



УДК 336.71:336.27

Використання банками кредитних нот для формування ресурсного потенціалу

Ярослава Олександрівна Олійник,
аспірант

Університету банківської справи Національного банку України (м. Київ)

Анотація. Розглянуто особливості використання кредитних нот як інструменту синтетичної сек'юритизації та формування ресурсів банку. Проаналізовано досвід високорозвинених країн у формуванні ринку кредитних деривативів і вивчено можливості ширшого їх використання в українській практиці.

Ключові слова: сек'юритизація, кредитний дериватив, кредитні ноти, синтетична сек'юритизація, кредитний ризик, боргові зобов'язання, хеджування.

Вступ. Розвиток банківської системи України в умовах глобалізації та значної конкуренції з боку західних банківських структур вимагає формування вітчизняними банками нових систем ризик-менеджменту та активної політики на ринку позичкового капіталу. Одним із засобів, які б дали змогу вирішити одночасно ці два складні питання, є проведення синтетичної сек'юритизації, використання кредитних деривативів у повсякденній банківській практиці. У 1970-х роках сек'юритизація стала активно використовуватись у сфері міжнародних фінансів. Більшість розвинених країн використовують сек'юритизацію для залучення фінансових ресурсів і захисту від кредитних ризиків (хеджування).

Значний внесок у дослідження проблем сек'юритизації здійснили вчені-економісти Е. Ф. Жуков, Л. Н. Красавін, В. М. Уоскін, Дж. Маршалл, Ф. Фабоцці, Т. Френкел та інші. Слід зазначити, що тут погляди економістів іноді розходяться, причому деякі навіть вважають деривативи причиною практично всіх світових фінансових криз. На противагу їм, більшість спеціалістів вважають появу кредитних деривативів одним із найзначніших подій світового фінансового ринку.

Постановка завдання. Здебільшого кредитні деривативи розглядають під призвою їх використання для розподілу і зменшення кредитного ризику банку, хоча вони є цікавим об'єктом дослідження як інструмент залучення капіталу. Ми ставимо завдання проаналізувати значний досвід західних країн у проведенні сек'юритизації та вивчити інвестиційну складову кредитних деривативів, а саме на основі зарубіжного досвіду показати всі негативні і позитивні аспекти використання кредитних нот та інших похідних інструментів кредитного ринку і виробити рекомендації українським банкам для ефективної роботи із цими, порівняно молодими фінансовими інструментами.

Виклад основного матеріалу. Для залучення зовнішнього фінансування банки використовують в основному кілька апробованих в Україні інструментів, які широко застосовуються на міжнародних ринках: двосторонні кредитні угоди; синдиговані кредити; єврооблігаційні позики; інші види фондування (кредитні ноти, IPO, внутрішньогрупове міжбанківське фінансування тощо), які відображено на *рис.*

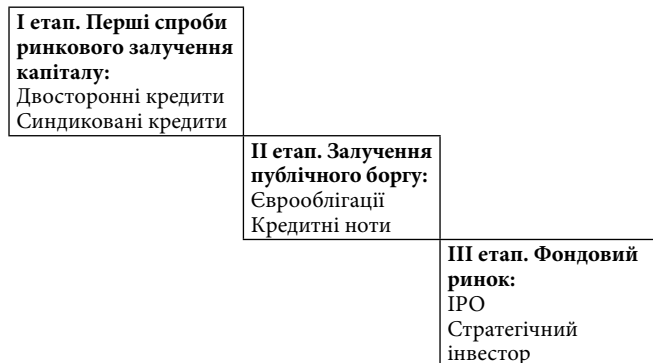


Рис. Етапи виходу українських банків на міжнародні ринки інвестиційних ресурсів [1, с. 35]

Одним з інструментів, який активно розвивається на міжнародних фінансових ринках, є емісія *кредитних нот* (Credit Linked Notes), які ще називають кредитно-дефолтними зобов'язаннями.

Кредитні ноти – форма залучення коштів на відкритому ринку. Випуск здійснюється у формі цінних паперів, емітованих юридичними особами – нерезидентами (SPV або інвестиційним банком), відповідно до зареєстрованої програми випуску. Ноти являють собою умовні зобов'язання емітента, виплати за якими обумовлені виконанням позичальником зобов'язань за кредитом, виданим йому емітентом. При цьому рекурс на самого емітента обмежений, іншими словами – він розплачується за кредитними нотами поступово, залежно від того, як позичальник погашає кредит. За кредитними нотами можуть встановлюватися додаткові гарантії або поручительства третіх осіб. У разі фінансових труднощів позичальника кредитні ноти, за відсутності гарантій і поручительства, будуть погашені за мінусом різниці між номінальною вартістю нот і фактично стягнутою з боржника сумою, а відсотки за нотами будуть нараховані за період до настання форс-мажорних обставин.

Кредитно-дефолтні боргові зобов'язання (CLN) є структурованими борговими вимогами, розмір повернення яких залежить від того, відбулася кредитна подія чи ні. Страховальник є емітентом CLN, а страховик купує CLN за номінальною ціною. Емітент регулярно виплачує покупцеві відсотки. У разі



настання визначеної в контракті «кредитної події» боргова вимога виплачується протягом визначеного строку як різниця номінальної ціни і збитків, тобто реальна (зменшена) вартість боргової вимоги. Якщо «кредитна подія» не настала, погашення відбувається за номінальною ціною. Покупець CLN (страховик) таким чином бере на себе подвійний ризик – ризик дефолту активу і ризик дефолту емітента CLN [2].

Випуск кредитних нот можна розглядати як перший крок на шляху до випуску єврооблігацій і як оптимальний інструмент боргового ринку в умовах дефіциту часу та за наявності потреби у валютних ресурсах. Компанія також має можливість створити кредитну історію на міжнародних ринках капіталу і підвищити рівень розпізнавання бренду серед іноземних інвесторів. Інвесторів, готових приймати додаткові ризики, кредитні ноти приваблюють як прибутковістю, що передбачає премію до єврооблігацій порівнянної кредитної якості, так і меншим строком обігу в порівнянні з єврооблігаціями, що дозволяє знизити середню дюрацію валютного боргового портфеля. Розширити потенційне коло інвесторів можна як за рахунок одержання позичальником кредитного рейтингу, що дозволить купувати кредитні ноти пенсійним фондам, правила яких забороняють купівлю цінних паперів без рейтингу, так і шляхом лістингу на одній із західних бірж.

Українські компанії використовують два види нот: CLN (Credit Linked Notes – кредитні ноти) і LPN (Loan Participation Notes – ноти участі у кредиті). Різниця – у вимогах, які інвестори висувають до емітента. CLN випускають компанії, що не мають лістингу на західній біржі й кредитного рейтингу. А ось для випуску LPN необхідна наявність звітності компанії за міжнародними стандартами щонайменше за три останні роки, а також кредитних рейтингів від двох міжнародних агенцій. Крім того, спеціально створена за кордоном компанія, що випускає LPN, має бути внесена до лістингу однієї із західних бірж.

Кредитні ноти є інструментом позабіржового ринку. Торгівля кредитними нотами здійснюється

через міжнародну клірингову систему Euroclear або Clearstream, що мінімізує операційні ризики для інвесторів.

Процедура випуску кредитних нот багато в чому схожа з випуском єврооблігацій. У структурі угоди присутні п'ять основних учасників: позичальник, кредитор, організатор, андерайтер, депозитарій.

Позичальник – організація, що бажає отримати кошти за допомогою випуску CLN, залучає кредит, на який згодом розміщуються ноти. Кредитором виступає банк, що надає позичальникові кредит і випускає CLN. Надалі кредитор передає всі права за кредитом емітентові, таким чином, фактично виконує технічну функцію, створюючи відповідний актив (кредит), який пізніше сек'юритизується. Кредитор не несе кредитного ризику за позичальника, оскільки ризик транслюється разом із правами за кредитом на емітента, а потім – при випуску CLN – на інвесторів. Третій учасник – андерайтер – є першим власником кредитних нот і забезпечує їхнє розміщення серед інвесторів, одержуючи комісійну винагороду. Андерайтинг може бути гарантованим, за якого андерайтер зобов'язується реалізувати розміщення певного обсягу CLN, або за принципом *best efforts* він забезпечує розміщення CLN у тому обсязі, в якому склався попит з боку інвесторів. Організатор координує дії всіх учасників угоди, а також організовує процес підготовки випуску. П'ятий учасник, депозитарій, забезпечує здійснення розрахунків за CLN. Слід зазначити, що залежно від інфраструктурних та юридичних можливостей припустимим є поєднання учасниками різних ролей.

У типовій структурі угоди фактичне надання кредиту здійснюється тільки після складання книги заявок інвесторів на ноти, які прив'язані до даного кредиту (*bookbuilding*). При формуванні достатньої книги заявок визначається остаточна ціна угоди, тобто розмір процентних платежів за кредитом, підтверджуються замовлення інвесторів на придбання кредитних нот, після чого кредитор надає позичальникові позику.

Порівняно з єврооблігаціями кредитні ноти володіють низкою переваг (*табл.*).

Таблиця

Порівняльна характеристика кредитних нот і єврооблігацій

Параметри емісії	Кредитні ноти	Єврооблігації
Валюта випуску	Долари США, євро, гривні	Долари США, євро, гривні
Вимоги реєстрації	Немає	Необхідна реєстрація проспекту
Розкриття інформації	Низькі вимоги	Високі вимоги
Лістинг	Можливий, але необов'язковий	Обов'язково
Кредитний рейтинг	Бажано, але необов'язково	Обов'язково
Обсяг випуску, млн дол. США	50–150	150–1500
Строк підготовки, тижнів	4–8	8–12
Строк обігу, років	1–3	2–5
Юридичні витрати	~ 290–390 тис. дол.	~ 500–600 тис. дол.
База інвесторів	Комерційні банки, хедж-фонди, інвестиційні компанії	Пенсійні фонди, страхові компанії, управляючі компанії, центральні і комерційні банки, кваліфіковані інституційні інвестори
Вторинний ринок	Низька ліквідність, але залежить від активності організатора та емітента	Активний вторинний ринок
Аудит	Бажана наявність звітності за МФСЗ, але необов'язково	Вимагається звітність за МФСЗ



Головна перевага кредитних нот перед LPN – швидша організація випуску паперів. Якщо стандартний термін проведення емісії LPN становить 4–5 місяців, то випуск CLN за бажання можна провести за півтора місяця. Оперативність дає змогу відстежувати зміни на ринку й обирати терміни виходу на ринок, валюти розміщення, ціну паперів залежно від кон'юнктури ринку [4].

По-перше, емітент виходить на ринок публічних за позичень, і надалі його ставки за кредитами і позиками матимуть ціновий орієнтир для формування справедливого прайсингу. Відповідно, за ефективної роботи з ринком в емітента і організатора є можливість регулювати подальші ставки за паперами емітента.

По-друге, на відміну від синдікованих кредитів, нотами, доступними широкому колу потенційних інвесторів, торгують на вторинному ринку, вони мають можливість емісії не на всю суму кредиту, а лише на її частину; крім того, можливий випуск їхніх додаткових траншів. Зазначимо також переваги кредитних нот перед єврооблігаціями:

- граничний обсяг випуску. Якщо мінімальний обсяг випуску єврооблігацій становить 150 млн дол., то кредитних нот – 50 млн дол.;
- строк підготовки випуску. Для єврооблігацій – щонайменше 8–12 тижнів, кредитних нот – 4–8 тижнів;
- відсутність суворих вимог щодо розкриття інформації;
- інфраструктурні витрати (випуск кредитних нот не вимагає настільки суттєвих витрат на аудиторів, юристів, податкових консультантів, як при випуску єврооблігацій).

Емітентові, який випускає кредитні ноти (CLN), достатньо мати фінансову звітність з аудиторським висновком міжнародної компанії всього за один рік. Крім цього, йому не потрібно проходити процедуру due diligence (детальна юридична перевірка діяльності позичальника). Такий позичальник може розкрити про себе значно менше інформації, ніж той, хто випускає єврооблігації. Від емітента кредитних нот не вимагають поки що навіть підготовки проспекту емісії, а також наявності міжнародного кредитного рейтингу.

Крім цього, кредитні ноти позичальника не проходять процедури лістингу на міжнародній фондовій біржі. Як наслідок, випуск кредитних нот можна підготувати і розмістити у значно коротший термін, і витрати будуть істотно меншими, ніж при випуску єврооблігацій [5].

Першим в Україні кредитні ноти емітував 2005 року «Райффайзен Банк Аваль». Найбільші випуски були розміщені корпорацією «Індустріальний Союз Донбасу» (на 150 млн дол.) і ЗАТ «Запорізький автомобілебудівний завод» (на 125 млн дол.).

Проте перспективи розвитку кредитних нот 2008 року в Україні не надто високі. Основна причина –

криза світового фінансового ринку. Попри всі вищеперераховані переваги, що стосуються розміщення кредитних нот, вони мають меншу ліквідність порівняно з єврооблігаціями. У разі відновлення нормальних ринкових умов на ринку єврооблігацій для ринку кредитних нот буде потрібно більше часу для зростання попиту з боку інвесторів. Очевидно, що такі привабливі для емітента факти, як менший обсяг розкритої інформації і можливість випуску нот за відсутності або малого строку (менше ніж три роки) аудиту, підтвердженого міжнародними аудиторськими компаніями, а також відсутність рейтингу від провідних світових рейтингових агентств, створюють незручності та до певної міри недовіру для інвестора. Взаємні інвестори вимагають додаткову премію при розміщенні кредитних нот [5, с. 201–202].

Висновки. Криза на світових фінансових ринках утруднює розвиток ринку українських зовнішніх запозичень не лише кількісно, а й якісно. Тут цікавою альтернативою може стати ринок кредитних нот (CLN). Річ у тому, що технологічно розміщувати кредитні ноти значно простіше, ніж єврооблігації. До переваг CLN як інструменту запозичення можна віднести: *гнучкість* (інструмент незабезпеченого фінансування; ринковий інструмент, який дає змогу компанії управляти своїм боргом; не потребує обов'язкового розкриття інформації, відсутня державна реєстрація випуску; умови випуску визначаються безпосередньо перед розміщенням); *дешевизна* (фіксована процентна ставка, яка в умовах укріплення національної валюти дає можливість зниження вартості залучених коштів; ринковий принцип ціноутворення); *швидкість* (короткий термін організації фінансування (від шести тижнів; можливість видачі необхідного бридж-кредиту на час підготовки проекту); *PR-ефект* (створення передумов для виходу на міжнародні ринки капіталу – єврооблігації, IPO).

Проте очікувати буму українського ринку кредитних нот на найближчу перспективу не варто. Головною причиною тут є світова фінансова криза і той факт, що приватні інвестори в умовах нестабільності віддають перевагу більш ліквідним активам. Кредитні ноти, як і кредитні деривативи в цілому, є порівняно молодим інструментом фінансового ринку і, попри всі вищеперераховані переваги, є менш ліквідними порівняно з єврооблігаціями і в повну силу можуть реалізувати свій потенціал в умовах стабільних процентних ставок і вузьких кредитних спредів.

Говорити про серйозне поліпшення ринкової ситуації та достаток первинної пропозиції в найближчому майбутньому поки що передчасно, однак ми вважаємо, що завдяки гнучкості та малому строку підготовки кредитні ноти матимуть попит і виступатимуть економічно виправданим інструментом для залучення капіталу.

Список використаних джерел

1. Розвиток банківської системи України / За ред. д-ра екон. наук О. І. Барановського. – К.: Ін-т екон. та прогнозув., 2008. – С. 35.
2. Шапран Н., Шапран В. Кредитні деривативи // Цінні папери України. – 2003. – № 20 (258). – С. 12–18.



3. Dufey G., Rehm F. An Introduction to Credit Derivatives // University of Michigan Business School Working Paper. – 2000. – August. – № 00-013 // <http://ssrn.com/abstract=249155>.
4. Туктаров Юрій. Синтетическая секьюритизация // Рынок ценных бумаг. – 2007. – № 13. – С. 22–28.
5. Кишакевич Б. Ю. Використання кредитно-дефолтних боргових зобов'язань як засобу залучення капіталу // Науковий вісник НЛТУ України. – 2008. – Вип. 18.3. – С. 198–203. – (Серія 4: «Економіка, планування і управління галузі»).

Summary. The article deals with the peculiarities of credit linked notes' usage as the instrument of synthetic securitisation and bank's credit risks hedging. The experience of highly developed countries in forming the credit derivatives' market is analysed and opportunities of their broader usage in Ukrainian practice are studied.

Keywords: securitization, credit derivative, credit linked note, swap, synthetic securitization, credit risk, debt obligation, hedging.