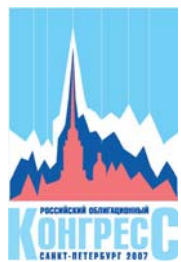


Структурированные продукты и кредитные деривативы: НОВЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ для российского рынка



Российский Облигационный Конгресс
Санкт-Петербург, 6-7 декабря 2007 года

Степан АМОСОВ, вице-президент,
Группа структурированных продуктов,
ИНГ БАНК (ЕВРАЗИЯ) ЗАО



Потребности клиентов

Структурированные продукты позволяют удовлетворять различные потребности клиентов:

- Хеджирование / устранение нежелательных рисков (FX, IR) в существующих портфелях
- Повышение доходности инвестиций (левередж, транши)
- Инвестиции с заданными свойствами для точного соответствия заданному уровню риска и срокам
- Структурирование сделки в синтетической / несинтетической форме
- Содействие в привлечении средств на международных рынках
- Общие консультационные услуги по оптимизации баланса

Решаемые проблемы:

- Улучшение ликвидности портфеля (секьюритизация неторгуемых инструментов)
- Преодоление административных ограничений, свойственных для внутренних рынков
- Устранение необходимости открытия множества различных счетов (депозитарный, в валюте, в рублях...), что может быть слишком затратным с точки зрения администрирования и учета для небольших объемов
- Арбитраж между нормами регулирования в различных юрисдикциях

Продуктовый ряд

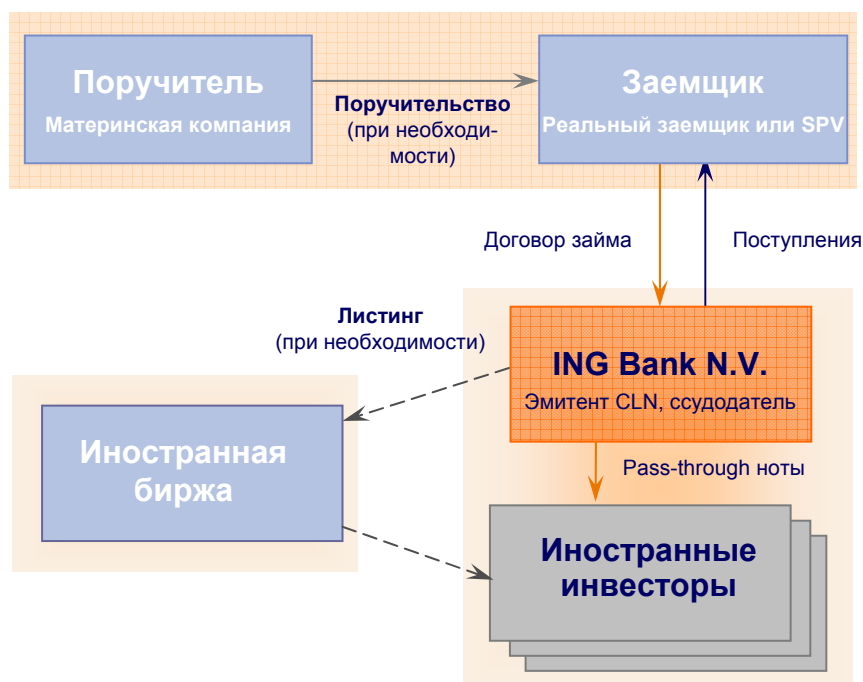
- **Кредитные ноты (CLN), привязанные к займу** – продукт может быть основан на любом займе, выданном или переуступленном российским банком. При этом добавляются следующие характеристики:
 - Секьюритизированный заем становится торгуемым через системы Euroclear/Clearstream при сохранении анонимности торговли
 - Создаются возможности управления показателями баланса и рисками
 - В сделке могут участвовать другие банки через простой и эффективный механизм
 - Заем может выдаваться в рублях или иностранной валюте, в соответствии с английским или российским правом
 - Транзакционные издержки и сроки реализации сделки минимальны
 - **Переупаковка активов** – российский актив (например, рублевый кредит по российскому праву) переупаковывается через ранее зарегистрированные программы выпуска ING Bank N.V. или других иностранных эмитентов, либо с использованием двусторонних кредитных деривативов. При этом могут добавляться следующие характеристики:
 - Доступ иностранных инвесторов к российским активам в форме структур «pass-through» или свопа на совокупный доход
 - Изменение риск-профиля актива (отделение гарантии или встроенного опциона, модификация купонных платежей, и т.д.)
 - **Продукты с леввереджем** – увеличение плеча в российском риске с целью повышения доходности инвесторов
- Типичные характеристики данного продукта:
- Отсутствуют кредитные взаимоотношения между ING и инвестором, что делает продукт доступным для любой категории инвесторов
 - Продукт торгуется через Euroclear/Clearstream на анонимной основе

Продуктовый ряд (продолжение)

- **Дефолтный своп (CDS), «First-to-Default» своп** – продукт позволяет инвесторам торговать самым кредитным риском, отдельно от других видов риска. Продукт характеризуется следующими особенностями:
 - Передача кредитного риска (отдельно от рыночного риска)
 - Обычно нефондируемая позиция в российском риске
 - Отсутствует необходимость покупки / продажи базового актива
- **Ноты с кредитным усилением** – выпуск кредитных деривативов со сложным риск-профилем (например, включение пут-опциона или гарантии российского банка)
- **Субординированные ноты** – выпуск одного или более траншей CLN на основе одного актива, различающихся в распределении убытков. При этом продукт имеет более высокий подразумеваемый кредитный рейтинг по сравнению с изначальным заемщиком (группой заемщиков).
- **Обязательства, обеспеченные долгом / облигациями / займом (CDO / CLO)** – набор долговых инструментов, объединяемых в корзину, с последующим выпуском нескольких траншей нот, привязанных к корзине. Траншам потенциально могут присваиваться рейтинги международного рейтингового агентства, что способствует более высоким продажам продукта иностранным инвесторам
- **Продукты с защитой капитала и обратно конвертируемые ноты**, привязанные к российским акциям / ADR или индексу акций

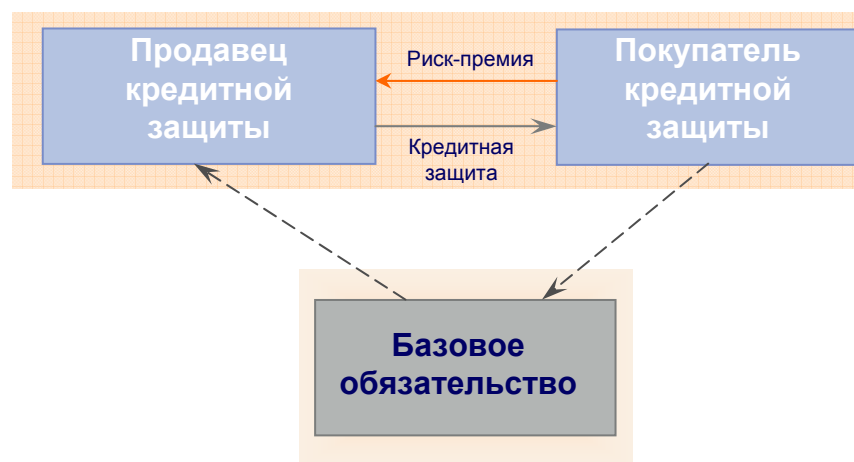
Кредитные деривативы

Выпуск CLN (новый долг)



При дефолте заемщика ссудодатель передает права требования по займу держателям нот, либо выплачивает восстановленную стоимость долга

Дефолтный своп (CDS)



При дефолте по базовому обязательству продавец кредитной защиты выплачивает покупателю согласованную сумму (как правило, номинал за вычетом восстановленной стоимости долга*); покупатель передает базовое обязательство продавцу или выплачивает соответствующую сумму возмещения

* возможен вариант свопа с нулевой восстановленной стоимостью; в этом случае продавец кредитной защиты при дефолте заемщика выплачивает полную номинальную стоимость долга

Обязательства, обеспеченные долгом (CDO/CLO)

Выпуск CDO

- CDO выпускаются на портфель облигаций и/или кредитов (cash CDO) или портфель CDS (синтетические CDO) близкой дюрации
- CDO может быть статическим, если портфель фиксирован, или динамическим, если портфель изменяется
- Обычно портфель включает порядка 50 имен
- CDO разбивается на несколько траншей, различающихся степенью риска и отнесения убытков
- Младший, или equity транш включает в себя определенную долю первых убытков (например, первые 0-10%) и имеет самую высокую доходность
- Мезонинный транш включает в себя следующую порцию убытков (например, 10-20% доля убытков)
- Старший транш включает в себя весь остальной кредитный риск (например, 20-100% доля убытков) и имеет самую низкую доходность
- Проблема несовпадения денежных потоков по базовому портфелю и CDO, как правило, решается путем включения всех несовпадений в младший транш
- Как правило, старший транш рейтингуется и продается инвесторам, а младший транш остается у управляющего портфелем или ориджинатора сделки

Схема сделки



CLN на рублевые облигации

Эффективный доступ на внутренний долговой рынок

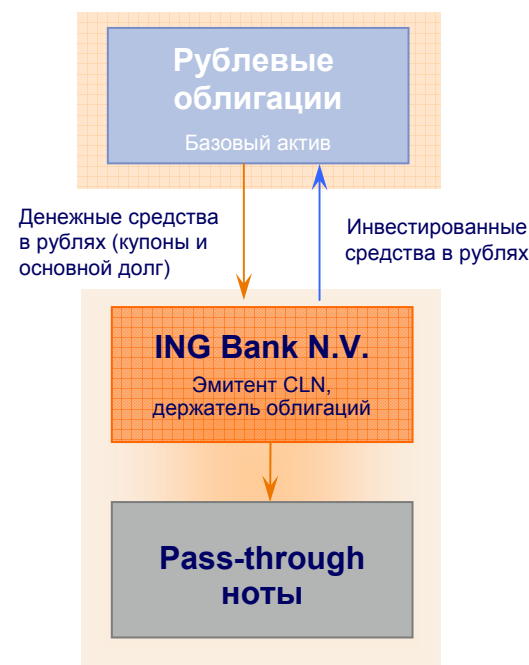
CLN выпускаются в привязке к рублевым облигациям, торгующимся на ФБ ММВБ.

По базовому активу - рублевым облигациям - существуют периоды, связанные с регистрацией отчета об итогах выпуска и купонными платежами, в течение которых торги на ФБ ММВБ не осуществляются. Такие периоды ограничения ликвидности применимы только к облигациям. Хотя сниженная ликвидность базового актива ухудшает ликвидность CLN, сделки с CLN могут заключаться в течение всего периода их обращения.

Если произошло Событие Прекращения и удовлетворены Условия Расчетов, проценты по CLN прекращают начисляться начиная с даты соответствующего Уведомления о Событии Прекращения, и обязательство эмитента погасить ноты будет удовлетворено путем выплаты Денежной Суммы Расчетов в Дату Денежных Расчетов.

Механизм налогообложения по нотам для инвесторов полностью аналогичен механизму по иным их инвестициям в еврооблигации.

Схема сделки



CLN с левереджем на корзину рублевых облигаций

CLN привязаны к корзине рублевых ценных бумаг с фиксированным доходом. Эмитент CLN выплачивает держателям нот суммы процентов и основного долга в соответствии с суммами, получаемыми эмитентом по корзине рублевых бумаг.

Основные характеристики:

- предпочтительно ликвидные бумаги первого и второго эшелонов с рейтингом от В до BBB
- двукратный левередж
- в случае падения корзины облигаций, переоцененной по рыночной стоимости, ниже порогового уровня (обычно 90%), CLN погашаются по рыночной стоимости (с возможностью перевыпуска на новом уровне по желанию инвестора)
- привлекательные ставки фондирования по CLN (примерно 25-50 б.п. над соответствующей базовой ставкой)
- экономика нот может быть рассчитана в рублях, долларах США или евро
- по отношению к инвестору обязательство нерекурсивное

Преимущества для инвесторов:

- более высокая доходность по сравнению с базовым активом
- ноты обращаются в Euroclear

Продукты со встроенными опционами

Ноты с защитой капитала

Ноты с защитой капитала (Capital protected notes, CPN) – ценные бумаги с гарантированным минимальным возвратом, равным первоначальной инвестиции, и потенциалом роста, зависящим от роста акций, фондового индекса или товаров. Иными словами, ноты представляют собой сочетание низкорисковой ценной бумаги и позиции в инструменте с потенциалом более высокого дохода, что достигается за счет привязки нот к более рискованным инструментам.

CPN предпочтительны для инвесторов, избегающих риска и стремящихся защитить свои вложения, в то же время выигрывая от благоприятных тенденций на рынке.

Преимущества для инвесторов:

- Возможность потенциального увеличения капитала за счет роста рискованного актива
- Гарантированный возврат основного долга

Вложение в CPN – это синтетический эквивалент сочетания покупки высоконадежных облигаций (с рейтингом AA в случае ING) и call-опциона на базовый актив.

Обратно конвертируемые ноты

Обратно конвертируемые ноты (Reverse convertible notes - RCN) представляют собой краткосрочные ценные бумаги, привязанные к акциям как к базовому активу. Благодаря опциону, RCN обычно имеют более высокий купон. При погашении инвесторы получают, помимо купона, наименьшую из следующих величин: 100% первоначальной инвестиции; рыночная стоимость заранее установленного количества акций. Другими словами, потенциал заработка инвестора по RCN ограничен купоном.

RCN подходят очень ограниченной группе инвесторов, так как отсутствует гарантия возврата основного долга.

Преимущества для инвесторов:

- Возможность получения высокого купона
- Оптимизированная диверсификация портфеля без покупки облигаций и акций

Вложение в RCN – это синтетический эквивалент сочетания покупки высоконадежных облигаций и продажи краткосрочного put-опциона на базовый актив (последний может потенциально принести значительные убытки).

Примеры сделок ING на рынке структурированных продуктов

В активе ING большое число сделок по структурированным продуктам в России, многие из которых были сопряжены с интересными новшествами и креативными решениями.

- CLN Банка Русский Стандарт (БРС) / IFC, привязанные к рублевым облигациям БРС с частичным обеспечением IFC.

ING создал пакет деривативов из двух CLN с риском БРС и IFC. CLN имели премию 700 б.п. над простыми выпусками БРС и 150 б.п. над рублевым риском с рейтингом AAA, соответствующим риску IFC. ING переупаковал в CLN более 25% базового актива.

- Квази-суверенные рублевые CLN Российского банка развития (РосБР).

ING выпустил CLN на 2.5 млрд. руб., привязанные к займу, выданному Российскому банку развития Лондонским филиалом ING Bank N.V. под гарантию Министерства финансов РФ.

- Ноты, привязанные к акциям Ростовэнерго.

В соответствии с планом реформы электроэнергетики, Ростовэнерго подлежало разделению на отдельные компании по генерации, передаче и сбыту электроэнергии. Ноты позволили инвесторам приобретать условные права на доли в компаниях, подлежавших выделению из Ростовэнерго, до появления их акций.

- Ноты, привязанные к рублевым облигациям РЖД.

Ноты были предназначены для иностранных инвесторов, желающих открыть позицию в рублевых облигациях РЖД. Ноты позволили инвесторам избежать особенностей, характерных для российского рынка (т.е. расчеты в местной валюте, кастодиальные счета в местных депозитариях, требования резервирования и т.д.)

- Обратно конвертируемые ноты с барьером на ADR Газпрома.

Инвесторы получают высокий гарантированный купон. Погашение нот производится по цене 100%, при условии, что цена акций никогда не снижалась до Барьерного Уровня или ниже или цена закрытия акций в Дату Истечения была равна или выше Барьерной Цены. Если Барьерный Уровень был достигнут и цена закрытия акций в Дату Истечения ниже Барьерной Цены, инвесторы получили бы ADR Газпрома или денежные средства, соответствующие их рыночной стоимости.

- Mondriaan CDO.

Синтетический 5-летний CDO, привязанный к портфелю суверенных, квази-суверенных и корпоративных заемщиков с развивающихся рынков общим объемом 1 млрд евро в эквиваленте. Российский сегмент был представлен Российской Федерацией, Москвой и Газпромом. Портфель был разделен на 4 транша по уровню риска (от AAA до BB).

Тренды на рынке

Наиболее интересный тренд – все больше попыток задействовать внутренний рынок, как с точки зрения базовых активов, так и с точки зрения базы инвесторов

Уже состоявшиеся сделки

- Выпуск CDO, полностью привязанных к внутренним рублевым инструментам:
Red Square (JPMorgan – Zenit, 2006), Vityaz (Deutsche Bank – Тройка Диалог)

Планируемые сделки

- Ноты с защитой капитала, выпускаемые российскими инвестбанками:
Renaissance Capital (с привязкой к индексу рынка акций, рейтинг double-B)
- Ноты с аккумуляцией купона при валютном курсе внутри диапазона
Deutsche Bank (облигации по российскому праву, рейтинг гаранта double-A)

Запущен внутренний рынок секьюритизации

- Выпуск рублевых ипотечных облигаций:
ГПБ-Ипотека, Первый ипотечный агент АИЖК

Растущие возможности российских институциональных инвесторов

- НПФ, ОФБУ и некоторые другие категории инвесторов потенциально могут покупать иностранные ценные бумаги
- По мере увеличения размера активов под управлением интерес внутренних институциональных инвесторов к структурированным продуктам будет расти

Пример сделки: CLN РосБР 2.5 млрд рублей под гарантию Министерства финансов РФ



Ключевые параметры

Заемщик:	ОАО Российский банк развития
Эмитент:	ING Bank N.V.
Гарантия:	Министерство финансов РФ
Основной долг:	2.5 млрд рублей
Дата размещения:	31 марта 2005 года
Погашение:	29 декабря 2006 года
Ставка купона:	7.60 % годовых
Купонный период:	полугодовой
Цена размещения:	100 %
Доходность к погашению:	7.75 % годовых
Статус ING:	Лид-менеджер, Эксклюзивный Букраннер

Описание сделки

- Сделка стала дебютной для РосБР на рынках капитала, также как привлечение синдицированного кредита на 50 млн. долл. в марте 2005 г., совместно организованного ING и Citigroup.
- Министерство финансов РФ, действуя как агент российского Правительства, предоставило ING Bank N.V. гарантию на сумму 3 млрд рублей, покрывающую основной долг и процентные выплаты.
- Выпуск стал первой бумагой с фиксированным доходом с квази-суверенным риском, номинированной в рублях (но с расчетами в долларах США) и торгуемой на международном рынке (Euroclear / Clearstream).
- Выпуск был размещен среди зарубежных институциональных инвесторов, нескольких фондов и небольшого числа российских игроков.

Информация о заемщике

ОАО Российский банк развития находится в 100% государственной собственности. Банк был учрежден в 1999 году Российским фондом федерального имущества с целью реализации инвестиционной политики Правительства РФ путем предоставления средне- и долгосрочного финансирования российским предприятиям приоритетных отраслей экономики.



- Рейтинг РосБР от Moody's - Вa3 (по состоянию на 30 марта 2005 года)
- Собственный капитал РосБР покрывал 79,5% активов в 2004 году.
- В декабре 2004 года РосБР занял 20 место по собственному капиталу в рейтинге крупнейших российских банков журнала "The Banker".
- Структура акционерного капитала банка и цели развития позволяют заключить, что Правительство РФ было бы готово оказать поддержку РосБР в случае существенных финансовых трудностей.

Пример сделки: ноты, привязанные к акциям Ростовэнерго



Ключевые параметры

Эмитент:	ING Bank N.V.
Базовый актив:	Обыкновенные/ привилегированные акции Ростовэнерго
Основной долг:	эквивалент 23 млн. долл.
Дата размещения:	6 апреля 2005 года
Погашение:	6 апреля 2007 года
Своп на акции:	3 раза в год (по желанию инвесторов)
Цена размещения:	100 %
Роль ING:	структурирование

Информация о компании

До прохождения реформы Ростовэнерго представляла собой региональную энергетическую мощность Ростовского региона (юго-запад России), при этом являясь публичной компанией, ценные бумаги которой прошли листинг на крупнейших российских фондовых биржах.

В результате реформы электроэнергетики Ростовэнерго было разделено на компании по генерации, передаче и сбыту электроэнергии.

Ростовская генерирующая компания как новое юридическое лицо консолидировала все генерирующие активы Ростовэнерго.

Описание сделки

Выпуск стал первым производным инструментом для новых мощностей, осуществленным до их разделения, регистрации и листинга на российских биржах

- Одна обыкновенная / привилегированная нота предоставляет право на одну обыкновенную / привилегированную акцию Ростовской генерирующей компании
- Расчеты по нотам производятся в Euroclear / Clearstream (Люксембург), срок обращения – 2 года, держатели нот могут конвертировать ноты в акции 3 раза в год
- Ноты позволяют инвесторам избежать периода низкой ликвидности, характерного для ценных бумаг вновь создаваемых компаний

Пример сделки: 6-летние ноты Nordics & Russia с леввереджем и 90% защитой основного долга



Ключевые параметры

Эмитент:	ING Bank N.V.
Актив с риском:	Корзина из паев в фондах: 50% Danske Fund Nordic Fund 50% Hansa Russian Equity Fund
Актив без риска:	Денежный депозит
Основной долг:	10 млн евро
Дата размещения:	19 мая 2006 года
Дата погашения:	18 мая 2012 года
Цена размещения:	100%
Минимальный объем погашения:	90%
Коэффициент участия:	130%
ISIN:	XS0254081952

Правило перераспределения

Реализованный диапазон исторической волатильности	Доля актива с риском
[0.0% - 19.0%]	100%
(19.0% - 25.3%]	75%
(25.3% - 31.7%]	60%
(31.7% - 38.0%]	50%
(38.0% - 47.5%]	40%
(47.5% - 63.3%]	30%
(63.3% - 95.0%]	20%
> 95.00%	5%

Описание сделки

Ноты с 90% защитой основного долга привязаны к портфелю, первоначально в полном объеме состоявшему из корзины Danske Fund Nordic Fund и Hansa Russian Equity Fund, с леввереджем 130%.

- В случае возрастания исторической волатильности часть портфеля может быть перераспределена в денежные депозиты. При снижении исторической волатильности портфель может быть перераспределен в корзину Фондов.
- Каждые 14 календарных дней оценивается реализованная историческая волатильность и корректируется распределение портфеля на актив с риском в соответствии с Правилом перераспределения.

Пример сделки: обратно конвертируемые ноты на портфель акций / ADR Лукойл, Газпром, Petrobras



Ключевые параметры

Эмитент: ING Bank N.V.
Базовые активы: ADR Лукойл
ADR Газпром
ADR Petroleo Brasileiro
Основной долг: 8 млн евро
Дата размещения: 8 марта 2007 года
Дата погашения: 8 июня 2007 года
Цена размещения: 100 %
Купон: 29% годовых
Барьерный уровень: 90%
ISIN: XS0290756039

Погашение

ЕСЛИ в любой момент (при постоянном мониторинге) между Барьерной Датой и Датой Истечения (последняя включительно) цена одного или более базовых активов портфеля была равна или ниже Барьера, или если одна или более Конечных Цен ниже Барьерной Цены, ноты погашаются по следующей стоимости:

Основной долг * (Конечная Цена Акции с Самой Низкой Ценой / Барьерная Цена Акции с Самой Низкой Ценой)

ИЛИ каждая нота погашается в денежных средствах по номинальной стоимости

Описание сделки

Обратно конвертируемые ноты с принципом «худший из коснувшихся барьера» («Worst of Knock-in») имеют купон 29% годовых.

- Погашение производится по 100% номинала если цена закрытия каждой акции из базового портфеля в Дату Истечения равна или выше Барьерной Цены или если цена ни одной из акций ни разу не достигла Барьерного Уровня.
- Если в любой момент в течение периода обращения нот цена любой акции была меньше или равна Барьерному Уровню или цена закрытия любой акции в Дату Истечения ниже Барьерной Цены, ноты погашаются с дисконтом, пропорциональным снижению цены акций с самой низкой ценой.

Пример сделки: CLN Лизинговой компании УРАЛСИБ, 2,5 млрд. руб., погашение - 2009 г.



Информация о заемщике

- ООО «Лизинговая компания УРАЛСИБ» (ЛКУ) - одна из ведущих лизинговых компаний в России (№5 по объему нового бизнеса – исследование Эксперт РА, 2006). Компания предоставляет лизинг всех типов оборудования, транспорта и недвижимости.
- ЛКУ контролируется Финансовой корпорацией «УРАЛСИБ», при этом 87% акций компании находится в прямом владении БАНКА УРАЛСИБ (B+/Ba3/B+ по версии S&P/Moody's/Fitch)
- ЛКУ имеет 40 филиалов в Москве, Санкт-Петербурге, Сочи и других регионах России, и планирует открыть еще 10 филиалов в России до конца 2007 г.
- Валюта баланса ЛКУ составила 13,3 млрд. руб. в 2006 году (IFRS).
- На дату сделки ЛКУ не имела международного кредитного рейтинга, однако кредитное качество компании соответствовало потенциальному рейтингу В, учитывая рейтинг материнской компании.

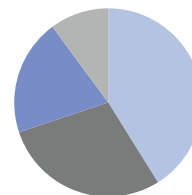
Описание сделки

- Сделка стала дебютной для ЛКУ на долгом рынке. Одной из целей было представление ЛКУ как привлекательного заемщика международным инвесторам.
- Сделка была реализована как частное размещение в Euroclear в рамках Глобальной эмиссионной программы ING Bank N.V. общим объемом 50 млрд евро.
- Первоначально у инвесторов был выбор между сроками займа 12 и 18 месяцев с ориентиром купона 9,25%-10,00% годовых. Сделка была закрыта с полугодовым купоном 9,75% годовых и сроком займа 18 месяцев. Расчеты прошли в Euroclear 1 августа 2007 года.
- Выпуск стал первой необеспеченной рублевой сделкой в Euroclear для российского лизингового сектора после принятия Euroclear и Clearstream рубля в качестве расчетной валюты в феврале 2007 года в результате прошедшей либерализации валютного законодательства РФ.

Роль ING

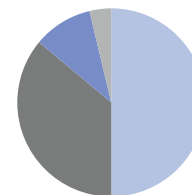
- ING и БАНК УРАЛСИБ выступили организаторами размещения.
- Функции ING заключались в структурировании и международном маркетинге нот.
- ING организовал ряд встреч «один-на-один» менеджмента ЛКУ с инвесторами в Лондоне, Цюрихе, Женеве и Лугано, предварительно выпустив аналитический обзор, посвященный деятельности ЛКУ.

География инвесторов



Великобритания	41%
Россия	29%
США (оффшорные счета)	20%
Континентальная Европа	10%

Тип инвесторов



Собственные позиции банков	50%
Управляющие активами	36%
Хедж-фонды	10%
Private banking	4%



Как связаться?

Степан Амосов, вице-президент
Группа структурированных продуктов
ИНГ БАНК (ЕВРАЗИЯ) ЗАО

E: [stepan.amosov @ ingbank.com](mailto:stepan.amosov@ingbank.com)

T: +7 495 755 54 38

W: www.structuredproducts.ing.com

Ограничение ответственности

Настоящая презентация подготовлена и выпускается исключительно в информационных целях и не является офертой о покупке или продаже или приглашением делать оферты о покупке или продаже каких-либо ценных бумаг или иных инструментов, или участвовать в какой-либо торговой стратегии, и не предполагает полноту изложения информации.

Настоящая презентация не предполагает, что информация, содержащаяся в ней, представляет собой или будет использована как бухгалтерская, юридическая или налоговая консультация или инвестиционная рекомендация. Сделки, описанные в настоящей презентации, имеют сложные характеристики и риски. Сделки с производными инструментами могут принести дополнительные риски и убытки.