

Solodka O.O.

CREDIT LINKED NOTES AS AN INSTRUMENT OF ATTRACTION OF CAPITAL AND CREDIT RISK MINIMIZATION

**Solodka O. O., Ukraine, Kyiv, National Taras
Shevchenko University of Kyiv, Ph.D. in Economics,
Docent, Docent of Department of Finance**

Abstract

The paper defines the economic nature and mechanism of functioning of CLN in the context of an efficient capital raising and credit risk redistributing. Proved that the appearance of credit linked notes caused by process of securitization of loans. The peculiarities of raising capital and minimizing credit risk through the mechanism of functioning of the CLN are investigated in the article. CLN's investment component are characterized. CLN's advantages over other instruments of the capital raising in international financial markets are defined.

Keywords: credit derivative, default, pool of assets, trust company, credit protection, debt financial instruments.

Введение. Эффективное привлечение капитала в условиях финансовой глобализации является одним из основных компонентов инвестиционного процесса, который используется практически во всех сферах финансово-экономической деятельности. Инвестирование в долговые финансовые инструменты требует оценки кредитного риска.

Способами оценки кредитного риска компании является использование кредитных рейтингов общепризнанных рейтинговых агентств или внутренних систем кредитного анализа. Поскольку кредитный риск, в широком понимании, является вероятностью дефолта компании, его можно оценивать в абсолютных величинах с помощью широкого спектра стохастических моделей.

3d the International Conference on Recent Trends in Science and Technology Management 2015

Однако, мировой финансовый кризис показал, что современные условия функционирования глобального финансового рынка требуют более детальных, скорректированных по временным и перекрестным характеристикам, моделей оценки кредитных рисков. Традиционные методы оценки кредитного риска имеют весьма большой временной лаг, при этом, даже дневное запаздывание, необходимых для оценки риска, параметров может привести к значительным погрешностям и искажению результата.

В этой связи, актуальными становятся производные финансовые инструменты, которые отображают рыночную оценку кредитного риска определенного актива практически в режиме реального времени. Такими инструментами являются кредитные ноты (Credit Linked Notes – CLN).

Материалы и методы исследования. Проблемы эффективного привлечения капитала и минимизации кредитных рисков через механизм функционирования кредитных нот, усиление регулированности и прозрачности рынка кредитных деривативов, способы уменьшения доли спекулятивной составляющей в пользу хеджирования в механизме торговли кредитными нотами исследованы в работах ведущих ученых мира, среди которых: М. Арман [3], Ф. Блэк [4], Д. Дюффи [6], Д. Коссин [5], А. Лобанов [7], М. Майер [11], Х. Пиротте [5], М. Рудолф [8], К. Синглетон [6], М. Фрэнкел [8], У. Хомэл [8], А. Чугунов [7], М. Шоулз [13] и другие.

Исследуя сферу применения CLN ученые [4; 6; 7] акцентируют внимание на хеджировании кредитного риска базового актива; исследуют модели объективной рыночной оценки стоимости CLN; определяют способы оценки объемов кредитной защиты. Значительное количество научных работ [1; 2; 3; 5; 8; 9; 10; 11; 12; 13] посвящено особенностям функционирования механизма CLN в разрезе привлечения капитала и противоречий управления кредитными рисками; определению преимуществ и недостатков определения стоимости CLN; исследованию особенностей проявления спекулятивной составляющей CLN, эффективности торговли кредитными деривативами на внебиржевых рынках при условии усиления нестабильности международной финансовой системы,

3d the International Conference on Recent Trends in Science and Technology Management 2015

направлений повышения прозрачности и регулированности рынка CLN.

Несмотря на значительное количество научных работ, проблема эффективного привлечения капитала и минимизации кредитных рисков через механизм функционирования кредитных нот на сегодня остается актуальной. Механизм функционирования CLN в разрезе реализации инвестиционного потенциала данного кредитного дериватива и перераспределения кредитного риска нуждаются в дальнейших научных исследованиях, что обуславливает постановку цели данной статьи.

Целью статьи является определение способов эффективного привлечения капитала и минимизации кредитных рисков через механизм функционирования кредитных нот. Возможность достижения указанной цели очерчивает следующий круг **задач**: определить экономическую природу и механизм функционирования CLN в разрезе эффективного привлечения капитала и перераспределения кредитного риска; исследовать особенности привлечения капитала и минимизации кредитных рисков через механизм функционирования CLN; определить преимущества CLN перед другими инструментами привлечения капитала на международных финансовых рынках. **Объектом** исследования является механизм функционирования CLN. **Предмет** исследования составляют способы эффективного привлечения капитала и минимизации кредитных рисков через механизм функционирования CLN.

В работе использованы такие общенаучные и специальные **методы научных исследований**: диалектический и абдуктивный методы – при определении экономической природы и механизма функционирования CLN в разрезе эффективного привлечения капитала и перераспределения кредитного риска; методы каузальной и функционально-структурной аналогии – в ходе исследования особенностей привлечения капитала и минимизации кредитных рисков через механизм функционирования CLN; системный метод – для определения инвестиционной составляющей CLN, а также преимуществ CLN перед другими инструментами привлечения капитала на международных финансовых рынках. В целом, определение способов эффективного привлечения капитала и минимизации кредитных рисков

3d the International Conference on Recent Trends in Science and Technology Management 2015

через механизм функционирования кредитных нот основано на системно-структурном подходе.

Результаты и обсуждение. Кредитная нота (CLN) – ценная бумага, платежи по которой зависят от наступления определенного кредитного события или изменения кредитного показателя (рейтинга, качества и т.п.) какого-либо лица или пула активов. Например, выплаты по кредитной ноте могут быть поставлены в зависимость от уровня потерь (дефолта) в определенном пуле ипотечных кредитов, который должен быть ниже предварительно установленной величины. Поскольку активы, которые включаются в такой пул, находятся на балансе originатора или владельца активов, то последние могут рассматривать кредитную ноту как гарантию от потерь по этим активам [2, с.247].

Экономическая природа и механизм функционирования CLN

CLN не является самостоятельным производным финансовым инструментом, а представляет собой комбинацию обычной процентной ценной бумаги (ноты) с каким-либо условием, связанным с кредитным риском. Целью такой сделки является получение более высокой доходности за счет принятия на себя части кредитного риска по оговоренному активу.

Выпуск кредитных нот обычно предполагает учреждение специального юридического лица (Special Purpose Vehicle – SPV) в форме трастовой компании, которая продает кредитные ноты инвесторам, при этом уплачиваемая в момент покупки сумма считается номинальной стоимостью этого инструмента. Сумма наличных денежных средств, вырученная от продажи CLN, образует передаваемое в траст обеспечение, которое составляет необходимую покупателю кредитную защиту. Траст выступает номинальным продавцом защиты и занимает короткую позицию по кредитному свопу. Денежные средства вкладываются в первоклассные ценные бумаги, а полученный доход плюс премия, уплачиваемая покупателем защиты, передаются через траст держателям кредитных нот [6; 7; 11; 13]. В случае наступления дефолта обеспечение используется для выплаты возмещения покупателю защиты, а остаток средств распределяется между инвесторами.

3d the International Conference on Recent Trends in Science and Technology Management 2015

Инвестор осуществляет платеж, равный номинальной стоимости кредитной ноты, сумма которого составляет передаваемое в траст обеспечение. Трастовая компания инвестирует полученные денежные средства в ценные бумаги с рейтингом AAA и заключает кредитный своп с банком – покупателем защиты. Ценные бумаги приносят доходность в размере ставки LIBOR + 10 б.п. Проданный банку кредитный своп обеспечивает дополнительную доходность в размере 20 б.п. Тогда периодические выплаты инвестору составят LIBOR + (10 + 20 б.п.) от номинальной стоимости ноты. В случае наступления дефолта по оговоренному активу трастовая компания выплачивает банку-покупателю компенсацию из средств, переданных в обеспечение, а остаток передает инвестору [7, с.425].

Торговля кредитными нотами осуществляется через международную клиринговую систему Euroclear или Clearstream, что минимизирует операционные риски для инвесторов. Процедура выпуска кредитных нот во многом схожа с выпуском еврооблигаций. Структура контракта предполагает пять основных участников: заемщик, кредитор, организатор, андеррайтер, депозитарий.

Заемщик – организация, которая желает получить средства через эмиссию CLN, привлекает кредит, на который со временем размещаются ноты. Кредитором выступает банк, который предоставляет заемщику кредит и эмитирует CLN. В дальнейшем кредитор передает все права по кредиту эмитенту, таким образом, фактически выполняет техническую функцию, создавая соответствующий актив (кредит), который позднее секьюритизируется. Кредитор не несет кредитного риска из-за заемщика, поскольку риск транслируется вместе с правами по кредиту на эмитента, а потом – при эмиссии CLN – на инвесторов. Андеррайтер является первым владельцем кредитных нот и обеспечивает их размещение среди инвесторов, получая комиссионное вознаграждение. Андеррайтинг может быть гарантированным (андеррайтер обязуется разместить определенный объем CLN) или по принципу Best Eff Orts (андеррайтер обеспечивает размещение CLN в том объеме, в котором сложился спрос со стороны инвесторов). Организатор координирует действия всех участников контракта, а также организывает процесс подготовки эмиссии. Депозитарий

3d the International Conference on Recent Trends in Science and Technology Management 2015

обеспечивает осуществление расчетов по CLN [3; 5; 8]. Следует отметить, что, в зависимости от инфраструктурных и юридических возможностей, допустимым является объединение участниками нескольких из указанных ролей.

В типичной структуре контракта фактическое предоставления кредита осуществляется лишь после составления книги заявок инвесторов на ноты, которые привязаны к данному кредиту (Bookbuilding). При формировании достаточной книги заявок определяется окончательная цена контракта, то есть размер процентных платежей по кредиту, подтверждаются заявки инвесторов на приобретение кредитных нот, после чего кредитор предоставляет заемщику кредит [12, с.164].

CLN являются долговыми ценными бумагами, которые банк-эмитент выпускает параллельно с выдачей кредита своему заемщику. При этом кредитное учреждение не несет никакой ответственности по данным ценным бумагам, по всем обязательствам отвечает субъект-заемщик банка. Эмитент же платит проценты и номинальную стоимость CLN согласно тому, как заемщик погашает кредит. Появление кредитных нот, равно как и ипотечных ценных бумаг, обусловлено процессами секьюритизации кредитов (трансформации кредитов в долговые ценные бумаги).

Механизм функционирования CLN предусматривает, что эмитент регулярно выплачивает покупателю проценты. В случае наступления, определенного контрактом, кредитного события долговое требование погашается на протяжении определенного срока в размере разницы номинальной стоимости и убытков, то есть реальной (уменьшенной) стоимости долгового требования. Если кредитное событие не произошло, погашение происходит по номинальной стоимости. Таким образом, покупатель CLN берет на себя двойной риск – риск дефолта актива и риск дефолта эмитента CLN. Однако покупатель имеет исключительное право требования лишь к эмитенту CLN [1; 13].

**Привлечение капитала и минимизация
кредитных рисков через механизм функционирования
CLN**

3d the International Conference on Recent Trends in Science and Technology Management 2015

Кредитная нота представляет собой банковскую сделку участия в кредитном риске. Заключая контракт об участии в кредитном риске, банк, который предоставил кредит, может передать третьему лицу права на часть этого займа, а также часть рисков, связанных с его возможным невозвращением [4; 3; 5; 9]. Более того, такой контракт может быть оформлен ценной бумагой, которой в дальнейшем можно торговать на фондовом рынке. Таким образом, у банков появляется возможность дробить большие и рискованные кредиты на части и продавать их отдельно сторонним инвесторам. Таким образом, уменьшается концентрация рисков в банковской системе, что способствует увеличению ее устойчивости и создает условия для предотвращения системных финансовых кризисов.

Используя CLN кредитные институты могут решать проблему привлечения капиталов. В частности, CLN используются для привлечения средств на международных рынках капитала средними компаниями. Данный инструмент, как правило, широко используют дочерние структуры иностранных инвестиционных банков. В таблице 1 приведена последовательность использования долговых финансовых инструментов в зависимости от стоимости компании и сложности процедуры эмиссии, которые увеличиваются по мере продвижения от синдицированного кредитования к IPO. Сравнительная характеристика CLN и еврооблигаций приведена в таблице 2.

Таблица 1.

Долговые финансовые инструменты в разрезе стоимости компании и сложности процедуры эмиссии.

Источник: составлено автором на основе [5; 10; 13].

Долговые финансов ые инструмен ты	Требования к процедуре эмиссии
IPO	Выполнение требований инвесторов к качеству компании и ее бизнеса; расширение возможностей будущего долгового

3d the International Conference on Recent Trends in Science and Technology Management 2015

	финансирования за счет усиления акционерной составляющей; реализация части стоимости компании акционерами; создание публичного индикатора стоимости бизнеса.
Эмиссия еврооблигаций (евробондов)	Достижение высоких стандартов раскрытия информации; получение международного кредитного рейтинга ведущих рейтинговых агентств; увеличение объемов и сроков долгового финансирования.
Эмиссия кредитных нот (CLN)	Повышение уровня прозрачности деятельности; продажа обязательств компании более широкому кругу инвесторов – диверсификация базы инвесторов по типу и географии; создание международной кредитной истории.
Синдицированное кредитование	Создание инвестиционного бренда; оптимизация юридической структуры; создание публичной кредитной истории.

Эмитенту CLN достаточно иметь финансовую отчетность за один год с аудиторским выводом международной компании. При этом, эмитенту не нужно проходить процедуру Due Diligence, то есть детальную юридическую проверку деятельности заемщика. В данном случае заемщик может раскрыть о себе значительно меньше информации, чем при эмиссии еврооблигаций, а от эмитента кредитных нот не требуется наличие международного кредитного рейтинга. Кроме того, кредитные ноты заемщика не проходят процедуру листинга на международной фондовой бирже. Как следствие, эмиссия и размещение кредитных нот происходят в значительно более короткие сроки и требуют расходов, существенно меньших, чем эмиссия и размещение еврооблигаций.

Несмотря на преимущества эмиссии и размещения, кредитные ноты имеют меньшую ликвидность, чем еврооблигации. Такие, привлекательные для эмитента, факты, как меньший объем раскрытой информации и возможность эмиссии при отсутствии или малом периоде (меньше 3 лет) аудита, подтвержденного международными аудиторскими компаниями, а также отсутствие рейтинга от

3d the International Conference on Recent Trends in Science and Technology Management 2015

ведущих мировых рейтинговых агентств, создают недоверие инвесторов. В результате инвесторы требуют дополнительную премию при размещении кредитных нот [10, с.201-202].

Инвестиционная составляющая CLN

По сравнению с другими инструментами привлечения капитала на международных финансовых рынках кредитные ноты имеют ряд преимуществ:

- в отличие от синдицированного кредитования, CLN характеризуются более широким кругом потенциальных инвесторов, возможностью гибкого управления заимствованиями с помощью выпуска дополнительных траншей, а создание вторичного рынка CLN приводит к уменьшению стоимости займов в дальнейшем;

- в отличие от евробондов, преимуществами CLN являются: менее короткие сроки подготовки займа, меньшие расходы, менее жесткие требования к информационной открытости. В частности, CLN приводят к расширению инвестиционной базы при относительно небольшом предельном объеме эмиссии (30-50 млн. долл.) и достаточно коротких сроках реализации проекта. К эмиссии евробондов нужно готовиться год, а эмиссию CLN можно провести за один месяц. Кроме того, на эмиссию CLN нужно около 40 млн. долл., а эмиссия евробондов возможна лишь при объеме от 100 млн. долл. Для эмитентов одинакового качества прибыльность CLN более высокая, чем прибыльность евробондов.

Таблица 2.

Сравнительная характеристика CLN и еврооблигаций.

Источник: составлено автором на основе [10; 12].

Характеристика	CLN	Еврооблигации
Валюта эмиссии	Доллары США, евро, гривны	Доллары США, евро, гривны
Требования регистрации	Нет	Необходимая регистрация проспекта
Раскрытие информации	Средние требования к раскрытию	Сверхвысокие требования к

3d the International Conference on Recent Trends in Science and Technology Management 2015

		раскрытию
Листинг	Возможный, но необязательный	Обязательный
Кредитный рейтинг	Желательный, но необязательный	Обязательный
База инвесторов	Коммерческие банки, хедж-фонды, инвестиционные компании	Пенсионные фонды, страховые компании, управляющие компании, центральные и коммерческие банки, квалифицированные институциональные инвесторы
Объем эмиссии	50-150 млн. долл. США	150-1500 млн. долл. США
Срок подготовки	1-2 месяца	3-4 месяца
Срок обращения	1-3 года	2-5 лет
Юридические расходы	≈ 290-390 тыс. долл.	≈ 500-600 тыс. долл.
Вторичный рынок	Низкая ликвидность, зависит от активности организатора и эмитента	Активный вторичный рынок
Аудит	Желательное наличие отчетности согласно МФСО, но необязательное	Обязательное наличие отчетности согласно МФСО

Недостатком CLN, как инструмента инвестиций, является выплата процентов по ним лишь после погашения основного кредита, выданного банком-эмитентом. В случае наступления у компании-заемщика форс-мажорных обстоятельств (банкротства или реорганизации), CLN, при отсутствии дополнительных поручительств или гарантий, будут погашены за вычетом разницы между номинальной стоимостью обязательств и суммой, фактически взысканной с должника, а проценты по ним будут начислены лишь за период до наступления кредитного события [3; 5; 8; 9; 10; 12].

Эмитент CLN выходит на рынок публичных заимствований, поэтому в дальнейшем его ставки по

3d the International Conference on Recent Trends in Science and Technology Management 2015

кредитам будут иметь ценовой ориентир для формирования справедливого прайсинга. Соответственно, при эффективной работе с рынком, эмитент и организатор получают возможность регулировать дальнейшие ставки по бумагам эмитента. В отличие от синдицированных кредитов, нотами, доступными широкому кругу потенциальных инвесторов, торгуют на вторичном рынке, они характеризуются возможностью эмиссии не на всю сумму кредита, а лишь на ее часть; кроме того, возможен выпуск их дополнительных траншей.

Компании получают возможность создать кредитную историю на международных рынках капитала и повысить уровень распознавания бренда среди иностранных инвесторов. Инвесторов, готовых принимать дополнительные риски, кредитные ноты привлекают прибыльностью и меньшим сроком обращения по сравнению с еврооблигациями, что позволяет снизить среднюю дюрацию валютного долгового портфеля. Расширить круг потенциальных инвесторов компании могут как через получение заемщиком кредитного рейтинга, что позволит покупать кредитные ноты пенсионным фондам, правила которых запрещают покупку ценных бумаг без рейтинга, так и путем листинга на одной из иностранных бирж [12, с.164-165].

Мы разделяем научную позицию [1; 9; 10; 12] относительно преимуществ CLN как перспективного инструмента заимствований, в частности такими преимуществами являются:

- гибкость: инструмент необеспеченного финансирования; рыночный инструмент, который дает возможность компании управлять своим долгом; не нуждается в обязательном раскрытии информации, отсутствующая государственная регистрация выпуска; условия выпуска определяются непосредственно перед размещением;
- дешевизна: фиксированная процентная ставка, которая, в условиях укрепления национальной валюты, дает возможность снижения стоимости привлеченных средств; рыночный принцип ценообразования;
- скорость: короткий срок организации финансирования; возможность выдачи необходимого бридж-кредита на время подготовки проекта;

3d the International Conference on Recent Trends in Science and Technology Management 2015

- PR-эффект: создание предпосылок для выхода на международные рынки капитала (еврооблигации, IPO).

Однако, следует заметить, что указанные преимущества подлежат реализации лишь при условии стабильных процентных ставок и узких кредитных спредов. В условиях финансовой нестабильности инвесторы отдают предпочтение более ликвидным активам.

Выводы. На наш взгляд, перераспределение кредитного риска через механизм функционирования CLN является значительно более выгодным для коммерческих банков, чем прямая продажа кредитов на рынке, которая связана с высокими транзакционными расходами, обусловленными низкой информационной прозрачностью данных активов и низкой ликвидностью вторичного рынка. Кроме того, прямая продажа кредитов генерирует риск разрыва долгосрочных отношений с существующими клиентами. Вместе с тем, современный рынок CLN низколиквидный, в отличие от рынков финансовых свопов, фьючерсов и опционов, что обусловлено относительной новизной самого инструмента, сложностью стандартизации базовых активов из-за индивидуальности характеристик заемщиков. Кроме того, проблему составляет оценка стоимости CLN в связи с недостатком статистических данных относительно дефолтов и уровня восстановления задолженности.

Следует отметить, что CLN является не только инструментом минимизации кредитного риска, а и привлечения капитала, то есть имеет существенную инвестиционную составляющую. Эффективное привлечение капитала и минимизация кредитных рисков через использование механизма функционирования кредитных нот и эффективная реализация инвестиционного потенциала данного структурированного производного финансового инструмента возможна при условии стабильных процентных ставок и узких кредитных спредов. Проблема оценки стоимости кредитных нот на сегодня не решена, что, на наш взгляд, естественно обосновывается стохастической природой данного структурированного производного финансового инструмента.

3d the International Conference on Recent Trends in Science and Technology Management 2015

Считаем, абсолютно объективным процесс научной полемики относительно адекватности вариантов использования кредитных нот в условиях предельных и развитых рынков капиталов, что актуализирует дальнейшие научные исследования в данном направлении.

References:

- [1] Andreyeva G.I. Using credit derivatives as instruments of redistribution (minimization) of credit risk / G.I. Andreyeva // Problems and prospects of the banking system of Ukraine: collection of scientific works / State Higher Educational Institution «Ukrainian Academy of Banking of the National Bank of Ukraine». – Sumy, 2007. – V.21. – P.16-24.
- [2] Arbuzov S.G. Banking Encyclopedia / S.G. Arbuzov, Y.V. Kolobov, V.I. Mishchenko, S.V. Naumenkova. – K.: Research Center of the National Bank of Ukraine: Knowledge, 2011. – 504p.
- [3] Armann M. Credit risk valuation / M. Armann. – Berlin: Springer Verlag, 2001.
- [4] Black F. The Pricing of Options and Corporate Liabilities / F. Black, M. Scholes // Journal of Political Economy. – 1973. – №81. – P.637-659.
- [5] Cossin D. Advanced credit risk analysis / D. Cossin, H. Pirotte. – Chichester: John Wiley & Sons, 2001.
- [6] Duffie D. Modeling Term Structures of Defaultable Bonds / D. Duffie, K. Singleton // Review of Financial Studies. – 1999. – №12. – P.687-720.
- [7] Encyclopedia of financial risk management / [ed. A.A. Lobanov and A.V. Chugunov]. – M.: Alpina Publisher, 2003. – 786p.
- [8] Frenkel M. Risk management: Challenge and opportunity / M. Frenkel, U. Hommel, M. Rudolf. – Berlin: Springer Verlag, 2000. – P.141-154.
- [9] Glushchenko S.V. Instruments of credit risk management / S.V. Glushchenko // Maristerium. – Volume 35. – 2009. – P.4-7.
- [10] Kyshakevych B. Using a credit-default debt as a means of raising capital / B. Kyshakevych // Scientific Herald NLTU Ukraine. – Volume 18.3. – 2008. – P.198-203.
- [11] Mayer Martin. The Dangers of Derivatives / Martin Mayer // The Wall Street Journal. – May 20. – 1999.

**3d the International Conference on Recent Trends in
Science and Technology Management 2015**

- [12] Oliylyk Y.O. Using a bank credit notes for the formation of resource potential / Y.O. Oliylyk // Visnyk of the University of Banking of National Bank of Ukraine. – №2. – 2013. – P.163-166.
- [13] Scholes M. Global Financial Markets, Derivative Securities, and Systemic Risks / M. Scholes // Journal of Risk and Uncertainty. – №12. – 1996. – C.271-286.