

МАРЦИН ЛИБЕРАДСКИЙ

ОБЛИГАЦИИ С ВЫСОКИМ РИСКОМ –
ПРЕДЛОЖЕНИЯ ПО СТРУКТУРИЗАЦИИ СДЕЛОК
ДЛЯ ВОСТОЧНОЙ ЕВРОПЫ

*If a firm can pay the rate for its risk,
it should get the money it needs¹*

ВВЕДЕНИЕ

Данная работа представляет собой предложение модели выпуска джанк-облигаций и торговли ими в Центральной и Восточной Европе. По мнению автора, подход к этим облигациям исключительно как к еще одной разновидности уже предлагаемых коммерческих облигаций и предложение связанных с ними услуг в традиционной форме, т.е. как посредничество в процессе их эмиссии, могут быть недостаточны для достижения поставленной перед собой цели. В данной статье представлено предложение применения модели секьюритизации долговых бумаг фирм, декларирующих спрос на капитал с высоким риском, в которой эмитентом джанк-облигаций был бы субъект, действующий под эгидой коммерческого банка.

I. ДЖАНК-ОБЛИГАЦИИ – ХАРАКТЕРИСТИКА

Джанк-облигации – это просто корпоративные, а также муниципальные (приходные), облигации с очень высокой рентабельностью и кредитным риском. На практике отличительной чертой джанк-бондов на фоне других долговых бумаг, эмитируемых фирмами, является:

Dr MARCIN LIBERADZKI – adiunkt Zakładu Finansów Przedsiębiorstwa, Instytut Finansów Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie; adres do korespondencji: al. Niepodległości 162, 02-554 Warszawa; e-mail: sgh@waw.pl

¹ *Drexel Burnham Lambert's legacy. Stars of the junkyard*, „The Economist”, Oct 21-st 2010, c. 5.

- высокий кредитный риск – как следствие;
- очень высокая рентабельность;
- низкий рейтинг (спекулятивный) – если он вообще присвоен;
- зачастую специфическая цель эмиссии, например, сделки Leveraged Buy Out (LBO).

Рынок джанк-бондов в Польше практически не существует. На рынке облигаций доминируют правительственные. Предприятия финансируются прежде всего за счет кредита, в меньшей степени путем эмиссии акций.

Слово «джанк» (*junk*), обозначающее в английском языке лом, имеет в польском языке менее выраженную пейоративную коннотацию, нежели польский (и русский) перевод «мусорные облигации». В связи с этим можно постараться применить к этим облигациям другие названия, например: «пороговые облигации», «партерные облигации», «легкие облигации», «предельные облигации», «субинвестиционные облигации» или «облигации high yield», «high return».

II. АМЕРИКАНСКАЯ МОДЕЛЬ

Падение бреттон-вудской системы и нефтяной шок 1973 г. вызвали инфляцию и рост процентных ставок. В 1975 году стоимость краткосрочного финансирования по сравнению с 1973 годом удвоилась.² Росту инфляции в США способствовало также увязание этой страны во вьетнамском конфликте. На фондовых рынках началось падение – стоимость американских предприятий снизилась, в некоторых случаях даже на 40%.³ Эти явления стали причиной ограничения кредитной активности банков. В 1974 г. сумма банковских кредитов, выделяемых предпринимателям, уменьшилась на 20%, т.е. примерно на 16 млрд. USD – это был самый глубокий спад в течение одного года, отмечавшийся за последние двадцать пять лет.⁴ В связи с этим оказались лишены источников финансирования многие предприятия, в том

² G. YAGO, S. TRIMBATH, *Beyond Junk Bonds: Expanding High Yield Markets*, Oxford University Press, New York 2003, с. 8.

³ Там же, с. 8.

⁴ G. YAGO, *Financial Repression and the Capital Crunch Recession*, в: *Economic Policy, Financial Markets and Economic Growth*, B. Zycher, L. Solmon (eds.), Westview Press, Boulder, CO 1999; YAGO, TRIMBATH, *Beyond*, с. 9.

числе относящиеся к возникающим новым отраслям экономики и предприятия новых технологий.

Вот тогда-то и вспомнили об облигациях с высоким риском, так называемых джанк-бондах, известных в США в первые десятилетия XX в., но доля которых в начале 70-х гг. была маргинальной и ограничивалась только субъектами, бумаги которых утратили инвестиционный рейтинг. Эти облигации покупались по очень низким ценам, поэтому несмотря на сравнительно низкий купон они обещали очень высокий уровень УТМ. На эти бумаги уже в 60-е гг. обратил внимание Майкл Милкен, в то время студент Калифорнийского университета в Беркли. Он заметил, что джанк-бонды предлагают выгодное соотношение нормы прибыли и риска. Подтверждение он нашел в работах У. Брэдока Хикмана, Томаса Р. Аткинсона и Орина К. Баррела, где указывалось на достижение более высокой нормы прибыли, компенсирующей риск, облигациями, котирующимися на пониженном инвестиционном уровне по сравнению с акциями более высокого рейтинга.⁵ Ту же закономерность констатировал в 1926 г. Артур Стоун Дьюинг из Гарвардского университета. Анализируя цены облигаций начиная с 1900 года он констатировал, что более высокая средняя норма прибыли обусловлена типичным для инвесторов иррационального страха перед джанк-бондами и пренебрежения ими, что в результате вело к недооценке их стоимости, и это обстоятельство использовали более сведущие участники рынка.

О развитии рынка джанк-бондов свидетельствует тот факт, что в начале 80-х гг. доля гарантий, предоставлявшихся инвестиционными банками в США по облигациям с высоким риском была почти равна доле гарантий по эмиссии облигаций инвестиционного профиля. Лидером на рынке эмиссии джанк-бондов стал инвестиционный банк Drexel Burnham Lambert. 56% всех публичных эмиссий облигаций с высоким риском в США (в стоимостном выражении) в 1978-1985 гг. обслуживал именно банк Drexel Burnham Lambert.⁶ Своей позицией банк обязан прежде всего Майклу Милкену, в то время уже главе департамента облигаций с высоким риском.

Милкену удалось собрать вокруг банка лояльных клиентов – покупателей облигаций, которых он убедил в своих наблюдениях, сделанных более чем десять лет назад. Доверие клиентов усилило обязательства банка по покупке или продаже гарантируемых им облигаций с высоким риском по требованию

⁵ <http://www.econlib.org/library/Enc/JunkBonds.html>

⁶ R.A. TAGGART, *The Growth of the "Junk" Bond Market and Its Role in Financing Takeovers*, в: *Mergers and Acquisitions*, A.J. Auerbach (ed.), University of Chicago Press, Chicago 1987, с. 20.

их владельцев. Благодаря этому банку удалось создать вполне ликвидный рынок облигаций с высоким риском, от инвестиций в которые каждый из клиентов Drexel Burnham Lambert мог отступить и отказаться в удобный для него момент.⁷ Источником дохода Drexel были, главным образом, комиссии за организацию эмиссии в размере 3-4%, что по сравнению с 1%, стандартно начисляемым в случае ценных бумаг инвестиционного профиля, было высокой ставкой.⁸ Столько стоил выход на широкий и ликвидный рынок при отсутствии иных альтернатив получения капитала.

Американский опыт показывает, что условием достижения высокой позиции на рынке «мусорных» облигаций является:

- Специализация на торговле джанк-бондами;
- Быстрота в работе (короткое время на организацию эмиссии и размещения – что вытекает из этого - обязательность гарантирования эмиссии (андеррайтинг));
- Высокие комиссионные (3-4 пп) для банка-организатора;
- Высокая рентабельность (УТМ) предлагаемых бумаг;
- Умение оценить риск и скупаемые облигации;
- Услуги дилера (market maker) – этого в Польше не делает практически никто, обслуживающий эмиссию банк ограничивается консалтингом и проведением эмиссии, а также размещением эмиссии.

Условия, предлагаемые на кредитном рынке предприятиям Центральной и Восточной Европы, похожи на те, с которыми столкнулись американские предприятия в середине 70-х гг. XX века. Имеется в виду рacionamento кредита банками, высокие номиналы процентных ставок, неуверенные настроения на фондовом рынке, большие кредитные потребности государства.

По мнению автора, модель банка Drexel Burnham Lambert может быть повторена в Польше, но простой перенос ее связан с известным риском. Во-первых, в Польше масштаб отдельных эмиссий в принципе будут сравнительно небольшие – облигации могут быть неинтересны для институциональных инвесторов. С другой стороны, индивидуальные инвесторы могут оказаться неподготовленными к потерям в случае дефолта (риск судебных процессов, черного пиара). Существует риск того, что уровень невозврата

⁷ *Drexel Burnham Lambert's legacy. Stars of the junkyard*, „The Economist”, Oct 21-st 2010, <http://www.economist.com/node/17306419>

⁸ Там же.

этого долга будет неприемлемо высоким с точки зрения инвесторов. В принципе юридическая позиция держателя облигаций более слабая, чем позиция банка-кредитора, доминировать будут эмиссии не гарантированные (как в настоящее время). Кроме того, в США, в отличие от Польши, традиция использования облигаций очень давняя. Там также силен императив расчета по своим обязательствам.

III. МОДЕЛЬ ДЛЯ ПРИМЕНЕНИЯ В ПОЛЬСКИХ УСЛОВИЯХ

Описание модели

В польских условиях я предлагаю применить механизм секьюритизации, в котором эмитентом джанк-бондов могла бы быть компания особого назначения (SPV), действующая под эгидой коммерческого банка. Она могла бы называться Debt House или Дисконтный дом. Инициатор процесса переносит долги на SPV путем уступки. Если мероприятия могут финансироваться только спекулятивным долгом, речь здесь будет идти о трансфере будущих обязательств (понимаемых как экспектатив долга), или даже просто трансфер «надежды», что они появятся в будущем. Польское право и банковская практика вполне допускают оборот таким типом инвестиций. Например, девелопер, не получивший кредит в банке, переносит на SPV будущие долги под доходы от сдачи внаем, которые появятся на основании договоров, которые будут заключены в будущем на аренду помещений в еще не построенном здании, которое предстоит поставить на еще не приобретенном участке. Другое типичное использование: для сделок типа LBO.

Ценные бумаги, эмитируемые SPV имеют характер бумаг типа Collateralized Debt Obligation (CDO). Их можно сконструировать, опираясь на закон об облигациях. С другой стороны, в случаях таких бумаг существуют отличия от того, что характерно для облигаций - их погашение зависит не от одного эмитента, а от многих субъектов, обязательства которых синтетическим образом представлены в референционном портфеле, а отсутствие наступление уплаты со стороны одного из референционных субъектов не вызывает перехода бумаг в состояние непогашаемости. Такие бумаги можно назвать облигациями, бонами, кредитными расписками (itp.). Я считаю даже, что вопрос о допустимости эмиссии нетипичных долговых ценных бумаг можно решать исключительно на основании ст. 353 (1) польского Гражданского кодекса (далее: ГК). Таким образом, в рамках свободы договоров,

а также ст. предписаний 921(6) – 921(14) КС, устанавливающих в общем виде нормы для ценных бумаг, допустима выдача не отраженных в законе ценных бумаг, именных, на предъявителя или по поручению.

Описание примерной структуры

Сущностью структур CDO является транширование, то есть деление эмитируемых SPV бумаг на определенные транши. Типичное деление выглядит следующим образом (ср. Рисунок 1):

- высший транш (*senior tranche*), имеет самый высокий рейтинг (например, AAA), дает WIBOR + 300 bp, инвестор покрывает потери референционного портфеля только если они превысят 25% номинала базового портфеля;
- подчиненный транш (*mezzanine tranche*), с более низким рейтингом (например, BBB), платит WIBOR + 700 bp, инвестор покрывает потери от 5% до 25% базового портфеля;
- транш первой потери (*equity tranche*), без рейтинга, получает WIBOR + 20%, но компенсирует первые 5% потерь. В свою очередь приобретатели транша *equity* могут стремиться к получению дохода, составляющего разницу между доходом, полученным по кредитным бумагам после наступления события дефолта (*the after-default yield*) и стоимостью финансирования кредитных бумаг, связанных с эмиссией долга.

В таких бумагах можно дополнительно предложить частичную защиту капитала, что представляет собой механизм, применяемый в случае структурированных облигаций, естественно, уровень гарантии капитала был бы значительно ниже. Это позволило бы снизить рентабельность билетов, эмитируемых SPV.

Для сравнения: на польском рынке облигаций Catalyst торгуются в настоящее время облигации компании Green House Development sp. z o.o., предлагающие постоянный купон в размере 17%, сумма эмиссии составляет 1,8 млн. зл. Эмиссию можно считать бондом high yield, она вызвала большой интерес у покупателей.

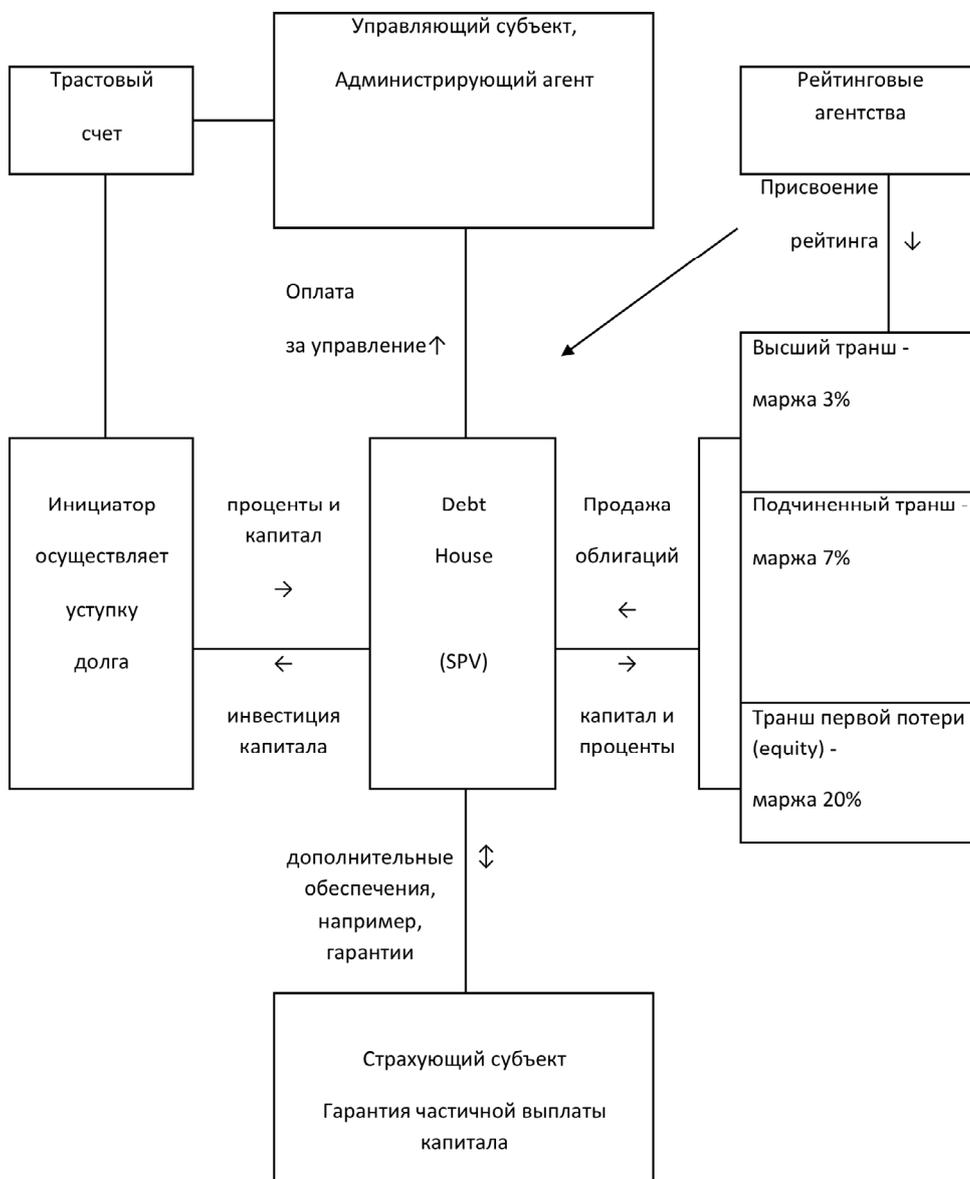


Рисунок 1. Схема эмиссии джанк-облигаций
источник: собственная разработка

Роль банка в процессе эмиссии джанк-бондов

Оставляя в стороне сам факт того, что SPV представляет собой бизнес-машину банка, участие банка этим не исчерпывается. Ведь предприниматель сначала направится в банк, где столкнется с отказом в выделении кредита. На этапе анализа кредитоспособности он будет обследован кредитными аналитиками – уменьшится информационная асимметрия. Кроме того, банковские холдинги имеют факторинговые фирмы, коллекторские службы. Наконец, обеспечивающий счет /escrow, через который будут проходить платежи инициатора, тоже будет вести банк. Участие банка могло бы проявляться в сделке также и более формализованно, например, он мог бы функционировать как:

- организатор эмиссии ценных бумаг и консультант;
- администрирующий агент – ответственный за финансовое состояние компании. Готовит отчеты для инициатора и рейтинговых агентств;
- управляющий субъект. В рамках этих задач он принимает денежные средства от должников в пользу и от имени SPV, а также обязуется реализовывать требования в случае ненадлежащих платежей или отсутствия таковых со стороны должника в пользу и от имени SPV. Устанавливающее правление (SPV) доверяет управляющему принимать оплаты и реализовывать требования в отношении должников, а также обязуется выплачивать вознаграждение в форме определенной суммы денег;
- обеспечивающий процесс эмиссии (гарантии выкупа и ликвидности).

Использование фонда секьюритизации

Наряду с ведущим механизмом можно рассмотреть применение фонда секьюритизации. Это решение может быть особенно хорошо, если возникает трансфер обязательств неденежного характера (например, облигации, подлежащие обмену на акции, облигации с доверенностью, применяемые в сделках LBO).

Польский закон «Банковское право» выделяет две категории фондов секьюритизации: стандартизированный и нестандартизированный. Стандартизированный фонд может создавать субфонды. Это ставит нестандартизированный фонд секьюритизации в худшее положение с точки зрения финансовых затрат, поскольку каждый инвестиционный фонд, в том числе и фонд секьюритизации, должен создаваться в форме акционерного общества.

В стандартизированном фонде затраты были бы меньше, так как отдельные транзакции могли бы проводиться с опорой на особый субфонд. Нестандартизированный фонд имеет и еще один недостаток - в случае, если он хочет привлечь банк-посредник, фонд мог бы инвестировать только 25% своих нетто-активов в ценные бумаги, инкорпорирующие денежные обязательства. В то же время представляется, что препятствие в виде посредника устранено в стандартизированном фонде секьюритизации, в случае которого платежи, получаемые инициатором секьюритизации, могут передаваться как непосредственно самому фонду, так и уполномоченному. Ничто не мешает тому, чтобы сделать таковым также банк, который передавал бы далее все платежи из пула обязательств фонду секьюритизации. В конечном итоге кредитный риск несли бы инвесторы, которые приобрели бы инвестиционные сертификаты, эмитированные фондом. Польское банковское право устанавливает, что возможно формирование серии сертификатов с различной последовательностью удовлетворения требований, вытекающих из факта обладания данным сертификатом, что является разрешением на формирование траншей/классов, а также на использование базового механизма, применяемого в инструментах типа CDO, то есть «водопада платежей».

В свою очередь нестандартизированный фонд секьюритизации может быть предназначен для особо рискованных и сложных транзакций, поскольку его участниками могут быть только юридические лица, организационные структуры, не обладающие правоспособностью, и при особо жестких критериях также физические лица.

Рейтинг облигаций

Категоризация облигаций как «мусорных» или «с высоким риском» подчеркивает, что это облигации с низкой инвестиционной оценкой (рейтингом), обычно ниже так называемого инвестиционного уровня, или же вообще не имеющие приписанной оценки. В качестве приведенного инвестиционного порога чаще всего принимается уровень рейтинга, присваиваемый специализированными рейтинговыми агентствами, ниже оценки «BBB» для агентств Standard and Poor's и Fitch, а также ниже «Baa» для агентства Moody's (ср. таблица 1)

Таблица 1. Шкала оценок важнейших рейтинговых агентств

Moody's	Standard & Poor's/Fitch	Уровень кредитной надежности
Aaa	AAA	Инвестиционный уровень (англ. <i>Investment Grade</i>)
Aa 1/Aa2/ Aa3	AA+/AA/ AA-	
A1/A2/A3	A+/A/A-	
Baa1/Baa2/ Baa3	BBB+/BBB/BBB-	Ниже инвестиционного уровня (англ. <i>Non-Investment Grade, Speculative Grade, Junk Grade</i>)
Ba1/ Ba2/ Ba3	BB+/BB/BB-	
B1/B2/B3	B+/B/B-	
Caa1/Caa/Caa3	CCC+/CCC/CCC-	
Ca	CC	
C	C	
	D	

источник: собственная разработка

Долг Польши имеет рейтинг A2 (Moody's), A- (S&P), A- (Fitch), а долги компаний типа «голубых фишек» оцениваются на уровне Baa (Moody's), BBB (S&P). Рейтинги долга Польши и польских «голубых фишек» представлены в таблице 2. Проблемой при эмиссиях польских облигаций в контексте рейтинговой категоризации долга так называемого *junk* является то, что при принятии вышеупомянутого инвестиционного порога окажется, что места для эмиссии долга на инвестиционном уровне очень немного. Следовательно, большинство эмиссий облигаций, выпущенных не «голубыми фишками», инвесторами на европейских рынках классифицировалась бы на уровне ниже инвестиционного! Между тем следует еще раз подчеркнуть, что «облигации с высоким риском» в контексте данной статьи – это не те, эмитенты которых несостоятельны (то есть действительно «мусорные»).

Таблица 2. Некоторые параметры польских корпоративных и государственных облигаций

Эмитент	BRE Finance France S.A. октябрь 2012	PKO BP (PKO Finance AB) сентябрь 2012	PGNiG (PGNiG Finance AB) февраль 2012	Poland 12Y октябрь 2012
Тип облигаций	Senior bonds	Senior bonds	Senior bonds	sovereign
Рейтинг (эмиссии)	Baa2 (Moody's), A (Fitch)	S&P A- (stable outlook)	Baa1 (Moody's), BBB- (S&P)	A2 (Moody's), A- (S&P), A- (Fitch)

Валюта	EUR	USD	EUR	EUR
Купон	2,75%	4,63%	4,00%	3,37%
Yield Rate	2,83%	4,63%	4,10%	3,38%
Маржа*	MS(6mE) + 225bps	WIBOR6M + 2,05%	WIBOR6M + 2,20%	WIBOR6M + 1,40%
Цена эмиссии	99,55	100	99,565	99,195
Тип купона	Постоянный	Постоянный	Постоянный	Постоянный
Купонный период	1 год	1 год	1 год	1 год
Период до выкупа	3 года	10 лет	5 лет	12 лет
Стоимость эмиссии	EUR 500,000,000	USD 1,000,000,000	EUR 500,000,000	EUR 1,750,000,000
Погашение облигаций	по цене, равной номинальной стоимости			
Листинг	Включены в список	Включены в список	Включены в список	Включены в список

* Cross currency swap котируются в октябре 2012 замена EUR/USD на PLN
источник: собственная разработка с использованием данных, доступных на: www.cbonds.pl

Поиск клиентов

Группой потенциальных клиентов должны стать те, которые не имеют кредитоспособности, имея хороший инвестиционный проект. В противном случае джанк-облигации могли бы стать конкуренцией для других кредитных продуктов банка. Если инвестиционное предприятие многообещающее, но характеризуется высоким риском или слабым обеспечением - таких клиентов следует направить в инвестиционные банки.

Во многих отношениях альтернативным путем получения капитала при высоком риске являются учреждения Private Equity/VC. Однако потенциально высокие доходы от финансового мероприятия (несмотря на высокий риск) вызывает у предпринимателей нежелание искать компаньонов (equity), не говоря уже о высоких организационно-юридических затратах.

Основой привлечения эмитентов является быстрое обслуживание. Правда, отделы *private banking* некоторых банков в Польше могут быстро

принимать и предварительно рассматривать заявки клиентов, однако далее запускается кредитная процедура – и оказывается, что требуется обеспечение, справки, оформление которых занимает много времени, рапорты и т.д. Часто встречающимся мотивом поиска необеспеченного капитала является быстрота его получения – клиенты должны немедленно профинансировать транзакцию (тендер, выгодное предложение покупки, неожиданный заказ). Сочетание быстроты организации финансирования с соответствующим его масштабом является условием успеха сделки LBO. Затраты на капитал – это вопрос второстепенный, намного дороже «стоит» отсутствие финансирования предприятия. По оценкам, в случае корпоративных облигаций, котирующихся на рынке Catalyst в Польше, среднее время, проходящее между решением органов эмитента относительно эмиссии и введением бумаги в оборот, составляет 3 месяца – (разброс от 2 до 8 месяцев). Это считается хорошим результатом. Безусловно быстрее должен протекать процесс эмиссии облигаций high yield.

Поиск инвесторов /организация оборота

Самой главной группой инвесторов являются инвесторы институциональные, прежде всего инвестиционные фонды. Я исхожу из того, что «мусорные» облигации будут скорее дополнением в портфелях долговых бумаг с более высоким рейтингом. Со временем могут возникнуть фонды отечественных облигаций high yield.

Процесс секьюритизации позволяет использовать марку банка (в названии эмитируемых SPV бумаг может содержаться название банка).

Использование валютно-процентных свопов (CIRS) позволило бы создать синтетические джанк-бонды, номинированные в выбранных основных валютах (EUR, JPY, USD). Такие бумаги, предлагая высокую премию за риск, могли бы быть предложением для зарубежных учреждений, реализующих стратегию carry-trade.

Учитывая вышеупомянутый тип клиентуры, оборот джанк-бондов был бы организован в форме OTC (так же, как преобладающий оборот существующими бумагами).

Индивидуальных инвесторов тоже следует принять во внимание. Для наиболее активных большим достоинством могла бы быть котировка облигаций на прозрачной платформе оборота (Catalyst). В настоящее время рынок Catalyst, хотя и обещающий, в сегменте корпоративных облигаций характе-

ризуется низкой ликвидностью. Среднемесячный оборот в 3 квартале 2010 г. по сделкам в рамках сессий составил в этом сегменте рынка около 100 млн. злотых. Ситуацию могло бы улучшить привлечение к работе аниматора рынка облигаций high yield .

К действиям, популяризирующим джанк-облигации, следует отнести создание бенчмарка для рынка облигаций – лучше всего индекса облигаций. Я предлагаю котировку индекса коммерческих облигаций, однако для это требуется формирование ликвидности на рынке облигаций. Эмиссия облигаций в рамках секьюритизации дает повод рассчитать и опубликовать кривую доходности облигаций high yield.

ВЫВОДЫ

После непродолжительного спада на рынке джанк-бондов в США, связанного с обвинительным приговором Майклу Милкену, вынесенным 24 апреля 1990 года⁹, началось десятилетие развития, прервавшееся в 2000 году кризисом интернет-компаний. Очередной кризис после нескольких лет роста произошел в 2008 году. Последующие годы - это возврат к тенденции роста. Рынок облигаций с высоким риском тем самым уже в третий раз доказывает устойчивость даже при самых сильных потрясениях, а также свою способность восстанавливаться.

Майкл Милкен, участвуя в 70-е и 80-е гг. XX века в создании рынка джанк-бондов в его современном виде, сделал возможным доступ к капиталу для субъектов динамичных и настроенных на развитие. «Демократизация кредита» означает, что если фирма способна заплатить инвесторам за повышенный риск соответственно более высокую норму отдачи от инвестиции, она должна иметь возможность получить капитал на таких условиях¹⁰.

Модель банка Drexel может быть вдохновляющим примером также для государств Восточной Европы. Ключом к созданию себе банком позиции на рынке облигаций high yield является предложение бондов, которые могли бы массово эмитироваться и приобретались бы прежде всего институциональ-

⁹ В связи с обвинениями в так называемой незаконной деятельности (в частности, *insider trading*, растрата, фальсификация отчетности) он был приговорен к 10 годам тюрьмы и штрафу в размере 200 млн. USD. В конечном итоге М. Милкен вышел на свободу, отсидев 22 месяца наказания. К активной деятельности на финансовых рынках он не вернулся.

¹⁰ Drexel.

ными инвесторами. С другой стороны, их риск должен быть доступен для оценки инвесторами и контролироваться структурой, имеющей для этого необходимый инструментарий. Это обеспечивает должным образом примененный механизм секьюритизации. Благодаря этому:

- На рынке долга high yield устанавливаются связи малых и средних предприятий с институциональными инвесторами; клиентами могут быть также крупные фирмы;
- Кредитный риск контролируется;
- Растут маржи прибыли Debt House (высокий дисконт при покупке долга, более низкая рентабельность эмитируемых облигаций).

БИБЛИОГРАФИЯ

- Drexel Burnham Lambert's legacy. Stars of the junkyard, „The Economist”, Oct 21-st 2010, <http://www.economist.com/node/17306419>
- TAGGART R.A., The Growth of the “Junk” Bond Market and Its Role in Financing Takeovers, в: Mergers and Acquisitions, A.J. Auerbach (ed.), University of Chicago Press, Chicago 1987.
- YAGO G., TRIMBATH S., *Beyond Junk Bonds. Expanding High Yield Markets*, Oxford University Press, New York 2003.
- YAGO G., Financial Repression and the Capital Crunch Recession, в: Economic Policy, Financial Markets and Economic Growth, B. Zycher, L. Solmon (eds.), Westview Press, Boulder, CO 1999.
- <http://www.econlib.org/library/Enc/JunkBonds.html><http://www.econlib.org/library/Enc/JunkBonds.html>
- the Economist, *Drexel Burnham Lambert's legacy. Stars of the junkyard*, Oct 21-st 2010, <http://www.economist.com/node/17306419>
- <http://www.cbonds.pl>

ОБЛИГАЦИИ С ВЫСОКИМ РИСКОМ – ПРЕДЛОЖЕНИЯ ПО СТРУКТУРИЗАЦИИ СДЕЛОК ДЛЯ ВОСТОЧНОЙ ЕВРОПЫ

Резюме

Облигации с высоким риском (*junk bonds*) сделали впечатляющую карьеру в США и наложили позитивный отпечаток на американскую экономику. Концепция *junk bonds* могла бы найти применение и на финансовом рынке в странах Восточной Европы. Предложения, представленные в данной статье, относятся к Польше, но выводы можно распространить на другие страны региона, в том числе и на Россию. Знания на тему *junk bonds* в Польше очень невелики.

Ключом к успеху эмиссии джанк-бондов является предложение инвесторам таких бумаг, по которым риск не был бы 0-1: высокая прибыль или большие потери. Речь идет скорее о создании затаятого риска – нарастание риска и его последствий не должно быть шоковым. Надо адресовать продукт на рынок, осознавая имеющееся беспокойство клиентов.

Консолидация долга с высоким риском в портфеле и продажа эмитированных на базе такого портфеля джанк-облигаций могли бы создать финансовый инструмент с высоким ожидаемым уровнем возврата, несколько меньшим риском и с более приемлемым раскладом вероятности прибылей и убытков.

Такой эффект можно получить благодаря секьюритизации. Максимально кратко: эмитентом джанк-бондов является специализированное учреждение – Дом Облигаций (*Debt House*), Дисконтный Дом, которое приобретает долги с очень низким дисконтом. Бумаги, которые оно эмитирует, обеспечивались бы приобретаемыми правами, характеризовались бы высокой прибыльностью и делились бы на транши, различающиеся риском, сроком выкупа и нормой возврата. Таким образом создается рынок со значительным предложением бумаг, имеющих измеримый и приемлемый риск, а также высокую рентабельность – интересное дополнение портфелей институциональных инвесторов.

Предлагаемая модель использует элементы модели джанк-бондов, разработанной М. Милкеном и Дрексель-Банком, которая оказалась успешной, а также механизм секьюритизации. При этом стремились исключить недостатки американской секьюритизации, применяемой к ипотечным кредитам. Деньги адекватно оценены (высокая рентабельность джанк-бондов), а кредитный риск приобретаемых долгов контролируется (*Debt House* знает, что скупает).

Ключевые слова: облигации с высоким риском, джанк-облигации, *junk bonds*, Милкен, структуризация

OBLIGACJE WYSOKIEGO RYZYKA
– PROPOZYCJE DZIAŁAŃ STRUKTURYZACYJNYCH
DLA EUROPY WSCHODNIEJ

Streszczenie

Obligacje wysokiego ryzyka (*junk bonds*) zrobiły imponującą karierę w USA i odcisnęły pozytywne piętno na amerykańskiej gospodarce. Koncepcja *junk bonds* mogłaby stać się użyteczna na rynku finansowym w krajach Europy Wschodniej.

Kluczem do powodzenia emisji *junk bonds* jest zaoferowanie inwestorom papierów, których ryzyko nie byłoby 0-1: wysokie zyski albo wysokie straty. Chodzi raczej o stworzenie systemu ryzyka ciągnionego – narastanie ryzyka i jego skutków nie może być szokowe. Trzeba adresować produkt do rynku ze świadomością istnienia niepokoju klientów.

Połączenie długu o wysokim ryzyku w portfele i sprzedaż wyemitowanych na bazie takiego portfela obligacji *junk* mogłaby wykreować instrument finansowy o wysokiej oczekiwanej stopie zwrotu, nieco niższym ryzyku i z bardziej akceptowalnym rozkładem prawdopodobieństwa zysków i strat.

Ten efekt można osiągnąć dzięki sekurytyzacji. W największym skrócie: emitentem *junk bonds* jest specjalistyczna instytucja – Dom Obligacji (*Debt House*), Dom Dyskontowy, która nabywa wierzycelności z bardzo dużym dyskontem. Emitowane przez nią papiery zabezpieczone byłyby nabytymi prawami, charakteryzowałyby się wysokim zyskiem i dzielone byłyby na transe, różniące się ryzykiem, zapadalnością i stopą zwrotu. W ten sposób tworzy się rynek ze znaczną podażą papierów o mierzalnym i akceptowalnym ryzyku oraz wysokiej rentowności – interesujące uzupełnienie portfeli inwestorów instytucjonalnych.

Proponowany model wykorzystuje elementy modelu *junk bonds* wypracowanego przez M. Milkena i Drexel Bank, który okazał się sukcesem, oraz mechanizm sekurytyzacji. Starano się natomiast eliminować wady sekurytyzacji amerykańskiej stosowanej w odniesieniu do kredytów hipotecznych. Pieniądz jest odpowiednio wyceniony (wysoka rentowność *junk bonds*), a ryzyko kredytowe nabywanych wierzytelności kontrolowane (*Debt House* wie, co skupuje).

Słowa kluczowe: obligacje wysokiego ryzyka, obligacje śmieciowe, *junk bonds*, Milken, strukturyzacja.

BONDS HIGH RISK –
PROPOSALS FOR ACTION SECURITIZATION EASTERN EUROPE

S u m m a r y

The aim of the paper is to present the evolution of innovations in mobile banking with a particular regard to the issue of security of this channel of access to banking services. The discussion was based on domestic and foreign reports on mobile banking market. The conducted analyses indicate that cluster of innovations forming the modern mobile banking has a potential to change the relations between banks and their clients forever. These changes regard not only elimination of time and space barriers of banking operations, but also the use of personal character of mobile devices for realisation of banks' marketing strategies. Though these solutions mobile banking has an ability to decrease significantly its distance from the other channels of access to banking services. The risk resulting from numerous threats to the users of mobile banking can be effectively mitigated by modern technical solutions and obeying the elementary security rules.

Key words: high-yield bonds, junk bonds, Milken, securitization

Translated by Marcin Liberadzki