БИЗНЕС АЛЬЯНС
лизинговая компания

МОЭСК

БИЗНЕС АЛЬЯНС

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ЛИЗИНГОВЫХ ПЛАТЕЖЕЙ

ОАО «Московская объединенная электросетевая компания»
(МОЭСК)

8 322 500 000 рублей

Купон 8.875 %

5 лет

Единственный организатор

Банк Москвы

Платежный агент
HSBC
Август 2007

РЕЙТИНГ БАНКА МОСКВЫ СРЕДИ РОССИЙСКИХ И МЕЖДУНАРОДНЫХ БАНКОВ*
по итогам 2007 года:

№ 2 — по Секьюритизации

№ 1 — по Еврооблигациям в рублях

Реклама ОАО «Банк Москвы»

* www.cbonds.info

Секьюритизация диверсифицированных платежных прав DPR в России

Джеймс УОЛТЕРС (James Walters), директор, управление секьюритизации и прямого финансирования Dresdner Kleinwort

Основным направлением деятельности Джеймса Уолтерса является запуск, структурирование и проведение сделок ABS на развивающихся рынках и организация финансирования под экзотические активы. Он принимал участие в секьюритизации активов в объеме более чем $25 млрд, включая недавние сделки ABS Альфа-Банка, МДМ-Банка, Garanti Bank, Isbank и Metrofinanciera. До этого Джеймс Уолтерс работал в группе по деривативам UBS и в группе кредитного структурирования Rabobank. Джеймс Уолтерс имеет степень бакалавра наук (диплом с отличием) в области менеджмента.

Сандип РЕДДИ (Sandeep Reddy), вице-президент, управление секьюритизации и прямого финансирования Dresdner Kleinwort

Основным направлением деятельности Сандипа Редди является запуск, структурирование и проведение сделок ABS на развивающихся рынках. Он принимал участие в секьюритизации различных классов активов, включая сделки ABS для эмитентов из России, Казахстана, Турции и Латинской Америки. Сандип Редди работал в группах структурного финансирования WestLB и Royal Bank of Scotland. Сандип Редди имеет степень бакалавра экономических наук (диплом с отличием) Лондонского университета.

ВВЕДЕНИЕ

Данная статья предлагает обзор секьюритизации диверсифицированных платежных прав (DPR) с точки зрения как самого продукта, так и рынка в России.

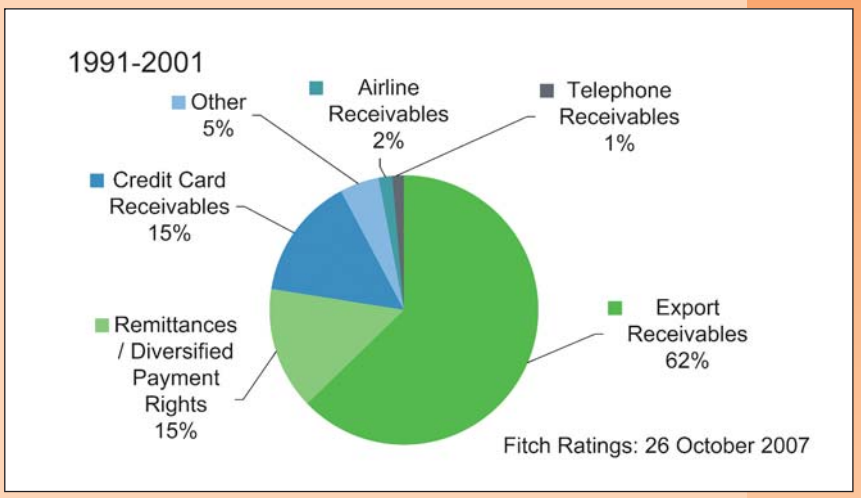
Первая сделка по секьюритизации была проведена в России в 2005 году, и с тех пор секьюритизация активно развивалась как важный инструмент финансирования для российских финансовых институтов. В марте 2006 года была проведена первая сделка по секьюритизации DPR, и этот тип активов стал впоследствии одним из основных видов секьюритизации в России и СНГ. Только в России объем размещенных к настоящему моменту эмиссий превысил $2.2 млрд (что составляет около 36% всего объема российских сделок ABS за 2007 год).

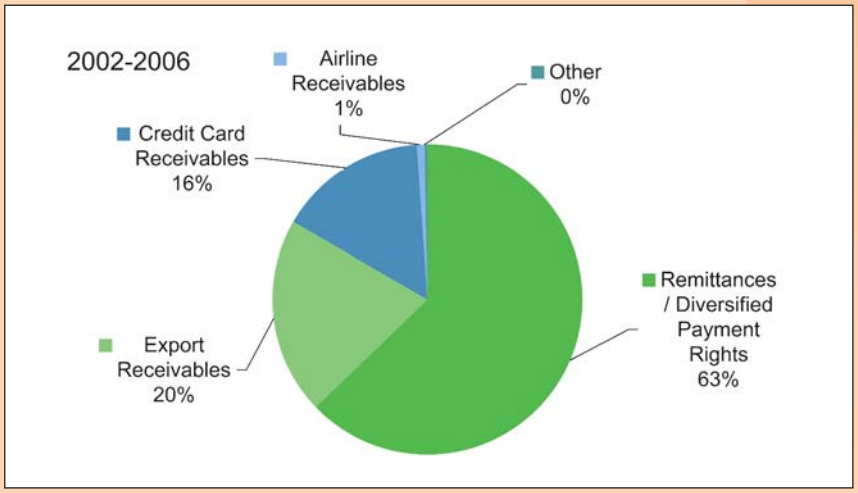
Секьюритизация DPR является частным случаем секьюритизации будущих поступлений (англ. future flow securitisation) и отличается от секьюритизации уже существующих активов, например, от секьюритизации ценных бумаг, обеспеченных жилищной ипотекой (RMBS), или потребительских кредитов. Рассматриваемые сделки называются сделками секьюритизации будущих поступлений, так как активы, под которые привлекаются денежные средства, появляются в будущем по

прошествии некоторого времени, что отличает их от секьюритизации текущих активов, уже существующих на момент их секьюритизации. Сделки по будущим поступлениям секьюритизируют оффшорные денежные потоки в иностранной валюте, направленные из оффшорной зоны клиентам банков или экспортерам, производящим продукцию для иностранных импортеров. При этом не только денежные потоки формируются в оффшорной зоне, но и сделки по будущим поступлениям структурированы таким образом, чтобы разместить наличные средства на оффшорных счетах. Таким образом, структура сделок направлена на снижение суверенных рисков — обслуживание долга остается в оффшорной зоне, пока весь долг инвесторам не будет погашен.

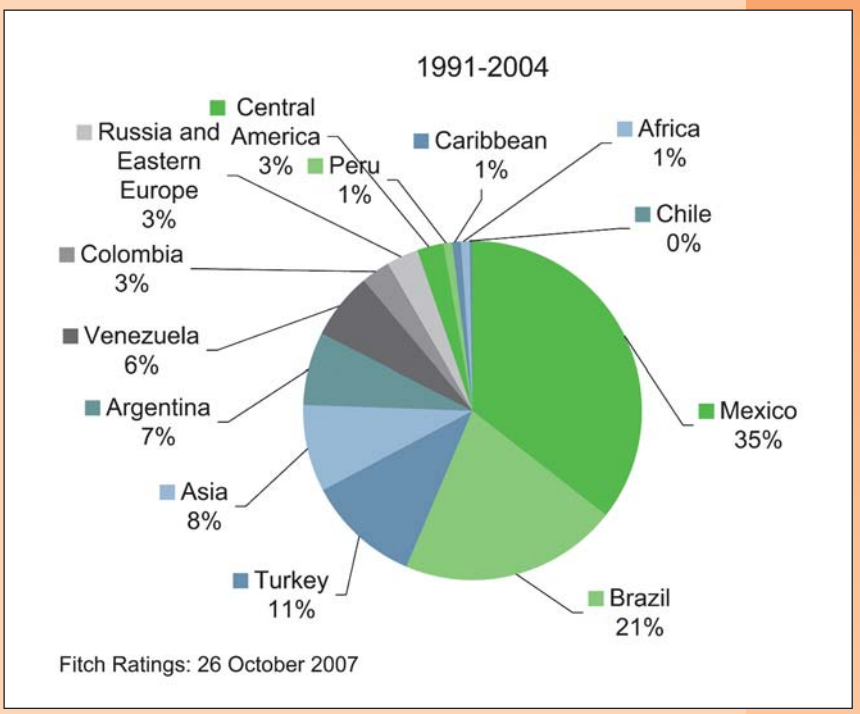
Секьюритизация будущих поступлений приобрела популярность на развивающихся рынках в 90-е годы среди банков и компаний,

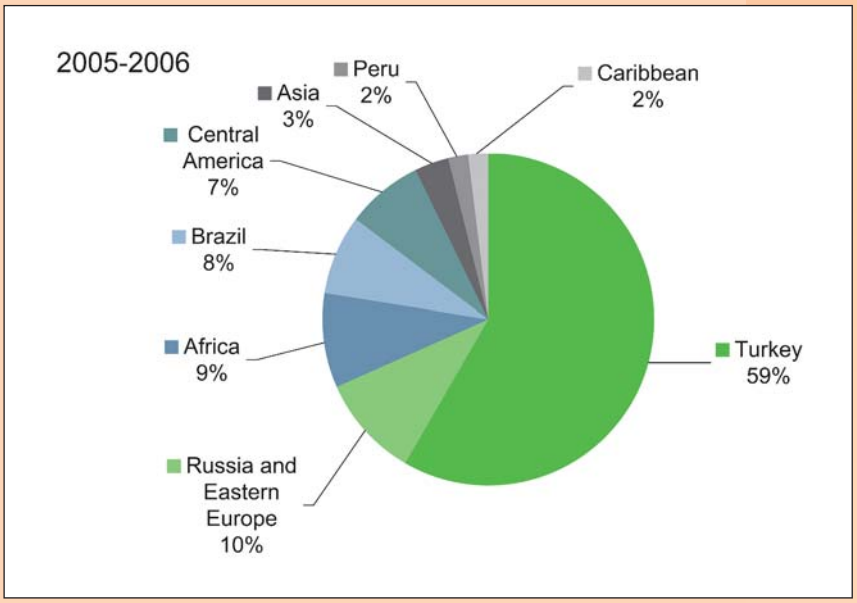
Объем сделок по секьюритизации будущих поступлений по активам





Объем сделок по секьюритизации будущих поступлений по странам





имеющих денежные потоки в твердой валюте. Данный тип секьюритизации используется в качестве финансового инструмента для снижения суверенных рисков и предоставляет эмитентам из стран с развивающейся экономикой доступ к мировым рынкам капитала, а значит, долгосрочному финансированию по более низкой цене. Секьюритизация будущих поступлений заслужила доверие инвесторов, такие сделки на протяжении ряда лет успешно справлялись с рядом рисков, связанных с инвестициями в развивающиеся рынки, в частности, с риском вмешательства государства, рисками перевода и конвертируемости.

В разное время были популярны различные виды секьюритизации будущих поступлений. Ранее самыми типичными для секьюритизации активами были активы, связанные с экспортной выручкой, однако с 2002 года самым популярным видом секьюритизации будущих поступлений стала секьюритизация DPR — на ее долю приходится большинство эмиссий по всему миру.

С исторической точки зрения, тяжеловесами в секьюритизации будущих поступлений считаются Мексика, Бразилия и Турция, однако в последнее время наблюдается рост подобных сделок из стран СНГ, таких как Россия и Казахстан. Ожидается, что секьюритизация будущих поступлений станет главным источником финансирования ориентированных на развитие финансовых институтов из стран СНГ.

ЧТО ТАКОЕ DPR?

Диверсифицированные платежные права (DPR) и связанные с ними денежные потоки являются активами, которые принадлежат банкам и секьюритизируются в ходе данных сделок. Создание DPR обусловлено ролью российского банка в виде финансового посредника между иностранной компанией — источником финансирования и российской компанией, имеющей счет в данном российском банке, на который должны быть переведены некоторые средства. С юридической точки зрения DPR представляют собой права банка относительно полученных им платежных поручений (англ. payment orders), деноминированных в иностранной валюте. Все виды трансграничных сделок обычно проводятся с участием платежных поручений. Сюда относятся платежи, поступающие от импортеров экспортерам, прямые иностранные инвестиции, денежные переводы в ситуации, когда люди работают за рубежом и посылают деньги семьям или переводят их на собственный счет в банках своей страны, а также займы, предоставляемые иностранным корпоративным клиентам или получаемые от них депозиты и другие виды платежей. Все эти операции осуществляются с помощью платежного поручения, адресованного российскому банку, которое можно определить как электронное письмо, поручающее российскому банку-оригинатору направить платеж на определенную сумму одному из клиентов данного банка (получателю). Эти платежные поручения, как правило, посылаются через систему сообщений SWIFT (англ. Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications — Общество Всемирных Межбанковских Финансовых Телекоммуникаций) и носят название MT103 и MT202. Для наглядности приведем следующий пример.

1. Оффшорный отправитель хочет перевести платеж в иностранной валюте (например, в долларах США) получателю из России, имеющему счет в банке-оригинаторе.
2. Отправитель поручает выбранному им банку (банку-отправителю) перевести платеж на счет получателя в банке-оригинаторе.
3. Банк-оригинатор имеет долларовые корреспондентские счета ностро в нескольких международных банках-корреспондентах.
4. Когда банк-отправитель не является одним из банков-корреспондентов, с которыми сотрудничает банк-оригинатор, то банк-отправитель направляет платежное поручение MT103 российскому банку-оригинатору на получателя и платежное поручение MT202 банку-корреспонденту, переводящему средства на корреспондентский счет ностро банка-оригинатора в банке-корреспонденте. Банк-корреспондент, в свою очередь, посылает платежное поручение MT910 банку-оригинатору, которое подтверждает поступление платежа на счет ностро банка-оригинатора.
5. Затем банк-оригинатор переводит средства на счет получателя.

ЧТО ПРЕДСТАВЛЯЕТ СОБОЙ СЕКЬЮРИТИЗИРУЕМЫЙ АКТИВ И ПОЧЕМУ ОН ПРИНАДЛЕЖИТ БАНКУ-ОРИГИНАТОРУ?

Подытоживая сказанное ранее, можно определить платежные поручения как сообщение банка-отправителя с поручением к банку-оригинатору перевести платеж на определенную сумму получателю, у которого открыт счет в банке-оригинаторе.

Платежное поручение, получаемое банком-оригинатором от банка-отправителя автоматически считается принятым. Отсюда вытекают договорные отношения, обуславливающие следующие права и обязанности сторон.

- Банк-отправитель обязан перевести платеж в банк-оригинатор.
- Банк-оригинатор имеет право получить платеж.
- Банк-оригинатор также обязан перевести платеж получателю.

Диверсифицированные платежные права (DPR) — это права (но не обязательства) банка-оригинатора в отношении денежных требований и самих платежей, связанных с платежными поручениями в твердой валюте.

Важно отметить, что банк-оригинатор становится владельцем платежа в качестве платы за услуги, оказанные в соответствии с договором с банком-отправителем — платеж не принадлежит получателю, в противном случае банк-оригинатор выступал бы просто доверенным лицом.

СТРУКТУРА СДЕЛОК СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ DPR

Для типичной структуры сделки характерна схема, когда банк-оригинатор продает свои DPR оффшорной SPV-компании, которая, в свою очередь, выпускает ноты для финансирования покупки DPR. В России сделки с DPR не структурированы как «истинная продажа» (англ. true sale), вместо этого в них используется структура обеспеченного кредита для повышения финансовой эффективности сделки для банка-оригинатора. То есть оффшорная SPV-компания (в настоящее время это, как правило, компании, зарегистрированные в Люксембурге, что связано с наиболее благоприятным налоговым законодательством) выпускает ноты, размещаемые среди инвесторов, и использует вырученные средства для предоставления обеспеченного займа банку-оригинатору. Этот заем обеспечен банком-оригинатором, который закладывает свои DPR оффшорной SPV-компании. Таким образом, инвесторы, приобретающие ноты, не только получают обеспечение в виде DPR, но и в случае дефолта могут получить прямое возмещение всей суммы от банка-оригинатора.

Денежные потоки DPR обычно поступают от большого количества банков-корреспондентов, работающих с банком-оригинатором. При том что все DPR закладываются SPV-компании, только DPR, проходящие через самые крупные банки-корреспонденты банка-оригинатора, будут относиться к оффшорным — это такие банки-корреспонденты, через которые проходит 80% и более потоков DPR (как правило, это 4–8 банков). Эти банки-корреспонденты подписывают соглашение по счетам (англ. account agreement), в соответствии с которым они признают передачу DPR SPV-компании, а также передачу SPV-компании корреспондентского счета ностро банка-оригинатора (счет в банке-корреспонденте), на который поступят потоки DPR (так называемый коллекторский счет — англ. collection account) и относительно которого они согласны получать указания от доверенного лица SPV-компании. Банк-оригинатор открывает новый корреспондентский счет ностро в банке-корреспонденте, на который поступают все несекьюритизируемые потоки, такие как внутренние денежные потоки. Эти задействованные в сделке банки-корреспонденты называются уполномоченными депозитарными банками (англ. designated depository banks, DDB). Таким образом, более 80% потоков DPR являются обеспеченными, так как доверенное лицо контролирует оффшорные счета ностро, находящиеся в DDB банках, на которые со временем поступят DPR.

Платежи, поступающие на коллекторские счета в банках DDB, ежедневно переводятся на собственные оффшорные счета SPV-компаний до тех пор, пока на этих счетах не накопится достаточно средств для выплаты следующего ежеквартального купонного платежа (средства находятся на оффшорных счетах до даты выплаты купонного платежа, а затем направляются инвесторам). Принимая во внимание

большой объем поступлений, для сбора средств на выплату купонного дохода, как правило, требуется около одного дня. Таким образом, все платежи, поступающие на коллекторский счет, ежедневно направляются банку-оригинатору, так происходит до даты следующего купонного платежа. Этот цикл перевода средств для обслуживания долга на счет SPV-компании и возвращение излишков назад банку-оригинатору повторяется ежеквартально перед каждой датой купонного платежа.

Существует и альтернативный вариант: банк-оригинатор может принять решение о предварительном финансировании следующего купонного платежа. В этом случае средства с коллекторских счетов в банках DDB не переводятся на счета SPV-компаний, а направляются напрямую банку-оригинатору до конца текущего купонного периода. Банки могут либо пополнять счета SPV-компаний путем перевода средств с коллекторских счетов, либо использовать механизм предварительного финансирования — решение здесь принимается в соответствии с личными предпочтениями казначейских отделов банков.

СТРУКТУРНЫЕ ЧЕРТЫ СДЕЛОК, НАПРАВЛЕННЫЕ НА ЗАЩИТУ ИНВЕСТОРОВ

Секьюритизация DPR обеспечивает всестороннее снижение рисков. Структурные особенности сделки обеспечивают снижение следующих основных рисков.

Суверенный риск переадресации денежных потоков

Основной отличительной особенностью секьюритизации будущих поступлений, в том числе и секьюритизации DPR, является то, что денежные потоки деноминированы в твердой валюте (например, в долларах или евро), они создаются и находятся на протяжении всей сделки вне территории России. Таким образом удается снизить влияние суверенного риска.

Страновой риск

В случае девальвации рубля российский экспорт станет более конкурентоспособным с ценовой точки зрения, что будет способствовать увеличению экспорта или его стабилизации в период экономических трудностей. Кроме того, финансирование, связанное с торговыми операциями, часто не подвержено риску реструктуризации государственного долга.

Коллекторский риск DPR

Реальный уровень накопленных DPR является одной из основных переменных характеристик, подвергающихся мониторингу. Эти данные направляются инвесторам и рейтинговым агентствам. Уровень DPR может понизиться под влиянием ряда причин: например, в связи со снижением экспортных платежей в связи с падением цен на сырье или потерей основного клиента, что влечет за собой прекращение поступлений от экспортера банку-оригинатору.

Чтобы снизить риск сокращения денежных потоков DPR, сделки DPR имеют значительное избыточное обеспечение (как правило, операции проходят выше минимального порогового требования к коэффициенту обслуживания (покрытия) долга в 17.5, а на практике данное значение превышает 30). В структуре сделки присутствует ряд способов проверки и мониторинга уровня избыточного обеспечения. Выявление нарушений в ходе мониторинга приводит либо к досрочной амортизации нот, либо к выдвижению требования о полном погашении банком-оригинатором всего объема эмиссии и выплате процентов. Высокий уровень избыточного обеспечения позволяет провести погашение нот в максимально сжатые сроки по сценарию досрочной амортизации.

Одним из основных показателей состояния сделки является коэффициент обслуживания (покрытия) долга (англ. debt service coverage ratio, DSCR), который оценивает объем денежных потоков DPR, полученных за период, к сумме обслуживания долга по отношению к заранее установленному минимальному уровню триггеров досрочной амортизации как на ежемесячной, так и на ежеквартальной основе. Структура сделок DPR также включает тест на относительное сокращение денежных потоков, который вызывает досрочную амортизацию в случае, когда уровень денежных потоков опускается ниже уровня соответствующего периода прошлого года. Также существуют тесты уровня полученных поступлений DPR по сравнению с общим объемом поступлений DPR для всех

банков-корреспондентов, которые могут привести к досрочной амортизации, если данный показатель снижается до уровня ниже 60% для любого квартала, а также привести к полной выплате всего долга в случае дефолта, если данный объем становится менее 50%.

РАЗВИТИЕ РОССИЙСКОГО РЫНКА

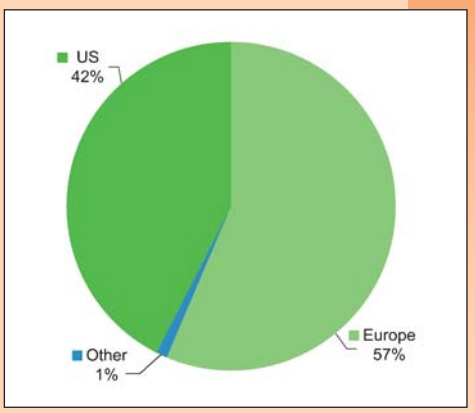
В настоящее время в России существуют две успешные программы DPR. Альфа-Банк начал проведение первой в России программы DPR в марте 2006 года. Начало дебютной программы МДМ-Банка приходится на ноябрь 2006 года. С тех пор по данным программам было выпущено 8 серий нот (деноминированных в долларах США и евро) в объеме, равном около $2.2 млрд в долларовом эквиваленте.

Moody's было первым рейтинговым агентством, присвоившим рейтинг российской сделке секьюритизации DPR. Агентство присвоило нотам всех серий рейтинг Baa3, за исключением нот МДМ-Банка серии 2007-А, которым был присвоен рейтинг Baa2. Затем последовали рейтинги от S&P — нотам МДМ-Банка серии 2007 года был присвоен рейтинг BBB-. Рейтинги по данным программам со временем развивались, отражая изменения рейтингов оригинаторов.

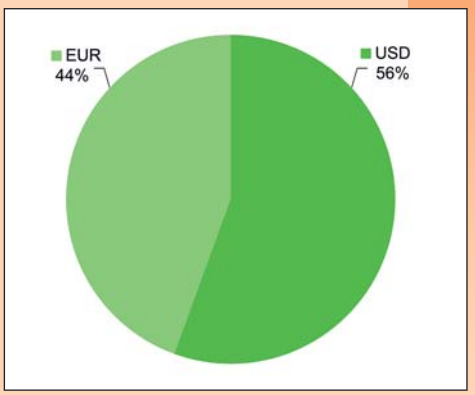
Соотношение валют, в которых до настоящего момента были деноминированы эмиссии, выглядит следующим образом: 40% приходится на евро, 60% — на доллар США. С точки зрения общего объема выпущенных бумаг, большая часть (около 60%) была размещена среди инвесторов из Европы, а оставшаяся часть куплена крупными организациями из США, иногда достаточно большими квотами. Среди инвесторов, покупавших данные бумаги, преобладают фонды, однако стоит также отметить присутствие в числе инвесторов значительного количества банков, страховых компаний и пенсионных фондов.

Развитие российского рынка будущих поступлений уникально по сравнению с другими развивающимися экономиками по ряду аспектов. Первое отличие связано с рейтингами. Рейтинг сделок с будущими поступлениями, как правило, ограничен рейтингом в национальной валюте банка-оригинатора, так как структура сделок по секьюритизации будущих поступлений предполагает снижение суверенных рисков. Таким образом, такие сделки могут использоваться банками для привлечения финансирования в твердой валюте от международных инвесторов в соответствии с их рейтингами в национальной валюте. Следует учесть, что у многих банков из стран с развивающейся экономикой рейтинг в национальной валюте выше рейтинга в иностранной валюте, ограниченного страновым потолком по данному рейтингу. К примеру, многие турецкие

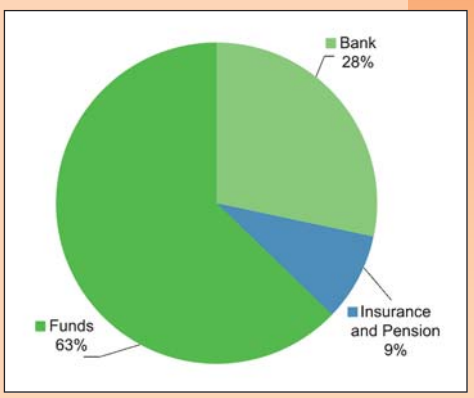
География инвесторов



Соотношение валют



Институциональное распределение инвесторов



банки имеют рейтинги в национальной валюте инвестиционного уровня, а их рейтинги в иностранной валюте ограничены страновым потолком по рейтингам в иностранной валюте на уровне ниже инвестиционного.

Что касается России, ситуация здесь несколько другая. Высокий уровень суверенных рейтингов России в целом не ограничивает рейтинги многих негосударственных банков, так как такие банки пока не имеют рейтинга в национальной валюте инвестиционного уровня. Таким образом, банки, выпустившие программы секьюритизации DPR, имели возможность получить рейтинги инвестиционного уровня для данных эмиссий в связи с оффшорным характером и отлаженным структурным механизмом сделок.

Кроме упомянутой ранее структурной защиты, существуют еще две важные особенности, позволяющие поднять рейтинг эмиссии. Первой из них является требование более высокого уровня триггера DSCR, что позволит сделке получить рейтинг инвестиционного уровня. Второй особенностью является триггер, связанный с понижением корпоративного рейтинга оригинатора. Нарушение этих двух триггеров может привести к досрочной амортизации находящихся в обращении нот.

Именно это сочетание структурных черт позволило Moody's и Standard and Poor's присвоить рейтинги инвестиционного уровня сделкам секьюритизации DPR российских банков-оригинаторов (на момент выпуска эмиссий имевших рейтинги Ba2 (Moody's) и BB (S&P)).

ВЫВОД

Сделки секьюритизации DPR характеризуются столь важным для инвесторов всесторонним снижением рисков. Свидетельством надежности и жизнеспособности структур, основанных на будущих поступлениях, является отсутствие истории дефолтов за последние 17 лет, на протяжении которых было проведено более 160 сделок по всему миру. Более того, согласно данным агентства Fitch, показатель по проценту дефолтов по сделкам секьюритизации будущих поступлений лучше, чем по проценту дефолтов корпоративных бумаг (при сравнении эмиссий с сопоставимыми рейтингами и сроком обращения). Этот показатель также значительно лучше по присвоенным данным эмиссиям рейтингам (Fitch: 26 октября 2007 года). Согласно недавнему заявлению S&P, сделки секьюритизации будущих поступлений будут продолжать демонстрировать хорошие показатели, несмотря на трудности на мировых кредитных рынках (S&P: 6 декабря 2007 года). Таким образом, можно ожидать, что устойчивость основных показателей по сделкам DPR будет по-прежнему привлекать международных инвесторов, как только ситуация на кредитном рынке стабилизируется.

Инвесторам стоит оптимистично оценивать потенциал дальнейшего роста сделок DPR из России и стран СНГ. Альфа-Банк и МДМ-Банк (рейтинги Ba2/BB — Moody's/S&P) являются пионерами на российском рынке секьюритизации DPR. Поскольку Россия продолжает подниматься вверх по рейтинговой шкале (S&P недавно изменило прогноз по России на позитивный) и все большее число российских банков получают рейтинги уровня Ba2/BB, увеличиваются возможности для банков относительно выпуска ценных бумаг данного типа.