



ПЕТР ГРИШИН

начальник отдела долгового рынка Конъюнк-
турно-аналитического управления РОСБАНКА

ОБЛИГАЦИИ, ОБЕСПЕЧЕННЫЕ БУДУЩИМИ ПОТОКАМИ ПО КРЕДИТНЫМ КАРТАМ

Одним из наиболее интересных событий осени на долговом рынке в 2004 г. стало размещение обеспеченных еврооблигаций РОСБАНКА. Данный выпуск относится к классу обеспеченных активами ценных бумаг (ASSET-BACKED SECURITIES, ABS), который начал осваиваться российскими эмитентами совсем недавно.

Дебютным выпуском в классе обеспеченных активами ценных бумаг стали ноты ОАО «Газпром», в которых обязательства обеспечены платежами по экспортным контрактам. Особенность выпуска РОСБАНКА заключается в том, что он стал первым выпуском российского эмитента в другом секторе ABS — облигациях, обеспеченных будущими потоками по кредитным картам.

Следует четко различать следующие два типа секьюритизированных активов. Одним из наиболее популярных видов ABS на развитых рынках являются облигации, представляющие пулы задолженности по кредитным картам (*Credit Card Backed*). В данном случае базовый актив — заем, предоставленный заемщику банком (исходным кредитором); в такой сделке «упаковываются» и продаются права требования именно по этим исходным займам. Выплата долга конечными заемщиками генерирует поток наличнос-

ти, который и используется для погашения облигаций. Базовый актив в такой структуре существует уже до сделки, а кредитные риски инвестора в первую очередь зависят от финансового положения конечного заемщика.

Другая структура может создаваться, когда банк является расчетным центром

крупной платежной системы. В таких случаях возникают требования банка к платежной системе по тем операциям, в которых данный банк уже перевел средства продавцам товаров и услуг и ожидает возмещения расходов со стороны платежной системы. Сделки такого типа называются «обеспеченными будущими по-

СПРАВКА

Основные параметры выпуска
Эмитент: *Russia International Card Finance S. A.*
Заемщик: ОАО АКБ «РОСБАНК»
Обеспечение: поступления по оплаченным вачерам платежных систем *Visa* и *MasterCard*
Рейтинги выпуска: *Ba3/B+* (*Moody's/Fitch*)
Объем: 225 млн долл.
Дата размещения: 3 ноября 2004 г.
Дата погашения: 24 сентября 2009 г.
Купонная ставка: 9,75% годовых
Периодичность купона: ежеквартально

Амортизация: нарастающими выплатами ежеквартально после однолетнего льготного периода
Цена размещения: 100% номинала
Доходность при размещении: 9,75% годовых
Средняя продолжительность при размещении (*average life*): 3,3 года
Юридический формат: Правило S
Регулирующее право: Великобритания и штат Нью-Йорк
Лид-менеджеры: *CSFB, Merrill Lynch*

токама по карточкам» (*Future Credit Card Receivables*). В отличие от структуры первого типа, в данном случае актив, являющийся обеспечением, в момент размещения существует только частично — он постоянно создается в процессе работы банка-заемщика, ежедневно обслуживающего операции соответствующих платежных систем.

Будущие потоки по кредитным картам — относительно редкий вид базовых активов для секьюритизированных сделок эмитентов из развивающихся стран (рис. 1). В 2000–2003 гг. почти 40% объема всех выпусков, обеспеченных будущими потоками, занимали сделки, основанные на экспортных контрактах, а также зарубежных переводах в страну и так называемых *DPR (Diversified Payment Rights)*, в то время как кредитные карты лежали в основе лишь 17% выпусков. Для того чтобы понять специфику, связанную с такими сделками, остановимся на структуре выпуска РОСБАНКА подробнее.

Ключевую роль в обеспечении выпуска играет ЗАО «Компания Объединенных Кредитных Карточек» (*United Card Service, UCS*), полностью контролируемая холдингом «Интеррос». *UCS* — крупнейшая в России процессинговая компания по обработке платежей, совершаемых в системах *VISA, MasterCard, Diners Club, JCB* и *American Express*. История *UCS* начинается в 1969 г., когда в бывшем СССР начали проводиться первые платежи по картам иностранных туристов. В настоящее время по внутрироссийским транзакциям доля *UCS* превышает 50% проводимых платежей, а по платежам, совершенным с картами зарубежных банков, *UCS* обслуживает более 90% всего потока. РОСБАНК выполняет функции эксклюзивного расчетного банка *UCS*, и именно через него проходят платежи от банка — эмитента карты (со счета ее держателя) к предприятию торговли или сферы услуг, которое приняло к оплате соответствующую карту.

В данном выпуске обеспечением служат только требования по сделкам, в которых эмитентами карт являются зарубежные банки, а сами карты используются в платежных системах *Visa, MasterCard* и *Maestro* (конечно, в тех пунктах, которые обслуживаются *UCS*). При этом условия обслуживания самой карты для клиента банка-эмитента не важны: это может быть и кредитная, и дебетовая карта, и любой гибридный продукт.

Когда держатель карты оплачивает с ее помощью покупку товаров или услуг, то после авторизации покупки создается так называемый *merchant voucher* — счет за поставленный товар или услугу. В конце

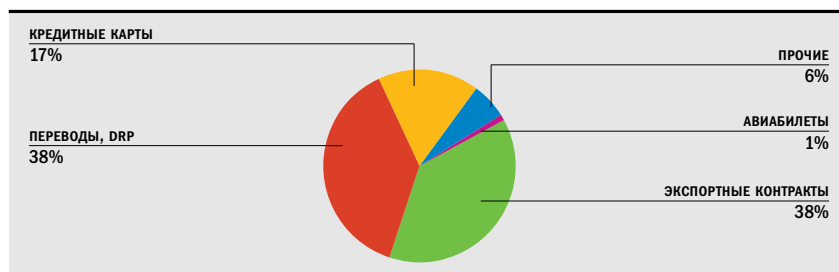
рабочего дня информация о проведенных сделках обрабатывается в *UCS* и до 11 часов утра следующего дня передается соответствующей платежной системе (*Visa* или *MasterCard*) и РОСБАНКУ, который оплачивает продавцу товаров или услуг произведенную операцию. Именно в этот момент и создается тот актив, который является обеспечением выпуска — права требования по оплаченным счетам продавцов. Платежная система в свою очередь передает информацию о покупке банку — эмитенту карты, производящему

соответствующий платеж. Эти средства сначала поступают платежной системе, а от нее — возмещаются РОСБАНКУ.

Движение информации и денежных потоков при карточных расчетах показано на рис. 2. Участники «традиционной» схемы (до выпуска облигаций) обозначены на нем красным цветом. Синим цветом показаны участники и операции, появление которых связано с выпуском обеспеченного займа.

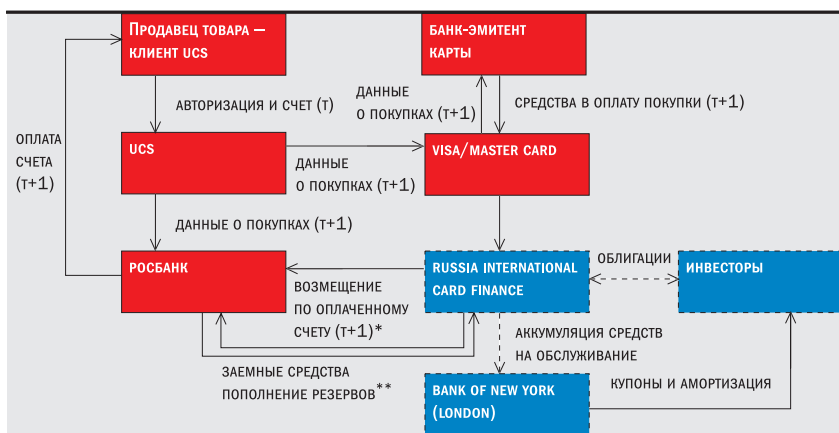
Потоки от платежных систем направляются в пользу специально созданного

Рисунок 1. СДЕЛКИ, ОБЕСПЕЧЕННЫЕ БУДУЩИМИ ПОТОКАМИ 2000–2003 ГГ.



Только международные сделки эмитентов из развивающихся стран.
Источник: *Fitch*.

Рисунок 2. СТРУКТУРА ПОТОКОВ В РАСЧЕТАХ ПО КРЕДИТНЫМ КАРТАМ И СТРУКТУРА СДЕЛКИ



* Кроме сумм по обслуживанию долга.
** В случае необходимости.

Рисунок 3. СТРУКТУРА ИНВЕСТОРОВ

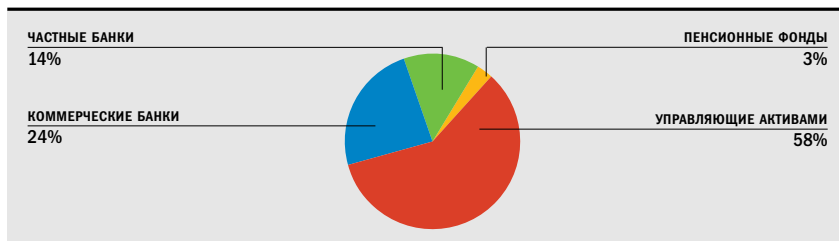
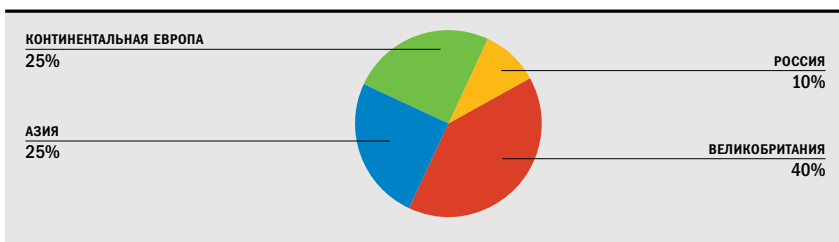


Рисунок 4. ГЕОГРАФИЯ ИНВЕСТОРОВ



юридического лица — компании *Russia International Card Finance (RICF)*, которая одновременно является эмитентом облигаций и полностью контролируется попечителем выпуска — *Bank of New York (London)*. Средства для обслуживания облигаций аккумулируются на счете *RICF* в *BONY*, и *РОСБАНК*у переводится только та часть платежей, которая не потребуется для выплат инвесторам. При этом важно, что сами платежные системы, эмитент и попечитель расположены вне территории РФ. Данное условие позволяет значи-

риск *РОСБАНК*а (поскольку без его «исходного» платежа продавцу товаров или услуг право требования возмещения к платежной системе, очевидно, не может возникнуть). Указанные риски в выпуске нивелируются, в том числе, механизмом ускоренной амортизации, который активизируется при значительном сокращении покрытия платежей по долгу карточными потоками либо при понижении рейтинга заемщика ниже *B1* (по версии *Moody's*).

Наличие этих и некоторых других механизмов дополнительной кредитной защиты позволило добиться более высоких рейтингов для размещенного выпуска, чем рейтинги самого *РОСБАНК*а.

Moody's, и *Fitch* оценили кредитное качество сделки на одну ступень выше, чем кредитоспособность *РОСБАНК*а. Данный факт стал своего рода рекордом: по аналогичным выпускам, размещавшимся эмитентами из Бразилии и Турции, рейтинг сделки совпадал с рейтингами эмитента в национальной валюте.

Объем выпуска составил 225 млн долл., что является довольно крупным показателем по сравнению с дебютными выпусками других эмитентов из развивающихся стран с аналогичной структурой (см. таблицу). При этом изначально заем позиционировался на уровне 150 млн долл., однако к моменту окончания формирования книги заявок спрос превысил 400 млн долл., что дало возможность существенно увеличить объем займа, сохраняя при этом значительную переподписку. Наличие неудовлетворенного спроса позволило выпуску удачно выйти на вторичный рынок, где уже в первый день обращения цены превысили номинал на 1/4 процентного

пункта. География размещения и структура инвесторов представлены на рис. 2–3.

Кроме того, *РОСБАНК* стал первым частным российским банком, которому удалось привлечь финансирование на международном рынке капитала на 5 лет. Все размещенные до этого выпуски других негосударственных банков из России имели меньший срок погашения (чаще всего — 3 года). ■

ДЕБЮТНЫЕ ВЫПУСКИ ОБЛИГАЦИЙ, ОБЕСПЕЧЕННЫХ ПОТОКАМИ ПО КРЕДИТНЫМ КАРТАМ

СТРАНА	ЗАЕМЩИК	Год выпуска	Объем, млн долл.
Бразилия	VISANET	2003	500
Мексика	BANAMEX	1996	150
	BANCOMER	1996	200
Турция	GARANTI	1998	175
Перу	BANCO DE CREDITO	1998	100
ЮАР	FIRST RAND	2000	250
Индонезия	BANK INTERNASIONAL INDONESIA	1997	140

Только международные выпуски из развивающихся стран.

Источник: *РОСБАНК*.

тельно снизить российские риски: средства, которые являются обеспечением выпуска, ни на одном этапе не оказываются под российской юрисдикцией.

Итак, подверженность подобной структуры суверенным рискам России существенно ограничена, однако сохраняются (а) риск сокращения потоков, обеспечивающих заем, и (b) кредитный

ПОДПИСКА 2005

ЖУК ЖУРНАЛ УПРАВЛЕНИЕ КОМПАНИЕЙ

Индексы для подписки на почте: 79969, 38620

Подписка в редакции: тел. (095) 785-81-05, 785-81-00,
e-mail: sub_zhuk@rcb.ru

ПРОФЕССИОНАЛЬНЫЙ ЖУРНАЛ ДЛЯ СОБСТВЕННИКОВ И РУКОВОДИТЕЛЕЙ КОМПАНИЙ

www.ZHUK.net