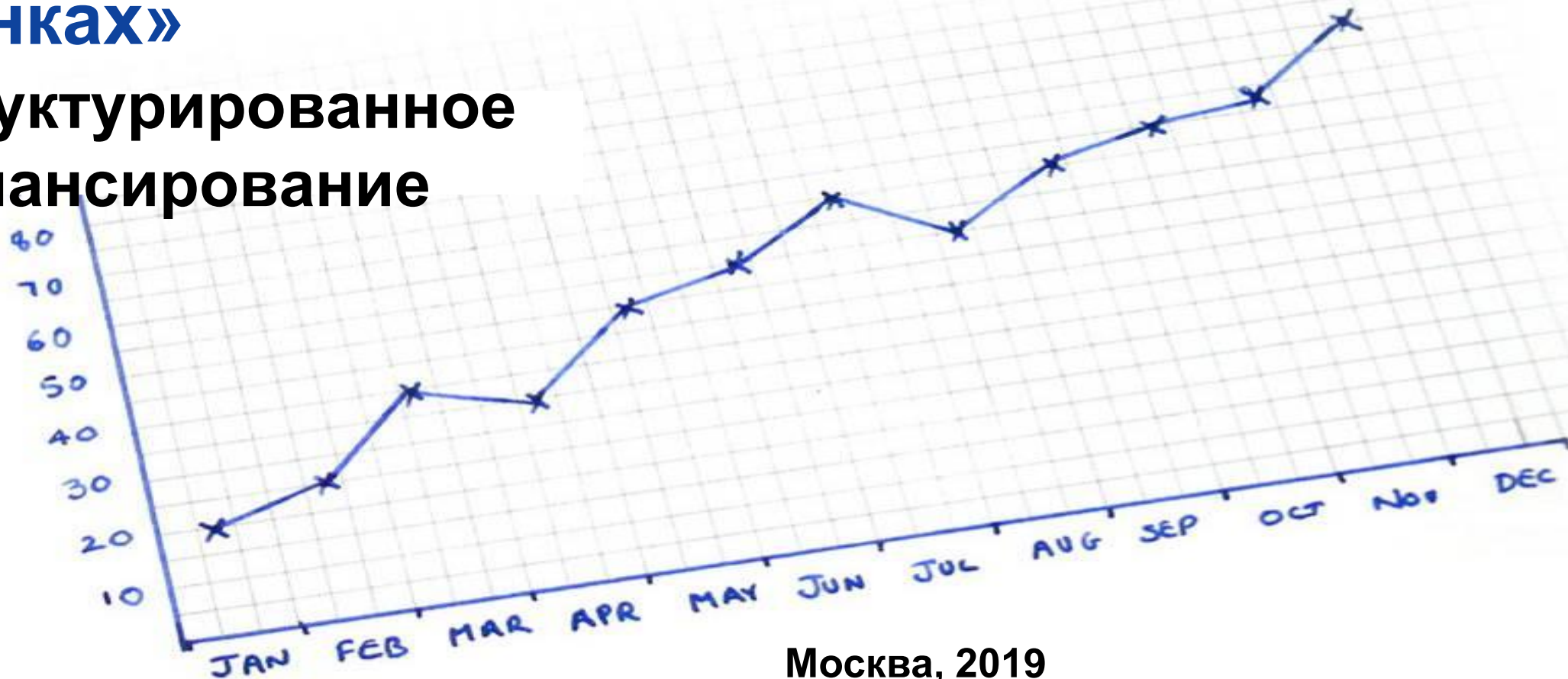


Курс «Практика привлечения финансирования на международных рынках»

Структурированное финансирование



Москва, 2019

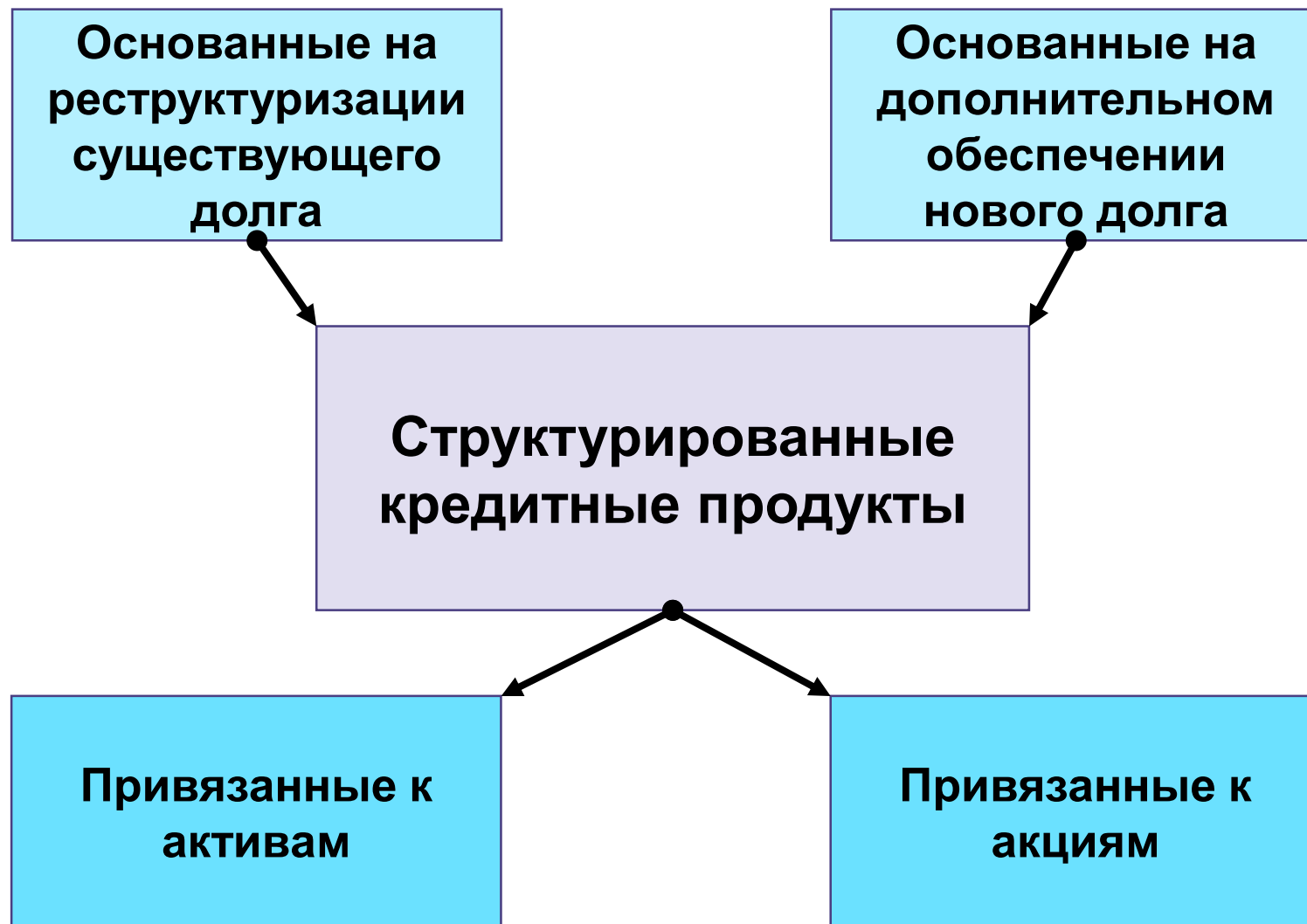
Что такое структурированное финансирование?

Структурированные кредитные продукты — это синтетические инструменты, включающие комбинацию средств обеспечения рисков кредитора: акции, опционы, варранты, залог основных средств, залог «корзины» активов, облигации, swap-контракты, CDS, Rainbow options (опцион на несколько однотипных активов), commodities и т.п. Данные инструменты служат 2 целям: **УВЕЛИЧЕНИЕ** потенциальной **СУММЫ** привлекаемого долга и/или **СНИЖЕНИЕ СТОИМОСТИ** привлекаемого долга.

Заемщиком часто (но, далеко не всегда) является специально созданное SPV/SPE (Special Purpose Vehicle/Entity), которое принимает на баланс портфель обеспечения кредитных обязательств.

Для структурированных кредитных продуктов часто употребляют термины: «финансовый инжиниринг» (**financial engineering**), «финансирование, сшитое на заказ» (**tailored financial techniques**)... Процесс добавления дополнительного обеспечения называется секьюритизацией (**securitization**).

Что такое структурированное финансирование?



Что такое структурированное финансирование?

Инструменты,
привязанные к активам



Потенциально
возможный
кредит



Инструменты,
привязанные к акциям



Структурированные кредитные продукты

Компания ищет проектное финансирование: *100 млн. долл.*, текущая операционная прибыль (без учета будущих доходов от проекта) - *10 млн. долл.* в год. Банк предлагает ставку - *11% годовых.*

Возможен ли **проект?**

Проценты в год = 11% * 100 млн. долл. = **11 млн. долл.** – больше, чем операционная прибыль. Возможно банкротство в первый же год.

Необходимо уменьшать процентную ставку по кредиту!!!

1) Даем Банку дополнительные активы в обеспечение (**залог будущих поступлений** по конкретному контракту, **активы** извне периметра компании в залог, **залог акций**, принадлежащих акционерам, в случае публичной компании и т.п.).

2) Даем Банку дополнительные доходы в обеспечение (**опцион на существующие акции** компании, **варрант** на дополнительно выпускаемые акции, выпускаем **конвертируемые облигации**, выпускаем **привилегированные акции**, выпускаем **рейтингованные облигации** и т.п.).

3) Даем Банку дополнительные права в корпоративном управлении (**приоритетные акции** компании (типа А), выпускаем **субординированный займ** и т.п.)

Структурированные кредитные продукты

Структурированные кредитные продукты применяются при:

- ➔ Реструктуризации проблемных кредитов;
- ➔ Смене собственников компании, выхода прежних собственников из бизнеса;
- ➔ Серьезном ухудшении рыночной ситуации в секторе индустрии, где работает компания/либо в экономике в целом;
- ➔ Сделках M&A (Merger and Acquisition, слияния и поглощения);
- ➔ Планируемых операциях на публичном рынке (IPO, SPO, облигации, Buy back).



Структурированные кредитные продукты

Структурированные кредитные продукты состоят из залога пакета активов либо ценных бумаг, для того, чтобы заемщик стал более привлекательным для кредиторов.

Для этого используются:

- Создание SPV, аккумулирующего активы и изолирующего их от прочих видов риска. Назначение управляющего активами;
- Все виды замены обязательств участием в капитале;
- Все виды дополнительного обеспечения рисков;
- Присвоение рейтингов выпускаемым ценным бумагам;
- Оценка портфеля на основе Mark-to-Model, а не Mark-to-Market;
- Траншевая система (**Tranching**) распределения ответственности.

Основная цель траншинга – распределить активы по степени их защищенности. Выделяется группа активов, по которым покупатели структурированного продукта получают более низкий доход, но высокую защищенность инвестиции. Остальные виды обеспечения также ранжируются с присвоением отдельных уровней доходности. При этом инвестор приобретает ценные бумаги (связанные со всеми группами активов/группами риска). Результатом является повышение кредитного качества.

В итоге: существует 2 вида структурированных продуктов – привязанные **к активам** и **к ценным бумагам (чаще – к акциям)**.

Очередность удовлетворения претензий кредиторов



Держатели залога



Работники, инвалиды и пенсионеры



Приоритетные кредиторы (Senior)



Кредиторы без приоритета (Mezzanine, Subordinate)



Акционеры

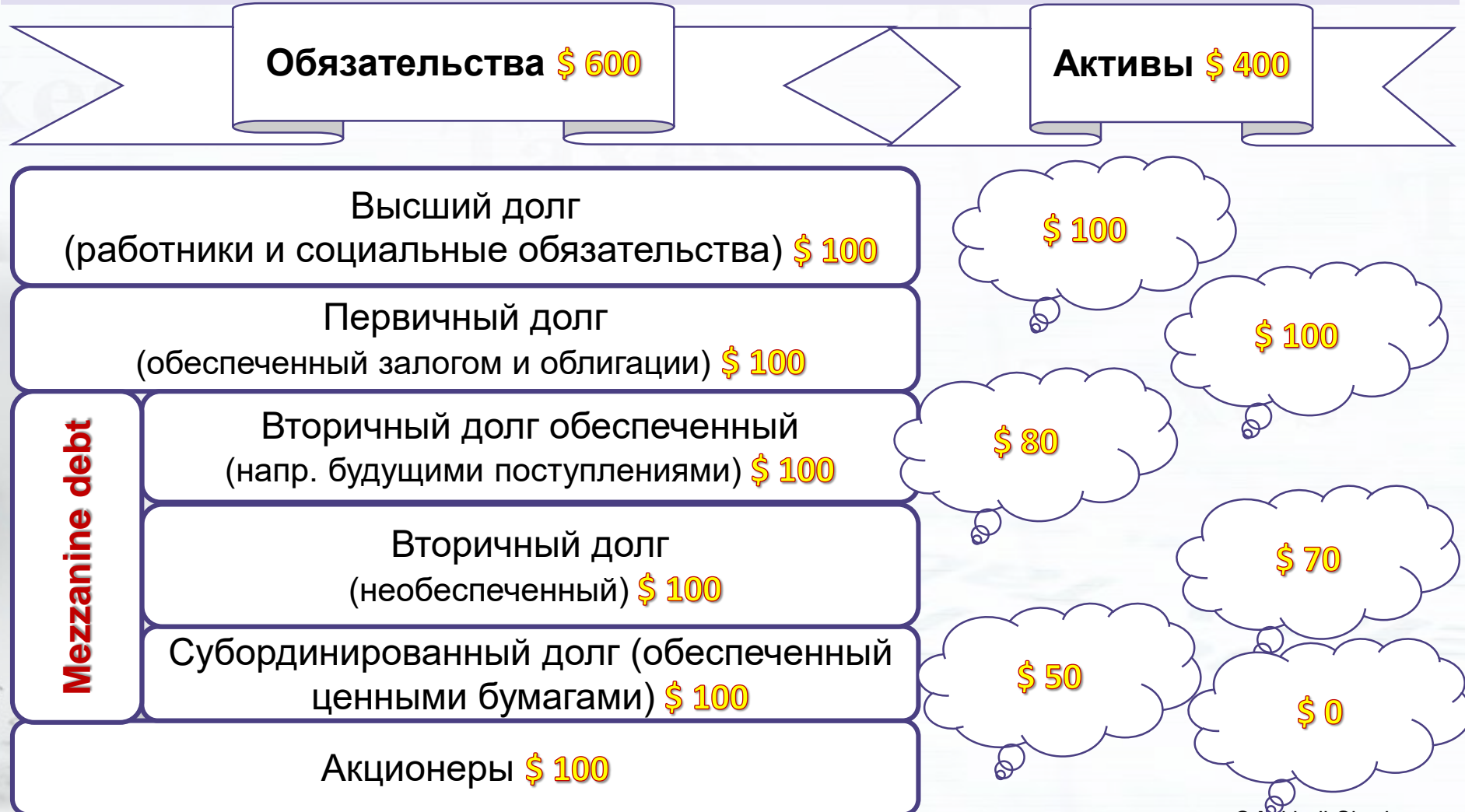


ИМУЩЕСТВО КОМПАНИИ

Субординация кредитов/иных обязательств – предоставление кредитору худшей позиции в общей очереди при банкротстве компании в обмен на дополнительную доходность по займу. В ситуации дефолта субординированные займы конвертируются в акционерный капитал.








Очередность удовлетворения претензий кредиторов

Перевод долга из группы с более низким в группу с более высоким приоритетом кредитора дает ему либо снижение доходности - за счет увеличения надежности возврата, либо увеличение доходности - за счет участия в будущих доходах.



Структурированные продукты, привязанные к активам

Кредиторы/инвесторы получают дополнительное обеспечение (**collateral**) в виде :

-  Залога портфеля активов, контролируемых бенефициарами компании за пределами самой компании;
-  Залога нематериальных активов (торговых марок, лицензий, контрактов, патентов и т.п.);
-  Залога выручки по контрактам хеджирования рисков по commodities, валютных рисков;
-  SWAP контрактов на операции с commodities, принадлежащими компании;
-  Права требования к дебиторам компании;
-  Приобретения CDS (Credit-Default SWAPs);
-  Структурирования активов по степени риска, выпуск траншированных облигаций и их рейтингование.

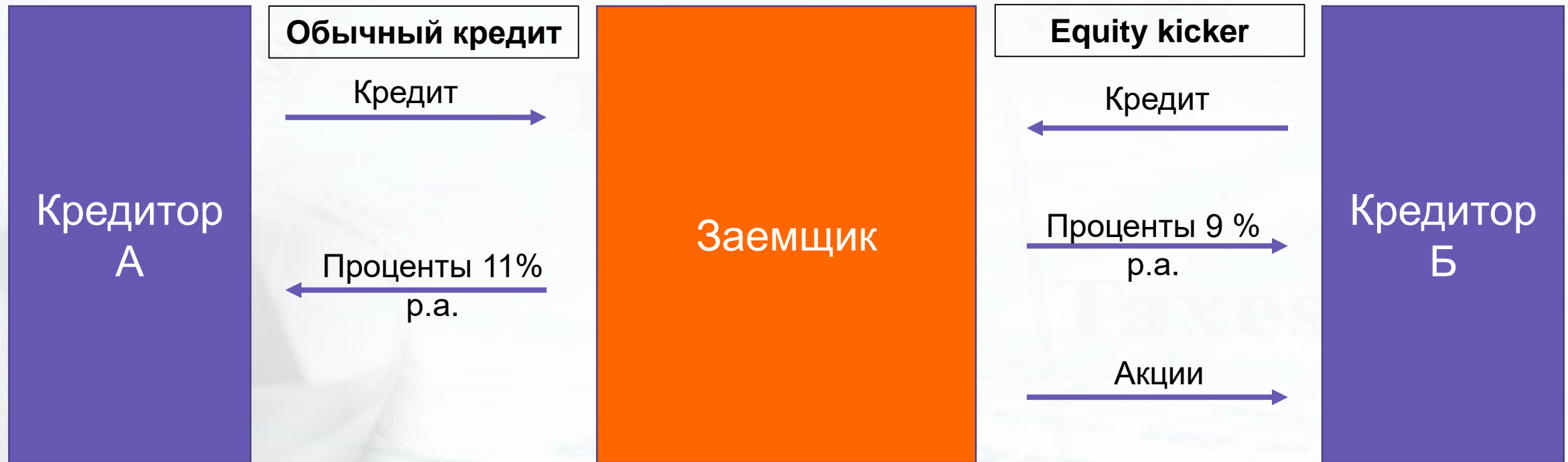
*Специальный документ, предусматривающий поведение кредиторов/инвесторов в ситуации дефолта/ухудшения качества активов – **Stand-still agreement** (Соглашение о неиспользования права требования на заложенное имущество без согласия других кредиторов).*

Структурированные продукты, привязанные к акциям

- ↪ Дополнение залога существующими акциями дочерних предприятий компании и иными корпоративными правами;
- ↪ Перевод части долга в привилегированные акции либо конвертируемые привилегированные акции (привилегированные акции с варрантом);
- ↪ Выпуск варрантов на дополнительную эмиссию акций, наступающую в случае дефолта либо иных, определенных соглашением, событий;
- ↪ Замена части долга участием кредиторов в капитале компании в качестве владельцев обыкновенных акций (repurchase agreement, REPO);
- ↪ Опцион CALL на акции компании по фиксированной цене, вступающим в силу при наступлении определенных событий (дефолт и т.п.);
- ↪ Опцион PUT на акции компании при продаже стратегическому инвестору, вступающим в силу при наступлении определенных событий (дефолт и т.п.);
- ↪ Принуждение (установленным соглашением компании с кредиторами) к IPO/SPO;
- ↪ Перевод облигаций в конвертируемые.

Виды структурированных продуктов

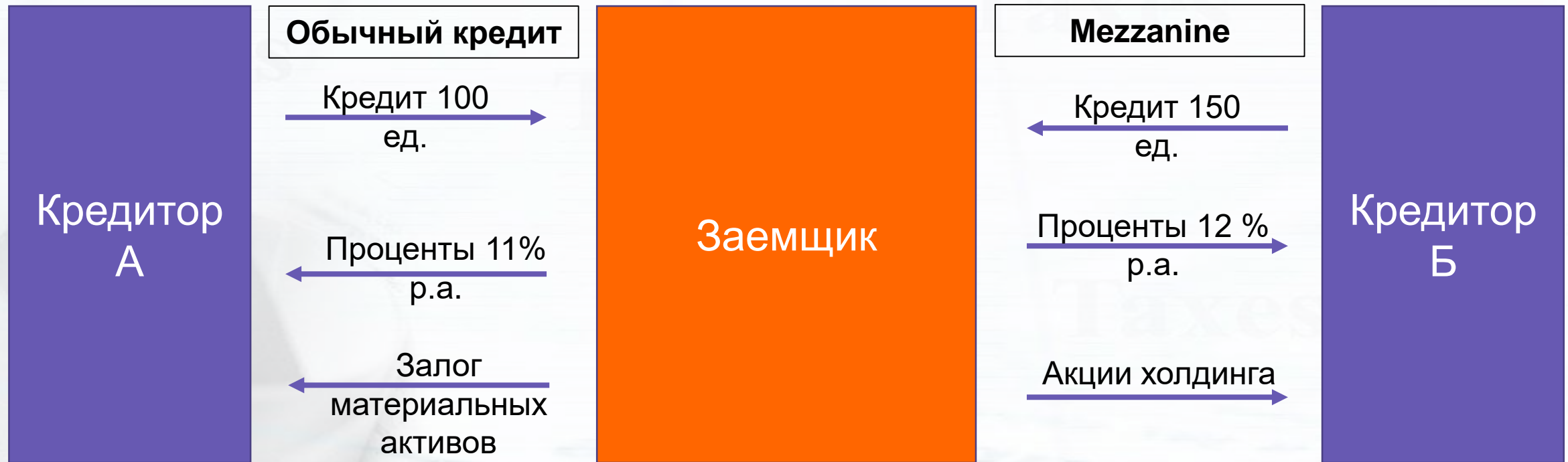
Equity Kicker – участие в будущих доходах



Снижение процентной ставки по кредиту возможно за счет вовлечения кредитора в акционерный капитал: выпуска привилегированных акций, выпуска варранта, подписания опциона CALL, продажи акций на условиях REPO (Repurchase agreement), выпуска конвертируемых облигаций и т.п.

Виды структурированных продуктов

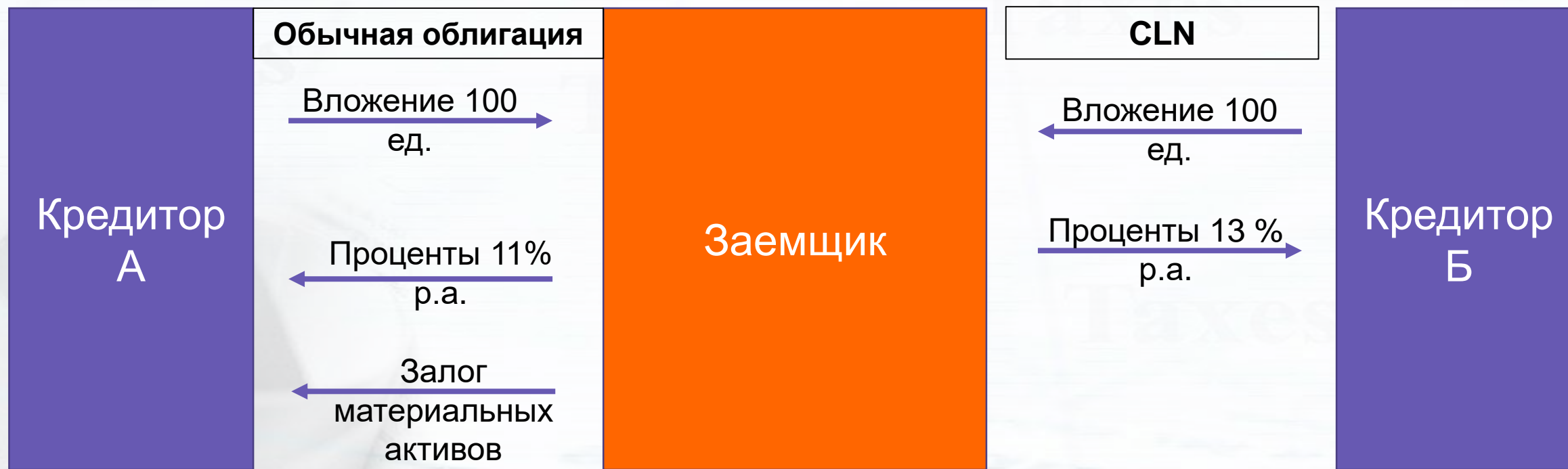
Mezzanine financing – менее надежный залог в обмен на больший комфорт и более крупную сумму



Увеличение суммы возможного кредита за счет предоставления в залог акций компании, владеющей материальными активами. Обращение взыскания на сами материальные активы занимает больше времени, чем вступление в права акционера холдинговой компании, которая этими активами владеет.

Виды структурированных продуктов

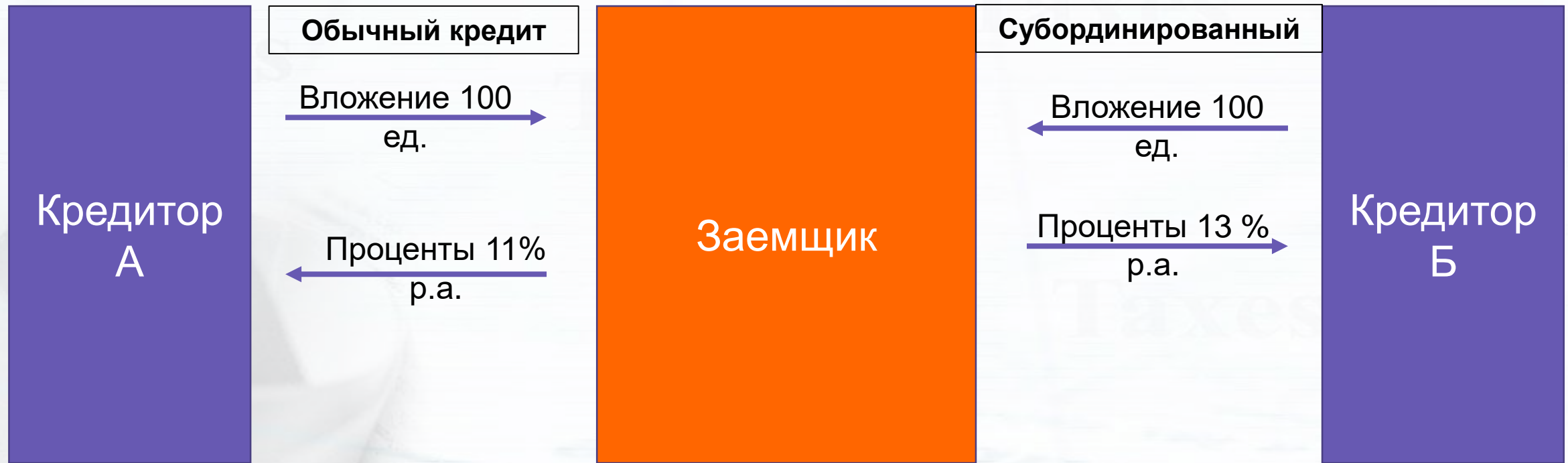
Mezzanine financing – более высокая ставка доходности в обмен на более низкую приоритетность долга



Выпуск облигации, обеспеченной залогом и приоритетом, занимает больше времени и усилий (а иногда просто нет дополнительного залога), чем выпуск упрощенного долгового обязательства (CLN, LPN, Promissory note, High-Yield Bond). И хотя приоритет такого обязательства в очереди кредиторов более низкий, кредитоспособный заемщик не создает дополнительного риска для кредитора, принося более высокий доход.

Виды структурированных продуктов

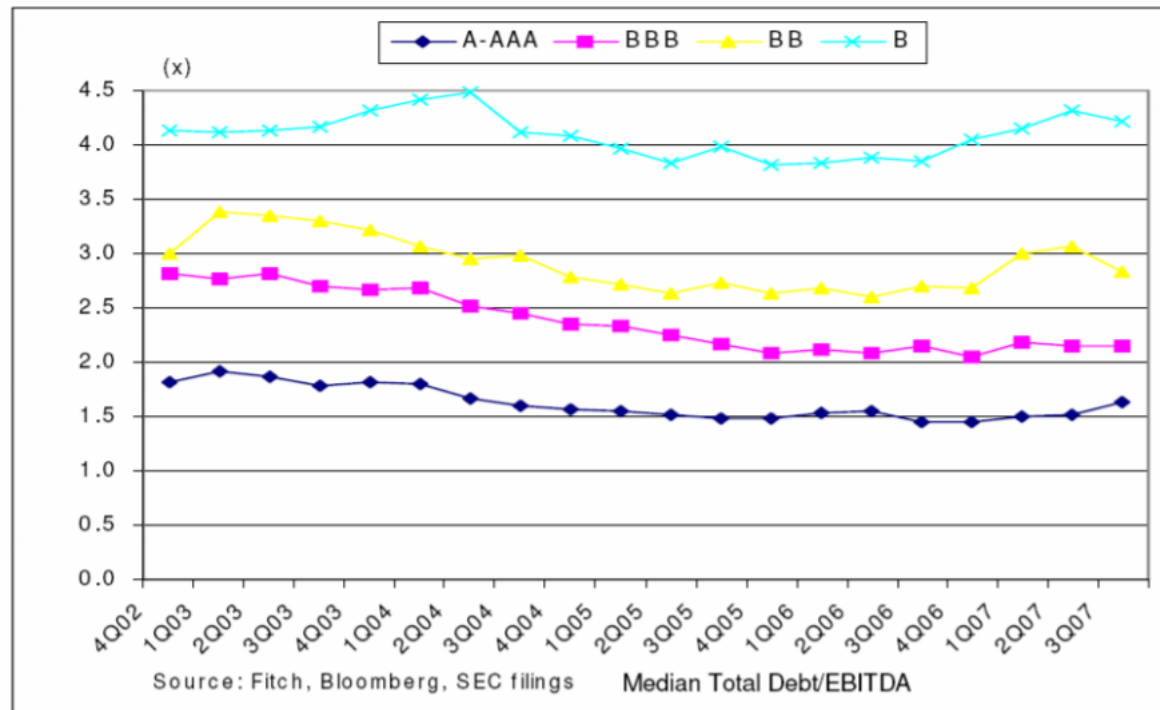
Mezzanine financing – снижение показателя Debt/EBITDA за счет размещения Субординированных займов



Размещение субординированного займа существенно повышает риск кредитора, но не влияет на размер финансового долга компании и при надежной кредитоспособности заемщика позволяет кредитору получить более высокую доходность.

Виды структурированных продуктов

Mezzanine financing – Зависимость значения Debt/EBITDA и рейтинга



Мезонинное финансирование позволяет кредитору получать бóльшую доходность, не влияя на базовые показатели кредитоспособности заемщика.

Виды структурированных продуктов

Коллатеризация (Collateralization) – снижение процентных ставок по обязательствам за счет залога дополнительных активов

CDO (Collateralized-debt obligations) - обеспеченные (только!!!) материальными активами долговые обязательства. Термин, применяемый для 3 процессов:

I Превращения нескольких пулов «мусорных» (или высокорисковых) обязательств в один большой пул облигаций с инвестиционным рейтингом под управлением высококвалифицированного управляющего;

II Привлечения дополнительного обеспечения для высокорисковых обязательств;

III Разделения единого выпуска высокорисковых облигаций на несколько траншей, обеспеченных разными группами активов, с целью получения более низкой средневзвешенной процентной ставки привлечения.

- **Asset-backed securities** – портфель однородных активов (ипотека, морской транспорт и т.п.);
- **CMBS (Commercial Mortgage-backed Securities)** – фонды коммерческой недвижимости;
- **RMBS (Residential Mortgage-backed Securities)** – фонды жилой недвижимости;
- **CFO (Collateralized Funds Obligations)** – облигации, обеспеченные акциями.

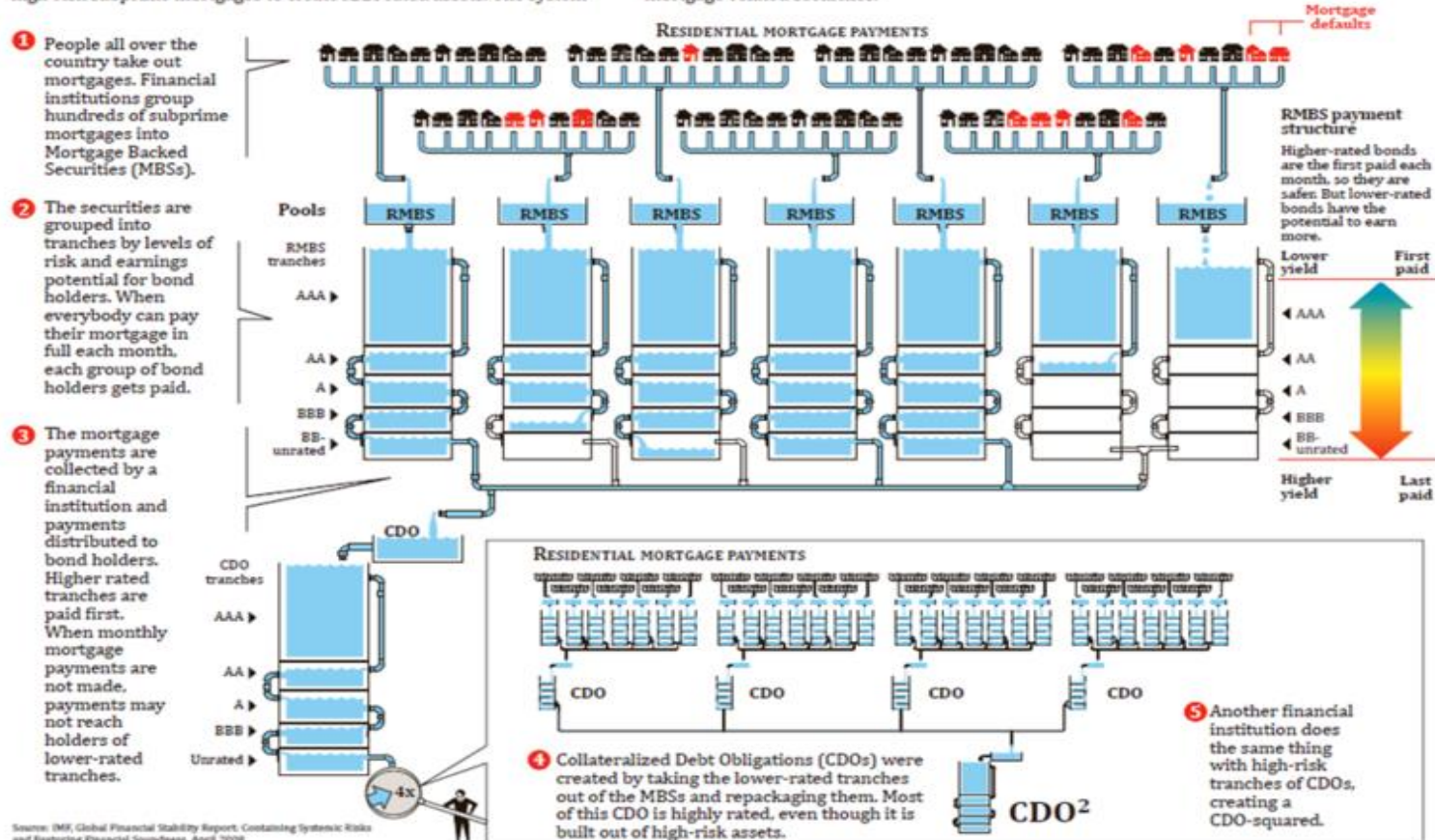
Виды структурированных продуктов

Коллатеризация (Collateralization) – объединение или разделение (транширование) активов для снижения процентных ставок

THE THEORY OF HOW THE FINANCIAL SYSTEM CREATED AAA-RATED ASSETS OUT OF SUBPRIME MORTGAGES

In the financial system, AAA-rated assets are the most valuable because they are the safest for investors and the easiest to sell. Financial institutions packaged and re-packaged securities built on high-risk subprime mortgages to create AAA-rated assets. The system

worked as long as mortgages all over the country and of all different characteristics didn't default all at once. When homeowners all over the country defaulted, there was not enough money to pay off all the mortgage-related securities.



В случае, когда однородные активы, являющиеся обеспечением долговых обязательств, обладают разным качеством их можно объединить под управлением вновь созданного SPV либо разделить на несколько юридических лиц (траншировать - **Tranching**) для снижения ставок привлечения кредитов, размещения облигационных выпусков.

Виды структурированных продуктов

Коллатеризация (Collateralization) – объединение или разделение (транширование) активов для снижения процентных ставок

Компания ХХХ имела размещенный облигационный выпуск на 100 условных единиц с купоном 9% годовых. Который был рейтингован агентством Fitch как “ССС”, то есть как преддефолтный.

Было совершено **транширование** облигаций с привязкой разных видов активов к нескольким группам новых облигаций:

Группа CDO	Объем размещения облигаций	Купонная ставка	Рейтинг CDO
I	30	4%	AA
II	20	6%	A
III	20	8%	BBB
IV	30	12%	СС
Компания в целом	100	7,60%	

Процентная ставка за счет коллатеризации и транширования снизилась при той же сумме заимствований. При этом компания получила большой портфель облигаций с инвестиционным рейтингом.

Виды структурированных продуктов

Коллатеризация (Collateralization) – объединение или разделение (транширование) активов для снижения процентных ставок

До кризиса 2008 года рейтинг AAA (Moody's) имели **60% структурированных продуктов** и только **1% корпоративных облигаций**.

CDO's Morgan Stanley: были - 2%, после кризиса - от 8% до 10%.

CDO's Washington Mutual: были - 5%, после кризиса - до 40%.

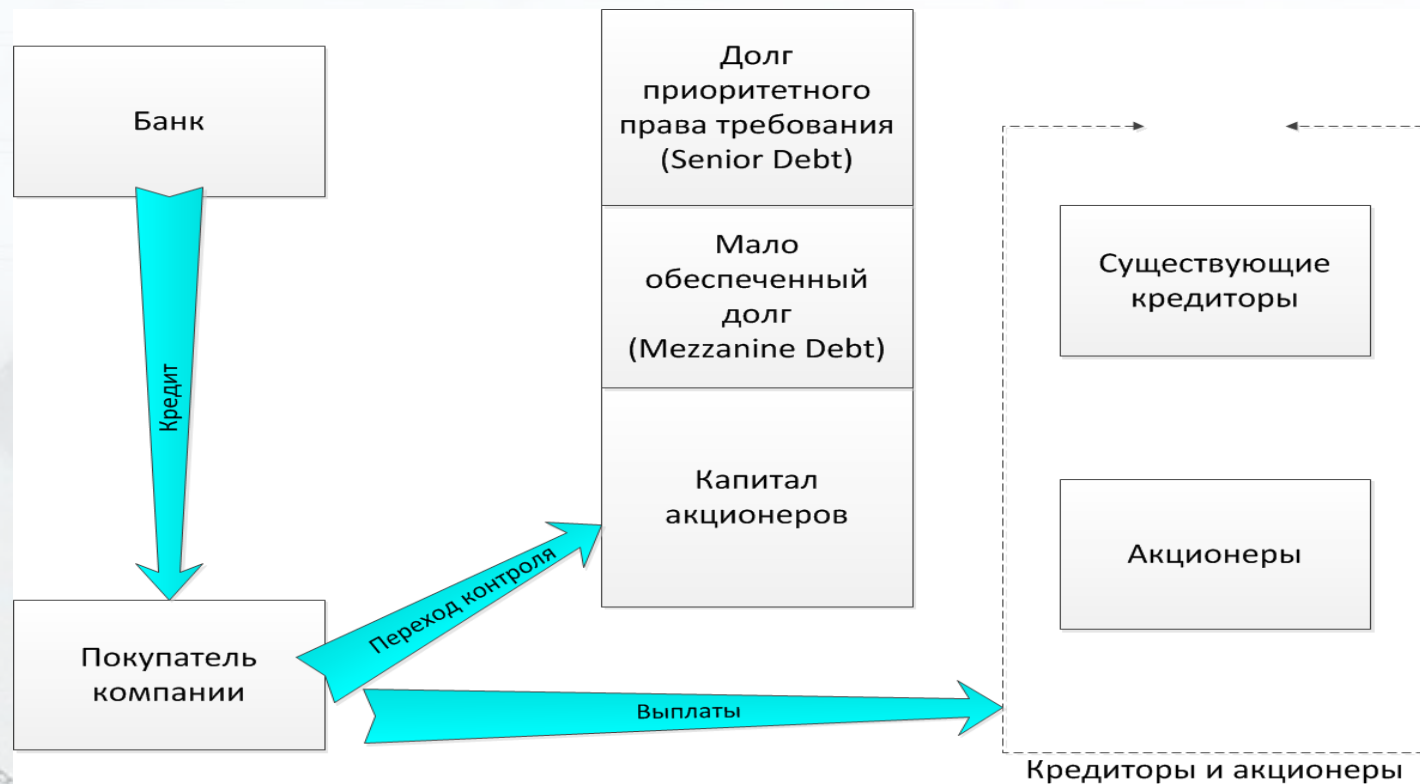
CDO's Ford: были - 12%, после кризиса - до 18%

CDO's General Motors: были - 10%, после кризиса – до 25%.



Виды структурированных продуктов

LBO (Leveraged Buy-out) - покупка компании с долгом/покупка за счет привлечения долга



LBO – финансирование сделки по приобретению компании с долговой нагрузкой: либо уже существующей, либо возникающей в процессе сделки).

Виды структурированных продуктов

LBO (Leveraged Buy-out) - покупка компании с долгом/покупка за счет привлечения долга

Перед сделкой Банк и Инвестор/покупатель оценивают текущую стоимость компании и сопоставляют ее с суммой затрат на приобретение компании. Поскольку заемный капитал дешевле акционерного, Инвестору часто выгоднее использовать кредит, чем собственные средства. В иных случаях для компаний, находящихся в затруднительном положении (**distressed**), происходит замена долга самой компании на долг приобретающего инвестора.

Оценочная стоимость компании – **сумма приобретаемых финансовых обязательств = Стоимость капитала**, выплачиваемая текущим собственникам компании.

Бывают вторичные, третичные (secondary/tertiary) и т.д. Buy-outs. Для того, чтобы обеспечить сохранность активов перед совершением сделки, банки зачастую предоставляют **Bridge financing** (Финансирование «мостика», временное промежуточное финансирование).

Виды структурированных продуктов

LBO (Leveraged Buy-out) - покупка компании с долгом/покупка за счет привлечения долга

Использование только **Собственного капитала** для приобретения актива **СНИЖАЕТ** доходность для акционеров

Использование комбинации **Собственного** и **Заемного капитала** для приобретения актива **УВЕЛИЧИВАЕТ** доходность для акционеров

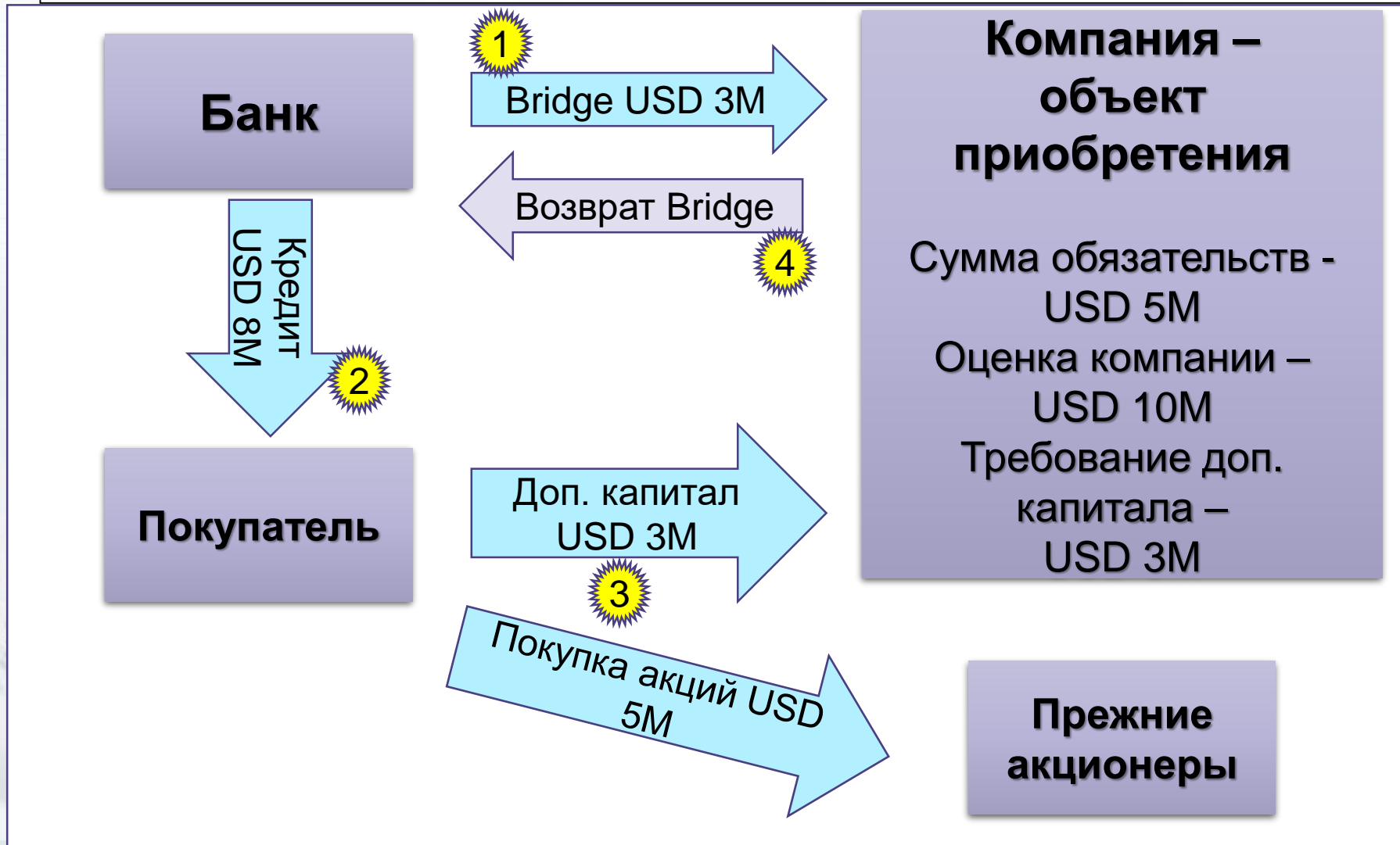
Покупка Компании по разным сценариям: с привлечением заемного капитала и без. Уплачено за акции компании 100 млн. долл. EBITDA предполагается в размере 20 млн. долл. в первый год работы. Процентная ставка по кредиту = 10%. Ставка налога на прибыль = 20%.

Акционерный Капитал = 100
Активы = 116 Прибыль = 16
Доходность: 16% = 16/100

Кредит = 50 Акционерный Капитал = 50
Активы = 112 Прибыль = 12
Доходность: 24% = 12/50

Виды структурированных продуктов

Бридж-кредит (Bridge financing) – инструмент для сделок M&A, IPO, выпуска облигаций



Бридж-кредит – финансирование компании с долговой нагрузкой под будущие поступления, которые кредитор считает гарантированными: под выручку от IPO, размещения облигаций, поглощения компании и т.п.

Виды структурированных продуктов

MBO (Management Buy-out) - покупка компании менеджментом



Финансирование сделок **MBO** осуществляется в случае, когда кредитор уверен в успешности продолжения сотрудничества именно с данным менеджментом.

Виды структурированных продуктов

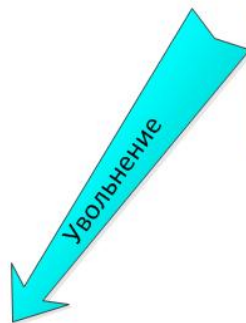
МВИ (Management Buy-in) - покупка компании менеджментом другой компании



Новый менеджмент



Менеджмент



Shareholders

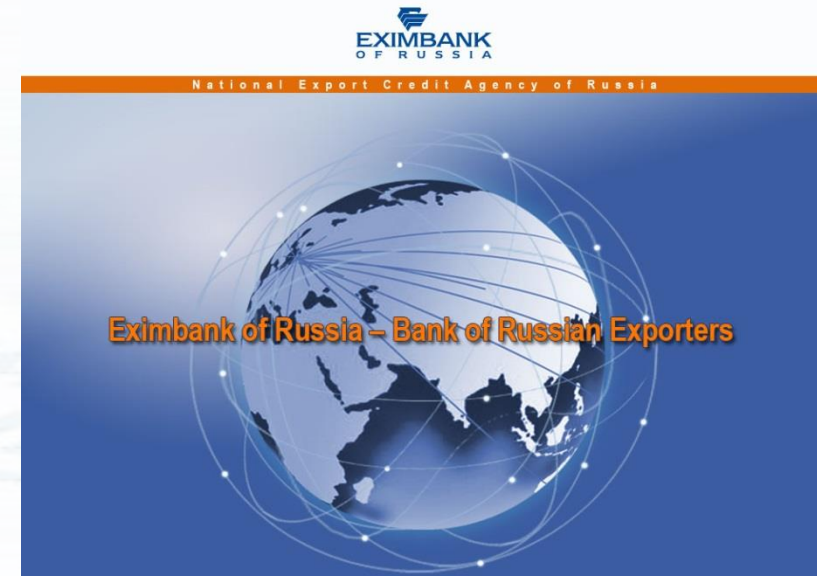
Финансирование сделок МВИ осуществляется в случае, когда кредитор уверен в успешности сотрудничества именно с новым менеджментом.

Виды структурированных продуктов

Страхование коммерческих рисков экспортеров

Эту услугу во многих странах предоставляют специализированные государственные агентства по поддержке национального экспорта. Услуга предоставляется только в отношении реальных резидентов страны по экспорту их продукции/услуг.

US Ex-Im Bank (США), HERMES (Германия), CESCE SA (Испания), COFACE (Франция), EDC (Канада), EGAP (Чехия), ERG (Швейцария), Ex-Im Bank of India (Индия), Ex-Im Bank (Тайвань), Ex-Im Bank of the Slovak Republic (Словакия), Finnvera (Финляндия), IFTRIC (Израиль), KUKE (Польша), MЕН1В (Венгрия), SAGE S.p.A. (Италия)



Виды структурированных продуктов

Страхование коммерческих рисков импортеров

Эту услугу предоставляют большие страховые компании и специализированные государственные агентства по поддержке национального экспорта. Услуга предоставляется только в отношении реальных резидентов страны по экспорту их продукции/услуг.

Лидером страхования коммерческих рисков является глобальная компания Euler Hermes (ойлер эрмес), являющаяся дочерней структурой страхового холдинга Allianz SE (Германия).

Продукт – страхование риска неуплаты дебиторской задолженности ваших клиентов или их банкротства. Основа бизнеса – база данных на 40 млн. компаний по всему миру. Принцип страхования – установление лимита страховой суммы на каждого вашего контрагента в размере максимального лимита дебиторской задолженности по поставленным товарам/услугам (**Open account**).

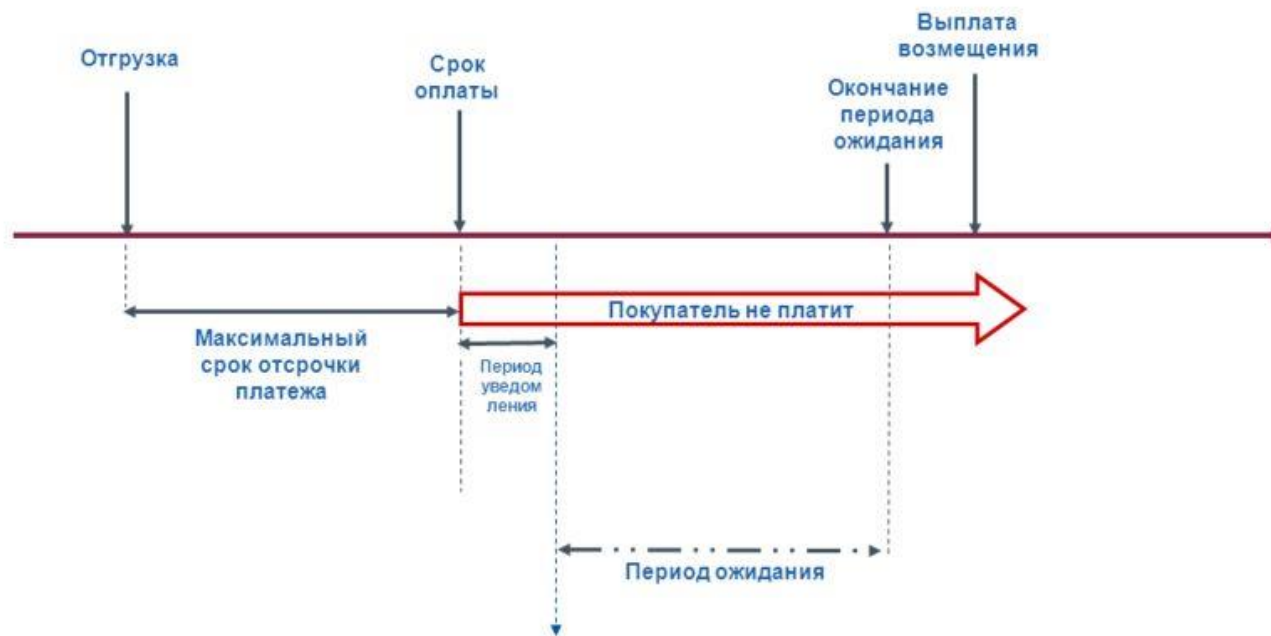
Выгодоприобретателем (**Loss payee**) при этом является кредитуемый банк.

Виды структурированных продуктов

Страхование коммерческих рисков импортеров

Схема страхования коммерческих кредитов

РОСНО



02.09.2012
в составе Allianz

MyShared
© РОСНО

В случае финансирования сделок, в которых коммерческие риски застрахованы, банк получает дополнительный комфорт от распределения рисков невозврата со страховой компанией. Страховая компания оценивает свои риски на основе актуарных расчетов по данным многолетних статистических наблюдений.

Структурированное финансирование. SWOT-анализ для заемщика

Сильные стороны

- Реструктуризация проблемных долгов
- Возможность сохранения токсичных активов под своим юридическим контролем

Слабые стороны

- Для России – абсолютная экзотика
- Долгосрочный проект без практической возможности извлечения текущих доходов из собственных активов

Возможности

- Инструмент сохранения предприятия от полного банкротства
- Решение проблемы недостаточности собственного капитала акционеров

Угрозы

Угроза потери вложений только для инвесторов

Структурированное финансирование. SWOT-анализ для инвестора

Сильные стороны

- Самая высокая доходность для непрофессионалов в конкретных сегментах
- Обеспеченность реальными активами

Слабые стороны

- Для России – абсолютная экзотика
- Базовые активы – либо уже в процессе реструктуризации, либо при возникновении тенденции падения их стоимости – долгосрочная проблема

Возможности

- Возможность получения сверхприбыли при развороте рынка в нужном направлении
- Многократно структурированная схема защиты активов позволяет надеяться на снижение риска полной потери вложений

Угрозы

Риск полной потери вложений очень велик