

---

# ОСОБЕННОСТИ СТРУКТУРИРОВАНИЯ СДЕЛОК ПО СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ КАПИТАЛА

Презентация в рамках семинара PRMIA  
27 апреля 2006 года

Игнат Диркс  
Аналитик Департамента рынков капитала  
Газпромбанк

## Вопросы для рассмотрения

---

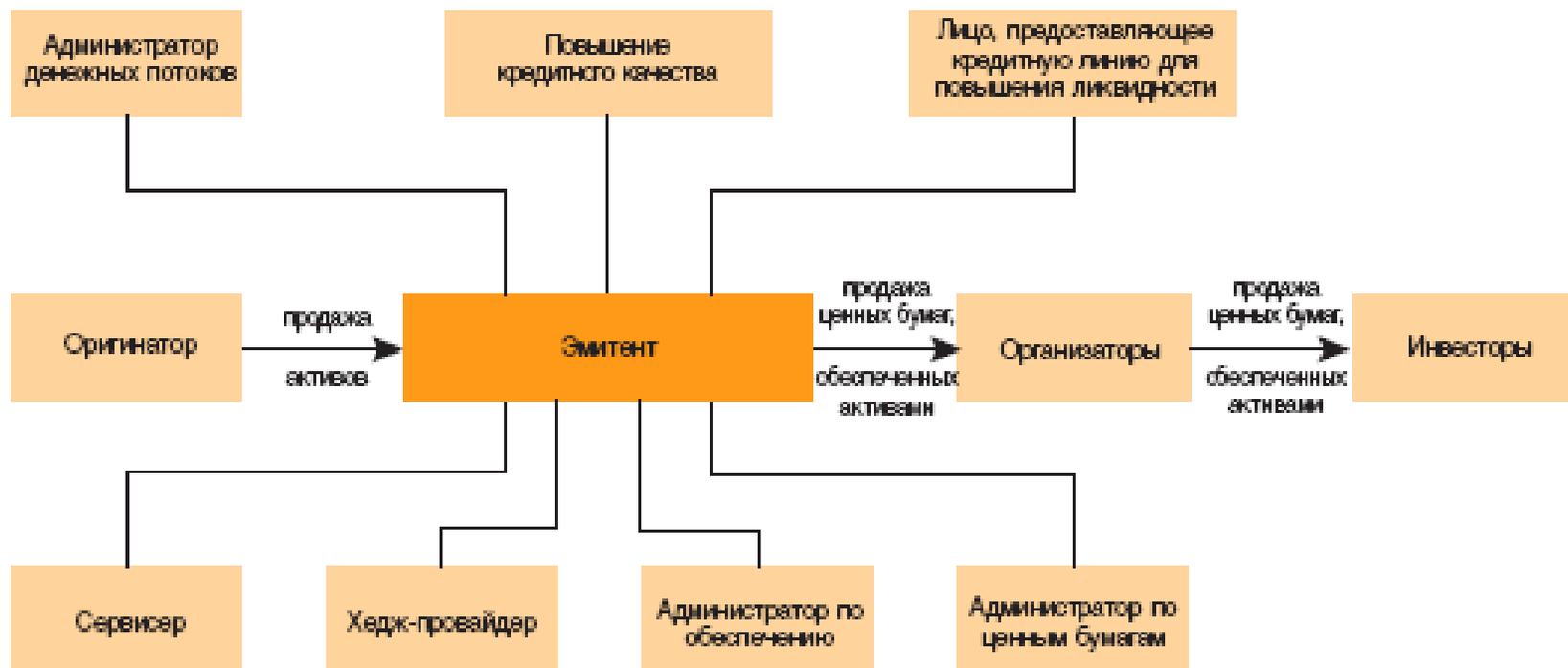
- Понятие секьюритизации и текущее состояние развития рынков ценных бумаг, обеспеченных активами
- Выгоды секьюритизации
- Обзор дебютных сделок по секьюритизации в России
- Ключевые факторы, влияющие на успешность сделок по секьюритизации на российском рынке
- Процесс подготовки и реализации секьюритизации от идеи до размещения ценных бумаг
- Особенности рейтингового процесса для российских сделок секьюритизации

# Понятие секьюритизации

---

- Hans Peter Bär:  
Секьюритизация - механизм, при котором финансовые активы списываются с баланса предприятия, отделяются от остального имущества и передаются специально созданному финансовому посреднику, а затем рефинансируются на денежном рынке или рынке капитала. Секьюритизация активов является подвидом более общего семейства финансирования, в основе которого лежат выделенные активы.
- IFC:  
Секьюритизация представляет собой финансирование или рефинансирование каких либо активов компании, приносящих доход, посредством «преобразования» таких активов в торгуемую, ликвидную форму через выпуск облигаций или иных ценных бумаг<sup>1</sup>.

# Типичная схема секьюритизации



Источник: **Международная Финансовая Корпорация** *Секьюритизация в России: Пути развития рынка и снижения стоимости заимствований* ([www.ifc.org](http://www.ifc.org), март 2005)

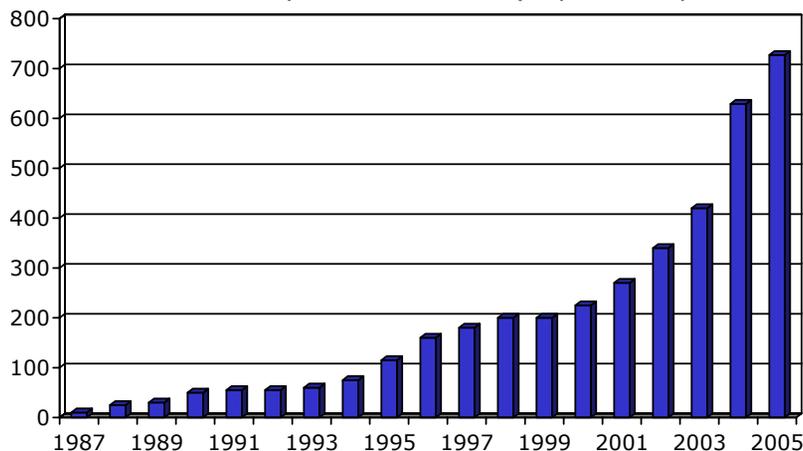
## Определение и виды секьюритизации

---

- Ни одно из известных нам определений секьюритизации не раскрывает ее суть однозначно
- Виды секьюритизации:
  - Секьюритизация на основе действительной продажи активов
  - Синтетическая секьюритизация
  - Секьюритизация бизнеса
- Независимо от ее вида, секьюритизация является механизмом продажи различных видов активов инвесторам путем выпуска ценных бумаг
- Тем не менее, секьюритизация имеет различные способы применения в качестве механизма:
  - Привлечения финансирования
  - Управления балансом и корпоративными финансами
  - Управления рисками
  - Диверсификация источников доходов

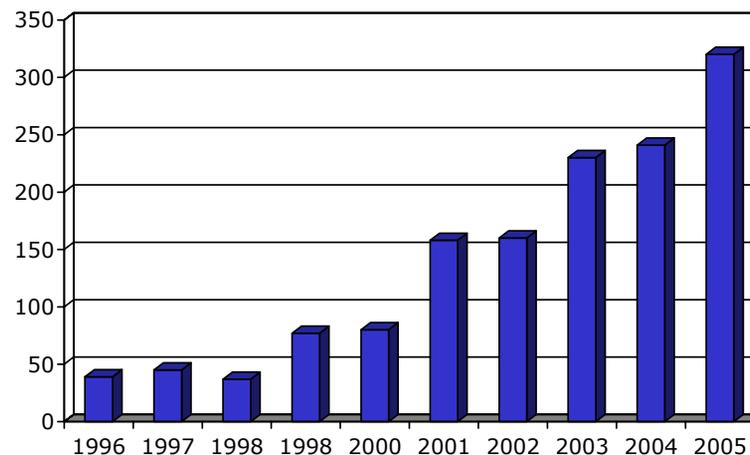
# Динамика развития рынка секьюритизации

Объем выпуска ABS в США (млрд долларов)



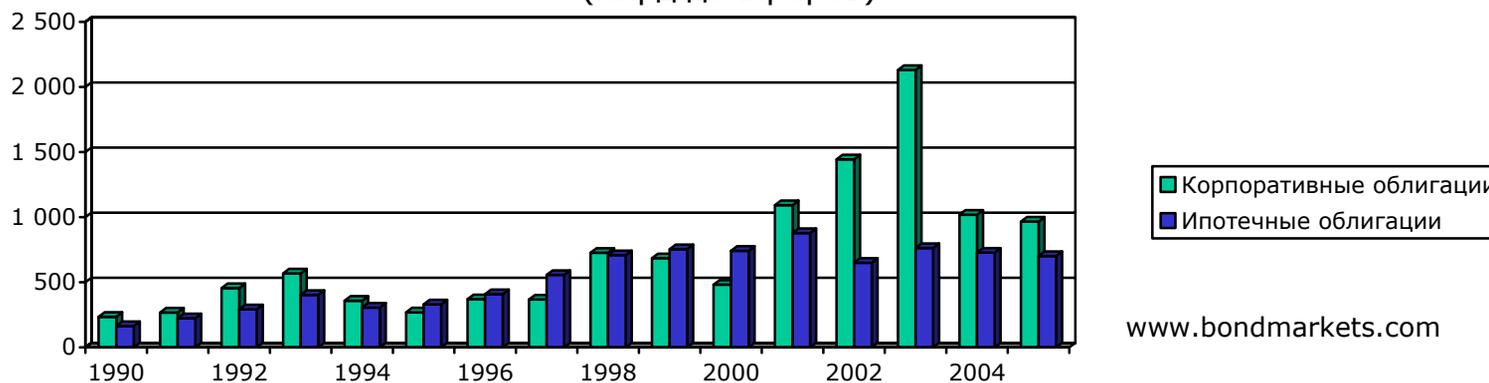
www.bondmarkets.com

Объем выпуска ABS в Европе (млрд евро)



ESF Data Report, Winter 2006

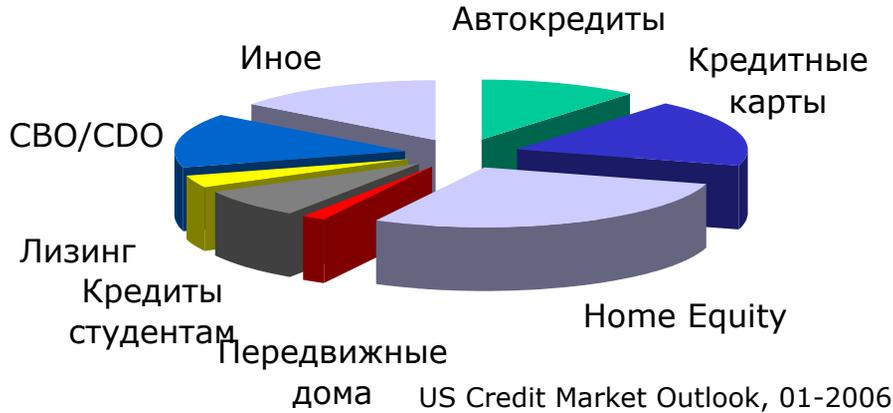
Сравнение объемов выпуска необеспеченных корпоративных облигаций и ипотечных облигаций на рынке США (млрд долларов)



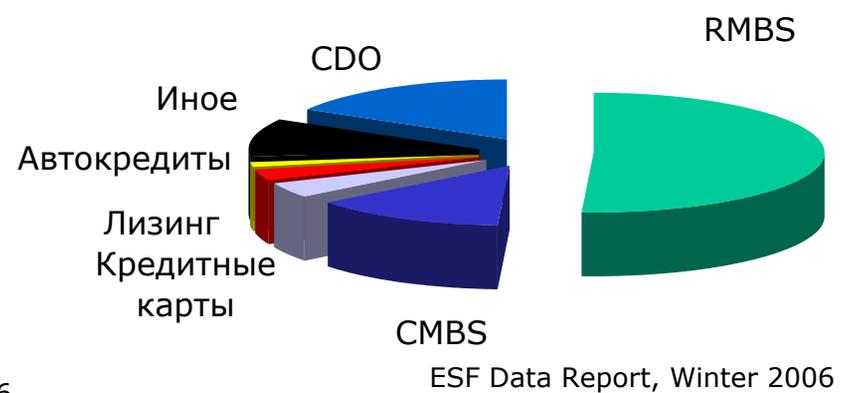
www.bondmarkets.com

# Структура секьюритизируемых активов

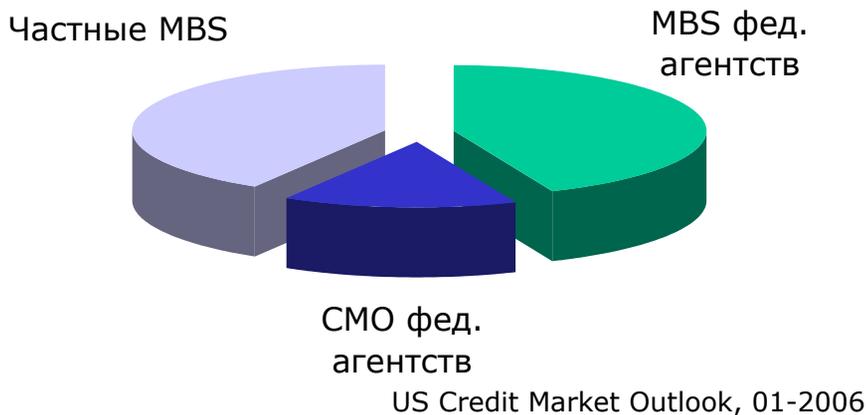
Секьюритизируемые активы в США  
(по объему непогашенного долга в 2005 году)



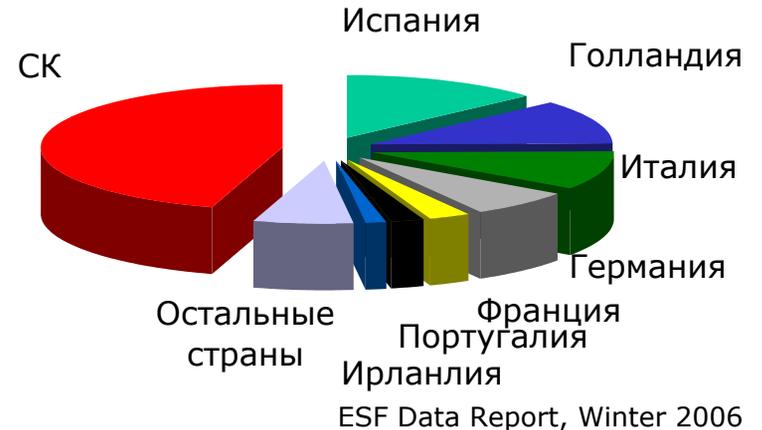
Секьюритизируемые активы в Европе  
(по объему эмиссии в 2005 году)



Виды ипотечных бумаг в США  
(по объему эмиссии в 2005 году)



Страновое распределение секьюритизируемых активов в Европе  
(по объему эмиссии в 2005 году)



# Выгоды секьюритизации

---

**Повышение рейтинга**

**Диверсификация  
инвесторской базы**

**Улучшение имиджа  
для инвесторов**

**Ключевые  
выгоды**

**Снижение стоимости  
финансирования**

**Программа долгосрочного  
финансирования**

## Дебютные сделки по секьюритизации в России

- К настоящему моменту на российском рынке было закрыто 6 сделок по секьюритизации различных видов активов
- Все российские сделки по секьюритизации являются cash-flow транзакциями
- 4 транзакции получили true sale юридическое заключение
- Основная часть структуры каждой сделки реализована off-shore
- Сделки по секьюритизации в некоторых случаях (банк «Союз») позволили значительно снизить стоимость финансирования

# Дебютные сделки по секьюритизации в России

| Дата закрытия сделки | Вид актива                   | Оригинатор                 | Организатор  | Объем выпуска   |                 | Валюта  | Кредитный рейтинг |      | Листинг                   | Ставка купона            |
|----------------------|------------------------------|----------------------------|--|-----------------|-----------------|---|-------------------|------|---------------------------|--------------------------|
|                      |                              |                            |  | Класс           | Объем           |   |                   |      |                           |                          |
| 30.03.2006           | Платежи по договорам лизинга | ОАО "РЖД"                  | КИТ Финанс<br>Инвестиционный банк (ОАО)<br>ОАО<br>Morgan Stanley | Ноты класса А   | 12,57 млрд.     | Рубли<br>Rouble-<br>Ruble-<br>Ruble-indexed notes | S&P               | BBB- | Ирландская фондовая биржа | 8,375%                   |
|                      |                              |                            |  | Ноты            | 1,11            |   | Moody's           | Baa2 |                           | 11,00%                   |
|                      |                              |                            |  | Ноты            | 0,122           |   | NR                | NR   |                           | 12,50%                   |
| 27.03.2006           | Потребительские кредиты      | Банк "Русский стандарт"    | HVB Group  | Ноты класса А1  | 228,3 млн. Евро |   | S&P               | BBB  | Ирландская фондовая биржа | 1 месячный Euribor + 165 |
|                      |                              |                            |  | Ноты класса А2  | 39,3 млн. Евро  |   | Moody's           | Baa2 |                           | 1 месячный Euribor + 350 |
|                      |                              |                            |  | Ноты класса В   | 32,4 млн. Евро  |   | Moody's           | Ba2  |                           | 1 месячный Euribor + 325 |
|                      |                              |                            |  |                 |                 |   | S&P               | BB-  |                           |                          |
| 07.12.2005           | Потребительские кредиты      | Home Credit & Finance Bank | Bayerische Hypo- und Vereinsbank                                 | Ноты класса А-1 | 233 млн. Евро   |   | Moody's           | Baa2 | Ирландская фондовая биржа | 1 месячный Euribor + 250 |
|                      |                              |                            |  | Ноты класса А-2 | 33 млн. Евро    |   | Moody's           | Ba2  |                           | 1 месячный Euribor + 525 |
|                      |                              |                            |  | Ноты класса В   | 28 млн. Евро    |   | Moody's           | Ba3  |                           | 1 месячный Euribor + 500 |

# Дебютные сделки по секьюритизации в России

| Дата закрытия сделки                      | Вид актива                                    | Оригинатор | Организатор                                     | Объем выпуска            |            | Валюта | Кредитный рейтинг |                               | Листинг                       | Ставка купона |
|---|---|------------|---|--------------------------|------------|--------|-------------------|-------------------------------|-------------------------------|---------------|
|   |   |            |   | Класс                    | Объем      |        |                   |                               |                               |               |
| 28.03.2006                                | Клиентские поступления                        | Альфа-банк | Dresdner Kleinwort Wasserstein<br>Merrill Lynch | Ноты<br>2006-A           | 350 млн.   | USD    | Moody's Baa3      | Ирландская фондовая биржа     | 3 месячный LIBOR + 160 б.п.   |               |
| 27.07.2005                                | Автокредиты                                   | Банк Союз  | Московский Народный Банк                        | Ноты класса A 1          | 43 729 188 | USD    | Moody's Baa3      | Ирландская фондовая биржа     | 1 месячный Euribor + 175 б.п. |               |
|   |   |            |   | Ноты класса B (Mezzanin) | 100 000    | USD    | Moody's Baa3      |                               | 8,75%                         |               |
|   |   |            |   | Ноты класса C            | 984 472    | USD    | Moody's B2        |                               | 8,75%                         |               |
| 26.10.2004                                | Поступления по международным кредитным картам | Росбанк    | Credit Suisse                                   | Ноты класса 2004         | 225 млн.   | USD    | Moody's Ba3       | Люксембургская фондовая биржа | 9,75%                         |               |
| 02.02.2005<br>(доразмещение на \$75 млн.) |   |            | Merrill Lynch                                   |                          |            |        | Fitch B+          |                               |                               |               |

## Процесс структурирования транзакции

- Транзакции по секьюритизации предполагают комплексное решение стоящих перед оригинатором задач, связаны с использованием сложных юридических структур и изменения процедур и бизнес-процессов оригинатора
- Эффективное планирование работы над сделкой и правильный выбор консультантов:
  - Юридические консультанты
    - Консультант оригинатора
    - Консультант по защите прав инвесторов
  - Налоговые консультанты
  - Аудиторы
- Особое место в процессе работы на сделкой занимает взаимодействие с рейтинговыми агентствами

# Порядок исполнения сделки

| Наименование шага - Фаза 1                         | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |    |    |    |
|--|---|---|---|---|---|---|---|---|---|----|----|----|----|
| <b>A Назначения и kick-off calls</b>               | ■ |   |   |   |   |   |   |   |   |    |    |    |    |
| <b>B Предварительный анализ рынка и портфеля</b>   | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ |   |   |   |   |    |    |    |    |
| <b>C Анализ законодательства правовой среды</b>    |   | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ |   |   |    |    |    |    |
| <b>D Due diligence review</b>                      |   |   | ■ | ■ | ■ | ■ |   |   |   |    |    |    |    |
| <b>E Привлечение третьих лиц</b>                   |   |   |   | ■ | ■ | ■ |   |   |   |    |    |    |    |
| <b>F Презентации для РА/страховых компаний</b>     |   |   |   |   | ■ | ■ | ■ | ■ |   |    |    |    |    |
| <b>G Анализ перспектив размещения ценных бумаг</b> |   |   |   |   |   |   |   | ■ | ■ | ■  |    |    |    |
| <b>H Решение о целесообразности сделки</b>         |   |   |   |   |   |   |   |   | ■ | ■  | ■  |    |    |
| Наименование шага - Фаза 2                         | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| <b>A Структурирование</b>                          |   |   |   |   |   |   |   |   |   |    |    |    |    |
| 1 Разработка структуры ценных бумаг                | ■ | ■ |   |   |   |   |   |   |   |    |    |    |    |
| 2 Пробный срез портфеля                            | ■ |   |   |   |   |   |   |   |   |    |    |    |    |
| 3 Финальный выбор портфеля                         |   |   |   |   | ■ |   |   |   |   |    |    |    |    |
| <b>B Ретинговый процесс</b>                        |   |   |   |   |   |   |   |   |   |    |    |    |    |
| 1 Первичная встреча с рейт. агентствами            |   | ■ |   |   |   |   |   |   |   |    |    |    |    |
| 2 Презентация для рейтинговых агентств             |   | ■ |   |   |   |   |   |   |   |    |    |    |    |
| 3 Анализ портфеля рейтинговых агентств             |   | ■ | ■ |   |   |   |   |   |   |    |    |    |    |
| 4 Индикативные уровни кредитного усиления          |   | ■ | ■ | ■ |   |   |   |   |   |    |    |    |    |
| 5 Анализ модели денежных потоков                   |   | ■ | ■ | ■ |   |   |   |   |   |    |    |    |    |
| 6 Presale отчет                                    |   | ■ | ■ | ■ |   | ■ |   |   |   |    |    |    |    |
| 7 Согласование уровня кредитного усиления          |   | ■ | ■ | ■ | ■ |   |   |   |   |    |    |    |    |
| 8 Due diligence                                    |   | ■ | ■ | ■ | ■ |   |   |   |   |    |    |    |    |
| 9 Получение рейтинговых писем                      |   |   |   |   |   |   |   |   |   |    |    |    | ■  |
| <b>C Clearances</b>                                |   |   |   |   |   |   |   |   |   |    |    |    |    |
| 1 Аудит портфеля                                   |   |   | ■ | ■ |   |   |   |   |   |    |    |    |    |

# Порядок исполнения сделки

| Наименование шага - Фаза 2             | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
|--|---|---|---|---|---|---|---|---|---|----|----|----|----|
| <b>D Юридическая документация</b>      |   |   |   |   |   |   |   |   |   |    |    |    |    |
| 1 Выбор юридического консультанта      | ■ |   |   |   |   |   |   |   |   |    |    |    |    |
| 2 Финализация юридической структуры    | ■ | ■ |   |   |   |   |   |   |   |    |    |    |    |
| 3 Подготовка проектов меморандума      |   |   | ■ | ■ | ■ | ■ |   |   |   |    |    |    |    |
| 4 Процедура листинга на бирже          |   |   |   |   | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■  | ■  |    |    |
| 5 Учреждение SPV                       | ■ |   |   |   |   |   |   |   |   |    |    |    |    |
| <b>E Структурирование хеджирования</b> |   |   |   |   |   |   |   |   |   |    |    |    |    |
| 1 Согласование структуры и стоимости   |   | ■ | ■ |   |   |   |   |   |   |    |    |    |    |
| 2 Подготовка документации              |   |   | ■ | ■ | ■ |   |   |   |   |    |    |    |    |
| 3 Получение одобрений                  |   |   |   |   |   |   |   |   |   |    |    |    |    |
| 4 Заключение сделок                    |   |   |   |   |   |   |   |   |   |    | ■  |    |    |
| <b>F Маркетинг инвесторам</b>          |   |   |   |   |   |   |   |   |   |    |    |    |    |
| 1 Выбор членов синдиката               |   |   |   |   |   | ■ |   |   |   |    |    |    |    |
| 2 Распространение материалов           |   |   |   |   |   | ■ |   |   |   |    |    |    |    |
| 3 Встречи с инвесторами                |   |   |   |   |   |   | ■ | ■ |   |    |    |    |    |
| 4 Pricing                              |   |   |   |   |   |   |   |   |   |    | ■  |    |    |
| 5 Формирование книги заявок            |   |   |   |   |   |   |   |   | ■ | ■  |    |    |    |
| 6 Launch                               |   |   |   |   |   |   |   |   |   |    | ■  |    |    |
| 7 Подписание документации              |   |   |   |   |   |   |   |   |   |    |    | ■  |    |
| 8 Расчеты                              |   |   |   |   |   |   |   |   |   |    |    |    | ■  |

# Особенности рейтингового процесса

---

- Рейтинговый процесс для транзакций на развивающихся рынках и, в частности на российском рынке, является специфичным вследствие:
  - Наличия значительных различий в оценке рейтинговыми агентствами правовых рисков
  - Неопределенности в отношении суверенных рисков и рисков вмешательства государства в экономику
  - Отсутствия у рейтинговых агентств разработанных и оттестированных критериев
- Рейтинговые агентства занимают консервативные позиции вследствие отсутствия обширных статистических данных
- Многие устоявшиеся на развивающихся рынках бизнес-процессы изначально не приемлемы с точки зрения получения высоких рейтингов и использования при секьюритизации

## Основные факторы успеха

---

- Способность originатора оценить последствия и риски предлагаемых ему транзакций по секьюритизации
- Обоснованный выбор организаторов и консультантов и правильная постановка задач originатором
- Знание рейтинговыми агентствами рынка секьюритизируемого актива и готовность работать на развивающихся рынках
- Приемлемость законодательной базы и правовой среды для осуществления секьюритизации и возможность получения положительных заключений юридических и налоговых консультантов

# Благодарю за внимание

---

Контактная информация:

**Игнат Диркс**

Аналитик Департамента рынков капитала

АБ «Газпромбанк» (ЗАО)

[ignat.dirks@gazprombank.ru](mailto:ignat.dirks@gazprombank.ru)