

ГПБ-Ипотека: первые облигации с ипотечным покрытием


ГАЗПРОМБАНК

Облигации с ипотечным покрытием компании ГПБ-Ипотека – это облигации, исполнение обязательств по которым обеспечено залогом портфеля закладных

- Облигация с ипотечным покрытием является принципиально новым обеспеченным долговым инструментом на российском рынке, предоставляющим инвесторам возможность вкладывать средства в различные ипотечные активы.
- Облигации ГПБ-Ипотеки – первые облигации с ипотечным покрытием, выпущенные в рублях в соответствии с Федеральным законом РФ №152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах». Продавцом закладных выступает ипотечный банк АКБ «СОВФИНТРЕИД», ЗАО (Совфинтрейд), являющийся дочерним банком Газпромбанка (рейтинг BB+/Baa2 (Standard&Poor's/Moody's)) и одним из крупнейших операторов вторичного рынка ипотечного кредитования в РФ.
- Ожидается, что к моменту публичного размещения облигаций с ипотечным покрытием ГПБ-Ипотеки рейтинговое агентство Moody's Investor Service присвоит данному выпуску кредитный рейтинг Baa2 по международной рейтинговой шкале, что соответствует текущему суверенному рейтингу Российской Федерации.

Основные преимущества облигаций с ипотечным покрытием ГПБ-Ипотеки:

- Международный кредитный рейтинг от Moody's Investors Service:** присвоение рейтинговым агентством Moody's Investor Service облигациям ГПБ-Ипотеки кредитного рейтинга Baa2 будет свидетельствовать о том, что кредитное качество облигаций с ипотечным покрытием ГПБ-Ипотеки сопоставимо с кредитным качеством долговых обязательств Российской Федерации.
- Высокое кредитное качество обеспечения:** облигации обеспечены пулом рублевых закладных, удостоверяющих права по ипотечным кредитам/займам, обеспеченным залогом жилой недвижимости.
- Использование механизмов кредитного усиления:** кредитное качество облигаций с ипотечным покрытием повышается за счет (1) переобеспеченности обязательств по облигациям залогом ипотечного покрытия, (2) наличия неамортизируемого резервного фонда для покрытия разрывов ликвидности и возможных потерь по портфелю закладных, (3) высокого коэффициента покрытия процентных расходов по облигациям процентными доходами по портфелю закладных.
- Отсутствие рисков, связанных с коммерческой деятельностью Эмитента:** предмет деятельности Эмитента законодательно ограничен приобретением закладных и выпуском облигаций с ипотечным покрытием.
- Низкая дюрация:** ожидаемая дюрация выпуска варьируется от 2.4 года при условии реализации базового сценария темпов досрочного погашения портфеля закладных на уровне 15% в год до 5.2 года при условии отсутствия досрочных погашений по портфелю закладных. Таким образом, инвестор имеет возможность самостоятельно, исходя из своих ожиданий относительно скорости досрочных погашений закладных в портфеле ГПБ-Ипотеки, оценить приемлемый уровень эффективной доходности выпуска облигаций ГПБ-Ипотеки.
- Экономия на налогах:** доходы, полученные по облигациям с ипотечным покрытием ГПБ-Ипотеки, облагаются по льготной ставке налогообложения в 9%.
- Свободно обращаемые ценные бумаги с первого дня публичного размещения:** к дате публичного размещения облигаций с ипотечным покрытием ГПБ-Ипотеки отчет об итогах выпуска облигаций будет зарегистрирован ФСФР и облигации будут допущены к торгам на ФБ ММВБ.
- Частичная амортизация основного долга до конца 2006 года:** Ожидается, что в дату выплаты первого купона 29/12/2006 ГПБ-Ипотека произведет досрочное частичное погашение облигаций, что позволит их держателям в преддверие окончания финансового года за короткий срок с даты публичного размещения зафиксировать прибыль по доходности долгосрочного инструмента на величину данного досрочного частичного погашения.

Ожидаемый кредитный рейтинг

Moody's Investors Service	Baa2
---------------------------	------

Параметры облигационного займа

Объем займа	Дата погашения	Ожидаемый срок до погашения*	Ожидаемая дюрация*
3 млрд рублей	29/12/2036	4.8 года	2.4 года
Ставка купона	8%		
Ориентир цены размещения	102,18 – 102,78% от номинала		
Ориентир доходности	7.29 – 7.68%		

* Параметры облигаций рассчитаны с использованием ожидаемой нормы досрочных погашений (CPR) портфеля закладных на уровне 15% и в предположении об исполнении колл-опциона при снижении номинальной стоимости облигаций до 20% от объема выпуска.

Основная информация

Эмитент:	ОАО «ИСО ГПБ-Ипотека»
Продавец закладных:	АКБ «СОВФИНТРЕИД», ЗАО
Сервисный агент:	АБ «Газпромбанк» (ЗАО)
Специализированный депозитарий:	АБ «Газпромбанк» (ЗАО)
Обеспечение:	Залог ипотечного покрытия в пользу владельцев облигаций
Ипотечное покрытие:	Портфель рублевых закладных и денежные средства на счете Эмитента в АБ «Газпромбанк» (ЗАО)
Амортизация:	Эмитент осуществляет досрочное погашение облигаций в даты выплаты купонов за счет средств, получаемых в погашение основного долга по закладным, входящим в ипотечное покрытие, и сумм процентов, получаемых по ним, за вычетом купонных и административных расходов
Возможность досрочного погашения (колл-опцион):	При снижении непогашенной номинальной стоимости облигаций до 20% от первоначальной номинальной стоимости
Дата выплаты купонов:	29 декабря, 29 марта, 29 июня и 29 сентября каждого года
Дата выплаты первого купона:	29 декабря 2006 года

Источник: Газпромбанк

Основные характеристики портфеля закладных (по состоянию на 16 октября 2006 г.)

Характеристика	Средневзвешенная величина	Минимальное значение	Максимальное значение
Совокупный остаток долга, рубли	3 039 953 284	-	-
Количество закладных, штуки	5 976	-	-
Текущее значение LTV**, %	57,23%	3,92%	69,92%
Первоначальное значение LTV, %	59,12%	19,38%	71,01%
Остаток долга по закладной, рубли	508 694	18 813	5 954 552
Первоначальный размер основного долга, рубли	729 076	105 000	6 000 000
Фиксированная ставка, % годовых	13,8%	12,0%	15,0%
Текущий срок до погашения закладной, месяцы	187	2	356
Срок жизни закладной, месяцы	11	3	33
Возраст заемщика, лет	35	19	66
Доля закладных с просрочкой более 30 дней	0,02%	-	-

Источник: Совфинтрейд, Расчеты: Газпромбанк

** Отношение непогашенного остатка основного долга по закладной к рыночной стоимости недвижимости в залоге

Оглавление

Что такое облигации с ипотечным покрытием?	2
Эмитент – ГПБ-Ипотека	2
Портфель закладных: история формирования и основные характеристики	3
Сервисное обслуживание портфеля закладных	4
Структура выпуска и оценка срока обращения	5
Кредитное усиление	6
Порядок размещения облигаций ГПБ-Ипотеки	7
Преимущества облигаций ГПБ-Ипотеки	7
Оценка доходности	8



Что такое облигации с ипотечным покрытием?

В соответствии с Федеральным законом РФ от 11.11.2003 №152-ФЗ облигациями с ипотечным покрытием являются долговые ценные бумаги, исполнение обязательств по которым обеспечивается залогом ипотечного покрытия. При этом ипотечное покрытие могут составлять только:

- обеспеченные ипотекой требования о возврате основной суммы долга и (или) об уплате процентов по кредитным договорам и договорам займа, в том числе удостоверенные закладными;
- ипотечные сертификаты участия;
- денежные средства в валюте Российской Федерации или иностранной валюте;
- государственные ценные бумаги и недвижимое имущество.

Ипотечное покрытие облигаций ГПБ-Ипотеки составляют только обеспеченные ипотекой требования, удостоверенные закладными, и денежные средства в валюте Российской Федерации на счете ГПБ-Ипотеки в АБ «Газпромбанк» (ЗАО).

Эмитент – ГПБ-Ипотека

Общие сведения об Эмитенте

Эмитентом облигаций с ипотечным покрытием является ОАО «ИСО ГПБ-Ипотека» – ипотечная специализированная организация (ипотечный агент), созданная в мае 2006 года исключительно для целей осуществления данного выпуска облигаций с ипотечным покрытием.

Уставной капитал Эмитента составляет 100 тыс. рублей, распределенных на 85 тыс. обыкновенных голосующих акций и 15 тыс. привилегированных неголосующих акций номинальной стоимостью 1 рубль каждая. Держателем 100% обыкновенных голосующих акций Эмитента является фонд Stichting GPB-Mortgage, зарегистрированный в Нидерландах. 100% привилегированных неголосующих акций ипотечного агента при их размещении были приобретены Совфинтрейдом.

Собственные средства Эмитента в размере 516,085,000 рублей сформированы посредством привлечения Эмитентом 66,085,000 рублей от эмиссии акций, в том числе от размещения привилегированных акций с премией к номиналу, а также размещения Эмитентом облигаций с ипотечным покрытием с премией к номиналу в сумме 450 млн рублей при первичном размещении по закрытой подписке.

В соответствии с Налоговым кодексом РФ доходы Эмитента от уставной деятельности, в том числе доходы по закладным, не облагаются налогом на прибыль.

В соответствии с требованиями российского законодательства Эмитент не имеет штата сотрудников, исполнение функций единоличного исполнительного органа передано управляющей компании ТМФ-Рус. Бухгалтерский и налоговый учет Эмитента ведет компания РМА-Сервис.

Компании ТМФ-Рус и РМА-Сервис являются 100% дочерними компаниями TMF Group, входящей в число мировых лидеров на рынке услуг корпоративного администрирования. TMF Group, в частности, имеет значительный опыт работы на рынке сервисных услуг для сделок по структурированному финансированию и обладает высокой репутацией, что, в том числе, подтверждается ее участием в проекте по секьюритизации российских суверенных долгов для Федерального правительства Германии (облигации Aries).

Особенности структуры капитала Эмитента

Структура капитала Эмитента призвана обеспечить эффективное разделение контроля над деятельностью компании и возможности получения экономических выгод от ее деятельности между держателем обыкновенных акций (фондом Stichting GPB-Mortgage) и держателями привилегированных акций.

Единоличный контроль над компанией осуществляет фонд Stichting GPB-Mortgage, созданный исключительно для держания и управления обыкновенными акциями Эмитента. Фонд, учрежденный компанией TMF Management B.V., голландской дочерней компанией TMF Group, не имеет участников и управляется двумя директорами: компанией TMF Management B.V. и физическим лицом - высокопоставленным сотрудником TMF Management B.V.

Директора фонда в рамках соответствующего гарантийного письма приняли на себя обязательства перед держателями облигаций с ипотечным покрытием и владельцами привилегированных акций Эмитента не принимать решения о добровольной ликвидации Эмитента, о выплате дивидендов по акциям и об отчуждении акций Эмитента, находящихся в собственности фонда. Директора фонда могут передать свои полномочия управлять фондом иному лицу только в случае согласия последнего принять на себя обязательства по указанному выше гарантийному письму.

Право получения экономических выгод от деятельности Эмитента передано держателям неголосующих привилегированных акций Эмитента. По привилегированным акциям не установлена ставка дохода, но привилегированные акционеры имеют право на получение всей ликвидационной стоимости Эмитента при ликвидации Эмитента после полного погашения облигаций с ипотечным покрытием.

Влияние структуры капитала Эмитента на риски держателей облигаций

Использование описанной выше структуры капитала Эмитента позволяет достичь выполнения стандартной для всех сделок по cash-flow секьюритизации концепции «удаленности от банкротства», т.е. такой ситуации, при которой минимизируются риски, связанные с корпоративной деятельностью Эмитента.

Бухгалтерский баланс ОАО «ИСО ГПБ-Ипотека» на 30/06/2006 (тыс. рублей)

Активы	
Дебиторская задолженность	10
Денежные средства	66 052
Итого	66 062
Пассивы	
Уставный капитал	100
Добавочный капитал	65 985
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)*	-23
Итого	66 062

Источник: Данные аудированной отчетности Эмитента

* Убыток Эмитента в размере 23 тысяч рублей в отчетном периоде связан с осуществлением Эмитентом расходов на организацию своей деятельности

Бухгалтерский баланс ОАО «ИСО ГПБ-Ипотека» на дату публичного размещения облигаций (прогнозные значения, тыс. рублей)

Активы	
Денежные требования, обеспеченные ипотекой	3 020 000
Денежные средства	496 085
Итого	3 516 085
Пассивы	
Облигации с ипотечным покрытием	3 000 000
Уставный капитал	100
Добавочный капитал	65 985
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)*	450 000
Итого	3 516 085

Источник: Газпромбанк

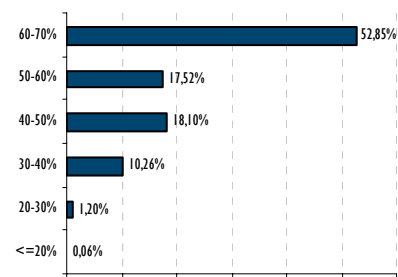
* Прибыль Эмитента, сформированная в результате размещения облигаций с ипотечным покрытием с премией к номиналу при первичном размещении по закрытой подписке

Распределение портфеля по регионам РФ



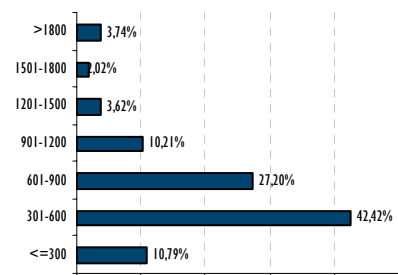
Источник: Совфинтрейд, Расчеты: Газпромбанк

Распределение портфеля по величине LTV



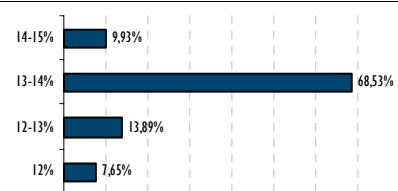
Источник: Совфинтрейд, Расчеты: Газпромбанк

Распределение портфеля по величине остатка основного долга по закладным (тыс. руб.)



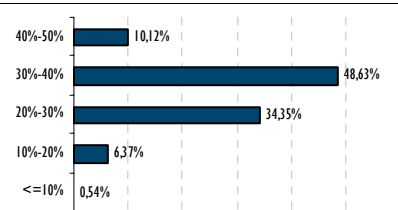
Источник: Совфинтрейд, Расчеты: Газпромбанк

Распределение портфеля по величине процентной ставки по закладным



Источник: Совфинтрейд, Расчеты: Газпромбанк

Распределение портфеля по величине РТИ



Источник: Совфинтрейд, Расчеты: Газпромбанк

Распределение портфеля по просрочкам

Количество дней просрочки	0	1-30	31-60
Доля портфеля	99,74%	0,24%	0,02%
Количество закладных	5,963	12	1

Источник: Совфинтрейд, Расчеты: Газпромбанк

Портфель закладных: история формирования и основные характеристики

История формирования портфеля закладных

Портфель закладных, входящих в состав ипотечного покрытия, был приобретен Эмитентом у Совфинтрейда. Данный портфель был сформирован Совфинтрейдом в ходе своей деятельности по рефинансированию обеспеченных ипотекой требований на вторичном рынке ипотечного кредитования в РФ.

Совфинтрейд осуществляет свою деятельность на основе двухуровневой модели рефинансирования закладных. В рамках данной структуры ипотечные кредиты, обеспеченные залогом жилой недвижимости, выдаются первоначально региональными банками и по ним оформляются закладные. Далее закладные выкупаются у региональных банков специализированными организациями, т.н. региональными операторами. Региональные операторы аккумулируют закладные, поставляемые им региональными банками, и формируют портфели закладных, готовые для дальнейшей продажи Совфинтрейду. Региональные операторы также осуществляют выдачу ипотечных займов, обеспеченных залогом жилой недвижимости, оформляют соответствующие закладные и вместе с портфелями закладных, поставленных региональными банками, продают их Совфинтрейду. В своей деятельности региональные банки, региональные операторы и Совфинтрейд используют стандарты выдачи, оформления и андеррайтинга ссуд, утвержденные Совфинтрейдом. Региональные операторы жестко следуют утвержденным Совфинтрейдом стандартам, так как в случае их несоблюдения Совфинтрейд не выкупит у региональных операторов закладные, в отношении которых допущено нарушение стандартов. Проверка соответствия закладных, поставляемых региональными операторами Совфинтрейду, осуществляется посредством проводимого Совфинтрейдом андеррайтинга заемщиков, ссуд и кредитных досе.

В результате Совфинтрейд формирует стандартизированный, легко контролируемый портфель закладных, поведение которого поддается статистическому анализу, что, в конечном счете, повышает кредитное качество облигаций с ипотечным покрытием.

Аналогичную модель рефинансирования ипотечных активов использует Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК).

Критерии соответствия

Совфинтрейдом был отобран портфель закладных, удовлетворяющих перечисленным далее критериям соответствия, который был продан Эмитенту на основании договора купли-продажи закладных.

Приобретение Эмитентом портфеля закладных было профинансировано Газпромбанком. Привлеченное Эмитентом бридж-финансирование было погашено с использованием денежных средств от первичного размещения облигаций с ипотечным покрытием по закрытой подписке.

Критерии соответствия, которым удовлетворяют закладные, входящие в состав ипотечного покрытия, на момент их приобретения Эмитентом:

- ✓ Валюта – рубли РФ;
- ✓ непогашенный остаток основного долга – не менее 100 000 рублей;
- ✓ Остаточный срок до погашения – не более 30 лет;
- ✓ Процентная ставка – не менее 12% годовых;
- ✓ Возраст заемщика – не менее 18 лет на момент выдачи ипотечного кредита / займа и не более 75 лет к моменту погашения долга, предусмотренного соответствующим кредитным договором / договором займа;
- ✓ Значение коэффициента LTV – не более 70%;
- ✓ Значение коэффициента РТИ – не более 50%. РТИ (payment-to-income) – отношение величины ежемесячного платежа по закладной к совокупному ежемесячному доходу всех заемщиков по закладной после налогообложения.

Краткие характеристики портфеля закладных

Портфель закладных, входящих в состав ипотечного покрытия, имеет значительную региональную диверсификацию. В частности, недвижимое имущество распределено по 30 регионам РФ, крупнейшие из которых указаны на диаграмме выше.

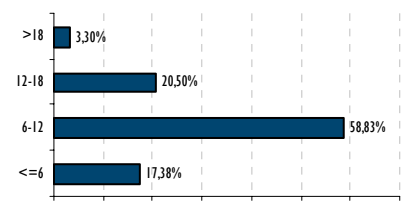
Согласно мировой статистике, а также методологии, используемой международными рейтинговыми агентствами, величина LTV является одним из основных показателей вероятности дефолта по ипотечным активам. Средневзвешенная величина LTV по портфелю закладных составляет 57,23%. Относительно низкое значение коэффициента LTV по ипотечному покрытию характеризует высокое кредитное качество портфеля закладных.

Средняя величина остатка непогашенного долга по закладной в ипотечном покрытии составляет около 500 тыс. рублей, что при величине совокупного портфеля в 3,04 млрд рублей свидетельствует о значительной диверсификации портфеля. Кроме того, низкая средняя величина остатка основного долга по закладной обеспечивает высокую ликвидность обеспечения как в случае обращения взыскания на ипотечное покрытие, так и при продаже дефолтных закладных.

Средневзвешенная процентная ставка по закладным, входящим в портфель ГПБ-Ипотеки, составляет 13,8% годовых, что позволит ГПБ-Ипотеке получать значительную процентную маржу, которая будет использована для покрытия убытков по портфелю закладных в случае их возникновения или для досрочного погашения облигаций с ипотечным покрытием.



Распределение портфеля по сроку жизни закладных* (мес.)



Источник: Совфинтрейд, Расчеты: Газпромбанк

* - срок, прошедший с даты выдачи соответствующего ипотечного кредита/займа

Сервисное обслуживание портфеля закладных

Понятие сервисного обслуживания

Получение экономических выгод от портфеля закладных, являющихся розничными финансовыми инструментами, требует выполнения в отношении него комплекса мероприятий, направленных как на сбор денежного потока, генерируемого портфелем закладных, так и поддержание высокого кредитного качества портфеля посредством контроля за исполнением обязательств заемщиками и принятия эффективных мер по устранению выявленных нарушений. Данный комплекс мероприятий принято называть сервисным обслуживанием.

Сервисный агент

Эмитент облигаций с ипотечным покрытием, обладающий ограниченной правоспособностью и не имеющий штата сотрудников, передал выполнение сервисного обслуживания закладных организации сервисному агенту, способному обеспечивать эффективное управление портфелем розничных финансовых инструментов. Сервисным агентом, уполномоченным осуществлять сбор платежей от заемщиков по закладным, входящим в состав ипотечного покрытия облигаций ГПБ-Ипотеки, является Газпромбанк. Газпромбанк осуществляет свою деятельность на основании договора сервисного обслуживания закладных, заключенного с Эмитентом. Основными функциями Газпромбанка как сервисного агента являются сбор и перевод денежных средств от заемщиков к Эмитенту, которые включаются в состав ипотечного покрытия, и контроль за исполнением заемщиками условий закладных.

Процедура урегулирования просрочек платежей

В случае наступления просрочки внесения очередного платежа по закладной сервисный агент в кратчайшие сроки от имени Эмитента устно уведомляет просрочившего заемщика о необходимости незамедлительного внесения просроченного платежа. В случае непогашения заемщиком просроченного платежа в течение 10 календарных дней с даты первоначального устного уведомления, но не позднее 15 календарных дней с момента наступления просрочки, сервисный агент направляет заемщику от имени Эмитента заказное письмо с уведомлением о вручении, содержащее требование незамедлительно погасить задолженность по внесению просроченных платежей, и предоставляет Эмитенту, по запросу последнего, документы, подтверждающие направление указанного письма. В случае непогашения заемщиком просроченного платежа в течение 60 календарных дней с момента наступления просрочки первого платежа сервисный агент от имени Эмитента направляет письменное требование заемщику о досрочном погашении всей задолженности по закладной в полном объеме. В случае непогашения заемщиком задолженности по закладной в полном объеме в течение 30 календарных дней с даты направления письменного требования о досрочном погашении задолженности по Закладной, но не позднее 100 календарных дней с момента наступления просрочки первого платежа, сервисный агент обязан инициировать процедуру урегулирования дефолтной закладной.

Процедура урегулирования дефолтных закладных

Если просрочка исполнения обязательств заемщиком по закладной составляет более 90 дней, то сервисный агент инициирует процедуру урегулирования дефолтной закладной. В соответствии с договором сервисного обслуживания сервисный агент имеет право урегулировать дефолтную закладную двумя альтернативными способами: (1) продать или иным образом произвести отчуждение дефолтных закладных третьим лицам по цене не ниже их номинальной стоимости, которая складывается из суммы непогашенного основного долга (на дату продажи или отчуждения) по денежным обязательствам, удостоверенным закладными, и начисленных, но не выплаченных процентов по таким денежным обязательствам, пеней и штрафов с обязательным включением в состав ипотечного покрытия имущества, полученного в результате такого отчуждения, или (2) обратиться в суд в целях обращения взыскания на заложенное имущество по дефолтной закладной. Имущество, полученное в результате обращения взыскания на такое заложенное имущество, подлежит включению в состав ипотечного покрытия.

Учет и хранение ипотечного покрытия

Хранение и учет ипотечного покрытия осуществляется Газпромбанком, выступающим в качестве специализированного депозитария. Как специализированный депозитарий ипотечного покрытия Газпромбанк также осуществляет расчет размера ипотечного покрытия и контроль за его использованием Эмитентом.

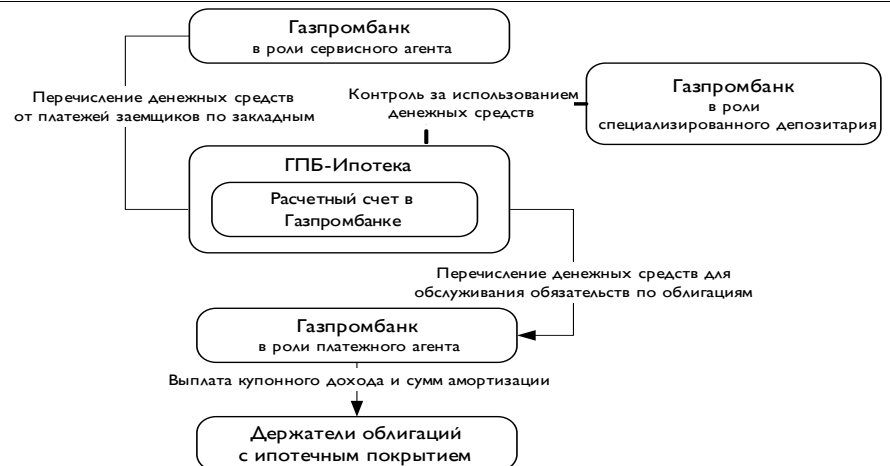
Выплаты по облигациям ГПБ-Ипотеки

Газпромбанк выступает в роли расчетного банка ГПБ-Ипотеки и платежного агента по облигациям с ипотечным покрытием и, как специализированный депозитарий, контролирует все списания с банковского счета Эмитента.

На 8-й рабочий день после окончания календарного месяца все платежи от заемщиков в счет обслуживания задолженности по закладным должны быть перечислены сервисным агентом на расчетный счет ГПБ-Ипотеки, открытый в Газпромбанке. В конце каждого календарного квартала года Газпромбанк как платежный агент ГПБ-Ипотеки осуществляет квартальные купонные выплаты по облигациям с ипотечным покрытием, а также частичное досрочное погашение облигаций при наличии у Эмитента свободных денежных средств в достаточном объеме.



Схема. Обслуживание облигаций ГПБ-Ипотеки



Источник: Газпромбанк

Структура выпуска и оценка срока обращения

Амортизация облигаций с ипотечным покрытием

Облигации ГПБ-Ипотеки являются так называемыми «сквозными» облигациями (pass-through), т.е. денежные потоки по облигациям определяются денежным потоком по закладным, входящим в состав ипотечного покрытия. Таким образом, при досрочном погашении закладных и возникновении у Эмитента свободных денежных средств Эмитент осуществляет досрочное частичное погашение облигаций с ипотечным покрытием.

Величина досрочного частичного погашения облигаций определяется Эмитентом исходя из величины денежных средств в составе ипотечного покрытия на 8-й рабочий день месяца выплаты купонного дохода, уменьшенной на величину предстоящего купонного платежа и установленную величину резервного фонда. Если величина денежных средств в ипотечном покрытии недостаточна для покрытия установленной величины резервного фонда и предстоящего купонного платежа, то Эмитент не осуществляет досрочное частичное погашение облигаций.

Данный порядок определения величины досрочного частичного погашения позволяет, с одной стороны, обеспечить досрочное погашение облигаций при досрочном погашении закладных, входящих в состав ипотечного покрытия, а с другой стороны - не допустить ухудшения показателей ликвидности Эмитента, т.е. использования средств резервного фонда, что может негативно отразиться на степени защищенности держателей облигаций от ухудшения кредитного качества портфеля закладных.

Необходимо иметь в виду, что вследствие использования Эмитентом всех денежных средств, получаемых им по портфелю закладных, за вычетом сумм купонных выплат и отчислений на восстановление резервного фонда, на досрочное погашение облигаций, темп амортизации облигаций будет превышать темп погашения портфеля закладных. Это обусловлено тем, что денежные средства от процентной маржи, формируемой Эмитентом, за вычетом операционных расходов Эмитента и с учетом ограничений, изложенных в предыдущем параграфе, также используются на досрочное погашение облигаций.

Принципы расчета эффективного срока обращения и дюрации

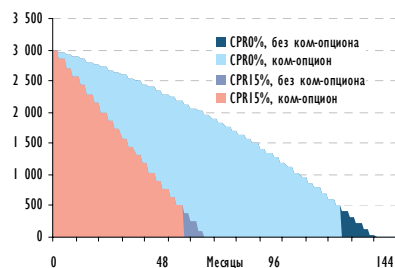
Методики, используемые для расчета срока обращения и дюрации облигаций с ипотечным покрытием, отличаются от методик, используемых для расчета указанных параметров обычных корпоративных облигаций. Вследствие особенностей облигаций с ипотечным покрытием необходимо оперировать новыми для российского долгового рынка понятиями:

1. ожидаемый срок обращения, т.е. срок обращения, взвешенный на объем погашения основного долга облигаций с ипотечным покрытием (weighted-average life, WAL);
2. ожидаемый срок до погашения, т.е. время до полного погашения облигаций с ипотечным покрытием;
3. ожидаемая дюрация, в большей степени отражающая чувствительность облигаций с ипотечным покрытием к изменению процентной ставки.

Для расчета ожидаемого срока обращения, ожидаемого срока до погашения и ожидаемой дюрации облигаций с ипотечным покрытием ГПБ-Ипотеки необходимо иметь в виду следующее:

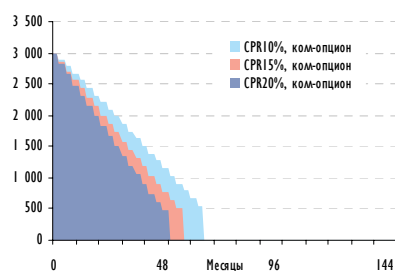
1. Юридический срок обращения облигаций. Срок обращения облигаций с ипотечным покрытием определяется сроком погашения самой длинной закладной, входящей в состав ипотечного покрытия, увеличенным на срок, необходимый для урегулирования дефолта по ней. Срок обращения облигаций ГПБ-Ипотеки истекает 29 декабря 2036 г.
2. Средневзвешенную фиксированную ставку процента по закладным. Средневзвешенная ставка процента по закладным, входящим в состав ипотечного покрытия, составляет 13.8% годовых.
3. Ставку купона по облигациям. Ставка купона установлена на уровне 8% годовых на весь срок обращения облигаций.

Сценарии срока жизни облигаций — график погашения облигаций (млн руб.)



Источник: Газпромбанк

Сценарии срока жизни облигаций при различных темпах досрочного погашения — график погашения облигаций (млн руб.)



Источник: Газпромбанк



4. Количество купонных платежей.
5. Порядок расчета аннуитетных платежей по закладным.
6. Норму (скорость) досрочных погашений по закладным.

Расчет ожидаемого срока обращения и ожидаемой дюрации выпуска производится стандартным способом - путем оценки потока денежных платежей.

Вследствие амортизационной природы облигаций с ипотечным покрытием их ожидаемый срок до погашения оказывается значительно короче юридического срока обращения выпуска. В случае если норма досрочных погашений закладных в составе ипотечного покрытия велика (10% в год и более), ожидаемый срок до погашения может на порядок отличаться от номинального.

Оценка величины нормы досрочных погашений

Норма досрочных погашений определяется на основе статистического исследования исторических темпов погашения портфеля закладных. По нашим оценкам, ожидаемая величина постоянной нормы досрочных погашений от остатка задолженности в год по портфелю закладных ГПБ-Ипотеки составит 15%, что соответствует историческим данным по совокупному портфелю закладных Совфинтрейда, представленным на диаграмме слева. После истечения срока действия моратория на досрочные погашения по закладным, составляющего 6 месяцев с момента возникновения обеспеченного ипотекой требования, наблюдается резкий рост нормы досрочных погашений, которая стабилизируется на уровне CPR15%, начиная с 7-го месяца жизни закладной. Принимая во внимание, что 80% портфеля закладных ГПБ-Ипотеки имеет срок жизни более 7 месяцев, мы ожидаем значение нормы досрочных погашений портфеля закладных на уровне 15% в год.

Возможность досрочного погашения (колл-опцион)

В структуре выпуска ГПБ-Ипотеки предусмотрен колл-опцион (clean-up call), позволяющий Эмитенту досрочно полностью погасить облигации при достижении величиной непогашенного остатка номинальной стоимости облигаций 20% от первоначальной номинальной стоимости.

По нашим оценкам, вероятность исполнения колл-опциона велика, т.к. при снижении номинальной стоимости облигаций до 20% от первоначального значения дальнейшее покрытие операционных расходов Эмитента будет производиться частично за счет собственных средств Эмитента. В результате держатели привилегированных акций, уполномоченные на получение всей ликвидационной стоимости Эмитента, будут заинтересованы в досрочном полном погашении Эмитентом облигаций с использованием денежных средств от продажи остатка портфеля закладных.

Выводы об оценке срока обращения

В таблице слева представлены основные срочные характеристики облигаций с ипотечным покрытием ГПБ-Ипотека при различных темпах досрочного погашения закладных.

Как видно из таблицы, ожидаемый срок до погашения облигаций с ипотечным покрытием может сильно варьироваться от темпа досрочных погашений закладных, входящих в состав ипотечного покрытия. В случае ГПБ-Ипотеки ожидаемый срок до погашения облигаций при условии отсутствия досрочных погашений по закладным составит 148 месяцев (12,3 года), а с досрочными погашениями закладных на уровне CPR 15% – 70 месяцев (5,8 года). Учитывая предусмотренный в структуре выпуска колл-опцион, ожидаемый срок до погашения выпуска составит 57 месяцев (4,8 года) – время, через которое у ГПБ-Ипотеки появится право на досрочное полное погашение облигаций, которым Эмитент предположительно воспользуется. При этом ожидаемый срок обращения облигаций составит 2 года и 9 месяцев, а ожидаемая дюрация – 2 года и 5 месяцев.

Кредитное усиление

Структура облигаций с ипотечным покрытием ГПБ-Ипотеки предусматривает использование нескольких механизмов кредитного усиления, позволяющих повысить кредитное качество облигаций путем снижения рисков, связанных с портфелем закладных в обеспечении.

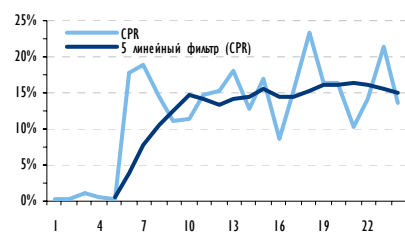
Высокий коэффициент покрытия процентных расходов процентными доходами

Средневзвешенная ставка процента по обеспеченным ипотекой требованиям, входящим в состав ипотечного покрытия, составляет 13,8%. Исходя из ставки купона по облигациям с ипотечным покрытием и величины операционных расходов Эмитента, коэффициент покрытия процентных расходов по облигациям процентными доходами по ипотечному покрытию с учетом операционных расходов Эмитента составит около 130% на дату публичного размещения. Операционная маржа, формируемая Эмитентом, будет использоваться для покрытия убытков по портфелю закладных, а при их отсутствии – для досрочного погашения облигаций.

Высокий коэффициент покрытия облигаций обеспечением

Денежные средства, полученные Эмитентом от размещения акций и привлечения бридж-финансирования, были направлены на приобретение портфеля закладных в объеме, превышающем размер обязательств по облигациям с ипотечным покрытием. Кроме того, в состав ипотечного покрытия включены средства от размещения облигаций с премией к номиналу при первичном размещении. Коэффициент покрытия обязательств по облигациям составит 122,5% к дате первичного размещения. По мере досрочного погашения облигаций с ипотечным покрытием коэффициент покрытия облигаций обеспечением будет увеличиваться за счет поддержания Эмитентом неамортизируемого резервного фонда и использования для досрочного погашения облигаций процентной маржи, формируемой Эмитентом.

Динамика досрочных погашений закладных (CPR в % годовых) в зависимости от их срока жизни (мес.)



Источник: Совфинтрейд, Расчеты: Газпромбанк

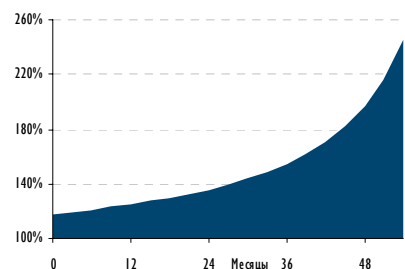
Чувствительность срочных характеристик облигаций к различным темпам досрочного погашения (лет)

CPR	0%	10%	15%*	20%	30%
Без колл-опциона					
Срок до погашения	12.3	6.8	5.8	5.0	4.3
Дюрация	5.3	2.9	2.5	2.2	1.8
WAL	7.2	3.4	2.8	2.4	2.0
С колл-опционом					
Время до исполнения	11.0	5.8	4.8	4.3	3.5
Дюрация	5.2	2.8	2.4	2.1	1.8
WAL	7.1	3.3	2.7	2.4	1.9

Источник: Газпромбанк

* – норма досрочных погашений, при которой проводится оценка доходности облигаций

Динамика увеличения коэффициента покрытия облигаций обеспечением в течение срока обращения облигаций*



Источник: Газпромбанк

* Расчет проведен для CPR15% и в предположении исполнения колл-опциона при снижении номинальной стоимости облигаций ниже 20% от объема выпуска



Резервный фонд

Эмитентом сформирован неамортизируемый резервный фонд, используемый для покрытия разрывов ликвидности Эмитента в случае возникновения просрочек по закладным, входящим в состав ипотечного покрытия, а также возможных потерь по закладным в случае дефолтов. Величина неамортизируемого резервного фонда, составляющая 15% от объема выпуска, позволит Эмитенту поддерживать необходимый уровень ликвидности для исполнения обязательств по двум купонным платежам в течение всего срока обращения облигаций. Денежные средства, поступающие Эмитенту по портфелю закладных, за вычетом сумм, подлежащих уплате в виде купонного дохода по облигациям, будут использоваться на восстановление резервного фонда до целевой величины в случае, если в предыдущих периодах из резервного фонда производились списания.

Порядок размещения облигаций ГПБ-Ипотеки

Первичное размещение по закрытой подписке

Облигации с ипотечным покрытием ГПБ-Ипотеки были размещены по закрытой подписке 10 ноября 2006 года. Цена размещения составила 115% от номинала. За счет денежных средств, полученных от размещения облигаций по закрытой подписке, Эмитент погасил бридж-финансирование, привлеченное от Газпромбанка для приобретения портфеля закладных. Оставшиеся после погашения бридж-финансирования средства были направлены Эмитентом на формирование резервного фонда.

Публичное размещение

Публичное размещение облигаций с ипотечным покрытием ГПБ-Ипотеки будет проведено в декабре 2006 после государственной регистрации ФСФР отчета об итогах выпуска и допуска облигаций ГПБ-Ипотеки к торгам на ФБ ММВБ. Облигации ГПБ-Ипотеки будут предложены инвесторам по цене, определяемой в ходе аукциона. К моменту публичного размещения облигациям ГПБ-Ипотеки будет присвоен международный кредитный рейтинг рейтингового агентства Moody's Investors Service, который ожидается на уровне Baa2, т.е. на уровне суверенного рейтинга Российской Федерации.

Преимущества облигаций ГПБ-Ипотеки

Международный кредитный рейтинг на уровне суверенного

Ожидается, что рейтинговое агентство Moody's Investors Service присвоит облигациям с ипотечным покрытием ГПБ международный кредитный рейтинг Baa2. Возможность присвоения кредитного рейтинга на уровне суверенного обусловлена в том числе (1) высоким качеством портфеля закладных, входящих в состав ипотечного покрытия, (2) наличием кредитного усиления в виде неамортизируемого резервного фонда, (3) высоким кредитным качеством сервисного агента (Газпромбанк), имеющего долгосрочный кредитный рейтинг банковских депозитов Baa2 и краткосрочный кредитный рейтинг P-2, а также (4) высоким качеством юридической структуры выпуска.

Высокое кредитное качество

Кредитное качество ипотечных облигаций определяется тремя основными составляющими. Во-первых, продавец пула закладных использует высокие стандарты для включения индивидуальных закладных в общий пул. Во-вторых, риски по облигациям с ипотечным покрытием снижаются посредством наличия в структуре выпуска описанных выше механизмов кредитного усиления. В-третьих, технические риски перевода денежных средств от заемщиков к Эмитенту полностью покрываются Газпромбанком как сервисным агентом.

Кроме того, статистика по долговым обязательствам в странах с развитым рынком ипотечного кредитования показывает, что ипотечные кредиты являются самым надежным вложением после государственных облигаций и существенно превышают по надежности корпоративные обязательства. В частности, в США случаи дефолтов по ипотечным кредитам в 3 раза реже, чем по кредитам корпораций. В среднем, за последние 5 лет на весь объем ипотечных обязательств пришлось всего лишь 0.14% плохих долгов. В России рынок ипотеки только зарождается, и кредитное качество ипотечных кредитов в России в настоящий момент можно охарактеризовать как очень высокое. Это вызвано, в частности, следующими причинами: общим улучшением экономической ситуации в РФ в течение последних лет, высокими темпами роста цен на жилье и консервативным подходом банков при оценке качества заемщиков и андеррайтинге ипотечных активов.

В частности, за период использования стандартов продавца портфеля закладных, составляющего ипотечное покрытие облигаций ГПБ-Ипотеки – банка Совфинтрейд – с начала 2005 года общее количество дефолтов по всему портфелю Совфинтрейда составило 6 из 15 000 рефинансированных Совфинтрейдом закладных, уровень потерь – 0%, норма просрочек – 0.3% от объема портфеля. Данный уровень просрочек характеризует и закладные, входящие в состав ипотечного покрытия облигаций ГПБ-Ипотеки. Согласно статистике Совфинтрейда, 90% просрочек погашаются в течение месяца, следующего за месяцем их возникновения.

Низкая дюрация

Несмотря на то что ипотечные активы – долгосрочный инструмент (сроком до 30 лет), исходя из анализа статистических данных о темпах досрочного погашения закладных, входящих в портфель Совфинтрейда, представляется наиболее вероятным, что данные облигации с ипотечным покрытием будут погашены в течение 4.8 лет (учитывая также экономическую заинтересованность держателей привилегированных акций в использовании встроенного колл-опциона на выкуп непогашенного портфеля закладных через 4.8 года). При этом, ожидаемая дюрация выпуска – около 2.4 года, что определяет относительно низкую чувствительность инструмента к изменениям процентных ставок.



Налоговая экономия

В соответствии с законодательством РФ доходы, полученные по облигациям с ипотечным покрытием, эмитированным до 1 января 2007 года, облагаются по льготной ставке налогообложения в 9%. Это значительно ниже ставки налога на доходы от других рублевых облигаций, в том числе других игроков рынка ипотечных кредитов, в частности АИЖК, которая составляет 24%, как и для корпоративных облигаций, а для муниципальных облигаций эта ставка составляет 15%.

Отсутствие рисков, связанных с коммерческой деятельностью Эмитента

Как уже было отмечено выше, создание специализированного ипотечного агента ГПБ-Ипотека преследует цели устранения коммерческих рисков облигаций с ипотечным покрытием. Поскольку данная компания является полностью автономной SPV, деятельность которой заключается только в получении платежей по закладным, составляющим ипотечное покрытие, и обслуживанию обязательств по облигациям с ипотечным покрытием, то коммерческие риски Эмитента отсутствуют, что подкрепляется также отсутствием налогообложения доходов Эмитента.

Прозрачные денежные потоки

Денежные потоки по облигациям полностью определяются денежными потоками по закладным, составляющим ипотечное покрытие. Газпромбанк как сервисный агент полностью покрывает технические риски, связанные с переводом денежных средств, выплаченных заемщиками по закладным, входящим в ипотечное покрытие.

Национальный проект

Развитие рынка облигаций с ипотечным покрытием в РФ – необходимая составная часть национального проекта «Доступное жилье». Выпуск облигаций с ипотечным покрытием ГПБ-Ипотека – пилотный проект в этой области, однако значительные перспективы роста данного сегмента рынка рублевых облигаций очевидны.

Свободно обращаемые ценные бумаги с первого дня публичного размещения

К моменту публичного размещения отчет об итогах выпуска облигаций с ипотечным покрытием будет зарегистрирован ФСФР и облигации будут допущены к торгам на ФБ ММВБ. Таким образом, инвесторы, приобретая облигации с ипотечным покрытием ГПБ-Ипотеки при публичном размещении, не несут рисков, связанных с завершением юридических процедур регистрации выпуска облигаций, и имеют возможность осуществлять сделки с данными ценными бумагами непосредственно с момента их приобретения.

Оценка доходности

Доходность облигаций с ипотечным покрытием ГПБ-Ипотеки можно рассчитать по потоку платежей так же, как и по обычной облигации; отличие будет заключаться только в наличии возможности досрочного частичного погашения облигаций, обусловленной досрочными погашениями по портфелю закладных.

Для определения справедливой доходности выпуска мы исходим из сравнения с торгуемыми выпусками государственных облигаций ОФЗ (G-кривая) и межстранового сравнения с ипотечными облигациями на американском рынке.

Облигации с ипотечным покрытием ГПБ-Ипотеки являются уникальным явлением на российском рынке и не имеют прямых аналогов для сравнения. Согласно зарубежной практике, ипотечные облигации считаются активом, максимально приближенным по уровню риска к государственным облигациям. По данным американской статистики, вероятность дефолта по ипотечным закладным в среднем в 3 раза ниже, чем по корпоративным кредитам, однако она все же существует, что предопределяет некоторую премию по доходности к государственным обязательствам.

В российских условиях статистически значимая информация по дефолтам на рынке ипотечного жилищного кредитования отсутствует, а существующая статистика, насчитывающая, по оценкам Совфинтрейда, не более 30 дефолтов – малозначима. Следует также отметить, что нахождение ипотечного рынка в России на начальной стадии развития обуславливает жесткий кредитный анализ, низкое отношение стоимости кредита к стоимости залога, а также относительно высокое кредитное качество заемщиков, решившихся на получение долгосрочного ипотечного кредита/займа.

Поэтому для оценки вероятности дефолтов мы считаем возможным ориентироваться на американский опыт и ожидаем сохранения низкого уровня проблемных кредитов в ближайшие годы.

Исходя из текущих доходностей на американском рынке, средний спрэд между доходностями облигации Fannie Mae и государственными облигациями составляет около 38 б.п. (с учетом налоговых последствий для держателей долга). Однако, учитывая более высокий уровень ставок в России, справедливый спрэд доходности российских ипотечных бумаг к государственным обязательствам также будет выше и, по нашим расчетам, должен составлять около 55 базисных пунктов.

Однако мы полагаем, что ввиду новизны данного инструмента российский рынок, вероятно, не готов пока к столь низкому спрэду между ипотечными и государственными облигациями. Ввиду того, что инвесторам предлагается принципиально новый для российского рынка инструмент, мы предполагаем дополнительную премию в размере до 60 б.п. Таким образом, возможный спрэд по доходности облигаций ГПБ-Ипотеки к G-кривой может составить до 115 б.п. Тем не менее, по мере становления рынка ипотечных инструментов спрэд доходности облигаций с ипотечным покрытием к G-кривой будет постепенно сужаться.

В целях позиционирования выпуска ГПБ-Ипотеки по дюрации мы ориентировались на два потенциальных сценария темпов досрочного погашения закладных, входящих в состав

Динамика просроченной задолженности по некоторым видам кредитов в 1985-2005 гг., США



Источник: US Federal Reserve



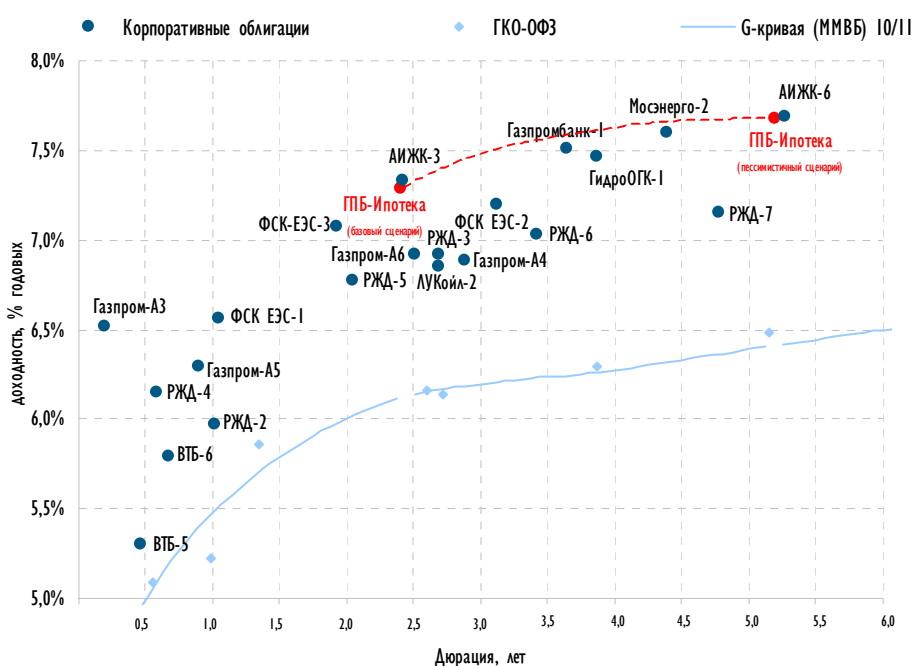
ипотечного покрытия облигаций с ипотечным покрытием ГПБ-Ипотеки.

Реализация одного из этих сценариев или их комбинации будет обуславливать срок до погашения и дюрацию эмиссии облигаций ГПБ-Ипотеки.

1. Базовый сценарий. По базовому сценарию, основанному на предположении о норме досрочных погашений закладных, входящих в состав ипотечного покрытия, на уровне 15% в год, мы полагаем, что ожидаемый срок до погашения облигации ГПБ-Ипотеки составит 4.8 лет, а дюрация – 2.4 года. На наш взгляд, вероятность выполнения этого сценария максимально высока.
2. Пессимистичный сценарий. Данный сценарий предполагает отсутствие досрочных погашений закладных, входящих в состав ипотечного покрытия. Согласно данному сценарию ожидаемый срок до погашения облигаций ГПБ-Ипотеки составит 11 лет, а дюрация – 5.2 года. На наш взгляд, вероятность реализации данного сценария мала, и он может реализоваться только в случае резкого изменения психологии заемщиков, резкого замедления развития экономики РФ, масштабного падения доходов заемщиков или существенного роста процентных ставок на рынке ипотечного кредитования.

Далее, для оценки справедливой доходности облигаций ГПБ-Ипотеки мы использовали наиболее близкие по дюрации для обоих указанных выше сценариев облигации ОФЗ (25057 и 26198) с дюрацией 2.7 года с доходностью к погашению 6.14% и дюрацией 5.2 года с доходностью к погашению 6.53% соответственно.

Карта рынка и позиционирование облигаций ГПБ-Ипотеки



Источник: Газпромбанк

Таким образом, нижняя граница эффективной доходности при публичном размещении облигаций ГПБ-Ипотеки должна находиться на уровне **7.29%**, а верхняя граница эффективной доходности, может, на наш взгляд, находиться на уровне **7.68%**.

При этом даже в случае приобретения облигации ГПБ-Ипотеки с доходностью 7.29% инвесторы получат дополнительный потенциал роста стоимости облигаций в случае перевыполнения базового сценария по темпам досрочных погашений, что представляется весьма вероятным при сохранении текущих темпов роста развития российского рынка ипотечного кредитования. В ином случае инвесторы получат некоторую страховку от замедления темпов досрочного погашения закладных в составе ипотечного покрытия облигаций ГПБ-Ипотеки и удлинения дюрации выпуска.

Сравнение с российскими облигациями в иностранной валюте

В июне 2006 г. был размещен выпуск ипотечных облигаций ВТБ в валюте по английскому праву (рейтинг старшего транша Moody's A1, Fitch BBB+), ожидаемый средний срок жизни которых при норме досрочных погашений ипотечных кредитов CPR15% составляет 3.59 лет, а дюрация – около 2.6 лет. Облигации были размещены с купоном Libor+100 б.п., что при текущем уровне процентных ставок составляет 6.31%. т.е. с премией к синтетической кривой российских еврооблигаций на уровне 71 б.п.

Экстраполяция данного спреда на внутренний рынок показывает, что доходность облигаций ГПБ-Ипотеки, исходя из размещения еврооблигаций ВТБ, должна составлять около **7.01%**. Рассчитанная по методу аналогов справедливая доходность облигаций ГПБ-Ипотеки находится в середине диапазона между справедливой доходностью, составляющей 6.69% (доходность ОФЗ 6.14% + премия 55 б.п.), и нижней границей предлагаемого инвесторам диапазона 7.29% (доходность ОФЗ 6.14%+115 б.п.). Мы полагаем, что доходность облигаций ГПБ-Ипотеки после размещения среди широкого круга инвесторов может опуститься до уровня, полученного с использованием метода аналогов.

**Налоговые ставки по доходам по долговым обязательствам российских эмитентов**

Облигации с ипотечным покрытием:	
Выпущенные до 01/01/2007	9%
Выпущенные после 01/01/2007	15%
ОФЗ	15%
Муниципальные облигации	
Выпущенные до 01/01/2007 сроком обращения не менее 3 лет	9%
Выпущенные после 01/01/2007	15%
Корпоративные облигации	24%

Источник: НК РФ

Влияние налогообложения на доходность. Скрытая стоимость.

Для оценки доходности выпуска облигаций с ипотечным покрытием ГПБ-Ипотеки мы считаем необходимым учитывать разницу в налоговых последствиях для держателей облигаций ГПБ-Ипотеки, для держателей государственных облигаций и владельцев корпоративных облигаций.

Так, ставка налога по государственным облигациям для юридических лиц составляет 15%, ставка налога для корпоративных облигаций – 24%, а для выпуска ГПБ-Ипотеки – 9%. Согласно действующему законодательству 9-процентная ставка налогообложения устанавливается для облигаций с ипотечным покрытием, выпущенных до 1 января 2007 г. По облигациям с ипотечным покрытием, выпущенным после 1 января 2007 года, ставка налогообложения устанавливается в размере 15%.

По нашим оценкам, ввиду разницы в налогообложении инвесторы должны будут заплатить приблизительно на 39 б.п. ежегодно налогов меньше, нежели чем при покупке ОФЗ с сопоставимой дюрацией и приблизительно на 116 б.п. ежегодно налогов меньше по сравнению с корпоративными облигациями.

Таким образом, исходя из особенностей налогообложения, эффективная доходность облигаций с ипотечным покрытием ГПБ-Ипотеки с погашением по колл-опциону через 4.8 лет (дюрация 2.4 года) должна составить 6.90% (7.29%-0.39%), а следовательно, инвестор, покупающий облигации ГПБ-Ипотеки, зарабатывает только за счет налоговой экономии на 39 б.п. больше, чем при обложении купонных выплат по налоговой ставке, применимой для государственных ценных бумаг. В случае размещения облигации ГПБ-Ипотеки с доходностью 7.27% эффективная ставка до уплаты налогов для инвестора составит 7.68%.

С другой стороны, при сравнении с выпусками корпоративных облигаций инвестор может рассчитывать на еще большую налоговую экономию, и соответственно, реальную эффективную доходность выпуска (до уплаты налогов) на уровне **8.45%-8.84%**.

Вывод

Таким образом, мы оцениваем справедливую эффективную доходность к погашению по облигациям с ипотечным покрытием ГПБ-Ипотеки на уровне 7.29-7.68%, что соответствует цене публичного размещения на уровне 102.18-102.78% от номинала.



АБ «Газпромбанк» (ЗАО)

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, корпус 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Аналитика долгового рынка

Михаил Зак

Заместитель начальника

Центра анализа рыночной конъюнктуры

+7 (495) 980-41-43

michael.zak@gazprombank.ru

Артем Архипов

Ведущий аналитик

Центра анализа рыночной конъюнктуры

+7 (477) 980-41-82

artem.arkhipov@gazprombank.ru

Департамент рынков капитала

Игорь Русанов

Вице-Президент – начальник Департамента

+ 7 (495) 913-78-61

igor.roussanov@gazprombank.ru

Алексей Котлов

Директор Департамента, структурированные продукты

+ 7 (495) 718-64-92

alexey.kotlov@gazprombank.ru

Александр Крапоткин

Начальник отдела сложноструктурированных сделок

+ 7 (495) 332-76-63

alexander.krapotkin@gazprombank.ru

Игнат Диркс

Аналитик, структурированные продукты

+ 7 (495) 332-76-98

ignat.dirks@gazprombank.ru

Александр Алистратов

Директор Департамента, синдикация и продажи

+ 7 (495) 719-19-82

AAA@gazprombank.ru

Алексей Куприянов

Главный эксперт, синдикация и продажи

+ 7 (495) 980-41-94

cuper@gazprombank.ru

Copyright © 2003-2006. АБ «Газпромбанк» (ЗАО). Все права защищены

Данный отчет подготовлен на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Авторы отчета не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации и мнений. С появлением новой рыночной информации позиция авторов может меняться.