

3. Мізюк Б.М. Стратегічне управління: Підручник. – Львів: Магнолія плюс, 2006. – 392 с.
4. Правик Ю.М. Інвестиційний менеджмент: Навч. пос. – К.: Знання, 2007. – 431 с.
5. Удалих О.О. Управління інвестиційною діяльністю підприємства: Навч. пос. – К: Центр навч. літ-ри, 2006. – 292 с.

УДК 336.71:336.27

*Доц. Б.Ю. Кишакевич, канд. екон. наук –
Дрогобицький державний педагогічний ун-ет ім. Івана Франка*

ВИКОРИСТАННЯ КРЕДИТНО-ДЕФОЛТНИХ БОРГОВИХ ЗОБОВ'ЯЗАНЬ ЯК ЗАСОБУ ЗАЛУЧЕННЯ КАПІТАЛУ

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

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

*Assoc. prof. B. Yu. Kyshakevych – Drohobych state
pedagogical university named Ivan Franko*

Usage of credit-default debt obligation as a means of capital raising

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

Вступ. Розвиток банківської системи України в умовах глобалізації та значної конкуренції зі сторони західних банківських структур вимагає формування українськими банками нових систем ризик-менеджменту та активної політики на ринку позичкового капіталу. Одним із засобів, які б дали змогу розв'язати одночасно ці два складних 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 учені-економісти Е.Ф. Жуков, Л.Н. Красавін, В.М. Усоскін, Дж. Маршал, Ф. Фабозці, Т. Френкел та інші. Необхідно зазначити, що тут погляди економістів подеколи розходяться, причому деякі навіть вважають деривативи причиною практично усіх світових фінансових криз. На противагу їм, більшість спеціалістів вважають появу кредитних деривативів одним із найзначніших подій світового фінансового ринку.

Постановка завдання. У більшості випадків кредитні деривативи розглядають під призвою їх використання для розподілу та зменшення кредитного ризику банку, хоча вони є цікавим об'єктом дослідження як інструмент

залучення капіталу. У статті ставиться 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 та позитивні аспекти використання кредитних нот та інших похідних інструментів кредитного ринку і виробити рекомендації для українських банків для ефективної роботи із цими порівняно молодими фінансовими інструментами.

Виклад основного матеріалу. На сьогодні виділяють два типи сек'юритизації: традиційну і синтетичну. Основна відмінність між ними полягає в тому, чи здійснюється продаж відповідних активів чи ні. Здійснення традиційної сек'юритизації нашкоджуються на більшу кількість правових бар'єрів порівняно із синтетичною сек'юритизацією, через те в деяких країнах, де проведенню традиційної сек'юритизації перешкоджають істотні правові бар'єри, на ринку домінують угоди синтетичної сек'юритизації.

Синтетична сек'юритизація появилась в середині 1990-х років. Поява цього фінансового інструмента зумовлена декількома причинами, в тому числі: 1) зміною парадигм банківської системи (закріплення вимог до капіталу); 2) відставанням діючої законодавчої бази від потреб сучасної економіки (наявність перешкод для передачі активів); 3) розвитком ринку кредитних деривативів [1].

Базельський комітет по нагляду розглядає синтетичну сек'юритизацію з точки зору інструменту управління кредитними ризиками і вважає, що це є "структуровані угоди, в яких банки використовують кредитні деривативи для того, щоби передати кредитний ризик певного пулу активів третім особам, в тому числі страховим компаніям, іншим банкам і нерегульованим особам" [2].

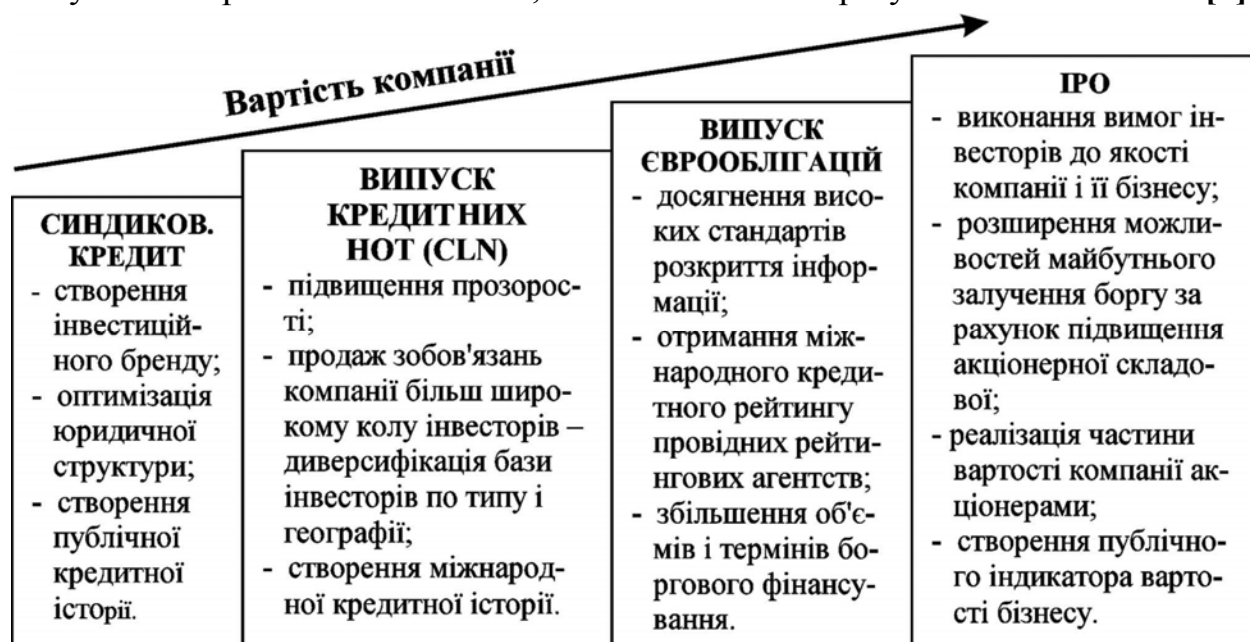


Рис. 1. Залежність виду інструменту запозичень від вартості компанії

Приватні емітенти, не маючи змоги випускати цінні папери в іноземній валюті, використовують обхідні шляхи залучення коштів на міжнародних ринках капіталу (рис. 1). В українській практиці серед усіх кредитних дерива-

тивів найбільшою популярністю користуються так звані кредитні ноти або кредитно-дефолтні боргові зобов'язання.

Кредитно-дефолтні боргові зобов'язання (CLN) є структурованими борговими вимогами, розмір повернення яких залежить від того, відбулася кредитна подія чи ні. Страхувальник є емітентом CLN, а страховик купляє CLN за номінальну ціну. Емітент регулярно виплачує покупцю відсотки. В разі настання визначеної в контракті "кредитної події" боргова вимога погашується протягом визначеного строку як різниця номінальної ціни та 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 та ризик дефолту емітента CLN [3].

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.

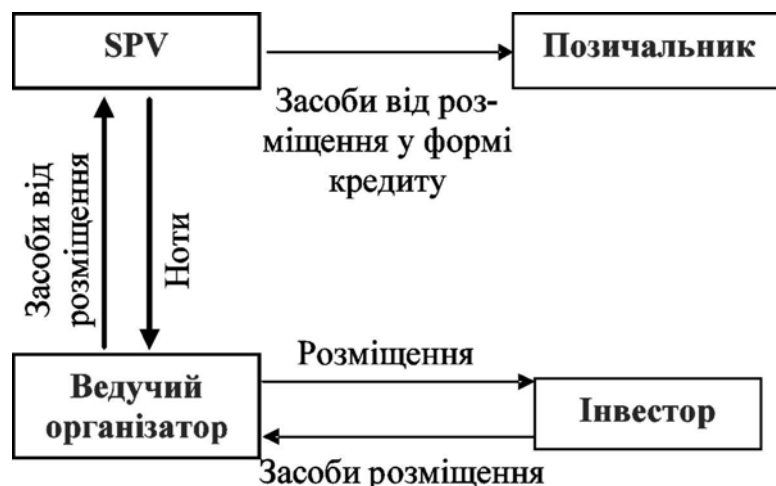


Рис. 2. Схема угоди з кредитно-дефолтних боргових зобов'язань CLN

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 вибирати терміни виходу на ринок, валюту розміщення, ціну паперів залежно від кон'юнктури ринку [4].

Єврооблігації (інша загальноприйнята назва – євробонди, від англійського *eurobonds*) – облігації, номіновані в іноземній валюті. Приставка "євро" – данина традиції: перші цінні папери такого типу з'явилися в Європі. Втім, розміщення боргових паперів українськими компаніями на міжнародних ринках капіталу можна лише умовно назвати єврооблігаційними позиками в чистому вигляді.

Усі механізми залучення боргових коштів шляхом випуску євробондів, як і псевдо-ІРО на Лондонській та інших біржах, – все це не більш ніж видозмінені кредитні схеми зовнішнього фінансування. Насправді всі валютні випуски боргових паперів українських компаній є цінними паперами (кредитні ноти), випущеними спеціально створеною за кордоном компанією (Special Purposes Vehicle – SPV). Українська компанія-позичальник у цьому випадку стає гарантом повернення позикових коштів. Причому, якщо український позичальник з якихось причин припиняє виплати за кредитом, банк-андеррайтер – організатор випуску цінних паперів – повинен виконувати свої зобов'язання перед держателями нот. Простіше кажучи, усі фінансові ризики, пов'язані з поверненням кредиту і виплатою відсотків, банк змушений брати на себе. Втім, до дефолту доходить рідко – перед угодою банк-емітент здійснює ретельний аналіз платоспроможності клієнта.

Табл. 1. Порівняльна характеристика кредитних нот та єврооблігацій

	Кредитні ноти	Єврооблігації
Валюта випуску	Долари США, євро, гривні	Долари США, євро, гривні
Вимоги реєстрації	Немає	Необхідна реєстрація проспекту
Розкриття інформації	Середні вимоги з розкриття	Дуже високі вимоги до розкриття
Лістинг	Можливий, але необов'язковий	Обов'язково
Кредитний рейтинг	Бажано, але необов'язково	Обов'язково
Інвестиційна база	Переважно агресивні інвестори, українські та західні	Всі види інвесторів
Термін підготовки	1-2 місяці	3-4 місяці
Юридичні витрати	~ 290-390 тис. дол.	~ 500-600 тис. дол.

Емітенту, який випускає кредитні ноти (CLN), достатньо мати фінансову звітність із 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 в 2005 р. "Райффайзен Банк Аваль". Найбільш крупні випуски були розміщені корпорацією "Індустріальний Союз Донбасу" (на \$150 млн.) і ЗАТ "Запорізький автомобілебудівний завод" (на \$125 млн.). Проте перспективи розвитку кредитних нот у 2008 р. в Україні не надто високі. Основна причина – криза світового фінансового ринку. Попри всі вище перераховані переваги, що стосуються розміщення кредитних нот, вони мають меншу ліквідність порівняно із єврооблігаціями. У

випадку відновлення нормальних ринкових умов на ринку єврооблігацій, для ринку кредитних нот буде потрібно більше часу для покращення попиту з боку інвесторів. Очевидно, що такі привабливі для емітента факти, як менший об'єм розкритої інформації і можливість випуску нот за відсутності або малого строку (менше трьох років) аудиту, підтвердженого міжнародними аудиторськими компаніями, а також відсутність рейтингу від провідних світових рейтингових агентств, створюють незручності та до певної міри недовіру для інвестора. Взаємін інвестори вимагають додаткову премію при розміщенні кредитних нот.

Висновки. Криза на світових фінансових ринках утруднює розвиток ринку українських зовнішніх запозичень не лише кількісно, але і якісно. Тут цікавою альтернативою може стати ринок кредитних нот (CLN). Справа в 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 6 тижнів);
 - можливість видачі необхідного брідж-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 вище перераховані переваги є менш ліквідними порівняно із єврооблігаціями і у повну силу можуть реалізувати свій потенціал в умовах стабільних процентних ставок і вузьких кредитних спредів.

Література

1. Кишакевич Б. Побудова системи ефективного ризик-менеджменту банку в сучасних умовах// Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Методи оцінки рівня капіталізації інноваційних структур: Зб. наук. праць. – Львів: ІРД НАН України. – 2007, вип. 2(64). – С. 377-384.
2. Section 68. Consultative Document Asset Securitisation// Basel Committee on Banking Supervision, Supporting Document to the New Basel Capital Accord. 2001. January.
3. Шапран Н., Шапран В. Кредитні деривативи// Цінні папери України. – 2003, № 20 (258). – С. 12-18.

4. Dufey G., Rehm F. An Introduction to Credit Derivatives// University of Michigan Business School Working Paper. 2000. August. № . 00-013. Available at SSRN. [Електрон. ресурс]. – Доступний з: <http://ssrn.com/abstract=249155>.

5. Туктаров Юрій. Синтетическая секьюритизация// "Рынок ценных бумаг" –2007, № 13. – С. 22-28.

УДК 519.86:332.146.2

Доц. О.О. Солтисік, канд. екон. наук –

Дрогобицький державний педагогічний ун-ет ім. Івана Франка

АНАЛІЗ СТАНУ РИНКУ ПРАЦІ ТА АКТИВІЗАЦІЯ РИНКОВИХ ВІДНОСИН НА ЛЬВІВЩИНІ

Проаналізовано стану ринку праці, активізації ринкових відносин та встановлено залежність між рівнем освіти та чисельністю зайнятих і безробітних.

Ключові слова: ринок праці, рівень зайнятості, рівень безробіття, галузевий розподіл

Assoc. prof. O.O. Soltysik – Drohobych state pedagogical university named Ivan Franko

Labor market analysis and market relations' activation in Lviv Region

This piece of work analyses the state of labor market, market relations' activation and determines the dependence between the educational level and the quantity of employed and unemployed.

Keywords: labor market, employment level, unemployment level, branch distribution

У країнах, де економіка ґрунтується на ринкових засадах, безробіття розглядають як природну й невід'ємну складову частину життєдіяльності країни. Перехід України до ринкових відносин загострив проблему зайнятості населення та відтворення трудового потенціалу.

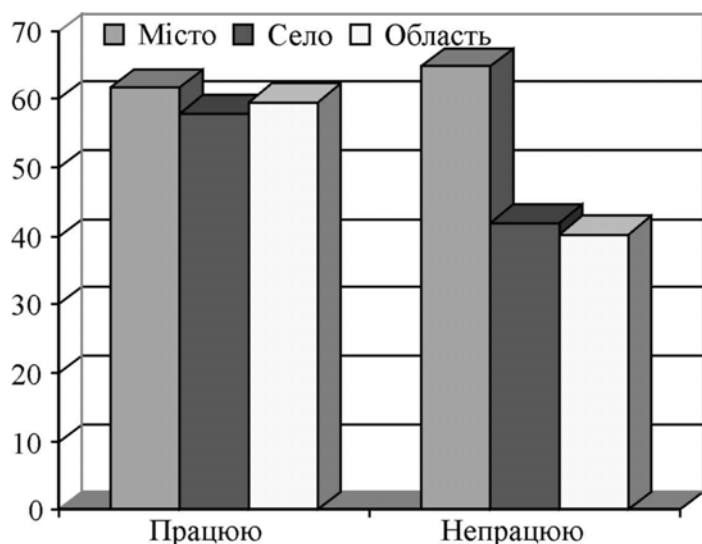


Рис. 1. Структура населення Львівської обл.

При природній нормі рівня безробіття, яку може витримати національна економіка, в межах 2,5-3 %, нинішній рівень безробіття становить 2,7 % економічно активного населення [1]. Події, які відбуваються на всеукраїнському ринку праці мають вплив на регіональні ринки праці. За 2006 р. чисельність населення, зайнятого в економіці області, зросла на 1,6 %, а рівень фіксованого безробіття в області станом на 1 червня 2006 р. становив 2,7 % [2].

Для того, щоб мати об'єктивну інформацію про стан зайнятості населення Львівщини, було проведено статистичне дослідження регіональних аспектів зайнятості та безробіття у галузях економіки в розрізі районів і міст обласного підпорядкування.