

## ХК ФИНАНС, 1 – КАЧЕСТВЕННЫЙ ДЕБЮТ

В настоящее время проходит сбор заявок инвесторов на облигации, выпускаемые российским ООО «ХК Финанс» в рамках секьюритизации портфеля потребительских кредитов, выданных ХКФ Банком. Объявленный ориентир ставки купона по бумагам составляет 8,25–8,50% годовых до оферты через 3 года, выплата купона происходит ежемесячно. Ставка купона является фиксированной на первые 3 года обращения инструмента, затем увеличивается на 25% от величины 3-месячной ставки MosPrime (но не выше 12% годовых).

Данная сделка является одним из исключительно редких для последних лет образцов секьюритизации неипотечных кредитов российскими банками. Для ХКФ Банка ее целесообразность объясняется прежде всего возможностью моментально привлечь средства на новые кредитные выдачи, не дожидаясь возврата процентов и основного долга по уже выданным кредитам.

Для инвесторов сделка интересна как возможность приобрести долговой инструмент с рейтингами инвестиционного уровня, предлагающий премию до 80 б.п. к банковским облигациям сопоставимого качества на данном горизонте инвестирования. Защита интересов инвесторов в рамках транзакции обеспечивается многочисленными механизмами, которые включают (но не ограничиваются ими):

- (1) высокое качество залога,
- (2) строгую фиксацию приоритетности использования поступающих платежей по потребительским кредитам,
- (3) «избыточный спред» – ставка процентов по кредитному портфелю существенно превышает ожидаемую доходность по облигациям,
- (4) предоставление субординированного кредита, который в первую очередь покрывает убытки от дефолтных кредитов,
- (5) условия, приводящие к досрочному возврату основного долга инвесторам.

## СТРУКТУРА ТРАНЗАКЦИИ

Секьюритизация потребительских кредитов посредством выпуска облигаций ХК Финанс, 1 структурирована через две юрисдикции и включает более пяти основных и вспомогательных участников для обеспечения наиболее полной защиты сторон от возможных рисков.

Пошагово транзакция выглядит следующим образом:

- (1) российское ООО «ХК Финанс» выпускает облигации на 5,0 млрд руб. в пользу широкого круга инвесторов и за счет полученных средств предоставляет целевой кредит зарегистрированной в Нидерландах Eurasia Structured Finance No. 3 B.V.;
- (2) ХКФ Банк предоставляет той же компании Eurasia Structured Finance No. 3 B.V. субординированный кредит объемом 1,65 млрд руб.;
- (3) на вырученные деньги голландская компания приобретает у ХКФ Банка пул кредитов наличными на 6,375 млрд руб., а также формирует резерв ликвидности в объеме 0,275 млрд руб.

Впоследствии платежи по потребительским кредитам будут собираться ХКФ Банком и поступать в Eurasia Structured Finance No. 3 B.V. За их счет голландская компания будет производить расчеты по кредиту с российским ООО «ХК Финанс», а оно, в свою очередь, – с держателями облигаций.

**Юрий Тулинов, CFA**

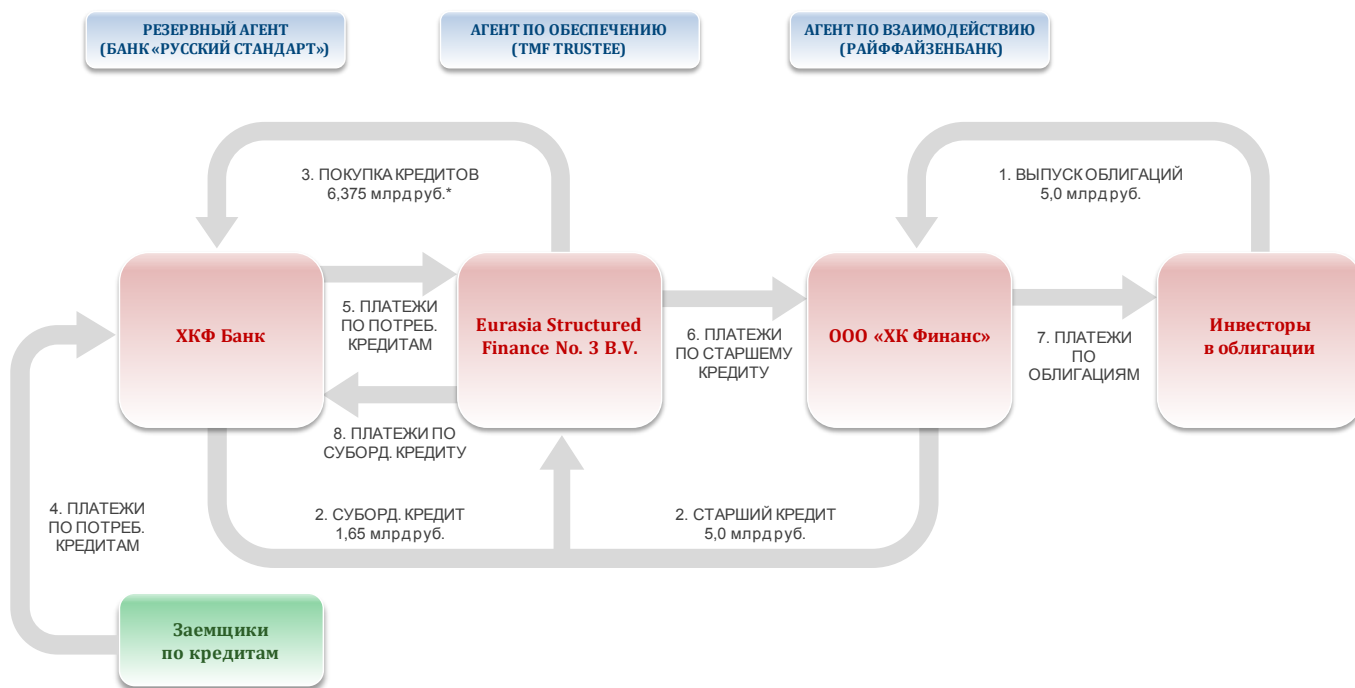
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 17)

Yury.Tulinov@gazprombank.ru

Необходимость наличия в сделке структур, зарегистрированных в разных юрисдикциях, ХКФ Банк объясняет желанием застраховать риски инвесторов с учетом того, что закон, регулирующий секьюритизацию неипотечных активов, в РФ пока не принят. Включение в сделку голландской компании позволяет использовать голландское и английское право при построении системы обеспечения и залогов в рамках транзакции.

При этом права требования по потребительским кредитам, приобретенным Eurasia Structured Finance No. 3 B.V., равно как и права требования по кредиту, который голландская компания получит от ООО «ХК Финанс», будут заложены в пользу агента по обеспечению – английской TFM Trustee. Как следствие, в гипотетическом сценарии возникновения у инвесторов проблем с получением выплат по сделке от российского эмитента – ООО «ХК Финанс» – перечисление им платежей по купонам и основному долгу будет осуществляться с уровня голландской компании-покупателя портфеля. На помощь инвесторов в данном случае также должен прийти агент по взаимодействию (Райффайзенбанк).

*Потоки денежных платежей по сделке*



\* оставшиеся средства в объеме 0,275 млрд руб. идут на формирование резерва ликвидности

Источник: ХКФ Банк

## ИНТЕРЕСЫ СТОРОН

Для ХКФ Банка данная сделка по секьюритизации представляет возможность «монетизировать» портфель кредитов наличными, не дожидаясь поступления платежей по процентам и основному долгу.

Обратим внимание на то, что голландская компания-покупатель портфеля кредитов входит в периметр консолидации ХКФ Банка. Как следствие, в рамках 191-П (обязанность ежеквартально соблюдать нормативы ЦБ РФ на консолидированной основе), а также для целей МСФО данная сделка не окажет влияния на нормативы достаточности капитала банка.

Инвесторы же, приобретая облигации ХК Финанс 1, получают обеспеченный пулом потребительских кредитов долговой инструмент, который, в силу высокого качества портфеля и структурных особенностей транзакции, получил предварительные рейтинги инвестиционной категории – «BBB (sf)» от S&P и

«Ваа3 (sf)» от Moody's. Напомним, что кредитные рейтинги самого ХКФ Банка: «-/Ва3/ВВ».

Важно подчеркнуть, что, инвесторы в облигации ХК Финанс, 1 де-факто не принимают на себя кредитные риски ХКФ Банка. Напротив, выплаты по облигациям привязаны к потоку платежей от погашения процентов и основного долга по портфелю потребительских кредитов, выданных организацией. Присутствующая в структуре сделки оферта (пут-опцион) со стороны ХКФ Банка выступает лишь дополнительным условием, позволяющим инвесторам чувствовать уверенность в сроке обращения инструмента.

Можно также заметить, что ООО «ХК Финанс» не входит в периметр консолидации ХКФ Банка – учредителями общества являются голландские фонды Stichting HC Finance 1 и Stichting HC Finance 2 (доля каждого – 50%). Данная структура является привычной для сделок секьюритизации и призвана обезопасить продаваемые банком активы от возможных претензий кредиторов.

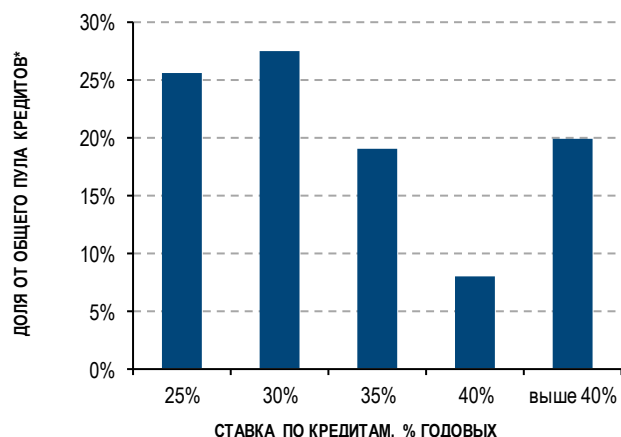
## **ВЫСОКОЕ КАЧЕСТВО ЗАЛОГА**

Для использования в качестве обеспечения в рамках выпуска облигаций ХК Финанс, 1 выданные ХКФ Банком кредиты наличными должны соответствовать ряду строгих критериев, включая, помимо прочего, нижеследующие:

- (1) кредит не является просроченным или реструктурированным,
- (2) кредит выдан существующим клиентам, имеющим положительную кредитную историю в банке и получившим адресное предложение о предоставлении им потребительского кредита,
- (3) в прошлом ХКФ Банк не помещал заемщика в категорию «сомнительных» или «несостоятельных»,
- (4) заемщик осуществил не менее 3 регулярных ежемесячных платежей по кредиту.

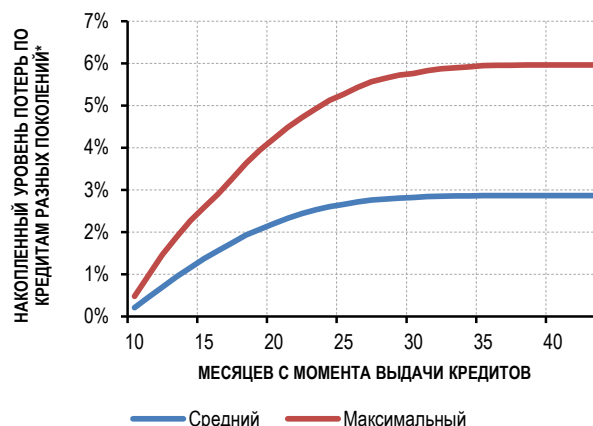
Дополнительные условия транзакции также способствуют высокой степени диверсификации и гранулированности портфеля. Так, основной долг заемщиков из Москвы в любой момент времени не должен превышать 15% от общей величины портфеля, а долг каждого отдельно взятого заемщика – 0,02%.

По нашему мнению, с учетом наблюдаемого в моменте у большинства российских банков ухудшения качества розничных портфелей, наличие данных требований должно добавлять уверенности держателям облигаций. При прочих равных, отбор кредитов по ним должен способствовать достижению меньшего уровня дефолтов, по сравнению с кредитами, выданными по более агрессивным стандартам андеррайтинга.

*Портфель потребительских кредитов: доходный...*

\* данные по портфелю кредитов, соответствующих условиям транзакции, в объеме 68,4 млрд руб. на 31.07.2013 г.; для размещения облигаций будет произведена случайная выборка кредитов из данного портфеля в нужном объеме

Источник: ХКФ Банк

*... и качественный*

\* данные по кредитам, соответствующим условиям транзакции и выданным за период с октября 2009 г. по апрель 2012 г.

Источник: ХКФ Банк

## МЕХАНИЗМЫ ЗАЩИТЫ ИНВЕСТОРОВ

Поскольку эмитентом облигаций выступает компания специального назначения, не ведущая операционной деятельности, основополагающее значение имеют структурные особенности транзакции, гарантирующие инвесторам поступление средств от платежей по обеспечению – потребительским кредитам.

- (1) Приоритетность направлений использования поступающих платежей закреплена транзакционными документами – в частности, договором об управлении денежными средствами (Cash Management Agreement), составленным в рамках английского права<sup>1</sup>.

Так, в первые 3 года поступающие платежи по основному долгу будут использоваться на приобретение новых потребительских кредитов, а поступающие процентные платежи – на купонные выплаты по облигациям, затем – на покупку новых потребительских кредитов (если находящиеся в портфеле кредиты выходят на просрочку), и лишь в последнюю очередь – на процентные платежи по субординированному кредиту. Приобретение новых кредитов необходимо для того, чтобы величина пула качественного (т.е. непросроченного) обеспечения в течение данного периода оставалось неизменной.

По истечении 3 лет все поступающие платежи по основному долгу и процентам будут объединяться и использоваться на купонные выплаты по облигациям, затем – на погашение основного долга по ним, и лишь когда бумаги полностью погашены – на погашение основного долга по субординированному кредиту.

Существование данной приоритетности по сути защищает инвесторов от того, что поступающие в качестве платежей по кредитам средства будут использоваться на альтернативные цели, в ущерб интересам инвесторов.

Заметим, что если у ХКФ Банка не будет новых кредитов, удовлетворяющих критериям для участия в сделке, поступающая ликвидность будет накапливаться и – при превышении уровня в 20% от объема обращающихся облигаций – данное превышение будет использоваться на досрочное погашение основного долга по ним.

<sup>1</sup> Заключается между Eurasia Structured Finance No. 3 B.V., ХКФ Банком, Citibank N.A. London Branch (кэш-менеджер) и TMF Trustee (агент по обеспечению)

- (2) «Избыточный спред», а именно существенное превышение ставки по выданным потребительским кредитам (в диапазоне от 19,9% до 49,9% для каждого отдельного кредита, но не ниже 27,0% годовых для всего портфеля) над ожидаемой стоимостью облигаций. С учетом упомянутой выше приоритетности платежей, купонные выплаты по облигациям должны быть с большим запасом покрыты поступающими процентами.
- (3) Наличие в сделке субординированного кредита, основной долг по которому начинает возвращаться лишь после полного погашения задолженности по облигациям, де-факто означает, что до определенного уровня кредитные потери по портфелю кредитов не затронут держателей облигаций.

В наиболее упрощенном виде, пока уровень дефолтов по портфелю не достигнет 1,65 млрд руб. (величина субординированного кредита) / 6,375 млрд руб. (размер портфеля облигаций) = 25,9%, инвесторы в облигации могут чувствовать уверенность в возврате своих средств. Согласно подсчетам аналитиков Moody's, с учетом описанного механизма «избыточного спреда», уровень кредитных потерь по портфелю должен достичь 34,4%, чтобы возникла угроза невозврата инвесторам полной суммы инвестиций.

Для сравнения, по данным эмитента, с 2009 г. накопленный максимальный уровень дефолтов по потребительским кредитам, которые отвечают критериям текущей сделки и выданы в разные месяцы (т.е. разных «поколений»), составляет около 6%.

Важно отметить, что невыплата процентов и / или непогашение основного долга по субординированному кредиту не являются событиями дефолта, дающими ХКФ Банку право требовать досрочного возврата обязательства.

- (4) При наступлении ряда условий, потенциально ослабляющих позиции инвесторов в первые 3 года обращения облигаций ХК Финанс, 1, может быть запущен механизм ускоренной амортизации: все поступающие кредитные платежи по основному долгу и процентам будут направляться на погашение купонов и основного долга по облигациям. Помимо прочих, подобными событиями могут стать:

(4.1) ухудшение качества портфеля – среднее за последние 3 месяца значение доли кредитов, попавших в категорию просрочки от 31 до 60 дней, превышает 2,0% или среднее за последние 3 месяца значение доли кредитов, попавших в категорию «дефолтных» (просрочка более 180 дней), превышает 0,9%.

(4.2) средняя величина «избыточного спреда» за 3 последних месяца опускается ниже 5,0% (проценты по кредитам после уплаты купона по облигациям и покрытия просроченных кредитов, в аннуализированном выражении как процент от основного долга);

(4.3) ХКФ Банк оказывается неспособным осуществлять обслуживание поступающих платежей по потребительским кредитам и его обязанности перенимает резервный агент – Банк «Русский стандарт»;

(4.4) кредитные рейтинги ХКФ Банка опускаются ниже «В/В2» или отзываются, или происходит банкротство кредитной организации.

Благодаря описанным прежде структурным моментам – наличию субординированного кредита и «избыточного спреда» – направление всех поступающих платежей по кредитам на погашение основного долга и процентов по облигациям защищает позиции инвесторов. В то же время для них возникает риск рефинансирования – сокращение фактической дюрации инвестиции по сравнению с плановой – и необходимость поиска альтернативных вложений высвобождающихся ресурсов.



Добавим, что в случае наступления «триггера» ускоренная амортизация будет продолжаться до полного погашения долга по облигациям.

- (5) Часть средств от поступившего субординированного кредита будет использована компанией-покупателем на формирование резерва ликвидности (0,275 млрд руб.), достаточного для покрытия процентных платежей по облигациям на протяжении 6 месяцев. Отметим, что данный резерв должен существовать на протяжении всего срока транзакции.
- (6) Наличие оферты (пут-опциона) со стороны ХКФ Банка, по нашему мнению, следует рассматривать лишь в качестве гарантии горизонта инвестирования для инвесторов. Так, в базовом сценарии, по истечении 3 лет портфель кредитов, принадлежащих Eurasia Structured Finance No. 3 B.V., будет продан обратно ХКФ Банку, а основной долг по облигациям – полностью погашен. Если этого не произойдет, то пут-опцион как раз позволит выйти из бумаги держателям, которые найдут более привлекательные для себя варианты инвестирования. В противном случае – если облигации не погашены эмитентом (т.е. портфель кредитов не выкуплен банком) или инвесторами (через пут-опцион) – начнется ускоренная амортизация облигаций и, по подсчетам банка, долг по ним будет погашен за год-полтора.



## Департамент анализа рыночной конъюнктуры

**Алексей Демкин, CFA**

И.О. НАЧАЛЬНИКА ДЕПАРТАМЕНТА

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

### УПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ФОНДОВОГО РЫНКА

#### СТРАТЕГИЯ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ

**Александр Назаров**

+7 (495) 980 43 81

**Андрей Клапко**

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

**Эрик Де Пой**

+7 (495) 983 18 00, доб. 54440

**МЕТАЛЛУРГИЯ**

**Наталья Шевелева**

+7 (495) 983 18 00, доб. 21448

#### ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР

**Виталий Баикин**

+7 (495) 983 18 00, доб. 54072

**ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ**

**РЫНКОВ И АКЦИЙ**

**Владимир Кравчук, к. ф.-м. н**

+7 (495) 983 18 00, доб. 21479

#### БАНКОВСКИЙ СЕКТОР

**Андрей Клапко**

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

#### ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ И МЕДИА

**Сергей Васин**

+7 (495) 983 18 00, доб. 54508

**НЕФТЬ И ГАЗ**

**Александр Назаров**

+7 (495) 980 43 81

**Иван Хромушин**

+7 (495) 980 43 89

**Алексей Дорохов**

+7 (495) 983 18 00, доб. 54504

**Алексей Демкин, CFA**

НАЧАЛЬНИК УПРАВЛЕНИЯ

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

#### СТРАТЕГИЯ

**Алексей Тодоров**

+7 (495) 983 18 00,

доб. 54443

#### КРЕДИТНЫЙ АНАЛИЗ

**Яков Яковлев**

+7 (495) 988 24 92

**Юрий Тулинов, CFA**

+7 (495) 983 18 00,

доб. 21417

**Екатерина Зиновьева**

+7 (495) 983 18 00,

доб. 54442

### КОЛИЧЕСТВЕННЫЙ АНАЛИЗ И ИТ-РАЗВИТИЕ

**Тимур Семенов**

+7 (495) 983 18 00, доб. 54424

**Дмитрий Селиванов**

+7 (495) 983 18 00, доб. 21284

**Андрей Малышенко**

+7 (495) 983 18 00, доб. 20032

### РЕДАКТОРСКАЯ ГРУППА

**Павел Мишачев**

+7 (495) 983 18 00, доб. 54472

**Виктория Шишкина**

+7 (495) 983 18 00, доб. 54534

**Татьяна Андриевская**

+7 (495) 287 62 78

**Евгений Садонов**

+7 (495) 983 18 00, доб. 54420

## Департамент рынков фондового капитала

**Константин Шапшаров**

УПРАВЛЯЮЩИЙ ДИРЕКТОР — НАЧАЛЬНИК ДЕПАРТАМЕНТА

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

## Департамент инструментов долгового рынка

**Павел Исаев**

НАЧАЛЬНИК ДЕПАРТАМЕНТА

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

### УПРАВЛЕНИЕ ТОРГОВЛИ И ПРОДАЖ ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА

#### ПРОДАЖИ

**Светлана Голодинкина**

+7 (495) 988 23 75

**Мария Братчикова**

+7 (495) 988 24 03

#### ТРЕЙДИНГ

**Александр Питалефов**

СТАРШИЙ ТРЕЙДЕР

+7 (495) 988 24 10

**Денис Войниконис**

+7 (495) 983 74 19

**Артем Белобров**

+7 (495) 988 24 11

### УПРАВЛЕНИЕ РЫНКОВ ЗАЕМНОГО КАПИТАЛА

**Игорь Ешков**

НАЧАЛЬНИК УПРАВЛЕНИЯ

+7 (495) 913 74 44

## Брокерское обслуживание

**Максим Малетин**

НАЧАЛЬНИК УПРАВЛЕНИЯ

+7 (495) 983 18 59

broker@gazprombank.ru

### УПРАВЛЕНИЕ ТОРГОВЛИ И ПРОДАЖ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

**Андрей Миронов**

НАЧАЛЬНИК УПРАВЛЕНИЯ

+7 (495) 428 23 66

#### ПРОДАЖИ

**Александр Лежнин**

+7 (495) 988 23 74

**Анна Нифанова**

+7 (495) 989 91 29

**Ирина Руссова**

+7 (499) 271 90 68

**Григорий Погосов**

+7 (499) 271 90 54

#### ТРЕЙДИНГ +7 (800) 200 70 88

**Денис Филиппов**

+7 (495) 428 49 64

**Антон Алешин**

+7 (495) 983 18 89

**Тимур Зубайраев, CFA**

+7 (495) 913 78 57

**Владимир Красов**

+7 (495) 719 19 20

#### ПРОДАЖИ

**Илья Ремизов**

+7 (495) 983 18 80

**Дмитрий Кузнецов**

+7 (495) 428 49 80

**Вера Ярышкина**

+7 (495) 980 41 82

**Себастьян де Принсак**

+7 (495) 989 91 28

**Роберто Пеццименти**

+7 (495) 989 91 27

#### ТРЕЙДИНГ

**Елена Капица**

+7 (495) 988 23 73

**Дмитрий Рябчук**

+7 (495) 719 17 74