной литературе, ковенанты, основанные на бухгалтерской отчетности (accounting-based covenants). Не случайно их исследованию посвящено множество работ. А. Ахляйтнер, К. Бок и Ф. Таппайнер приводят примеры наиболее распространенных финансовых ковенантов — соотношение внешнего долга и собственного капитала (финансовое плечо, leverage), соотношение дохода до уплаты налогов и процентов к процентам, подлежащим уплате в текущий период (interest cover), соотношение денежного потока и различных показателей — краткосрочного долга, капитальных затрат, дивидендов (cash flow cover) и капитальные затраты (capex) [Achleitner, Bock, Tappeiner, 2012]. Несмотря на кажущуюся техническую простоту (показатели, при помощи которых производится расчет, довольно легко извлечь из отчетности за прошедший период), исследователи отмечают, что банки сталкиваются с проблематикой методологии их расчета [Ball, Bushman, Vasvari, 2008; Nikolaev, 2010; Taylor, 2013; Kravet, 2014]. Ряд авторов отмечают попытки заемщиков манипулировать цифрами в отчетности в целях избегания нарушения финансовых ковенантов [Chen, Wei, 1993; Sweeney 1994; Franz, Hassab-Elnaby, Lobo, 2014]. Эта взаимосвязь рассматривается в рамках долговой гипотезы ковенантов (debt covenant hypothesis) [Dichev, Skinner, 2002].

Д. Сааведра подразделяет финансовые ковенанты на две группы: ковенанты, снижающие гибкость решений заемщика (Flexibility-Reducing Covenants), и ковенанты, рассчитываемые на основании показателей из счета прибылей и убытков (income statement covenants) [Saavedra, 2014].

В презентационных материалах, разработанных консалтинговой группой «НЭО Центр», рассматривается вопрос об использовании ковенантов в условиях российской банковской системы и отмечается, что использова-

ние опыта зарубежных банков при мониторинге деятельности заемщиков будет способствовать повышению качества портфеля российских банков [Эволюция обязательств заемщика..., 2011]. Эксперты делят ковенанты на основные и вспомогательные. Примеры основных ковенантов — требование выполнения финансовых показателей, соответствие целевого использования кредитных средств назначению кредита, поступление на счета выручки в определенном объеме, а также ограничение на изменение обеспечения кредита. К вспомогательным ковенантам относятся требование независимого финансово-технического и инжинирингового надзора за реализацией проекта, независимого аудита, а также независимой оценки объектов залога с определенной периодичностью.

Множество примеров ковенантов содержится в работе А. Карапетова [Карапетов, 2011]. Автор перечисляет финансовые ковенанты, требующие сохранения: стоимости чистых активов (которая не должна снижаться ниже определенного уровня), соотношения долга и собственных средств, определенного уровня EBITDA (прибыли до уплаты налогов, процентов, износа и амортизации), конкретного уровня капитализации компании, вычисляемой как стоимость акций на фондовых рынках, и т. д. В качестве нефинансовых он выделяет ковенанты, гарантирующие неснижение кредитного рейтинга ниже определенного уровня, сохранение в должностях руководителей заемщика, а также состава собственников, которые могут повлиять на смену топ-менеджеров компании. К ковенантам, касающимся добросовестности заемщика, Карапетов относит требование о ненарушении обязательств заемщика по другим договорам, о невозбуждении в отношении заемщика дел о банкротстве, непредъявлении налоговых претензий. Пример ковенанта из области ограничения смены деятельности компаний — ковенант, гарантирующий, что лицензии, франшизы, квоты и иные разрешения деятельности заемщика не будут отозваны. Ковенантами, призванными сохранять активы заемщика до полной выплаты кредита, являются: требование не продавать активы сверх определенного уровня и не предоставлять их в качестве залога (negative pledge), ограничение выплаты дивидендов, обязательство заемщика воздержаться от выплаты займов или взятия на себя поручительств за третьих лиц и несовершение заемщиком крупных сделок по приобретению активов. Этой же цели призваны служить ковенанты, требующие не менять местонахождение фирмы, не совершать реорганизацию компании-заемщика. В целях обеспечения кредита банки могут вводить ковенанты с требованием поддерживать определенный остаток по счету, обязывать заемщика обеспечивать сохранность стоимости предмета залога. И наконец, существуют ковенанты, предусматривающие целевое использование кредита.

В таблице представлено обобщение различных подходов к классификации ковенантов.

Большинство авторов выделяет в особую группу ковенанты, определяемые на основании финансовой отчетности, и уделяет им наибольшее внимание как основным. Как мы увидим позже, финансовые показатели играют важную роль в выявлении и ограничении кредитных рисков, однако необходимо иметь в виду, что их источник — отчетность за прошедшие периоды. Более многочисленными являются ковенанты, попадающие в другие группы. Они ограничивают действия заемщика в различных областях или требуют от него определенных действий в будущем. Многообразие ковенантов отражает множественность факторов, обуславливающих кредитный риск, и стремление банков внести в кредитный договор как можно больше дополнительных условий, обеспечивающих его снижение.

Таблица

Подходы к классификации ковенантов

| Классификации ковенантов | Критерий классификации | Авторы подходов |
|---|---|---|
| 1 | 2 | 3 |
| Положительные ковенанты (affirmative covenants). Ограничивающие условия (restrictive clauses). Отрицательные ковенанты (negative covenants). Условия, описывающие нарушение обязательств (default provisions) | Характер воздействия | С. Гинбаум и А. Такор [Greenbaum, Thakor, 2007] |
| Финансовые ковенанты (financial covenants). Ковенанты, касающиеся менеджмента, контроля и собственности (management, control, and ownership covenants). Ковенанты, содержащие требования по предоставлению заемщиком кредитору отчетности и раскрытия им прочей информации (reporting and disclosure covenants) | Сфера действия | П. Лансетт [Lancett, 2014] |
| Ковенанты, снижающие гибкость решений заемщика (Flexibility-Reducing Covenants). Ковенанты, рассчитываемые на основании показателей из счета прибылей и убытков (Income Statement Covenants) | Сфера действия (только для финансовых ковенантов) | Д. Сааведра [Saavedra, 2014] |
| Основные ковенанты. Вспомогательные ковенанты | Значимость | Консалтинговая группа «НЭО Центр» [Эволюция обязательств заемщика..., 2011] |

| 1 | 2 | 3 |
|---|--|--------------------------------|
| Финансовые ковенанты Нефинансовые ковенанты: <ul style="list-style-type: none"> ● неснижение кредитного рейтинга ниже определенного уровня; ● сохранение в должностях руководителей заемщика; ● сохранение состава собственников; ● ковенанты, требующие от заемщика добросовестности; ● ограничения смены деятельности компаний; ● ковенанты, требующие сохранения активов заемщика до полной выплаты кредита (negative pledge); ● ограничение выплаты дивидендов; ● требование не менять местонахождение фирмы, не совершать реорганизацию компании-заемщика; ● требование обеспечения по кредиту — поддержание определенного остатка по счету, обеспечения сохранности стоимости предмета залога; ● требование целевого использования кредита | Деление на финансовые и нефинансовые ковенанты | А. Карапетов [Карапетов, 2011] |

В качестве иллюстрации классификации ковенантов в Приложении приведен образец ковенантов из типового договора на предоставление синдицированного кредита с участием одного из российских банков. На этом примере мы видим, что среди информационных ковенантов присутствует наибольшее число положительных ковенантов. Это объясняется тем, что банк требует полноты и своевременности предоставления финансовой отчетности, на основании которой он строит свой анализ и прогноз и отслеживает возможные нарушения финансовых ковенантов. Подробная регламентация предоставления данных и вычисления показателей, а также использование аудированной отчетности являются важными требованиями, призванными снизить риск манипулирования отчетностью в целях достоверного и последовательного отражения финансового состояния заемщика.

В данном примере мы встречаем всего два финансовых ковенанта (финансовые ковенанты по значимости мы относим к основным): положительный ковенант — требование поддержания финансового коэффициента выше заданного минимального значения и ограничивающее условие, устанавливающее верхнюю границу показателя, которой должен придерживаться заемщик. Причем мы видим, что положительный финансовый ковенант

представляет собой показатель, рассчитываемый на основании данных из счета прибылей и убытков. Он задает определенный минимальный уровень выручки заемщика до уплаты процентов, налогов и амортизации по отношению к сумме процентов по кредиту, подлежащих уплате в данный период. Ограничивающее условие, как это уже следует из термина, является финансовым ковенантом, снижающим гибкость решений заемщика. Следуя требованию, сформулированному в данном ковенанте, заемщик ограничивается в возможности увеличения своего долга выше трехкратной выручки до уплаты процентов, налогов и амортизации, что сужает область принятия решений в ходе реализации его проектов.

Среди ковенантов общего характера, или вспомогательных ковенантов, относящихся к менеджменту, собственности и контролю, в рассматриваемом примере в равной степени представлены положительные ковенанты и ограничивающие условия, а также имеется и отрицательный ковенант — требование получения предварительного согласия кредитора на выплату дивидендов. В данном разделе мы встречаем самые разнообразные ковенанты — от соответствия требованиям законодательства, своевременной уплаты налогов и охраны окружающей среды до запрета на смену деятельности, слияний, продажи активов и ограничения обременений. Как мы уже установили в ходе анализа классификаций ковенантов, такое многообразие нефинансовых вспомогательных ковенантов обосновано многочисленными факторами, обуславливающими кредитный риск.

Отдельного внимания заслуживает определение жесткости ковенантов, которое играет важную роль для понимания механизма их действия. Как видно из определения и классификации ковенантов, ковенанты сужают область принятия решений заемщиком. При этом ограничения могут быть установлены дальше или ближе к текущим и/или прогнозным показателям (для финансовых ковенантов) или требовать от заемщика больших или меньших действий, предоставления большего или меньшего количества информации и т. д. Более жесткими ковенантами будут те, которые в максимальной степени ограничивают заемщика или требуют от него более подробного раскрытия информации.

Для отдельных ковенантов жесткость может быть измерена в числовом выражении. Рассмотрим в качестве примера финансовый ковенант, устанавливающий соотношение внешнего долга и собственного капитала по долгосрочному кредиту, привлекаемому на финансирование проекта. Заемщик, чей долг ограничен суммой, не более чем вдвое превышающей его собственный капитал, лишен финансовой гибкости в большей степени, чем тот заемщик, который может занять суммы, втрое превышающие его собственный капитал. В отношении внешних заимствований ковенант, ограничивающий их сумму двойным размером собственного капитала, является в полтора

раза более жестким, чем ковенант, дающий возможность заимствований, втрое превышающих собственный капитал. Такое ограничение потребует от заемщика либо снижения суммы проекта, либо увеличения собственного капитала, либо продажи других активов в целях финансирования нового проекта. Очевидно, что со стороны кредитора все эти три решения при более жестком ковенанте, ограничивающем заимствования суммой эквивалентной двойной сумме собственного капитала, ведут к снижению риска кредитора в большей степени, чем при ковенанте, лимитирующем соотношение долга к капиталу в три раза. Жесткость ковенантов выбирается кредитором в зависимости от многих факторов, но в целом действует правило: чем выше риск, тем жестче ковенанты.⁴

ТЕОРИИ, ОБОСНОВЫВАЮЩИЕ ИСПОЛЬЗОВАНИЕ КОВЕНАНТОВ КАК ДОПОЛНИТЕЛЬНЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ ЗАЕМЩИКОВ, НАПРАВЛЕННЫХ НА СНИЖЕНИЕ КРЕДИТНОГО РИСКА

Для изучения сущности ковенантов необходимо сначала обратиться к обоснованию их использования в качестве инструментов снижения риска. Мы предлагаем выделить три области теоретических исследований, касающихся этой проблематики: неоинституциональную экономическую теорию в части теории контрактов, исследования взаимосвязи динамики показателей финансовой отчетности и кредитных рисков, а также ресурсную концепцию стратегического менеджмента. Данные подходы приводятся в статье в порядке значимости, идя от общего к частному.

Неоинституциональная экономическая теория. Обоснование ответственности ковенантов, выражающееся в их влиянии на поведение как заемщиков, так и кредиторов, можно найти в исследованиях, базирующихся на неоинституциональной экономической теории. Теория контрактов содержит следующие возможные сценарии развития событий, которые могут привести к увеличению риска кредитора: оппортунистическое поведение заемщика, его не наблюдаемые кредитором действия и неполнота контрактов, заключающаяся в том, что в контракте невозможно упомянуть или продемонстрировать все возможные ситуации и сценарии развития событий, которые могут привести к ухудшению состояния заемщика. Ковенанты, предписывающие, ограничивающие или запрещающие определенные действия, финансовые ковенанты, включаемые в договор, призваны ограничить данные риски.

Начнем с постулата об асимметрии информации — кредитор и заемщик в разной степени проинформированы о состоянии заемщика и перспективах его проекта. В.Дессейн пишет, что в случае информационной асимметрии ре-

⁴ Подробнее о выборе жесткости ковенантов см.: [Jensen, Meckling, 1976; Smith, Warner, 1979; Berlin, Mester, 1992; Dichev, Skinner, 2002; Tirole, 2006; Billett, King, Mauer, 2007; Chava, Roberts, 2008; Demiroglu, James, 2010; Murfin, 2012].

альный контроль инвесторов (кредиторов) за заемщиками снижается [Dessein, 2005]. П. Болтон, а также Ф. Агийон, М. Деватрипонт и П. Рей подчеркивают, что проблему информационной асимметрии можно решить с помощью ковенантов. Ковенанты должны быть выбраны таким образом, чтобы при их нарушении в случае развития негативного сценария параметры договора можно было пересмотреть [Bolton 1990; Aghion, Dewatripont, Rey, 1994].

Н. Гарлеану и Д. Цвибель рассматривают ковенанты как особый пример закрепляемой в контракте передачи имущественных прав (property rights) в ситуации с асимметричной информацией [Garleanu, Zwiebel, 2009]. Имеется в виду возможность кредитора с помощью ковенантов воздействовать на решения заемщика по поводу его деятельности и активов, т.е. фактически получать право частичного распоряжения ими. Гарлеану и Цвибель описывают данный феномен таким образом: менеджеры лучше осведомлены о перспективах и возврате на инвестиции и рисках проекта. Данная информация менее доступна кредитору. В результате проявляется проблема ухудшающего отбора: чтобы снизить неопределенность, кредитор стремится получить большие права принятия решения, устанавливая более жесткие ковенанты, чем при симметричной информации.

Нобелевский лауреат по экономике 2014 г. Ж. Тироль обращает внимание на свойственную контрактам неполноту [Tirole, 2009]. Он отмечает, что анализ возможных вариантов, выбор дополнительных условий договора и оценка их воздействия — дорогостоящий для банков процесс. Стороны контакта используют эвристику и сознательно оставляют контракт неполным, а ковенанты дают кредитору выход из ситуаций с непредвиденным развитием событий.

Чтобы пояснить этот феномен на практике, вернемся к примеру с финансовым ковенантом, ограничивающим задолженность заемщика суммой, эквивалентной двукратной сумме собственного капитала. Если в нашем примере заемщик попытается увеличить свой долг выше данной суммы на отчетную дату или его капитал в результате потерь снизится и долг превысит заданное соотношение, то последует нарушение ковенанта. Банк получит возможность потребовать досрочного возврата кредита или пересмотра условий кредитного договора в целях снижения своего риска и увеличения дохода. К примеру, банк сможет запросить дополнительное обеспечение по кредиту, сократить срок кредита, увеличить процентную ставку и т.д. Как видно из описанной ситуации, в договоре не будут упомянуты все возможные сценарии, увеличивающие риск кредитора, такие как инвестиции заемщика в дополнительный более рискованный проект, непредвиденные убытки заемщика в результате какого-либо негативного развития событий. Вместо этого банк и заемщик закрепляют в договоре финансовый показатель соотношения заемных средств и собственного капитала, который служит ранним индикатором увеличения рисков и ухудшения финансового положения заемщика.

Ряд авторов отмечает разницу в интересах кредитора и заемщика: собственник заинтересован в денежных и неденежных выгодах от проекта, инвестор/кредитор — только в денежных [Aghion, Bolton, 1992]. Эта разница в интересах ведет к агентской проблеме, упоминаемой рядом авторов в качестве одной из основных, которую призваны решить ковенанты [Bradley, Roberts, 2004; Chava, Roberts, 2008; Chava, Kumar, Warga, 2010; Achleitner, Bock, Tarpeiner, 2012]. Ковенанты могут частично решить агентскую проблему, ограничивая менеджмент заемщика в действиях, способных при ухудшении финансового положения заемщика привести к еще большим проблемам. Об этом пишут М. Дженсен и У. Меклинг и К. Смит и Д. Уорнер [Jensen, Meckling, 1976; Smith, Warner, 1979]. М. Биллет, Т. Кинг и Д. Мауэр делают вывод о том, что ковенанты снижают издержки, связанные с агентской проблемой в быстро растущих компаниях [Billett, King, Mauer, 2007]. То же отмечает Н. Райзель для облигационных займов — ковенанты и здесь выступают механизмом смягчения агентской проблемы, существующей между эмитентом и держателями облигаций [Reisel, 2014].

Кристенсен и Николаев отмечают, что различные типы ковенантов решают агентскую проблему по-разному — либо путем изначального установления условий, сближающих интересы заемщика и кредитора, либо за счет так называемой передачи прав контроля в дальнейшем (в случае нарушения ковенантов) [Christensen, Nikolaev, 2012]. Таким образом, помимо выставления уровня жесткости, типы ковенантов влияют на то, какие механизмы будут в них заложены: сближения интересов кредитора и заемщика или проведения в жизнь прав контроля над заемщиком [Elkamhi, Popov, Pungaliya, 2011].

В основе воздействия ковенантов на поведение заемщиков лежат ответные требования кредиторов, следующие за нарушением ковенантов. М. Робертс и А. Суфи перечисляют требования ускорения возврата кредита, досрочного погашения долга, повышения ставок и ограничения предоставления новых кредитных ресурсов [Roberts, Sufi, 2009a]. Авторы отмечают, что ковенанты оказывают тем более высокий эффект на политику заимствования, чем дороже заемщику привлекать альтернативные источники финансирования. Несмотря на менее выгодные условия кредита, предлагаемые существующими кредиторами, даже после нарушения ковенанта заемщики вынуждены продолжать у них занимать. Санкции, заключающиеся в пересмотре условий кредитного договора в ответ на нарушение ковенантов, описываются в целом ряде исследований [Aghion, Bolton, 1992; Berlin, Mester, 1992; Dewatripont, Tirole, 1994; Gorton, Kahn, 2000; Garleanu, Zwiebel, 2009].

Многие авторы сходятся во мнении, что кредиторы используют ковенанты как способ вмешаться в управление фирмой и исправить ситуацию с тем, чтобы избежать дальнейшего ухудшения состояния компании и самой негативной ситуации — ее банкротства. В частности, в статьях [Chava, Roberts,

2008; Roberts, Sufi, 2009b] было показано, что дополнительные требования, выдвигаемые банками при нарушении ковенанта, приводят к значительному уменьшению инвестиций и долга компании, что доказывает факт влияния кредиторов на управление компанией при нарушении ковенантов.

Таким образом, угроза нарушения ковенантов и последующих санкций в отношении заемщика дает кредитору возможность воздействовать на решения менеджеров заемщика в случае ухудшения финансовой ситуации или потребовать проведения изменений внутри фирмы. Угроза санкций является настолько действенным инструментом, что в действительности позволяет кредиторам осуществлять контроль над заемщиком даже в том случае, когда ковенанты не нарушаются [Denis, Wang, 2014].

Теория фирмы обогащает подход к ковенантам как к инструментам, решающим агентскую проблему, говоря о том, что оптимальная структура финансирования замещает собой схемы стимулов, дисциплинирующих менеджеров. Потоки дохода на ценные бумаги определяют стимулы акционерам вмешиваться в управление и частичное совпадение между интересами акционеров и кредиторов [Dewatripont, Tirole, 1994]. Дженсен и Меклинг разработали теорию структуры собственности фирмы, которая объединяет агентские издержки, показывает их отношение к проблеме отделения собственности от контроля [Jensen, Meckling, 1976].

Углубляясь в тему решения агентской проблемы, Кристенсен и Николаев отмечают, что ковенанты, ограничивающие соотношение собственного капитала и заемных средств, смягчают агентскую проблему, увязывая интересы кредитора и собственника. Ковенанты, установленные на показатели, отражающие эффективность деятельности заемщика, ограничивают агентскую проблему путем перевода прав контроля к кредитору в ситуациях, когда возврат долга, источником которого является сохранение и преумножение активов заемщика, встает под вопрос вследствие падения эффективности деятельности заемщика [Christensen, Nikolaev, 2012].

Гинбаум и Такор отмечают эффект, относящийся к области теории сигналов. Соглашаясь на ковенанты, ограничивающие его область принятия решений, заемщик берет на себя обязательство избегать стратегий, которые могут привести к потерям капитала кредитора [Greenbaum, Thakor, 2007]. К. Демироглу и К. Джеймс также описывают сигнальный эффект ковенантов. Соглашаясь на более жесткие ковенанты, хорошие заемщики дают кредитору сигнал о том, что они ожидают благоприятного развития своего проекта и надеются на улучшение финансовых показателей, заложенных в ковенантах [Demiroglu, James, 2010]. Кроме того, желание заемщика просигнализировать кредитору полную увязку своих интересов с интересами кредитора, по мнению Д. Ванга, может привести к установлению слишком жестких ковенантов [Wang, 2013]. В дальнейшем это может повлечь за собой более

частое нарушение ковенантов. В то же время Н. Гарлеану и Д. Цвибель отмечают, что в условиях информационной асимметрии установление жестких ковенантов, которые скорее будут нарушены, дает кредитору больше возможностей не только повлиять на заемщика, но и перенести принятие части решений на будущее [Garleanu, Zwiebel, 2009]. При появлении достаточного количества информации в будущем изначально установленные жесткие ковенанты могут быть смягчены. Гарлеану и Цвибель отмечают, что такие переговоры возможны даже и без нарушения ковенантов.

Использование ковенантов влияет и на самого кредитора, а именно на качество риск-менеджмента: Раджан и Уинтон отмечают, что ковенанты выступают в качестве стимула для банка проводить мониторинг клиента [Rajan, Winton, 1995].

Интересным для дальнейшей разработки представляется исследование Э. фон Таддена [Von Thadden, 1995]. Он описывает динамическую модель заключения договора, которая обуславливает краткосрочное поведение заемщика, диктуемое опасениями раннего прекращения договора внешними инвесторами. Хотя договоры заключаются долгосрочные, асимметричная информация может сделать невозможным воплощение прибыльных долгосрочных проектов в случае негативного для кредитора развития событий и нарушения ковенантов. Мониторинг со стороны инвесторов (кредиторов), хотя и сам подвержен искажающим стимулам, может преодолеть склонность заемщика к краткосрочному планированию и удлинить горизонт планирования фирмы. В своем исследовании автор описывает оптимальные контракты, которые могут быть изменены без ущерба для сторон.

Д. Сааведра исследует взаимосвязь использования ограничивающих финансовых ковенантов и ожидаемых издержек, связанных с переговорами по изменению условий кредитных контрактов в будущем. Чем выше ожидаемые издержки, тем менее вероятно установление жестких ковенантов.⁵ Эта обратная зависимость тем выше, чем меньше у заемщика альтернативных источников финансирования и чем важнее для него дополнительные возможности финансирования (*financial flexibility*) [Saavedra, 2014, p. 3].

Таким образом, теория контрактов дает всестороннее описание природы рисков в кредитных отношениях, ковенантов как дополнительных обязательств заемщика, а также механизмов влияния ковенантов на заемщика и кредитора. Свойственные кредитным отношениям асимметрия информации, неполнота контрактов и агентская проблема решаются за счет применения ковенантов, жесткость которых зависит от степени и качества доступности информации и степени риска в оценке кредитора. Риск применения санкций в отношении заемщика и пересмотра условий кредитного

⁵ Жесткие ковенанты с большей вероятностью будут нарушены.

договора является действенным механизмом, который оказывает влияние на заемщика и, таким образом, обуславливает контроль со стороны кредитора даже в ситуациях, когда ковенанты не нарушены.

Исследования взаимосвязи показателей финансовой отчетности и кредитных рисков. Анализу многообразных факторов кредитного риска предшествовали исследования взаимосвязи риска банкротств компаний и динамики их финансовых показателей. основополагающее исследование и обобщение предыдущих взглядов в этой области было проведено Э.Альтманом еще в 1968 г. Альтман построил модель предсказания банкротств на временном горизонте до двух лет, основываясь на показателях пяти прошедших лет, причем он наблюдал явное ухудшение показателей у обанкротившихся фирм уже за два-три года до их банкротства. Альтман пришел к выводу, что, используя финансовые ковенанты, кредиторы снижают свои риски, требуя от заемщика не превышать или не опускаться ниже определенных значений бухгалтерских показателей или коэффициентов, рассчитанных на их основе [Altman, 1968].

Гипотезу приоритета использования финансовых ковенантов для снижения кредитных рисков подтверждают современные исследования. Ахляйтнер, Бок и Таппайнер проанализировали сделки 25 ведущих организаторов синдикатов и привлечения частного акционерного капитала (private equity) и определили, что наиболее важными ковенантами являются финансовые. Среди них такие, как финансовый рычаг, покрытие процентов текущего периода доходом до уплаты процентов и налогов за тот же период (ЕВИТ), покрытие денежным потоком (cash flow) текущего обслуживания долга (процентов и возврата долга в текущем периоде), дивидендов, капитальных затрат или суммы последних (cash flow cover) и капитальных затрат (capex) [Achleitner, Bock, Tarpeiner, 2012].

Более детально способность финансовых показателей отражать ситуацию заемщика рассматривается в исследовании Р.Болла, Р.Бушмана и Ф.Васвари. Они вводят определение контрактной значимости различных бухгалтерских показателей заемщика (debt contracting value). Контрактная значимость описывает возможность бухгалтерских показателей заемщика своевременно отражать снижение качества кредита. Таким образом, авторы видят целесообразность задания приоритетов использования отдельных финансовых ковенантов для достижения наибольшего эффекта снижения риска [Ball, Bushman, Vasvari, 2008].

Помимо снижения кредитного риска через воздействие на принятие заемщиками решений, использование финансовых ковенантов приводит к выбору заемщиком учетной политики. Использование финансовых ковенантов несет в себе ряд проблем, заключающихся в попытках компаний манипулировать показателями отчетности.

Т.Кравет показывает, что фирмы, у которых кредитные договоры содержат ковенанты, построенные на бухгалтерских показателях, более консервативны, придерживаются менее рискованной инвестиционной политики, в частности, при принятии решений о слияниях и поглощениях. Он приходит к выводу о том, что такое консервативное поведение заемщиков обусловлено стремлением избежать нарушения ковенантов [Kravet, 2014]. П.Тейлор исследовал измерение и мониторинг финансовых ковенантов и тоже сделал заключение о том, что эта группа ковенантов создает стимулы менеджерам в выборе учетной политики [Taylor, 2013].

В.Николаев на примере 5 тыс. эмитентов публичного долга в США анализирует своевременность признания убытков в бухучете. Он отмечает, что для повышения действенности финансовых ковенантов и снижения оппортунизма менеджеров бухгалтерская отчетность должна своевременно отражать экономические потери [Nikolaev, 2010].

Заемщики склонны к завышению показателей в отчетный период, предшествующий нарушению ковенанта, например, ковенанта, отражающего доход [Chen, Wei, 1993; Sweeney, 1994]. Д.Франц, Х.Хассаб-Элнаби и Г.Лобо отмечают, что это чаще происходит в фирмах с низкими кредитными рейтингами и в компаниях, показатели которых не соответствуют прогнозам аналитиков [Franz, Hassab-Elnaby, Lobo, 2014]. В этой ситуации раздуваются показатели нетто-активов и оборотного капитала [Defond, Jiambalvo, 1994]. И.Дичев и Д.Скиннер развивают «долговую гипотезу ковенантов» (debt covenant hypothesis) [Dichev, Skinner, 2002]. Чем ближе заемщик находится к нарушению ковенанта, тем в большей степени политика бухгалтерского учета будет меняться в сторону завышения/занижения контролируемых показателей.

О.Прищепа, К.Аретц и С.Банерджи предостерегают, что ряд компаний, находящихся в неустойчивом финансовом положении, могут быть не идентифицированы кредиторами как проблемные. Авторы отмечают, что такие заемщики ведут более агрессивную учетную политику и могут скрывать свои проблемы, неправильно указывая доходы. К тому же, как правило, не будучи идентифицированными кредиторами в качестве проблемных, они менее ограничены ковенантами и могут занимать под более низкие проценты. Такие риски требуют от кредиторов особого внимания к точности отчетности заемщиков с более проблемным финансовым профилем [Pryshchepa, Aretz, Banerjee, 2013].

М.Кристодулу замечает, что банки, используя осторожный подход в случае заемщиков с высоким уровнем долга, требуют от заемщиков проводить аудит отчетности «большой четверкой» — наиболее крупными и опытными аудиторскими компаниями. Это частично решает проблему получения более качественных показателей [Christodoulou, 2010].

Таким образом, беря свою основу в наиболее ранних исследованиях взаимосвязи динамики бухгалтерских показателей и риска банкротства, финансовые ковенанты получили широкое обоснование в современных исследованиях. Опираясь на эту ключевую с точки зрения снижения кредитных рисков концепцию, исследователи, а вслед за ними и банки отдают предпочтение финансовым ковенантам в качестве основных. Извлечение из отчетности показателей на первый взгляд не представляет сложности. Однако проблемы использования финансовых ковенантов заключаются в определении методологии их расчета и попытках заемщиков манипулировать цифрами в целях создания более благоприятной картины. Заемщики более склонны к манипулированию по мере приближения показателей отчетности к нарушениям ковенантов. Кроме того, к манипулированию склонны заемщики с более рискованным кредитным профилем. Показатели таких компаний требуют особого внимания со стороны банков к их точности, а также независимой проверки аудиторами.

Ресурсная концепция стратегического менеджмента. В современной экономике, построенной на знаниях, сфера воздействия ковенантов приобретает дополнительную область применения в свете выводов ресурсной концепции стратегического менеджмента. Мы не ставим выводы ресурсной концепции стратегического менеджмента в один ряд с двумя другими сформулированными подходами к обоснованию использования ковенантов. Взгляды ресурсной концепции стратегического менеджмента интересны для выявления дальнейших путей совершенствования использования ковенантов в целях более точного отражения ключевых активов компаний и снижения кредитного риска. Анализ литературы по стратегическому менеджменту позволяет выявить специфические факторы, которые в будущем будут иметь особое значение, учитывая тенденцию развития экономики, основывающейся преимущественно на нематериальных ресурсах. Именно нематериальные ресурсы в значительной мере будут определять в дальнейшем риски в кредитных отношениях.

Ресурсная концепция обосновывает успех фирм тем, что они обладают уникальными активами, способными давать фирме устойчивые конкурентные преимущества. О. Уильямсон выделяет организационные рутины/компетенции — отличительные внутрифирменные операции, которые возможны благодаря объединению специализированных активов в кластеры (например, управление качеством, миниатюризация, системная интеграция). К ключевым компетенциям Уильямсон относит компетенции, определяющие основную бизнес фирмы [Williamson, 1999, p. 1092–1093].

В. Каткало оперирует понятием «ресурсы» [Каткало, 2002]. Автор относит к ним торговые секреты, специальные производственные сооружения, инженерный опыт и т. п. Эти ресурсы являют собой специфические для фирмы активы, которые трудно, если вообще возможно, воспроизвести. Главный

тезис ресурсной концепции стратегического менеджмента состоит в том, что все фирмы, по сути, различны и эта неоднородность может быть устойчивой ввиду обладания конкретными фирмами уникальными ресурсами и способностями, которые, являясь источниками экономических рента, определяют конкурентные преимущества данных фирм [Катькало, 2002, с. 33–34].

Возвращаясь к теме кредитного риска, необходимо отметить, что потеря уникальных ресурсов и способностей ведет к ограничению возможностей компании осуществлять свою деятельность, что обуславливает вероятность возникновения в будущем убытков и потерь активов, ограничивая источники возврата кредита и тем самым увеличивая кредитный риск. Применительно к кредитным рискам и ковенантам кредиторы должны быть заинтересованы в сохранении фирмами-заемщиками своих ресурсов и способностей, способствующих возникновению устойчивых конкурентных преимуществ. Примером ковенантов, устанавливаемых исходя из данной концепции, являются часто применяемые положительные ковенанты, требующие от заемщика сохранения ключевых менеджеров, определяющих стратегию компании и рода деятельности компании.

Особую трактовку ресурсная концепция стратегического менеджмента получила в изучении экономики, основанной на знаниях. В современной экономике, где уникальным ресурсам уделяется особое внимание, такие активы, как коммерциализируемые инновации, интеллектуальный потенциал разработчиков и менеджеров, становятся ключевыми для успешного развития фирм. Бисхара и Орозко отмечают, что активы компании и их потенциал уже не измеряются заводами и величиной дебиторской задолженности. Авторы приводят в качестве примера такие компании-лидеры в своих отраслях, как Apple, Facebook и Google. Их основной актив — постоянное генерирование новых идей, из которых рождаются коммерциализируемые инновации [Bishara, Orozco, 2012].

Не только новые идеи и коммерциализируемые инновации можно отнести к ключевым ресурсам компаний. Стабильно применяемые лучшие менеджерские практики играют значительную роль в успехе компаний и их возможностях привлечения финансирования на выгодных условиях. В этом отношении интересным является исследование Р.Рахамана и М.Замана [Rahaman, Zaman, 2013]. Авторы выявили взаимосвязь организационного капитала и стоимости заимствований на примере выборки производственных компаний — средних бизнесов США. Было получено подтверждение того, что использование лучших менеджерских практик улучшает возможности компаний привлекать финансирование, снижая его стоимость. Рахман и Заман в своей работе не затрагивают вопрос о жесткости ковенантов. Вместе с тем интересно проследить взаимосвязь жесткости ковенантов и уровня качества используемых компаниями менеджерских практик.

В соответствии с ресурсной концепцией стратегического менеджмента в современных условиях к ключевым ресурсам можно отнести политики и процедуры в области охраны труда, промышленной и экологической безопасности (health, safety and environment — HSE). Уникальность данной компетенции заключается в реализованных политиках и процедурах компаний, успешно решающих задачи строгого соответствия регулятивным и внутренним нормативам. Потери от нарушений регулятивных требований и недостаточного внимания к данным вопросам внутри компании могут исчисляться десятками миллионов и даже миллиардами долларов. Помимо убытков, возникающих от потерь в рамках операционной деятельности (снижения производства, потери производственных активов), компании несут риск штрафов, взимаемых со стороны государства, претензий пострадавших лиц, отзыва лицензий и ограничения деятельности компаний. Как обязательные условия ковенанты, требующие соответствия экологическим и социальным нормам, присутствуют во всех кредитных договорах, подписываемых Мировым банком (World Bank), Международной финансовой корпорацией (International Finance Corporation, IFC), Европейским банком реконструкции и развития (European Bank for Reconstruction and Development, EBRD) и другими международными банками развития.

Стремясь к снижению рисков кредитования компаний на современном этапе развития экономики, банки столкнулись с необходимостью включения в кредитные договоры ковенантов, направленных на сохранение и развитие стратегических нематериальных активов. Нематериальные активы становятся предметом кредитного анализа как в ходе согласования кредита и определения условий кредитных договоров, так и в процессе кредитного мониторинга.

ОСОБЕННОСТИ ТРАКТОВКИ КОВЕНАНТОВ КОНСАЛТИНГОВЫМИ ФИРМАМИ И БАНКАМИ

В отличие от академических статей, широко применяющих междисциплинарный подход, свойственный современной неоинституциональной экономической теории и теории стратегического менеджмента, консалтинговые компании и представители банковской индустрии фокусируются на прикладных аспектах практики применения ковенантов в меняющихся условиях рынков и законодательства.

Так, в 2011 г. компания Deloitte опубликовала заметку о влиянии внедрения международных стандартов отчетности (International Financial Reporting Standards — IFRS)⁶ на расчет ковенантов и указала на необходимость менеджменту компании провести переговоры с финансирующими

⁶ Комиссия по ценным бумагам и биржам США (U.S. Securities & Exchange Commission — SEC) планировала внедрение IFRS с 2015 г.

банками с тем, чтобы избежать нарушения ковенантов вследствие изменения методик подсчетов показателей, лежащих в их основе [Deloitte, 2011].

К. Кролл пишет, что переход от US GAAP к IFRS может подействовать на долговые ковенанты в трех аспектах: признании доходов, учете лизинга и финансовых инструментов. Например, признание дохода различается в US GAAP в зависимости от индустрии, а в IFRS — более универсально. При долгосрочном сервисном контракте в US GAAP признание дохода амортизируется по периодам действия контракта, а в IFRS может быть произведено в момент заключения контракта на всю сумму. Таким образом, показатели, рассчитанные по разным стандартам, могут сильно повлиять на выполнение ковенантов, отражающих доход компании [Kroll, 2011].

Компания PricewaterhouseCoopers (PWC, «ПрайсуотерхаусКуперс») выпустила в 2013 г. отчет, анализирующий практику привлечения финансирования новозеландскими фирмами на суммы от 50 до 500 млн долл. США. Это — средний уровень объемов финансирования, привлекаемый компаниями, у которых в силу размера, как правило, недостаточно опыта и специалистов в казначейских вопросах. Аналитики PWC пришли к выводу, что компании стремятся к оптимальному сочетанию срока, стоимости финансирования и ковенантов, причем трехлетний срок являлся на тот момент оптимальным. Отсутствие ковенантов называлось этими компаниями в числе шести наиболее важных критериев в выборе финансирования, наряду с ценой, сроками, простотой оформления и др. Причем, как показали опросы, данные компании увязывали отсутствие ковенантов в долгосрочном финансировании с более высокой ценой финансирования. С тем чтобы получить наиболее выгодное предложение, заемщики проводили бенчмаркинг по условиям, включающим наличие ковенантов [PWC..., 2013].

EY (бывший Ernst & Young) опубликовала исследование «Кредитные рынки. 2014–2015», в котором обсуждаются тенденции меняющегося кредитного рынка. Особое внимание в нем уделено тенденции увеличения предложения финансирования и смягчения ковенантов на различных рынках. Аналитики EY отмечают, что на протяжении 2014 г. смягчение ковенантов наблюдалось на рынке банковского финансирования компаний с инвестиционным рейтингом (investment grade). В связи с улучшением экономической ситуации и финансового состояния компаний в 2014 г., а также падением активности в области слияний и поглощений на рынке США наблюдалось снижение спроса на кредитные ресурсы и улучшение условий финансирования для заемщиков. Это обусловило дополнительный приток кредитных ресурсов на европейский рынок. Появление у кредиторов возможности вновь устанавливать более жесткие ковенанты будет зависеть от развития спроса на кредитные ресурсы в 2015 г. В исследовании отмечается, что в 2014 г. увеличилась активность инвестиционных фондов и их количество

постоянно возрастало. На данный момент фонды предлагают финансирование на условиях с меньшим количеством и менее жесткими ковенантами, что делает его более привлекательным по сравнению с банковским [Lowe, 2014, р.8–10, 22].

Обобщая обзор исследований по выбору ковенантов в целях снижения кредитного риска, следует отметить, что менеджеры банка и аналитики сталкиваются с многообразием факторов, характеризующих заемщика, макроэкономическую ситуацию, оценивают конкурентную среду и свои способности проводить кредитный анализ и мониторинг. На рисунке приведена иллюстрация совокупности факторов, принимаемых во внимание банком при выборе ковенантов для включения в кредитный договор.

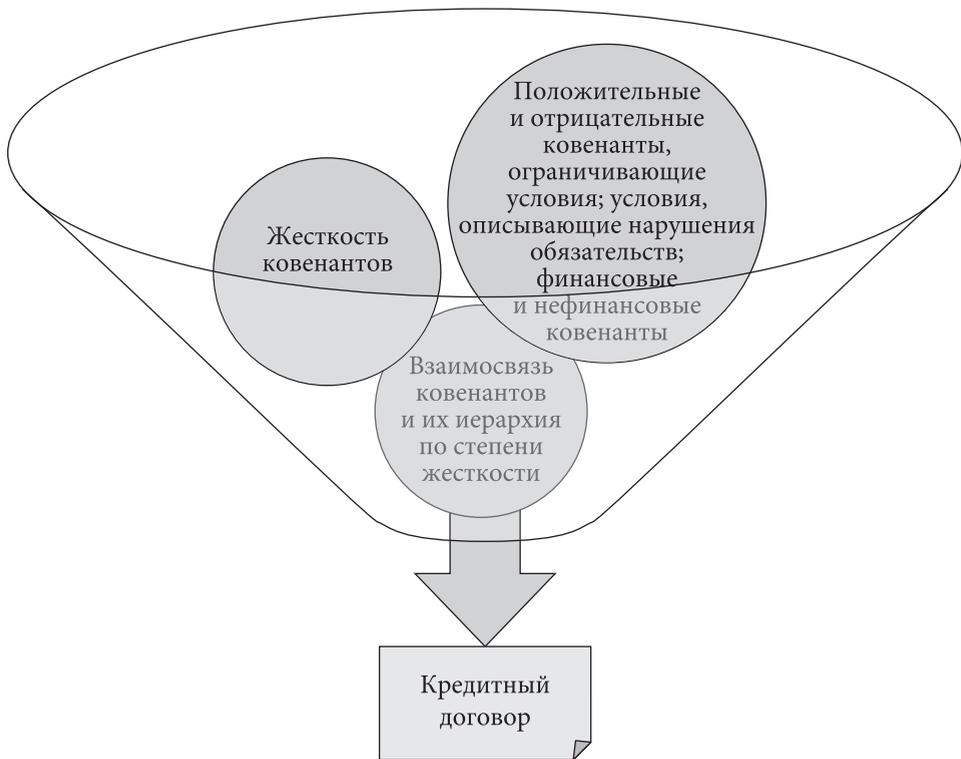


Рисунок. Выбор ковенантов и их жесткости в кредитном договоре

Банки формулируют процедуры выбора ковенантов, базирующиеся на следующих аспектах:

- ♦ выбор ковенантов в рамках их видов: положительные и отрицательные ковенанты, ограничивающие условия; условия, описывающие нарушения обязательств; финансовые и нефинансовые ковенанты;

- ♦ выбор жесткости ковенантов;
- ♦ учет взаимосвязи ковенантов между собой и их иерархия по степени жесткости.

Совершенствование использования ковенантов как механизма управления рисками в кредитных отношениях требует дальнейшего изучения теорий, рассматривающих факторы, обуславливающие выбор ковенантов и их жесткости, а также исследования действий банков в случае нарушения ковенантов, влекущих за собой изменения условий кредитного договора.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В ходе проведенного в настоящей работе сравнения различных подходов к классификации ковенантов и систематизации исследований, обосновывающих использование ковенантов как дополнительных обязательств заемщика, направленных на снижение кредитного риска, были выявлены критерии, по которым ковенанты можно отнести к различным группам по характеру и сфере воздействия на деятельность заемщика, а также по их значимости для управления кредитными рисками. Было показано, что среди всех дополнительных обязательств в кредитном договоре основное внимание уделяется финансовым ковенантам, регламентирующим показатели заемщика, которые в наибольшей степени взаимосвязаны с кредитным риском. Необходимо учитывать, что особенностью использования финансовых ковенантов является обеспечение контроля за деятельностью заемщика, основанного на показателях, отражающих прошедшие периоды. При этом вспомогательные ковенанты требуют от заемщика соблюдения определенных условий в будущем, а их многообразие объясняется множественностью факторов кредитного риска, которые должны быть ограничены с помощью ковенантов.

Жесткость ковенантов, ограничивающая область принятия решений заемщиком, зависит от факторов, обуславливающих степень кредитного риска. В современной экономике, где успех предприятий основывается на обладании уникальными ресурсами — знаниями и компетенциями, особое внимание следует уделять ковенантам, направленным на поддержание и развитие таких уникальных знаний и компетенций. Приведенная в публикуемой статье специфика трактовки ковенантов банками и консалтинговыми компаниями заключается в формулировании практических рекомендаций по выбору и мониторингу соблюдения ковенантов.

Введенные в рассмотрение в качестве примера формулировки ковенантов из типового договора о предоставлении синдицированного кредита дали возможность определить их виды в соответствии с предложенными в статье классификациями. Данный практический пример наглядно показал, что многочисленные финансовые ковенанты в договоре сопровождаются много-

образными вспомогательными ковенантами, объединенными в две группы. К первой относятся ковенанты информационного характера, непосредственно регламентирующие форму, сроки и детали предоставления информации, необходимых банку для мониторинга кредитных рисков и контроля за нарушениями финансовых и нефинансовых ковенантов. Во второй группе, содержащей многочисленные ковенанты общего характера, описываются дополнительные требования, регламентирующие деятельность заемщика в будущем в целях ограничения действия разнообразных факторов, обуславливающих кредитные риски.

Литература

- Бибиков А. Moody's связало возможный дефолт Украины с российским кредитом // РБК. 2015. 11 января. URL: <http://top.rbc.ru/economics/11/01/2015/54b2a2b39a794747ddad1fa1> (дата обращения: 16.01.2015).
- Карпетов А. Г. Правовая природа и последствия нарушения ковенантов в финансовых сделках // Частное право и финансовый рынок: Сб. статей / Отв. ред. М. Л. Башкатов. Вып. 1. М.: Статут, 2011. С. 106–168.
- Катъкало В. С. Ресурсная концепция стратегического управления: генезис основных идей и понятий // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. Менеджмент. 2002. Вып. 4. С. 20–42.
- Метелица Е., Шароян С., Немцова Ж. Если завтра ВВ // РБК Ежедневная деловая газета. 2015. 12 января. URL: <http://www.rbcdaily.ru/finance/562949993636406> (дата обращения: 16.01.2015).
- Туткаров Ю. Е., Берковская М. Как ковенанты работают в российском праве // *Cbonds Review*. 2011. № 12. С. 70–73.
- Эволюция обязательств заемщика в кредитном процессе. Презентация. М.: Консалтинговая группа «НЭО Центр», 2011. URL: http://www.asros.ru/media/File/news/Ilina_NEO_centр.pptx (дата обращения: 18.01.2015).
- Achleitner A. K., Bock C., Tappeiner F. Financial Covenants and Their Restrictiveness in European Lbos: An Assessment in the Aftermath of the Financial Crisis // *International Journal of Entrepreneurial Venturing*. 2012. Vol. 4. N 3. P. 214–238.
- Aghion P., Bolton P. An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting // *The Review of Economic Studies*. 1992. Vol. 59. N 3. P. 473–494.
- Aghion P., Dewatripont M., Rey P. Renegotiation Design with Unverifiable Information // *Econometrica: Journal of the Econometric Society*. 1994. Vol. 62. N 2. P. 257–282.
- Altman E. I. Financial Ratios, Determinant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy // *The Journal of Finance*. 1968. Vol. 23. N 4. P. 589–609.
- Ball R. T., Bushman R. M., Vasvari F. P. The Debt-Contracting Value of Accounting Information and Loan Syndicate Structure // *Journal of Accounting Research*. 2008. Vol. 46. N 2. P. 247–287.
- Berlin M., Mester L. J. Debt Covenants and Renegotiation // *Journal of Financial Intermediation*. 1992. Vol. 2. N 2. P. 95–133.

- Billett M. T., King T., Mauer D. C.* Growth Opportunities and the Choice of Leverage, Debt Maturity, and Covenants // *Journal of Finance*. 2007. Vol. 62. N 2. P. 697–730.
- Bishara N. D., Orozco D.* Using Resource-Based Theory to Determine Covenant Not to Compete Legitimacy // *Indiana Law Journal*. 2012. Vol. 87. N 3. P. 979–1031.
- Bolton P.* Renegotiation and the Dynamics of Contract Design // *European Economic Review*. 1990. Vol. 34. N 2–3. P. 303–310.
- Boot A. W. A., Thakor A. V.* Managerial Autonomy, Allocation of Control Rights, and Optimal Capital Structure // *Review of Financial Studies*. 2011. Vol. 24. N 10. P. 3434–3485.
- Bradley M., Roberts M.* The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants. Working paper. 2004. URL: <http://ssrn.com/abstract=466240> (дата обращения: 18.01.2015).
- Chava S., Roberts M. R.* How Does Financing Impact Investment? The Role of Debt Covenants // *Journal of Finance*. 2008. Vol. 63. N 5. P. 2085–2121.
- Chava S., Kumar P. Warga A. D.* Managerial Agency and Bond Covenants // *Review of Financial Studies*. 2010. Vol. 23. N 3. P. 1120–1148.
- Chen K. C. W., Wei J. K. C.* Creditors' Decisions to Waive Violations of Accounting Based Debt Covenants // *Accounting Review*. 1993. Vol. 68. N 2. P. 218–232.
- Christensen H. B., Nikolaev V. V.* Capital versus Performance Covenants in Debt Contracts // *Journal of Accounting Research*. 2012. Vol. 50. N 1. P. 75–116.
- Christodoulou M.* Restrictive Bank Covenants Keep the Big Four on Top // *Accountancy Age*. 2010. URL: <http://www.accountancyage.com/aa/news/1809502/restrictive-bank-covenants-big-four> (дата обращения: 18.01.2015).
- Defond M. L., Jiambalvo J.* Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals // *Journal of Accounting and Economics*. 1994. Vol. 17. N 1–2. P. 145–176.
- Deloitte* Could IFRS Trip Up Your Debt Covenants? // *Wall Street Journal, CFO Journal*. 2011. URL: <http://deloitte.wsj.com/cfo/2011/05/11/could-ifrs-trip-up-your-debt-covenants> (дата обращения: 18.01.2015).
- Demiroglu C., James C. M.* The Information Content of Bank Loan Covenants // *Review of Financial Studies*. 2010. Vol. 23. N 10. P. 3700–3737.
- Denis D. J., Wang J.* Debt Covenant Renegotiations and Creditor Control Rights // *Journal of Financial Economics*. 2014. Vol. 113. N 3. P. 348–367.
- Dessein W.* Information and Control in Ventures and Alliances // *Journal of Finance*. 2005. Vol. 60. N 5. P. 2513–2549.
- Dewatripont M., Tirole J.* A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager-Shareholder Congruence // *Quarterly Journal of Economics*. 1994. Vol. 109. N 4. P. 1027–1054.
- Dichev I. D., Skinner D. J.* Large-Sample Evidence on the Debt Covenant Hypothesis // *Journal of Accounting Research*. 2002. Vol. 40. N 4. P. 1091–1123.
- Elkamhi R., Popov L., Pungaliya R.* On Financial Covenants as Incentives to Borrowers // Working paper. University of Virginia and Nanyang Technological University, 2011. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1943130 (дата обращения: 18.01.2015).
- Franz D. R., Hassab-Elnaby H. R., Lobo G. J.* Impact of Proximity to Debt Covenant Violation on Earnings Management // *Review of Accounting Studies*. 2014. Vol. 19. N 1. P. 473–505.

- Freixas X., Rochet J.-C.* Macroeconomics of Banking. 2nd ed. Cambridge: The MIT Press, 2008.
- Garleanu N., Zwiebel J.* Design and Renegotiation of Debt Covenants // *Review of Financial Studies*. 2009. Vol. 22. N 2. P. 749–781.
- Gorton G. B., Kahn J.* The Design of Bank Loan Contracts // *Review of Financial Studies*. 2000. Vol. 13. N 2. P. 331–364.
- Gorton G. B., Winton A.* Handbook of Economics and Finance. Vol. 1. Part A. Ch. 8. Financial Intermediation. Issue Suppl. 2003. P. 431–552.
- Greenbaum S. I., Thakor A. V.* Contemporary Financial Intermediation. Burlington, San Diego, Amsterdam: Elsevier Academic Press, 2007.
- Hart O. D., Moore J.* Incomplete Contracts and Renegotiation // *Econometrica*. 1998. Vol. 56. N 4. P. 755–785.
- Jensen M. C., Meckling W. H.* Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3. N 4. P. 305–360. (Рус. пер.: *Дженсен М. К., Меклинг У. Х.* Теория фирмы: поведение менеджеров, агентские издержки и структура собственности // *Вестн. С.-Петербург. ун-та. Сер. Менеджмент*. 2004. Вып. 4. С. 118–191.)
- Kravet T. D.* Accounting Conservatism and Managerial Risk-Taking: Corporate Acquisitions // *Journal of Accounting and Economics*. 2014. Vol. 57. N 2–3. P. 218–240.
- Kroll K.* 3 Ways IFRS May Impact Your Debt Covenants // *Business Finance*. 2011. URL: <http://businessfinancemag.com/blog/3-ways-ifrs-may-impact-your-debt-covenants> (дата обращения: 18.01.2015).
- Lancett P.* Types of Debt Covenants. 2014. URL: http://www.ehow.com/list_6464801_types-debt-covenants.html (дата обращения: 18.01.2015).
- Lowe C.* Credit Markets 2014–2015. Analysis and Opinions on Credit Markets. N 2 // E&Y. 2014. URL: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Credit-Markets-2014-2015/\\$FILE/EY-Credit-Markets-2014-2015.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Credit-Markets-2014-2015/$FILE/EY-Credit-Markets-2014-2015.pdf) (дата обращения: 02.02.2015).
- Murfin J.* The Supply-Side Determinants of Loan Contract Strictness // *Journal of Finance*. 2012. Vol. 67. N 5. P. 1565–1601.
- Nikolaev V. V.* Debt Covenants and Accounting Conservatism // *Journal of Accounting Research*. 2010. Vol. 48. N 1. P. 137–175.
- Pryshchepa O., Aretz K., Banerjee S.* Can Investors Restrict Managerial Behavior in Distressed Firms? // *Journal of Corporate Finance*. 2013. Vol. 23. N 12. P. 222–239.
- PWC.* Oiling the Wheels of the New Zealand Economy. New Zealand Debt Survey // *PWC New Zealand Treasury Survey*. 2013. N 2. URL: <http://www.pwc.co.nz/KenticoFiles/af/af042a59-66bc-47b5-b983-ece1949d5c66.pdf> (дата обращения: 18.01.2015).
- Rahaman M. M., Zaman A. A.* Management Quality and the Cost of Debt: Does Management Matter to Lenders? // *Journal of Banking and Finance*. 2013. Vol. 37. N 3. P. 854–874.
- Rajan R., Winton A.* Covenants and Collateral as Incentives to Monitor // *Journal of Finance*. 1995. Vol. 5. N 4. P. 1113–1146.
- Reisel N.* On the Value of Restrictive Covenants: Empirical Investigation of Public Bond Issues // *Journal of Corporate Finance*. 2014. Vol. 27. N 8. P. 251–268.
- Roberts M. R., Sufi A.* Control Rights and Capital Structure: An Empirical Investigation // *Journal of Finance*. 2009a. Vol. 64. N 4. P. 1657–1695.

- Roberts M.R., Sufi A. Renegotiation of Financial Contracts: Evidence from Private Credit Agreements // *Journal of Financial Economics*. 2009b. Vol.93. N 2. P.159–184.
- Saavedra D. Renegotiation and choice of covenants in loan contracts // Working Paper. Massachusetts University of Technology, 2014. URL: <http://www.google.ru/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=0CCYQFjAB&url=http%3A%2F%2Fwww.kellogg.northwestern.edu%2Fdepartments%2Faccounting%2F~%2Fmedia%2FA10702A7482F4A66BA84352D44B32791.ashx&ei=r7nMVJXCfSrXyQPfw4LoAg&usq=AFQjCNF4hrrE-rR199zNYHwX8ghzup7uzQ&bvm=bv.85076809,d.bGQ&cad=rjt> (дата обращения: 31.01.2015).
- Smith C. W., Warner J.B. On Financial Contracting. An Analysis of Bond Covenants // *Journal of Financial Economics*. 1979. Vol.7. N 2. P.117–161.
- Sweeney A.P. Debt-Covenant Violations and Managers' Accounting Responses // *Journal of Accounting and Economics*. 1994. Vol.17. N 3. P.281–308.
- Taylor P.J. What Do We Know about the Role of Financial Reporting in Debt Contracting and Debt Covenants? // *Accounting and Business Research*. 2013. Vol.43. N 4. P.386–417.
- Thakor A. V., Furlong Wilson P. Capital Requirements, Loan Renegotiation and the Borrower's Choice of Financing Source // *Journal of Banking and Finance*. 1995. Vol.19. N 3–4. P.693–711.
- Tirole J. *The Theory of Corporate Finance*. Princeton: Princeton University Press, 2006.
- Tirole J. Cognition and Incomplete Contracts // *American Economic Review*. 2009. Vol.99. N 1. P.265–294.
- Von Thadden E-L. Long-Term Contracts, Short-Term Investment and Monitoring // *Review of Economic Studies*. 1995. Vol.62. N 4. P.557–575.
- Wang J. Debt Covenant Design and Creditor Control Rights: Evidence from Covenant Restrictiveness and Loan Outcomes. Working Paper. Ohio State University. Fisher College of Business. Department of Finance, 2013. URL: http://fisher.osu.edu/supplements/10/12706/Jing%20Wang_Debt%20Covenant%20Design%20and%20Creditor%20Control%20Rights.pdf (дата обращения: 31.01.2015).
- Williamson O. Strategy Research: Governance and Competence Perspectives // *Strategic Management Journal*. 1999. Vol.20. N 12. P.1087–1108. (Рус. пер.: Уильямсон О.И. Исследования стратегий фирмы: возможности концепции механизмов управления и концепции компетенций // *Российский журнал менеджмента*. 2003. Т.1. № 2. С.79–114.)

References

- Bibikov A. Moody's svyazalo vozmozhnyj defolt Ukrainy s rossijskim kreditom (Moody's Has Linked a Possible Default of Ukraine with Russian Loan). *RBK*. 2015. 11 January. URL: <http://top.rbc.ru/economics/11/01/2015/54b2a2b39a794747ddad1fa1> (accessed: 16.01.2015).
- Karapetov A.G. Pravovaya priroda i posledstviya narusheniya kovenantov v finansovykh sdelkakh. *Chastnoe pravo i finansovyj rynek: Sb. statej* (Legal Nature and Consequences of the Violation of Covenants in Financial Transactions. Private Law and

- Financial Market: The Collection of Articles). Ed by M.L. Bashkatov. Vyp. 1. M.: Statut, 2011. P. 106–168.
- Katkalo V.S. Resursnaya kontseptsiya strategicheskogo upravleniya: genezis osnovnykh idej i ponyatij (Resource-Based Approach to Strategic Management: The Genesis of Main Ideas and Notions). *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Ser. Menedzhment*. 2002. N 4. P. 20–42.
- Metelitsa E., Sharoyan S., Nemtsova Zh. Esli zavtra VV (If Tomorrow VV). *RBK Ezhednevnyaya delovaya gazeta*. 2015. 12 January. URL: <http://www.rbcdaily.ru/finance/562949993636406> (accessed: 16.01.2015).
- Tutkarov Yu.E., Berkovskaya M. Kak kovenanty rabotayut v rossijskom prave (As Covenants Work in the Russian Law). *Cbonds Review*. 2011. N 12. P. 70–73.
- Evolyuksiya obyazatel'stv zaemshhika v kreditnom protsesse: Prezentatsiya* (Evolution of Obligations of the Borrower in Loan Process: Presentation). M.: Konsaltingovaya gruppa «NEHO Tsentr», 2011. URL: http://www.asros.ru/media/File/news/Ilina_NEO_centra.pptx.pptx (accessed: 18.01.2015).
- Aghion P., Bolton P. An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting. *The Review of Economic Studies*. 1992. Vol. 59. N 3. P. 473–494.
- Aghion P., Dewatripont M., Rey P. Renegotiation Design with Unverifiable Information. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*. 1994. Vol. 62. N 2. P. 257–282.
- Altman E.I. Financial Ratios, Determinant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*. 1968. Vol. 23. N 4. P. 589–609.
- Ball R.T., Bushman R.M., Vasvari F.P. The Debt-Contracting Value of Accounting Information and Loan Syndicate Structure. *Journal of Accounting Research*. 2008. Vol. 46. N 2. P. 247–287.
- Berlin M., Mester L.J. Debt Covenants and Renegotiation. *Journal of Financial Intermediation*. 1992. Vol. 2. N 2. P. 95–133.
- Billett M.T., King T., Mauer D.C. Growth Opportunities and the Choice of Leverage, Debt Maturity, and Covenants. *Journal of Finance*. 2007. Vol. 62. N 2. P. 697–730.
- Bishara N.D., Orozco D. Using Resource-Based Theory to Determine Covenant Not to Compete Legitimacy. *Indiana Law Journal*. 2012. Vol. 87. N 3. P. 979–1031.
- Bolton P. Renegotiation and the Dynamics of Contract Design. *European Economic Review*. 1990. Vol. 34. N 2–3. P. 303–310.
- Boot A.W.A., Thakor A.V. Managerial Autonomy, Allocation of Control Rights, and Optimal Capital Structure. *Review of Financial Studies*. 2011. Vol. 24. N 10. P. 3434–3485.
- Bradley M., Roberts M. *The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants*. Working paper. 2004. URL: <http://ssrn.com/abstract=466240> (accessed: 18.01.2015).
- Chava S., Roberts M.R. How Does Financing Impact Investment? The Role of Debt Covenants. *Journal of Finance*. 2008. Vol. 63. N 5. P. 2085–2121.
- Chava S., Kumar P. Warga A. D. Managerial Agency and Bond Covenants. *Review of Financial Studies*. 2010. Vol. 23. N 3. P. 1120–1148.
- Chen K.C.W., Wei J.K.C. Creditors' Decisions to Waive Violations of Accounting Based Debt Covenants. *Accounting Review*. 1993. Vol. 68. N 2. P. 218–232.
- Christensen H.B., Nikolaev V.V. Capital versus Performance Covenants in Debt Contracts. *Journal of Accounting Research*. 2012. Vol. 50. N 1. P. 75–116.

- Christodoulou M. Restrictive Bank Covenants Keep the Big Four on Top. *Accountancy Age*. 2010. URL: <http://www.accountancyage.com/aa/news/1809502/restrictive-bank-covenants-big-four> (accessed: 18.01.2015).
- Defond M.L., Jiambalvo J. Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals. *Journal of Accounting and Economics*. 1994. Vol.17. N 1–2. P.145–176.
- Deloitte Could IFRS Trip Up Your Debt Covenants? *Wall Street Journal, CFO Journal*. 2011. URL: <http://deloitte.wsj.com/cfo/2011/05/11/could-ifrs-trip-up-your-debt-covenants> (accessed: 18.01.2015).
- Demiroglu C., James C.M. The Information Content of Bank Loan Covenants. *Review of Financial Studies*. 2010. Vol.23. N 10. P.3700–3737.
- Denis D.J., Wang J. Debt Covenant Renegotiations and Creditor Control Rights. *Journal of Financial Economics*. 2014. Vol.113. N 3. P.348–367.
- Dessein W. Information and Control in Ventures and Alliances. *Journal of Finance*. 2005. Vol.60. N 5. P.2513–2549.
- Dewatripont M., Tirole J.A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager-Shareholder Congruence. *Quarterly Journal of Economics*. 1994. Vol.109. N 4. P.1027–1054.
- Dichev I.D., Skinner D.J. Large-Sample Evidence on the Debt Covenant Hypothesis. *Journal of Accounting Research*. 2002. Vol.40. N 4. P.1091–1123.
- Elkamhi R., Popov L., Pungaliya R. *On Financial Covenants as Incentives to Borrowers*. Working paper. University of Virginia and Nanyang Technological University, 2011. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1943130 (accessed: 18.01.2015)
- Franz D.R., Hassab-Elnaby H.R., Lobo G.J. Impact of Proximity to Debt Covenant Violation on Earnings Management. *Review of Accounting Studies*. 2014. Vol.19. N 1. P.473–505.
- Freixas X., Rochet J.-C. *Macroeconomics of Banking*. 2nd ed. Cambridge: The MIT Press, 2008.
- Garleanu N., Zwiebel J. Design and Renegotiation of Debt Covenants. *Review of Financial Studies*. 2009. Vol.22. N 2. P.749–781.
- Gorton G.B., Kahn J. The Design of Bank Loan Contracts. *Review of Financial Studies*. 2000. Vol.13. N 2. P.331–364.
- Gorton G.B., Winton A. *Handbook of Economics and Finance*. Vol.1. Part A. Ch. 8. Financial Intermediation. Issue Suppl. 2003. P.431–552.
- Greenbaum S.I., Thakor A.V. *Contemporary Financial Intermediation*. Burlington, San Diego, Amsterdam: Elsevier Academic Press, 2007.
- Hart O.D., Moore J. Incomplete Contracts and Renegotiation. *Econometrica*. 1998. Vol.56. N 4. P.755–785.
- Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol.3. N 4. P.305–360.
- Kravet T.D. Accounting Conservatism and Managerial Risk-Taking: Corporate Acquisitions. *Journal of Accounting and Economics*. 2014. Vol.57. N 2–3. P.218–240.
- Kroll K. 3 Ways IFRS May Impact Your Debt Covenants. *Business Finance*. 2011. URL: <http://businessfinancemag.com/blog/3-ways-ifrs-may-impact-your-debt-covenants> (дата обращения: 18.01.2015).
- Lancett P. *Types of Debt Covenants*. 2014. URL: http://www.ehow.com/list_6464801_types-debt-covenants.html (accessed: 18.01.2015).

- Lowe C. Credit Markets 2014–2015. Analysis and Opinions on Credit Markets. N 2. E&Y. 2014. URL: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Credit-Markets-2014-2015/\\$FILE/EY-Credit-Markets-2014-2015.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Credit-Markets-2014-2015/$FILE/EY-Credit-Markets-2014-2015.pdf) (accessed: 02.02.2015).
- Murfin J. The Supply-Side Determinants of Loan Contract Strictness. *Journal of Finance*. 2012. Vol. 67. N 5. P. 1565–1601.
- Nikolaev V. V. Debt Covenants and Accounting Conservatism. *Journal of Accounting Research*. 2010. Vol. 48. N 1. P. 137–175.
- Pryshchepa O., Aretz K., Banerjee S. Can Investors Restrict Managerial Behavior in Distressed Firms? *Journal of Corporate Finance*. 2013. Vol. 23. N 12. P. 222–239.
- PWC, Oiling the Wheels of the New Zealand Economy. New Zealand Debt Survey. *PWC New Zealand Treasury Survey*. 2013. N 2. URL: <http://www.pwc.co.nz/KenticoFiles/af/af042a59-66bc-47b5-b983-ece1949d5c66.pdf> (accessed: 18.01.2015).
- Rahaman M. M., Zaman A. A. Management Quality and the Cost of Debt: Does Management Matter to Lenders? *Journal of Banking and Finance*. 2013. Vol. 37. N 3. P. 854–874.
- Rajan R., Winton A. Covenants and Collateral as Incentives to Monitor. *Journal of Finance*. 1995. Vol. 5. N 4. P. 1113–1146.
- Reisel N. On the Value of Restrictive Covenants: Empirical Investigation of Public Bond Issues. *Journal of Corporate Finance*. 2014. Vol. 27. N 8. P. 251–268.
- Roberts M. R., Sufi A. Control Rights and Capital Structure: An Empirical Investigation. *Journal of Finance*. 2009a. Vol. 64. N 4. P. 1657–1695.
- Roberts M. R., Sufi A. Renegotiation of Financial Contracts: Evidence from Private Credit Agreements. *Journal of Financial Economics*. 2009b. Vol. 93. N 2. P. 159–184.
- Saavedra D. *Renegotiation and Choice of Covenants in Loan Contracts*. Working Paper. Massachusetts University of Technology, 2014. URL: <http://www.google.ru/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=0CCYQFjAB&url=http%3A%2F%2Fwww.kellogg.northwestern.edu%2Fdepartments%2Faccounting%2F~%2Fmedia%2FA10702A7482F4A66BA84352D44B32791.ashx&ei=r7nMVJXCFsrXyQPfw4LoAg&usg=AFQjCNF4hrrE-rR199zNYHwX8ghzup7uzQ&bvm=bv.85076809,d.bGQ&cad=rjt> (accessed: 31.01.2015).
- Smith C. W., Warner J. B. On Financial Contracting. An Analysis of Bond Covenants. *Journal of Financial Economics*. 1979. Vol. 7. N 2. P. 117–161.
- Sweeney A. P. Debt-Covenant Violations and Managers' Accounting Responses. *Journal of Accounting and Economics*. 1994. Vol. 17. N 3. P. 281–308.
- Taylor P. J. What Do We Know about the Role of Financial Reporting in Debt Contracting and Debt Covenants? *Accounting and Business Research*. 2013. Vol. 43. N 4. P. 386–417.
- Thakor A. V., Furlong Wilson P. Capital Requirements, Loan Renegotiation and the Borrower's Choice of Financing Source. *Journal of Banking and Finance*. 1995. Vol. 19. N 3–4. P. 693–711.
- Tirole J. *The Theory of Corporate Finance*. Princeton: Princeton University Press, 2006
- Tirole J. Cognition and Incomplete Contracts. *American Economic Review*. 2009. Vol. 99. Issue 1. P. 265–294.
- Von Thadden E.-L. Long-Term Contracts, Short-Term Investment and Monitoring. *Review of Economic Studies*. 1995. Vol. 62. N 4. P. 557–575.
- Wang J. *Debt Covenant Design and Creditor Control Rights: Evidence from Covenant Restrictiveness and Loan Outcomes*. Working Paper. Ohio State University. Fisher

College of Business. Department of Finance, 2013. URL: http://fisher.osu.edu/supplements/10/12706/Jing%20Wang_Debt%20Covenant%20Design%20and%20Creditor%20Control%20Rights.pdf (accessed: 31.01.2015).

Williamson O. Strategy Research: Governance and Competence Perspectives. *Strategic Management Journal*. 1999. Vol. 20. N 12. P.1087–1108.

Приложение

Типы ковенантов на примере стандартного договора синдицированного кредита для корпоративного заемщика

| Описание ковенантов* | Тип ковенантов |
|---|--|
| 1 | 2 |
| <i>1. Информационные ковенанты</i> | |
| В данном разделе описываются требования к предоставлению информации: частота предоставления, полнота данных, требование по аудированию отчетности | |
| <i>1.1. Финансовая отчетность</i> Отчетность предоставляется не позднее XX дней после окончания финансового года и не позднее XX по окончании первого полугодия в соответствии с правилами ГААП, российскими стандартами, а также предоставляется менеджерская отчетность | Положительный нефинансовый вспомогательный ковенант, содержащий требование по предоставлению заемщиком кредитору отчетности и раскрытию им прочей информации |
| <i>1.2. Форма предоставления финансовой отчетности</i> Отчетность предоставляется на английском языке, аудированная одной из одобренных кредиторами аудиторской компаний. Заемщик должен уведомить банки о смене методов составления отчетности, предоставить описание изменений и информацию, достаточную для перевода предоставленной отчетности в сравнимый с предыдущими периодами вариант | Положительный нефинансовый вспомогательный ковенант, содержащий требование по предоставлению заемщиком кредитору отчетности и раскрытию им прочей информации |
| <i>1.3. Информация — разное</i> Требование незамедлительного предоставления информации обо всех коммерческих спорах и судебных процессах, в которых участвует заемщик. Предоставление по первому требованию кредиторов информации о структуре дочерних предприятий, прочей информации, касающейся финансового состояния заемщика. Подтверждение ненаступления случая неисполнения обязательств, своевременной уплаты налогов | Положительный нефинансовый вспомогательный ковенант, содержащий требование по предоставлению заемщиком кредитору отчетности и раскрытию им прочей информации |

Продолжение приложения

| 1 | 2 |
|--|--|
| 1.4. Уведомление о невыполнении обязательств Требование незамедлительно сообщать кредитору о случаях неисполнения обязательств по данному договору | Положительный нефинансовый вспомогательный ковенант, содержащий требование по предоставлению заемщиком кредитору отчетности и раскрытию им прочей информации |
| 1.5. Окончание финансового года Компания и ее ключевые дочерние компании не должны менять дату окончания финансового года с 31 декабря на другую дату | Ограничивающее условие, нефинансовый вспомогательный ковенант, содержащий требование по предоставлению заемщиком кредитору отчетности и раскрытия им прочей информации |
| 1.6. Использование интернет-порталов Требование о предоставлении информации банкам — членам синдиката через специально предназначенный защищенный интернет-портал и детали организации доступа к нему | Положительный нефинансовый вспомогательный ковенант, содержащий требование по предоставлению заемщиком кредитору отчетности и раскрытию им прочей информации |
| 2. Финансовые ковенанты | |
| В данном разделе подробно описываются финансовые ковенанты и порядок их расчета | |
| 2.1. Интерпретация Требование использования показателей, рассчитанных по отчетности ГААП, определение курсов пересчета, дат фиксации курсов. Детальный порядок расчета отдельных показателей в целях избегания расхождений в подходах к их определению сторонами договора | Вспомогательный параграф |
| 2.2. Финансовое состояние | |
| Определение показателей и подробное описание способов их расчета, уточнение терминов | |
| 2.2.1. Покрытие процента по кредиту денежным потоком Соотношение консолидированной выручки до уплаты процентов, налогов и амортизации (ЕБИТДА) и консолидированных нетто-процентов к уплате должно превышать заданную величину (например, 4:1) | Положительный основной финансовый ковенант, рассчитываемый на основании показателей из счета прибылей и убытков |
| 2.2.2. Покрытие долга денежным потоком Соотношение консолидированного долга и консолидированной выручки до уплаты процентов, налогов и амортизации (ЕБИТДА) не должно превышать заданную величину (например, 3:1) | Ограничивающее условие, основной финансовый ковенант, снижающий гибкость решений заемщика |

| 1 | 2 |
|--|---|
| <i>3. Ковенанты общего характера</i> | |
| <p><i>3.1. Общее</i> Требование выполнения ковенантов как заемщиком, так и другими лицами (как этого требует договор)</p> | Положительный нефинансовый вспомогательный ковенант, касающийся менеджмента, контроля и собственности |
| <p><i>3.2. Полномочия</i> Компания должна быть наделена всеми полномочиями с тем, чтобы вступить в данную кредитную сделку и выполнять все ее условия</p> | Положительный нефинансовый вспомогательный ковенант, касающийся менеджмента, контроля и собственности |
| <p><i>3.3. Соответствие требованиям законодательства</i> Требование соответствия как самого заемщика, так и его дочерних компаний законодательным требованиям</p> | Положительный нефинансовый вспомогательный ковенант, касающийся менеджмента, контроля и собственности |
| <p><i>3.4. Пари-пассу</i> Обязательства по данному кредитному договору должны иметь одинаковую силу с другими обязательствами заемщика</p> | Положительный нефинансовый вспомогательный ковенант, касающийся менеджмента, контроля и собственности |
| <p><i>3.5. Ограничение обременений</i> Запрет на продажу или обременение активов заемщика и его дочерних структур. Исключения из данного требования по максимальным срокам (например, до 90 дней) и максимальным суммам (например, в сумме не более 5 млн долл. США) по сделкам, проходящим в ходе обычной текущей деятельности заемщика</p> | Ограничивающее условие, нефинансовый вспомогательный ковенант, касающийся менеджмента, контроля и собственности |
| <p><i>3.6. Продажа активов</i> Запрещение продажи активов, за исключением той, которая происходит в рамках обычной операционной деятельности и не превышает установленный процент от совокупных активов (например, не более 15%)</p> | Ограничивающее условие, нефинансовый вспомогательный ковенант, касающийся менеджмента, контроля и собственности |
| <p><i>3.7. Смена вида деятельности</i> Запрет на смену вида деятельности заемщика и его дочерних структур</p> | Ограничивающее условие, нефинансовый вспомогательный ковенант, касающийся менеджмента, контроля и собственности |
| <p><i>3.8. Слияния</i> Запрет на слияния, за исключением сделок внутри группы</p> | Ограничивающее условие, нефинансовый вспомогательный ковенант, касающийся менеджмента, контроля и собственности |

Окончание приложения

| 1 | 2 |
|--|---|
| 3.9. <i>Охрана окружающей среды</i> Требование соблюдения всех законодательных норм по охране окружающей среды. Требование о незамедлительном уведомлении кредиторов о каком-либо из нарушений | Положительный нефинансовый вспомогательный ковенант, касающийся менеджмента, контроля и собственности и требование по предоставлению заемщиком кредитору отчетности и раскрытию им прочей информации |
| 3.10. <i>Страхование</i> Требование о наличии всех необходимых для ведения бизнеса страховых полисов | Положительный нефинансовый вспомогательный ковенант, касающийся менеджмента, контроля и собственности |
| 3.11. <i>Налоговые обязательства</i> Своевременная уплата налогов и незамедлительное уведомление кредиторов о налоговых спорах и нарушениях | Положительный нефинансовый вспомогательный ковенант, касающийся менеджмента, контроля и собственности, и требование по предоставлению заемщиком кредитору отчетности и раскрытию им прочей информации |
| 3.12. <i>Выплаты акционерам и дивиденды</i> Требование согласования с кредиторами проведения любых выплат акционерам и объявления дивидендов. При этом совокупные выплаты акционерам не должны превышать суммы нетто-прибыли за отчетный период | Отрицательный нефинансовый вспомогательный ковенант, касающийся менеджмента, контроля и собственности |
| 3.13. <i>Операции с заинтересованными сторонами</i> Соответствие законодательству по операциям с заинтересованными сторонами | Положительный нефинансовый вспомогательный ковенант, касающийся менеджмента, контроля и собственности |
| 3.14. <i>Кредиты</i> Ограничение на внутригрупповое кредитование и поручительства за дочерние компании пред третьими лицами за исключением сделок в рамках обычной операционной деятельности | Ограничивающее условие, нефинансовый вспомогательный ковенант, касающийся менеджмента, контроля и собственности |

Источники. Материалы, предоставленные одним из российских банков.

Статья поступила в редакцию 2 декабря 2014 г.

Контактная информация

Беляев Руслан Валерьевич — старший преподаватель; belyaev@gsom.pu.ru

Belyaev Ruslan V. — Senior Lecturer; belyaev@gsom.pu.ru