Секьюритизация лизинговых активов

Денис ГАЕВСКИЙ,
первый заместитель руководителя инвестиционного блока, Банк Москвы

Денис Гаевский работает в банке Москвы с августа 2006 г. Имеет шестилетний опыт работы по организации привлечения публичного долгового финансирования для российских компаний на международном и российском рынке капитала на сумму более $6 млрд, включая единственный евробонд и секьюритизацию, организованную российским банком без участия международного банка. Ранее занимал пост директора управления рынков капитала МДМ-Банка. Окончил МФТИ по специальности «Прикладная физика и математика» и имеет диплом MBA Georgia Institute of Technology.

Можно сказать, что по сравнению с Западом отечественный рынок секьюритизации активов находится в зачаточном состоянии. Взять хотя бы ипотеку — несмотря на то что в России вот уже третий год наблюдается бум жилищного кредитования, сделки по секьюритизации ипотечных активов можно пересчитать по пальцам. В целом же, секьюритизация — это универсальный инструмент, который можно использовать в качестве способа фондирования многих банковских продуктов или финансирования масштабных инфраструктурных проектов.

FIRST STEP

В свое время, разрабатывая стратегию инвестиционного бизнеса Банка Москвы, мы думали над тем, какое направление развивать. Мы наблюдали за рынком, анализировали его. Теоретически у нас была возможность заняться сделками на рынке акционерного капитала (equity), но для этого нужны серьезные инвестиции, дорогие аналитики, инфраструктура. С другой стороны, у Банка Москвы уже был серьезный опыт работы на долговых рынках — по количеству корпоративных российских эмитентов мы номер один на рынке в 2006 году без учета собственных заимствований организаторов. Соответственно, мы и решили развивать именно это направление.

Для начала мы посмотрели на кредитный портфель, который был у Банка Москвы, и увидели там компанию «Бизнес Альянс» (она, кстати говоря, была одним из крупных заемщиков — ей было выдано около 8 млрд руб.). На средства от кредита эта фирма покупала оборудование и сдавала его в лизинг компании МОЭСК, которая осуществляла строительство и реконструкцию энергетических и электросетевых объектов.

Для «Бизнес Альянса» кредитная ставка определялась двумя видами рисков. Во-первых, риск того, что стройка, которую вела компания МОЭСК, может не закончиться.

Во-вторых, риск, лежащий на самой компании МОЭСК. Например, если с ней что-то произойдет. Когда строительство и реконструкция объектов были завершены, остался только риск компании МОЭСК. Соответственно, «Бизнес Альянс» и обратился в Банк Москвы с предложением снизить ставку по кредиту, так как общий риск проекта стал меньше. Мы подумали и предложили им: давайте вместо нового кредита сделаем выпуск рублевых еврооблигаций, базовым активом по которому будут лизинговые платежи компании МОЭСК.

Остановлюсь вкратце на бизнесе МОЭСКа. Данная компания — естественный монополист в московском регионе, это крупнейшая российская распределительная сетевая компания. Предприятие было образовано в 2005 году в результате выделения сетевого хозяйства ОАО «Мосэнерго». 51% акций МОЭСК принадлежит РАО «ЕЭС», 31% — Газпрому, 7.6% — Правительству Москвы. Одним из источников инвестиций для компании должна стать плата за технологическое присоединение к сетям. Так, судя по финансовым планам МОЭСК, поступления по этой статье составят около 26 млрд руб. в 2007 году (всего около 150 млрд руб. в течение 2007–2009 годов). При такой структуре бизнеса эта компания — идеальная находка для финансиста, так как денежный поток всегда положительный, а наличие большого количества заявок на подключение позволяет строить инвестиционные планы на длительный срок. Инвестиционная программа МОЭСК включает в себя лизинг, так как законодательство позволяет реализовывать определенные льготы при использовании данного механизма.

ТРУДНОСТИ ПЕРЕВОДА

На сегодняшний день существует несколько схем секьюритизации. Скажем, есть классическая схема, когда происходит действительная продажа актива компании (Special Purpose Vehicle — SPV), специально созданной для покупки активов у их владельца, синхронизации их в пуле и затем выпуска и распространения ценных бумаг, обеспеченных этим пулом (asset backed securities). SPV, в свою очередь, финансирует покупку таких активов путем выпуска ценных бумаг. По этой схеме была проведена секьюритизация лизинга железнодорожных вагонов ОАО «Российские железные дороги». Участие SPV в сделке должно сводить к нулю риск банкротства лизинговой компании. Предполагается, что после продажи активов SPV их судьба больше не зависит от будущего компании-оригинатора: даже если предположить, что она полностью разорится, выведенные активы останутся в целости и сохранности.

Есть также другая схема, которую мы использовали в сделке с «Бизнес Альянсом», когда актив остается на балансе компании и происходит продажа денежных потоков (т.н. equitable true sale). Обеспечение обязательств лизинговой компании было построено на концепции английского права, которое называется security assignment, то есть обеспечения в форме уступки прав требования по лизинговому контракту и залоге соответствующего имущества, при этом контракт и имущество не передаются в SPV.

Мы же в принципе не стали продавать лизинговый актив. И вот по каким причинам. Во-первых, потому что компания «Бизнес Альянс» на рынке работает не очень долго, и на тот момент это был один из основных ее договоров. Идея заключается в следующем — грубо говоря, ты же не можешь просто взять свой самый лакомый кусок и продать его. Во-вторых, мы не стали продавать объект лизинга потому, что сети — это инфраструктура, и она неформально принадлежит народу, а продавать народное — сами понимаете, как-то нехорошо. Кроме того, наша сделка по сути не имела аналогов на российском рынке — до нас никто ничего подобного не делал. Мы придумали новую структуру и не хотели изобретать что-то громоздкое. Законодательство у нас сложное, поэтому мы решили: как оно есть, пусть так и остается.

Концепция сделки по секьюритизации подразумевает продажу денежных потоков, но их движение остается прежним: МОЭСК платит лизинговые платежи «Бизнес Альянсу», который, в свою очередь, выплачивает проценты инвесторам.

Выпуск еврооблигаций, обеспеченных подобными лизинговым платежами — это первый на международном рынке инфраструктурный проект для российской электроэнергетики.

Мы тщательно готовили это размещение и постарались отразить российскую специфику, а не слепо копировать стандартные мировые технологии. Так как сделка была беспрецедентной, мы не очень хорошо представляли себе, как позиционировать этот выпуск. За три месяца до road show и активного маркетинга мы стали проводить встречи с инвесторами (т.н. investor education), так как крупнейшие инвестиционные фонды и международные инвестиционные банки с подобными сделками ранее не сталкивались.

Презентация выпуска проходила с 12 по 20 июля 2007 года в Москве, Гонконге, Сингапуре, Женеве и Лондоне. Несмотря на неблагоприятную конъюнктуру на финансовых рынках вследствие разразившегося в США кризиса ипотечного сегмента subprime, спрос инвесторов на выпуск еврооблигаций «Бизнес Альянса» был значительный. Книга заявок была переподписана в два раза (заявок было подано на более чем 16 млрд руб. при доходности 9%). В итоге нам удалось снизить значение ставки купона с 9% до 8.875%. Мы могли бы еще снизить доходность, если бы еще немного подождали, и тогда книга была бы в три раза переподписана. Однако начинался кризис, связанный с subprime, мы не стали жадничать и закрыли сделку.

В сделке приняли участие крупнейшие инвестиционные фонды (34%) и управляющие активами (9%), международные инвестиционные банки (20%), российские банки и инвестиционные компании (34%), а также банки, занимающиеся вкладами состоятельных клиентов (3%). 34% выпуска досталось европейским инвесторам; 42% — инвесторам из России; 3% — инвесторам из Юго-Восточной Азии; 21% — оффшорным североамериканским инвесторам.

Многие иностранные банки, с одной стороны, были очень заинтересованы в этой сделке, а с другой — в нашем лице они видели потенциального конкурента. На стадии продажи выпуска мы звали многие банки в синдикат и готовы были делиться с ними комиссией. При этом многие сначала соглашались участвовать в сделке, а потом меняли свое решение. Как инвесторам им было интересно купить наши еврооблигации, а в качестве коменеджеров выпуска они не хотели нам помогать.

СОСТАВЛЯЮЩИЕ УСПЕХА

Во-первых, в качестве дополнительного обеспечения использовался залог объектов инфраструктуры Москвы и Московской области. Конечно, нельзя сказать, что использование залога хорошо само по себе, так как залог всегда предполагает участие судебных органов, проведение конкурса. И еще не факт, что в случае банкротства оригинатора инвестор сможет вернуть свои деньги. Наличие залога говорит о том, что в случае проблем у оригинатора инвесторы смогут попытаться обратить взыскание на залог. Во-вторых, в нашем случае Правительство Москвы и РАО «ЕЭС» подписали соответствующие «комфортные письма».

Можно сказать, что если МОЭСК вдруг не будет платить по своим обязательствам, есть вероятность, что заплатит Правительство Москвы. В-третьих, мы получили разрешение ФАС на проведение сделки.

Основная особенность заключается в том, что мы смогли превратить двусторонние отношения между «Бизнес Альянсом» и МОЭСКом в ликвидную ценную бумагу. При этом инвесторы, покупая еврооблигации «Бизнес Альянса», принимают на себя переупакованный риск МОЭСКа. Это и есть секьюритизация, только в нашем случае актив остался на балансе оригинатора. Следствием этого является также то, что нам удалось избежать рисков, связанных с уплатой НДС.

У выпуска еврооблигаций «Бизнес Альянса» не было рейтинга. На мой взгляд, ничего страшного в этом нет, ведь рейтинг — это просто мнение какого-то аналитика, который, как показывает практика, может и ошибаться. Иными словами, даже если есть определенные шероховатости в структуре сделки (а они всегда есть!), нужно об этом открыто говорить инвесторам, ничего не скрывая. Они ведь любые риски рассматривают с коммерческой точки зрения.

В целом, разработанный нами продукт можно теперь смело «тиражировать» на рынке, предлагая другим компаниям, в том числе и лизинговым. В будущем возможно использование продукта, когда сначала компании предоставляются средства, а потом она выводится на рынок, становится публичной и приобретает кредитную историю.

ВЗГЛЯД В БУДУЩЕЕ

По моему мнению, у российского рынка секьюритизации потрясающие перспективы, особенно в части инфраструктурных проектов — по крайней мере, развитие инфраструктуры (электроэнергетика, ТЭК и т.д.) требует значительных финансовых вливаний. Вместе с тем, далеко не всегда традиционные финансовые инструменты (вроде кредитной линии) способны удовлетворить потребности компаний. Причин несколько: это и нормативы по лимитам кредитования на одного заемщика, и ограниченный срок кредитования, и т.д. Кроме того, есть и еще один плюс — ставку по заемным средствам фактически устанавливает рынок.

Ни для кого не секрет, что без инфраструктуры высокий уровень экономического роста попросту невозможен. Словом, для нас очевидно, что отечественный рынок секьюритизации ожидает блестящее будущее.

Например, сегодня в России работает 400 лизинговых компаний, и у большинства из них есть активы, которые могут (и должны) быть секьюритизированы. При этом надо помнить, что на сегодняшний день тенденции таковы, что отечественный рынок лизинга развивается буквально семимильными шагами. Кроме того, не менее динамично будут расти активы отечественных компаний. К примеру, в США активы предприятий увеличиваются в 3–4 раза быстрее, чем ВВП. Если предположить, что соотношение динамики активов компаний и роста ВВП в России будет таким же, как и в США, то получается, что ежегодно активы отечественных фирм будут увеличиваться на 20–25%.

Я на 100% уверен в том, что в будущем подобных сделок станет больше. В течение десяти месяцев, когда мы готовили сделку, я понял, насколько сложным является российское законодательство в отношении этого класса активов. Но возможность провести сложные сделки все равно есть. Законодательство, несмотря ни на что, это позволяет. Не нужно жаловаться и говорить, что у нас это не будет работать. Надо просто идти и делать что-то.