

Отримано: 06 червня 2017 р.

Прорецензовано: 11 червня 2017 р.

Прийнято до друку: 21 червня 2017 р.

ooosolodkaya@gmail.com

DOI: 10.25264/2311-5149-2017-5(33)-115-119

Солодка О. О. Кредитні ноти в механізмі залучення капіталу на міжнародних фінансових ринках / О. О. Солодка // Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка»: науковий журнал. – Острог: Вид-во НУ«ОА», червень 2017. – № 5(33). – С. 115–119.

УДК: 336.648

JEL-класифікація: G23

Солодка Ольга Олегівна,

кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри фінансів,
Київський національний університет імені Тараса Шевченка

КРЕДИТНІ НОТИ В МЕХАНІЗМІ ЗАЛУЧЕННЯ КАПІТАЛУ НА МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСОВИХ РИНКАХ

У статті визначено економічну природу та механізм функціонування CLN у розрізі ефективного залучення капіталу на міжнародних фінансових ринках і перерозподілу кредитного ризику. Доведено, що появу кредитних нот обумовлено процесами сек'юритизації кредитів. Досліджено особливості залучення капіталу і мінімізації кредитних ризиків через механізм функціонування CLN. Розглянуто інвестиційну складову CLN. Визначено переваги CLN порівняно з іншими інструментами залучення капіталу на міжнародних фінансових ринках.

Ключові слова: кредитна нота, кредитний дериватив, дефолт, пул активів, трастова компанія, кредитний захист, боргові фінансові інструменти.

Солодка Ольга Олеговна,

кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри фінансов,
Київський національний університет імені Тараса Шевченка

КРЕДИТНЫЕ НОТЫ В МЕХАНИЗМЕ ПРИВЛЕЧЕНИЯ КАПИТАЛА НА МЕЖДУНАРОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ

В статье определены экономическая природа и механизм функционирования CLN в разрезе эффективного привлечения капитала на международных финансовых рынках и перераспределения кредитного риска. Доказано, что появление кредитных нот обусловлено процессами секьюритизации кредитов. Исследованы особенности привлечения капитала и минимизации кредитных рисков через механизм функционирования CLN. Рассмотрена инвестиционная составляющая CLN. Определены преимущества CLN перед другими инструментами привлечения капитала на международных финансовых рынках.

Ключевые слова: кредитная нота, кредитный дериватив, дефолт, пул активов, трастовая компания, кредитная защита, долговые финансовые инструменты.

Olga Solodka,

PhD in Economics, Associate Professor at the Finance Department, Taras Shevchenko National University of Kyiv

CREDIT LINKED NOTES IN THE MECHANISM OF RAISING CAPITAL IN INTERNATIONAL FINANCIAL MARKETS

The paper defines the economic nature and the mechanism of CLN (credit linked notes) functioning in the context of an efficient capital raising and credit risk redistribution. The author proves that the appearance of credit linked notes is caused by the process of loans securitization. The article also deals with the peculiarities of raising capital and minimizing credit risk through the mechanism of CLN functioning. CLN's investment components are characterized and its advantages over other instruments of the capital raising in international financial markets are defined.

Key words: credit linked notes, credit derivative, default, pool of assets, trust company, credit protection, debt financial instruments.

Постановка проблеми. Інвестиційні ресурси в умовах фінансової глобалізації є переважно залученими, що обумовлює необхідність активізації використання та диференціації боргових фінансових інструментів. Інвестування в боргові фінансові інструменти вимагає оцінки кредитного ризику. Способами оцінки кредитного ризику компанії є використання кредитних рейтингів загальнознаних рейтингових агентств або внутрішніх систем кредитного аналізу. Оскільки кредитний ризик у широкому розумінні є ймовірністю дефолту компанії, то його можна оцінювати в абсолютних величинах за допомогою широкого спектру стохастичних моделей. Однак світова фінансова криза довела, що сучасні умови функціонування глобального фінансового ринку вимагають більш детальних, скоригованих за часовими і перехресними характеристиками моделей оцінки кредитних ризиків. Традиційні методи оцінки кредитного

ризиків мають надто великий часовий лаг, водночас навіть денне запізнювання, необхідних для оцінки ризику, параметрів має наслідком інформаційну неефективність. Зазначене актуалізує необхідність запровадження фінансових деривативів у діяльність економічних суб'єктів із метою об'єктивізації оцінки кредитного ризику та ринкової вартості активів. Такими інструментами є кредитні ноти (Credit Linked Notes – CLN)¹.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблеми ефективного залучення капіталу та мінімізації кредитних ризиків через механізм функціонування кредитних нот, посилення регульованості та прозорості ринку кредитних деривативів, способи зменшення частки спекулятивної складової на користь хеджування в механізмі торгівлі кредитними нотами досліджено в працях провідних учених світу, зокрема: М. Армана [8], Ф. Блека [9], Д. Дюффі [11], Д. Коссіна [10], А. Лобанова [7], М. Майера [13], Х. Пиротте [10], М. Рудолфа [12], К. Сінглтона [11], М. Френкела [12], У. Хомела [12], А. Чугунова [7], М. Шоулза [14] та інших.

Досліджуючи сферу застосування CLN, науковці [7; 9; 11] акцентують увагу на хеджуванні кредитного ризику базового активу; досліджують моделі об'єктивної ринкової оцінки вартості CLN; визначають способи оцінки обсягів кредитного захисту. Значна кількість наукових праць [1; 2; 3; 4; 5; 8; 10; 12; 13; 14] присвячена особливостям функціонування механізму CLN у розрізі способів залучення капіталу та суперечностей управління кредитними ризиками; визначенню переваг і недоліків визначення вартості CLN; дослідженню особливостей прояву спекулятивної складової CLN, ефективності торгівлі кредитними деривативами на позабіржових ринках за умов посилення нестабільності міжнародної фінансової системи, напрямів підвищення прозорості і регульованості ринку CLN.

Незважаючи на значну кількість наукових доробок, проблема ефективного залучення капіталу на міжнародних фінансових ринках, мінімізація кредитних ризиків через механізм функціонування кредитних нот на сьогодні залишається актуальною. Механізм функціонування CLN у розрізі реалізації інвестиційного потенціалу кредитного деривативу та перерозподілу кредитного ризику потребують подальших наукових досліджень.

Мета та завдання дослідження. Метою статті є визначення функціональних характеристик кредитних нот як інструменту залучення капіталу на міжнародних фінансових ринках. Завдання дослідження: визначити економічну природу та механізм функціонування CLN у розрізі ефективного залучення капіталу на міжнародних фінансових ринках і перерозподілу кредитного ризику; дослідити особливості залучення капіталу і мінімізації кредитних ризиків через механізм функціонування CLN; визначити інвестиційну складову CLN та переваги CLN перед іншими інструментами залучення капіталу на міжнародних фінансових ринках.

Виклад основного матеріалу. Кредитна нота (CLN) – цінний папір, платежі за яким залежать від настання певної кредитної події або зміни кредитного показника (рейтингу, якості тощо) якоїсь особи чи пулу активів. Оскільки активи, що включаються в такий пул, знаходяться на балансі оригінатора або власника активів, то останні можуть розглядати кредитну ноту як гарантію від втрат за цими активами [2, с. 247].

Механізм обігу кредитних нот забезпечує міжнародна клірингова система Euroclear або Clearstream. Емісія кредитних нот подібна емісії еврооблігацій. Учасниками торгів кредитними нотами є позичальник, кредитор, організатор, андерайтер, депозитарій. Водночас кредитна заборгованість позичальника є джерелом залучення інвестиційних ресурсів через механізм емісії та розміщення CLN. Банк, власник кредитних ресурсів, перерозподіляє кредитні ризики на емітента (андерайтера) через продаж йому кредитної заборгованості позичальника. Своєю чергою андерайтер емітує та розміщує CLN серед інвесторів, отримуючи прибутки у вигляді комісійної нагороди. Слід зазначити, що процес андерайтингу існує у двох варіантах, а саме: гарантований – передбачає зобов'язання андерайтера розмістити наперед визначений обсяг CLN; ринковий (за принципом Best Eff Orts) – обсяг розміщення CLN визначається на підставі попиту інвесторів на певний похідний фінансовий інструмент. На нашу думку, враховуючи низьку інвестиційну активність в Україні, доцільним для запровадження є саме андерайтинг за принципом Best Eff Orts. Клірингові операції за CLN здійснює депозитарій. Залежно від розвиненості інфраструктури ринку похідних фінансових інструментів, зазначені учасники торгів CLN можуть одночасно виконувати кілька функцій, тобто поєднувати кілька статусів у механізмі обігу кредитних нот.

Справедливу вартість CLN визначають на основі заявок інвесторів, що відповідають конкретному кредиту, який надають лише після наявності визначеної умовами угоди кількості заявок інвесторів. Визначена кількість заявок інвесторів має назву «книга заявок» (Bookbuilding). Таким чином, після формування книги заявок остаточно визначаються цінні параметри CLN (відсоткові ставки за кредитом), інвестори стають власниками CLN, а позичальник отримує кредитні ресурси від банку [5].

¹ Інша назва CLN: кредитний цінний папір.

CLN є борговим похідним фінансовим інструментом, базовим активом якого є кредитна заборгованість. Кредитор, у такий спосіб мінімізує власні кредитні ризики через їх перерозподіл на інвесторів – власників кредитних нот, а інструментом сек'юритизації базового активу є CLN.

Механізм функціонування CLN (рис. 1) передбачає, що андеррайтер сплачує кредиторіві відсотки та основну суму боргу за кредитом (номінальну вартість кредиту) відповідно до погашення позичальником кредиту. Одночасно андеррайтер сплачує інвесторові відсотки, розмір який визначений угодою CLN. Зауважимо, що за угодою CLN, кредитна подія містить дві складові – дефолт базового активу та дефолт позичальника. У разі настання кредитної події, протягом терміну, визначеного угодою CLN, здійснюється погашення реальної вартості кредитної заборгованості, тобто різниці номінальної вартості та збитків. У протилежному випадку погашення кредитної заборгованості здійснюється за номінальною вартістю. Враховуючи вказані особливості механізму CLN, слід зазначити, що інвестори несуть подвійний ризик (ризик дефолту базового активу та ризик дефолту позичальника), але водночас мають право вимоги лише до андеррайтеру [1].



Рис. 1. Механізм функціонування CLN

Джерело: [1].

Ми підтримуємо наукову позицію, згідно з якою CLN є ефективним інструментом мінімізації кредитних ризиків банків. Фактично, банки через механізм CLN залучають до участі у кредитному ризику посередників, надаючи їм частку у кредитній позиції, але позбавляються ризиків появи проблемної заборгованості. Зазначене сприяє зменшенню концентрації ризиків у банківській системі країни, що має наслідком підвищення рівня її стійкості до впливу наслідків економічних і фінансових криз. Крім того, при достатній розвиненості фондового ринку, CLN можуть торгуватися на організаторах торгів, збільшуючи при цьому рівень диференціації інвестиційних можливостей [3].

Для порівняння в таблиці 1 наведено послідовність використання боргових фінансових інструментів в залежності від вартості компанії та складності процедури. Порівняльна характеристика CLN та єврооблігацій наведена в таблиці 2.

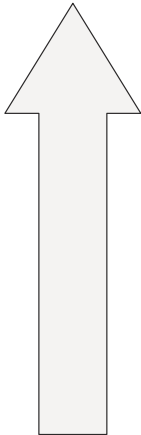
Ми вважаємо, що порівняно з емісією єврооблігацій, емісія CLN спрощується необхідністю наявності аудиторського висновку міжнародної компанії лише за один рік. Для емітента виключено процедуру юридичної перевірки бізнесу позичальника (Due Diligence), а також наявність міжнародних кредитних рейтингів. Емісія та розміщення кредитних нот потребують коротших термінів і менших операційних витрат, оскільки CLN не потребують лістингу міжнародних фондових бірж.

Водночас спрощена процедура емісії та розміщення CLN генерує недоліки цього фінансового інструменту, які мають прояв у підвищеній недовірі інвесторів і, як наслідок, збільшення вартості CLN у вигляді додаткової премії за ризик інвесторів. Зазначений факт зменшує ліквідність кредитних нот порівняно з єврооблігаціями [4].

Враховуючи економічну природу кредитних нот, вважаємо за доцільне їх порівняння з синдікованим кредитуванням. У такому контексті, CLN орієнтовані на більш широку цільову аудиторію потенційних інвесторів, а також передбачають можливість існування вторинного ринку, що, у стратегічній перспективі, гарантує зменшення вартості кредитних ресурсів для потенційних позичальників.

Таблиця 1.

Боргові фінансові інструменти залежно від вартості компанії та складності процедури випуску

Боргові фінансові інструменти	Вимоги до процедури випуску	Напрямок зміни вартості компанії та складності процедури випуску
IPO	<ul style="list-style-type: none"> ✓ виконання вимог інвесторів до якості компанії та її бізнесу; ✓ розширення можливостей майбутнього боргового фінансування завдяки посиленню акціонерної складової; ✓ реалізація частини вартості компанії акціонерами; ✓ створення публічного індикатору вартості бізнесу. 	
Випуск єврооблігацій (євробондів)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ досягнення високих стандартів розкриття інформації; ✓ отримання міжнародного кредитного рейтингу провідних рейтингових агентств; ✓ збільшення обсягів і термінів боргового фінансування. 	
Випуск кредитних нот (CLN)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ підвищення прозорості діяльності; ✓ продаж зобов'язань компанії більш широкому колу інвесторів – диверсифікація бази інвесторів за типом і географією; ✓ створення міжнародної кредитної історії. 	
Синдиковане кредитування	<ul style="list-style-type: none"> ✓ створення інвестиційного бренду; ✓ оптимізація юридичної структури; ✓ створення публічної кредитної історії. 	

Джерело: складено автором на основі [4].

Таблиця 2.

Параметри емісії CLN та єврооблігацій

Параметри емісії	CLN	Єврооблігації
Валюта випуску	Долари США, євро, гривні	Долари США, євро, гривні
Вимоги реєстрації	Немає	Необхідна реєстрація проспекту
Розкриття інформації	Середні вимоги до розкриття	Надвисокі вимоги до розкриття
Лістинг	Можливий, але необов'язковий	Обов'язковий
Кредитний рейтинг	Бажаний, але необов'язковий	Обов'язковий
База інвесторів	Комерційні банки, хедж-фонди, інвестиційні компанії	Пенсійні фонди, страхові компанії, управляючі компанії, центральні і комерційні банки, кваліфіковані інституційні інвестори
Обсяг випуску	50-150 млн дол. США	150-1500 млн дол. США
Термін підготовки	1-2 місяці	3-4 місяці
Термін обігу	1-3 роки	2-5 років
Юридичні витрати	≈ 290-390 тис. дол.	≈ 500-600 тис. дол.
Вторинний ринок	Низька ліквідність, залежить від активності організатора та емітента	Активний вторинний ринок
Аудит	Бажана наявність звітності за МФС3, але необов'язкова	Обов'язкова наявність звітності за МФС3

Джерело: [4, с. 201; 5, с. 164].

Висновки. За умов низької фінансової стабільності, інвестиційну привабливість CLN суттєво зменшує сплата відсотків після факту погашення позичальником основної суми кредиту. Водночас за умови настання кредитної події, відсотки інвестору нараховуються та сплачуються лише за період, що передує факту настання кредитної події. Таким чином, погашення CLN відбувається за мінусом різниці між номінальною вартістю кредитної заборгованості та фактично сплаченою позичальником суми боргу, що зменшує суму прибутків для інвесторів [15].

Певною мірою зазначені вади CLN нівелюються в нотах участі у кредиті (Loan Participation Notes – LPN), що є різновидом CLN [4; 6; 15]. Різниця між CLN і LPN полягає у вимогах до емітентів, зокрема: наявність кредитних рейтингів двох міжнародних агентств; наявність аудиторських висновків міжнародних компаній за три роки; лістинг на міжнародних фондових біржах; юридична перевірка бізнесу позичальника (Due Diligence). Внаслідок цього, емісія та розміщення LPN потребують утримання довших термінів, але супроводжується меншими інвестиційними ризиками.

Емісія та розміщення кредитних нот дозволяє позичальникам залучати фінансові ресурси на міжнародних ринках капіталу, збільшувати рівень інвестиційної привабливості для іноземних інвесторів через створення позитивної кредитної історії та отримання міжнародних кредитних рейтингів. Разом із

тим обіг кредитних нот сприяє формуванню справедливої вартості кредитних ресурсів через публічність розміщення.

На нашу думку, основними функціональними характеристиками кредитних нот у механізмі залучення капіталу на міжнародних фінансових ринках є: адаптованість до ринкових умов; справедлива вартість як наслідок ринкового ціноутворення; зменшення вартості кредитних ресурсів у стратегічній перспективі. Проте, вважаємо, що зазначені характеристики кредитних нот можуть бути ефективно використані лише за умови стабільних відсоткових ставок і вузьких кредитних спредів. В умовах фінансової нестабільності інвестори віддаватимуть перевагу більш ліквідним активам.

Література:

1. Андреева Г. І. Використання кредитних деривативів як інструментів перерозподілу (мінімізації) кредитних ризиків / Г. І. Андреева // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми, 2007. – Т. 21. – С. 16–24.
2. Арбузов С. Г. Банківська енциклопедія / С. Г. Арбузов, Ю. В. Колобов, В. І. Міщенко, С. В. Науменко-ва. – К. : Центр наукових досліджень Національного банку України : Знання, 2011. – 504 с.
3. Глущенко С. В. Інструменти управління ризиками кредитної діяльності / С. В. Глущенко // *Marіsterіum*. – Випуск 35. – 2009. – С. 4–7.
4. Кишакевич Б. Ю. Використання кредитно-дефолтних боргових зобов'язань як засобу залучення капіталу / Б. Ю. Кишакевич // *Науковий вісник НЛТУ України*. – Випуск 18.3. – 2008. – С. 198–203.
5. Олійник Я. О. Використання банками кредитних нот для формування ресурсного потенціалу / Я. О. Олійник // *Вісник Університету банківської справи Національного банку України*. – № 2. – 2013. – С. 163–166.
6. Солодка О. О. Економічна природа і механізм функціонування CLN / О. О. Солодка // *Збірник матеріалів Всеукраїнської науково-практичної конференції «Фінансові механізми забезпечення розвитку економіки України в сучасних умовах», 15 квітня 2016 року*. – К. : ДВНЗ Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана; Аграр Медіа Груп, 2016. – С. 223–225.
7. *Энциклопедия финансового риск-менеджмента* / [под ред. А. А. Лобанова и А. В. Чугунова]. – М. : Альпина Паблишер, 2003. – 786 с.
8. Armann M. *Credit risk valuation* / M. Armann. – Berlin : Springer Verlag, 2001.
9. Black F. *The Pricing of Options and Corporate Liabilities* / F. Black, M. Scholes // *Journal of Political Economy*. – 1973. – № 81. – P. 637–659.
10. Cossin D. *Advanced credit risk analysis* / D. Cossin, H. Pirotte. – Chichester : John Wiley & Sons, 2001.
11. Duffie D. *Modeling Term Structures of Defaultable Bonds* / D. Duffie, K. Singleton // *Review of Financial Studies*. – 1999. – № 12. – P. 687–720.
12. Frenkel M. *Risk management : Challenge and opportunity* / M. Frenkel, U. Hommel, M. Rudolf. – Berlin : Springer Verlag, 2000. – P. 141–154.
13. Mayer Martin. *The Dangers of Derivatives* / Martin Mayer // *The Wall Street Journal*. – May 20. – 1999.
14. Scholes M. *Global Financial Markets, Derivative Securities, and Systemic Risks* / M. Scholes // *Journal of Risk and Uncertainty*. – № 12. – 1996. – С. 271–286.
15. Solodka O.O. *Credit linked notes as an instrument of attraction of capital and credit risk minimization* / O. O. Solodka // *The collection includes the 3d the International Conference on Recent Trends in Science and Technology Management, 23-29 May 2015*. – London : SCIEURO, 2015. – P. 50–63.