

Национальный исследовательский университет «Высшая школа
экономики»

На правах рукописи

Киселёва Марина Сергеевна

«Секьюритизация факторинговых активов»

Специальность

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Диссертация на соискание учёной степени кандидата экономических наук

Научный руководитель:
к.э.н., доцент Газман В.Д.

Москва – 2012



ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ
НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ

ОГЛАВЛЕНИЕ.	
Введение	3
ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ.....	7
1.1 Значение и основные тенденции в развитии института секьюритизации.....	7
1.1.1 Значение секьюритизации в развитии рынка капиталов и факторингового рынка России.	7
1.1.2 Основные тенденции и направления развития секьюритизации.	16
1.1.3 Динамика Российского рынка секьюритизации.	19
1.2 Сущность и экономические предпосылки секьюритизации.	22
1.2.1 Определение и механизм секьюритизации.	22
1.2.2 Классификация видов секьюритизации.	29
1.2.3 Предмет секьюритизации.	33
1.2.4 Инструмент секьюритизации: ценные бумаги, обеспеченные активами.....	35
1.2.5 Правовая природа и законодательное обеспечение секьюритизации.	41
1.2.6 Барьеры в развитии института секьюритизации в России.	49
1.3. Структура базовой сделки факторинга и определение факторинга.....	53
ГЛАВА 2. ИНВЕСТИЦИОННЫЙ АСПЕКТ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ФАКТОРИНГОВЫХ АКТИВОВ.....	57
2.1 Секьюритизация и Альтернативные источники финансирования факторинга	57
2.2 Классификация субъектов секьюритизации и их роли в сделке.	62
2.3 Экономические выгоды и риски секьюритизации для участников сделки.	71
2.3.1. Преимущества секьюритизации для факторинговой компании.	71
2.3.2. Преимущества секьюритизации для инвесторов.....	75
2.3.3 Эффективность секьюритизации факторинговых активов.....	76
2.3.4. Анализ и управление рисками секьюритизации.....	81
2.3.5 Ценообразование секьюритизации факторинговых активов.....	91
ГЛАВА 3. УПРАВЛЕНИЕ ПРОЦЕССОМ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ.....	96
3.1 Структурирование секьюритизации факторинговых активов.	96
3.1.1 Особенности секьюритизация факторинга.	96
3.1.2. Виды и схемы секьюритизации факторинга.....	100
3.2 Методика секьюритизации для Российского рынка: пошаговый алгоритм секьюритизации факторинговых активов.....	116
3.3 Эконометрический подход к оценке факторингового рынка с учетом секьюритизации... ..	120
3.3.1. Эконометрическая модель факторингового рынка Европы.	123
3.3.2. Эконометрическая модель факторингового рынка Великобритании.....	132
3.3.3. Эконометрическая модель факторингового рынка России.	142
3.4 Перспективы секьюритизации факторинга в России.	147
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	150
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ И ИСТОЧНИКОВ.....	153
ПРИЛОЖЕНИЯ	161
Приложение № 1 Основные характеристики рынка факторинговых услуг	161
Диаграмма № 2. Региональное распределение факторинга на Европейском рынке.....	161
Таблица № 1 Объем оборота факторинговых операций в странах Европы 2010 в млн евро 161	
Таблица № 2. Стоимость заключенных факторинговых договоров в стране за период с 2004 по 2010 гг. (в млн.евро).....	162
Таблица № 3. Объем выплаченного финансирования российскими факторинговыми компаниями за 2010 год	163
Приложение № 2 Основные характеристики рынка секьюритизации в мире.	163
Диаграмма № 10. Сравнение спредов Euribor в Европе со сроком погашение от трех до пяти лет (AAA траншей).....	165
Диаграмма № 11. Сравнение свопов в Соединенных Штатах (AAA траншей).	165
Диаграмма № 12. Эволюция рейтингов, 2008 – 2010 год	166
Таблица № 4. Основные причины понижения.....	166
Приложение № 3. Определение факторинга.	167
Таблица № 9. Сравнительная характеристика факторинга, кредита и овердрафта.	167



Введение.

Актуальность исследования. Усиление конкуренции на внутренних финансовых рынках подвигает участников факторингового бизнеса искать новые пути диверсификации капитала, прибегая к нетрадиционным и альтернативным способам финансирования. Механизм секьюритизации позволяет привлечь более дешевые средства, реструктурировать факторинговый портфель таким образом, чтобы трансформировать активы факторинговой компании в эффективные инструменты фондового рынка. Поэтому целесообразно с учетом зарубежного опыта осуществить теоретическое и методологическое обоснование применения в России секьюритизации факторинговых активов.

В ряде стран западной Европы наблюдается устойчивая тенденция к росту объемов эмиссий обеспеченных ценных бумаг. Так, в Великобритании ежегодно секьюритизируется до четверти от общего объема стоимости заключенных договоров факторинга. В отличие от промышленно развитых стран, в России механизм секьюритизации еще недостаточно изучен, а главное, не урегулирован законодательно, и сама концепция секьюритизации - явление новое и вызывает большой интерес. Достаточно отметить, что в отечественном законодательстве просто не существует пока понятия "секьюритизация". Объективная необходимость научного осмысления данной финансовой инновации предопределяет комплексный анализ процесса секьюритизации, представленный в диссертационной работе. Особое значение приобретает систематизация западного опыта секьюритизации и оценка его применимости в российской практике факторинга. Очевидно, что секьюритизация в России может стать катализатором в дальнейшем развитии национального рынка факторинговых услуг. Качественно новый уровень стоимости услуги факторинга вследствие более дешевого финансирования сделок будет благоприятствовать заключению новых факторинговых контрактов.

В отличие от секьюритизации кредитных портфелей секьюритизация факторинга имеет ряд отличительных особенностей, связанных с природой секьюритизируемого актива и особенностями самого бизнеса. Одной из отличительных особенностей секьюритизации факторинга является краткосрочность оборачиваемости данных активов. Поскольку средний срок погашения долговых обязательств составляет порядка 90 дней, то структура

сделка должна предусматривать возможность для SPV пополнять портфель долговых обязательств. Фактически это означает, что SPV должна иметь возможность периодически приобретать долговые обязательства у финансового агента. Возможность финансового агента периодически генерировать и продавать долговые обязательства, а также обслуживать их в течение срока действия транзакции является существенным фактором для секьюритизации факторинга.

Целью настоящего диссертационного исследования является разработка теоретических принципов секьюритизации факторинговых активов и механизма их практической реализации в Российской Федерации, нацеленных на привлечение более экономичного фондирования на финансовый рынок.

Для достижения указанной цели были сформулированы следующие задачи:

1. выявить значимость секьюритизации в финансировании факторинговых сделок и с учетом этого исследования определить потенциал России для секьюритизации факторинговых активов и перспективы использования этого финансового инструмента на основе анализа применения механизма секьюритизации на мировом финансовом рынке;

2. разработать классификацию видов секьюритизации, основанную на авторских категориях оценки (специализация бизнеса и виды используемых активов, структурирование сделки, хеджирование рисков), и пошаговый алгоритм организации процесса секьюритизации факторинговых активов для его практической реализации компаниями на российском рынке;

3. оценить мотивацию участников сделки секьюритизации по сравнению с альтернативными источниками финансирования факторинговых сделок;

4. выявить специфические риски, возникающие в сделке секьюритизации факторинговых активов для каждого из участников с учетом формирования между сторонами договорных отношений;

5. сформировать систему показателей оценки качества факторинговых активов, отбираемых для секьюритизации, и разработать методологию к их структурированию для эффективной реализации модели секьюритизации;

6. разработать модель ценообразования секьюритизации факторинговых активов на основе системы неравенств, характеризующей соотношение доходности каждого из участников сделки секьюритизации;

7. построить эконометрическую модель факторингового рынка на основе определения зависимости объема заключенных и профинансированных



факторинговых контрактов и объема проводимой секьюритизации, для определения потенциального объема секьюритизации факторингового рынка России.

Объектом исследования является европейский и российский рынок факторинговых услуг, субъектами которого выступают факторинговые компании и потребители их услуг. В качестве предмета исследования рассматриваются экономические отношения, складывающиеся между хозяйствующими субъектами в процессе секьюритизация факторинговых активов.

Секьюритизации активов посвящен ряд публикаций в современном западном научном сообществе. Этим занимаются такие авторы как Дж. Амато, Х.П. Бэр, Х. Бошер, И. Вард, С. Гангвани, Г. Гортон, Д. Даффи, Дж. Дикон, Л.Т. Кендалл, С. Кеткар, Дж. Х.П. Кравит, А. Мерфи, Д. Ратха, Е.А. Раймонд, С.А. Е. Ремолона, С.Росс, Дж.Ф. Синки, Дж.Хайлз, С. Хил, М. Чэпман, В. Эдуард, С. Л. Шварц. Особый вклад в изучение вопросов секьюритизации принадлежит В. Котари. Среди публикаций российских авторов по вопросам секьюритизации можно выделить Ю.А. Алексанову, А.П. Белоуса, В.Д. Газмана, А. Казакова, Л.А. Новоселову, С.А. Орехова, А.О. Солдатову, Г.П. Суворова, Ю. Туктарова.

Вместе с тем секьюритизация факторинговых активов в этих работах не рассматривалась, хотя она имеет свои особенности, связанные со спецификой бизнеса. Однако, исследование именно секьюритизация факторинговых активов в условиях посткризисного восстановления рынка капиталов и быстрого развития российского рынка факторинга особенно актуально. Таким образом, предмет настоящего исследования еще недостаточно изучен и требует повышенного внимания со стороны исследователей и глубокого научного осмысления.

Научная новизна исследования заключается в разработке теоретических принципов и механизма их практической реализации секьюритизации факторинговых активов, позволяющего сократить риски инвесторов и привлечь более дешевое финансирование для увеличения объемов и расширения операций на российском факторинговом рынке. К наиболее значимым результатам, полученным в ходе исследования и составляющим его научную новизну, относятся следующие:

1. Введен понятийный аппарат секьюритизации факторинговых активов (СФА), дано авторское определение понятия факторинговых активов.

2. Предложен механизм оценки экономической целесообразности СФА с учетом интересов и рисков участников сделки, разработаны алгоритм и методические рекомендации по организации сделок секьюритизации факторинговых активов для российских компаний.

3. Разработана модель ценообразования СФА на основе системы неравенств, характеризующей соотношение доходности каждого из участников сделки секьюритизации.

4. Определена система показателей для оценки качества секьюритизируемых активов в факторинговом портфеле компании (на базе расчета коэффициентов финансового рычага, географической концентрации и др.), которая может быть использована для оперативной диверсификации портфеля.

5. Разработан авторский подход к структурированию сделок секьюритизации факторинга с учетом качества активов, их однородности, формирования и движения денежных потоков, налогообложения участников, срочности и масштабности проектов.

6. Разработана эконометрическая модель секьюритизации факторингового рынка, устанавливающая математическую зависимость между объемом заключенных и профинансированных сделок на рынке и объемом проводимой секьюритизации, проверена гипотеза об их возможной корреляционной зависимости. Определен потенциальный объем секьюритизации факторингового рынка России.

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ.

1.1 Значение и основные тенденции в развитии института секьюритизации.

1.1.1 Значение секьюритизации в развитии рынка капиталов и факторингового рынка России.

Развитие рынка секьюритизации в последние десятилетия имеет огромное значение и влияние на мировой финансовый рынок. Благодаря секьюритизации расширился класс долговых инструментов, а так же был обеспечен доступ на рынок новых участников, что способствовало расширению и углублению мирового рынка капитала. В целях секьюритизации используются многие виды активов, например, права требования по кредитам и кредитным картам, торговые права требования (дебиторская задолженность) и даже недоговорные поступления денежных средств в будущем.

Кроме того, секьюритизация позволяет оригинаторам осуществить эффективную реализацию активов, обеспечить улучшение своих финансовых показателей и получить финансирование на более благоприятных условиях. Секьюритизация дает инвесторам возможность делать вложения в активы, которые иначе были бы им недоступны, и существенно расширяет предложение облигаций, имеющих высокий рейтинг. Секьюритизация может быть эффективным инструментом создания новых благоприятных возможностей финансирования и инвестирования на российских рынках капитала. В целом, секьюритизация может способствовать углублению и расширению российских рынков капитала.

Необходимо отметить, что секьюритизация оказала разностороннее влияние на развитие рынка капиталов. Так американский кризис низкокачественных ипотечных кредитов отдельные эксперты склонны считать серьезным тестом для секьюритизации. С точки зрения автора, более оправданным будет принятие нового этапа в развитии секьюритизации активов, после ипотечного кризиса 2008 года, который будет охарактеризован более глубоким анализом рисков, связанных с данной техникой финансирования.

Кризис показал, что, помимо преимуществ современная модель развития финансовых рынков имеет и обратную сторону. Так, глобализация позволила кризису распространиться далеко за пределы США. Несмотря на сложные

эконометрические модели, применяемые для прогнозирования поведения секьюритизируемых активов, риски оказались недооцененными. Неограниченный рост комиссионных доходов originаторов и брокеров за счет бесконтрольного расширения объемов ипотечных кредитов привел к снижению качества секьюритизируемых активов. Что является не допустимым, так как именно качество и надежность активов и является гарантией и обеспечением выпускаемых ценных бумаг, выплат процентов по ним и основного долга. Среди основных характеристик сложившейся кризисной ситуации на финансовых рынках - недоверие инвесторов к финансовым инструментам, рейтингам, отсутствие ликвидности и высокая волатильность цен. Ряд финансистов, например Р. Врэй, Т. Боери и Л. Гуизо, главную причину разразившегося кризиса усматривают не в механизме секьюритизации финансовых активов как таковом, а в высоком спросе американских банков на использование данной техники финансирования - в реформе денежной политики, проведенной Федеральной резервной системой. А именно увеличение ставки рефинансирования, несколько позже были приняты законы [1], вошедшие позднее в состав так называемого Регулирования Q (Regulation Q), установившего порядок ценообразования для традиционных банковских услуг, преимущественно ставок привлечения депозитов. Под воздействием проведенных действий возник дефицит ликвидности, который способствовал концентрации внимания коммерческих банков на фондовом рынке, стимулируя развитие секьюритизации.

С точки зрения автора, подвергать сомнению жизнеспособность механизма секьюритизации и видеть в самой финансовой инновации основную причину возникших проблем является преждевременно. Однако необходимость переоценки рисков, связанных с секьюритизацией активов, является очевидной.

Д. Мински еще в 1987 г. писал о значении секьюритизации, что она послужила одним из катализаторов, приведшим к снижению значения коммерческих банков, привлекающих депозиты и предоставляющих кредиты, в пользу фондового рынка. Так, доля банков в совокупных финансовых активах упала с 50% в 1950-х гг. до 25% в 1990-х гг.[2]. Коммерческие банки, интегрировавшие в свой бизнес-процесс механизм секьюритизации,

¹ The Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980; The Garn-St. Germain Depository Institutions Act of 1982.

² Kregel Jan. Financial Innovation and Crises - A Post-Keynesian-Minskyan Perspective. Presentation. 2007. August.

перепрофилировали свои доходы от кредитной деятельности с процентных в комиссионные, снизив процентные ставки на кредиты с плавающей ставкой и увеличив объемы секьюритизации кредитов. Как справедливо было отмечено С. Шварцем [³], секьюритизация активов является эффективным источником финансирования при условии, что имеет альтернативные источники фондирования, т. е. секьюритизация выступает в качестве альтернативы.

Рост секьюритизации привел к грандиозному росту доли заемных средств (соотношение заемных и собственных средств в сделках по секьюритизации составляло 1: 15) [⁴]. Данный механизм работал до тех пор, пока ценные бумаги были ликвидными и обеспеченными. Однако убытки по низкокачественным кредитам стали превышать ожидания, и цены на ипотечные ценные бумаги начали падать. Сброс ценных бумаг инвесторами усилил понижательную тенденцию финансовых рынков. В отчете Банка Англии за 2007 г. указывается, что "потери от ипотечных ценных бумаг стали катализатором потери уверенности во всех структурированных кредитных продуктах и рейтинговых агентствах". Итоги кризиса показали, что значительная опасность заключается в использовании исторических статистических данных, которые по причине относительной молодости низкокачественных кредитов не являются достаточным основанием для построения адекватных прогнозов [⁵]. Многие экономисты, например как К. Хилл, основываясь на совокупности проблем, связанных с деятельностью рейтинговых агентств, высказываются за необходимость введения регулирования этого вида деятельности, пересмотр методик присвоения рейтинга [⁶].

По мнению автора, на современном рынке банковских услуг могут существовать любые продукты, востребованные потребителями, однако при секьюритизации должны быть установлены жесткие требования к организаторам сделок по раскрытию информации о структуре сделки и качестве активов. Предлагаемые некоторыми исследователями ограничения отдельных кредитных

³ Schwarcz S. L., Steven L. The Alchemy of Asset Securitization. Stanford Journal of Law, Business, and Finance. 1994. Vol. 1. P. 154, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=868520>

⁴ Wray L R. Lessons from the Subprime Meltdown. Economics Working Paper Archive. Levy Economics Institute. 2007. P. 13.

⁵ Kaufman H. Our Risky New Financial Markets // The Wall Street Journal. 2007. August 15. P. A13; Бакланова В. Что готовит рынку структурного кредитования 2008 год? / Аналитический обзор. 2008. N1 (12). Январь, www.rusipoteka.ru.

⁶ Hill C. A. Regulating the Rating Agencies. Washington University Law Quarterly. 2004. Vol. 8. P. 43. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=452022>.

продуктов, создаваемых государством, как отмечают Аллен и Херринг [7], не только ограничили бы возможности рынка по удовлетворению нужд потребителей, но и были бы малоэффективны с точки зрения защиты от системных рисков. Также ряд исследователей возникшего кризиса в качестве эффективных мер назвали разработку и внедрение новых стандартов оценки заемщиков [8].

В заключении важно отметить необходимость совершенствования регулирования в области секьюритизации в части управления ликвидностью и рисками финансовых институтов, являющихся участниками указанного рынка. Так, Управление финансовыми услугами Великобритании (FSA) и Управление контролера денежного обращения США (ОСС) в целях развития банковского надзора в области структурированных финансов обозначили следующие меры:

- расширение численности персонала в области секьюритизации активов, способных давать объективные заключения по тем или иным сделкам, осуществляемым подконтрольными учреждениями;

- совершенствование систем риск-менеджмента, в частности управление и оценка остаточных рисков, возникающих при использовании банками механизма секьюритизации их дебиторской задолженности;

- расширение имеющейся информационной базы об операциях на рынке.

Указанные ведомства также рекомендовали банкам:

- использование как можно большего числа независимых юридических и аудиторских экспертиз в отношении используемых ими структур;

- введение в рядовую практику банков - участников рынка секьюритизации инструмента стресс-тестирования остаточных рисков, который, как правило, используется только рейтинговыми агентствами на стадии первоначального присвоения рейтинга;

- введение планирования при формировании резервов.

В заключение хотелось бы отметить, что при наличии правового обеспечения, подразумевающего оптимальный порядок регулирования отношений между эмитентами ценных бумаг, обеспеченных активами, и инвесторами, надзор должен быть сосредоточен не только на финансовых

⁷ Allen F., Herring R. Banking Regulation versus Securities Market Regulation. Working Paper No. 01-29; The Wharton School - University of Pennsylvania, Financial Institutions Center.

⁸ Wra L R. Lessons from the Subprime Meltdown. December 11. Levy Economics Institute Working Paper No. 522, P. 50 Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1070833>.

институтах, участвующих в сделках по секьюритизации, но и на процессах оборота обязательств между ними.

Рынок факторинговых услуг является частью финансового рынка, следовательно, секьюритизация так же оказала влияние и на данную его часть. Развитие рынка факторинговых услуг привело к усилению конкуренции на национальном рынке факторинга. Усиление конкуренции способствует поиску новых возможностей диверсификации капитала, и как следствие, провоцирует появление новых финансовых инструментов и альтернативных механизмов финансирования. Как отмечалось ранее, секьюритизация - альтернативный источник финансирования, который может быть применен для финансирования сделок факторинга, что в свою очередь приведет к расширению факторингового бизнеса.

На текущий момент времени на российском рынке используются различные схемы факторинговых операций. Данные схемы разрабатываются с учетом гибких форм взаимодействия с партнерами, минимизации налогообложения участников сделок факторинга и возможности привлечения более дешевого финансирования проектов, в том числе посредством эмиссии ценных бумаг.

Российскому рынку факторинговых услуг чуть более 12 лет. При этом он динамично развивается, о чем свидетельствует увеличение оборота рынка факторинга, который в 2011 году составил 882 млрд. рублей [⁹], а рост рынка по сравнению с предыдущим 2010 годом достиг 82 %, объем рынка факторинга в 2010 году составлял 484 млрд. рублей. Такой темп роста говорит о том, что факторинговая индустрия в России развивается значительно быстрее других отраслей страны.

По итога 2010 года Российского рынка по объему факторинговых операций в Европе занял 11-е место (см. Приложение № 1. Таблица № 1). Несмотря, на значительный темп роста российского факторингового рынка, его объем в разы отличается от объемов развитых стран мира. Например, показатель российского факторинга кажется довольно скромным по сравнению с одним только рынком Великобритании, достигшим 226,243 млн. евро в 2010 году. Что касается

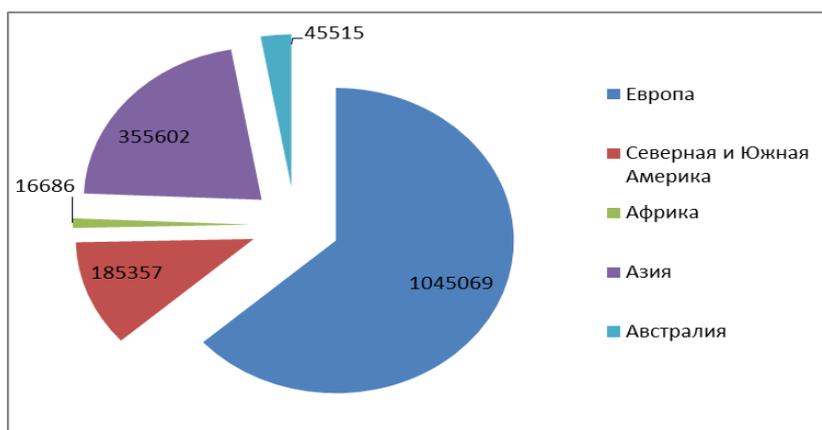
⁹ По данным Ассоциации Факторинговых Компаний <http://asfact.ru/analitika/reports/>

общеевропейского масштаба, то на долю России приходится всего лишь 1,16% от совокупного объема факторинга.

Оценивая потенциал российского факторингового рынка для развития секьюритизации в стране необходимо провести сравнительный анализ факторинга в России с другими странами мира в контексте развития мирового рынка секьюритизации. При этом необходимо учитывать не только количественные показатели, но и структуру рынка, а так же, его качественные характеристики.

Мировой рынок факторинга подвластен общеэкономической конъюнктуре. Структура и состав рынка зависит от активности каждого из представителей его регионов. Определяющим на мировой арене остается рынок факторинга в Европы. Как видно из структуры мирового факторинга, представленного на ниже следующем рисунке, в среднем 63% мирового рынка факторинга приходится на Европу.

Диаграмма № 1. Структура мирового рынка факторинга (в млн евро).



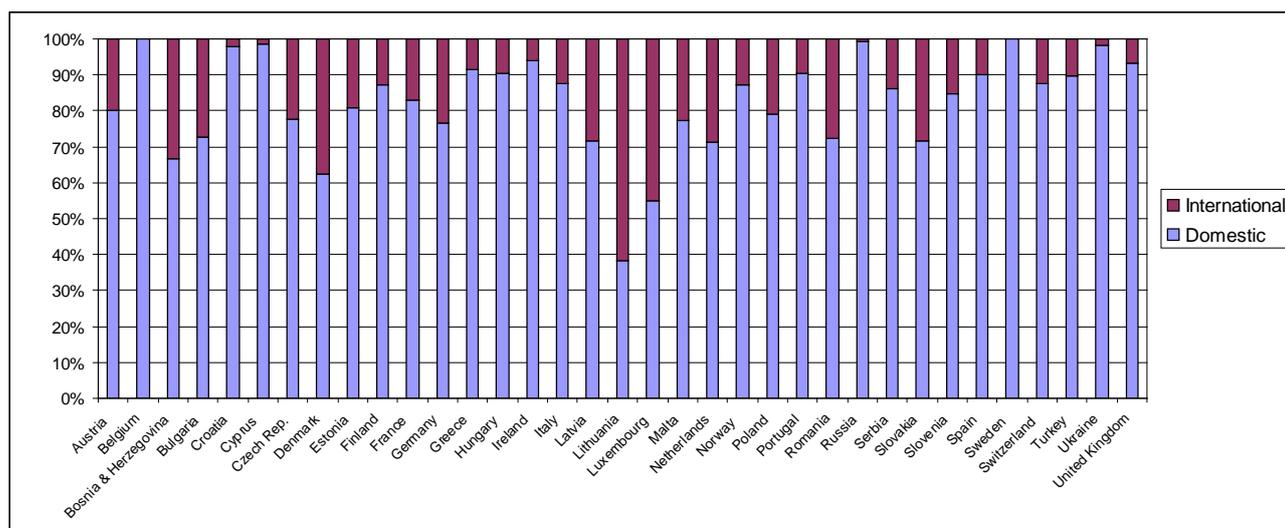
По данным за 2010 год Factors Chain International <http://www.fci.nl/about-fci/statistics/total-factoring-volume-by-country-last-7-years>

Исследования мирового рынка факторинга, ежегодно проводимое Международной факторинговой ассоциацией - Factors Chain International, подтверждает превосходство на мировом рынке факторинга роли Европейского рынка факторинга. Однако нельзя не отметить то факт, что факторинговый рынок Азии показывает колоссальный рост, локомотивом которого является Китай. Так, например, годовой оборот Китая по факторингу в 2004 году составил 4,315 млн. евро, а уже в 2010 году оборот составил 154,550 млн. евро. Возможно, что в ближайшем будущем будет наблюдаться перелом на мировом рынке факторинга. Если страны Азии будут в таком же темпе развивать рынок факторинга, то очень скоро на первый план выйдет Азиатский рынок, потеснит Европейский рынок

факторинга. На текущий момент времени, лидером остается европейский рынок факторинга, но стоит отметить, что распределение факторинговой активности среди стран Европы очень неоднородно (см. Приложение № 1. Диаграмма № 2). Доминирующую по Европе позицию занимает Великобритания, на долю которой приходится 23%. 54% общеевропейского рынка факторинга распределяется между Францией, Италией, Германией и Испанией.

Структура факторинга в странах Европы по виду факторинга (внутреннему и внешнему) так же неоднородна. Ниже следующий рисунок позволяет убедиться в том, что Европейские страны специализируются в основном на внутреннем факторинге. Однако важно отметить, что есть исключения, так, например, в Литве и Люксембурге внутренний и внешний факторинг занимают одинаковые позиции, около 50% оборота факторинга приходится на внутренний факторинг

Диаграмма № 3. Структура факторинга в странах Европы по виду факторинга.



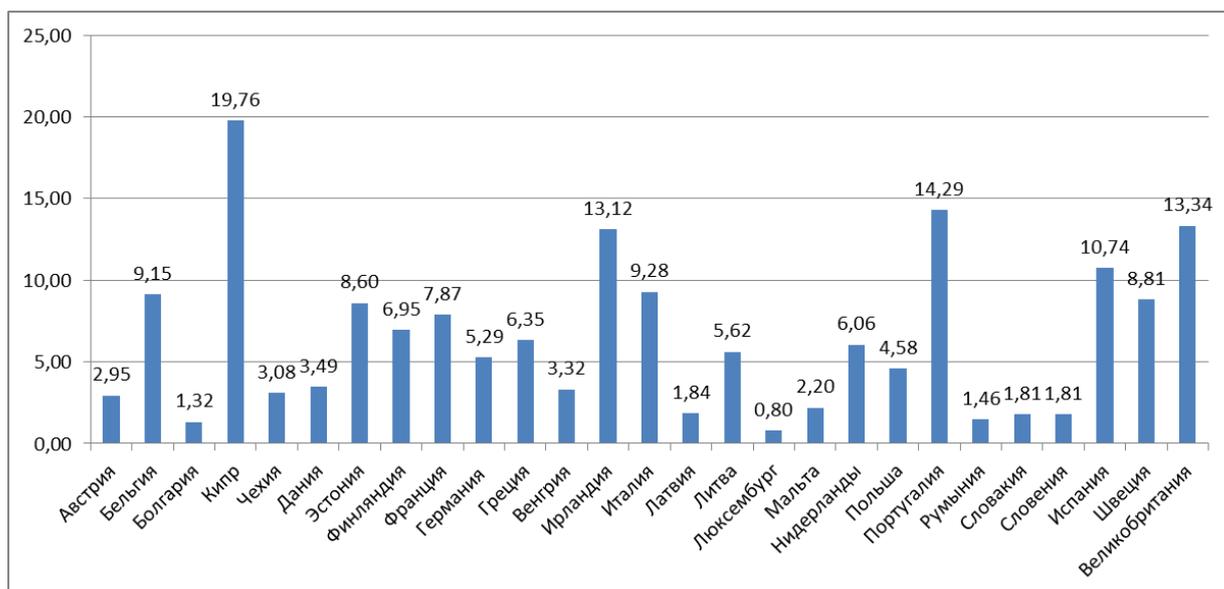
По данным за 2010 год Factors Chain International

В качестве измерителя, развитости рынка факторинга в стране, автором предлагается использовать следующий: проникновение факторинга в ВВП (GDP penetration) (см. ниже следующий рисунок). Во-первых, уровень национального показателя производства дает представление об общеэкономической активности страны. Во-вторых, база для расчета не зависит от страны.

Средняя величина «отношения факторингового оборота к ВВП», рассчитанная по данным за 2010 год по 27 странам Европы составляет 8,07, а за 2009 год - 5,48%. Что так же свидетельствует о развитии европейского рынка факторинга, и увеличении его значения и влияние на экономики стран.

«Отношение факторингового оборота к ВВП» страны в отдельных государствах Европы различно. Например, своего максимума оно достигает на Кипр – 19,76 % по данным за 2010 год. По данным Ассоциации факторинговых компании России, «отношение факторингового оборота к ВВП» в России по итогам 1 полугодия 2010 г - менее 0,5%, по итогам 4 квартала 2011 года - около 1,8%.

Диаграмма № 4. «Отношение факторингового оборота к ВВП» страны.



<http://www.euf.eu.com/total-factoring-volume/facts-and-figures/total-factoring-volume/menu-id-24.html>

По данным EUF за 2010 год.

В целях определения потенциал России на мировом рынке секьюритизации факторинговых активов, автором был проведен анализ характеристик и динамики российского рынка факторинга. Анализ позволил сделать вывод о том, что в ближайшие годы в России секьюритизация может стать реальным распространенным механизмом финансирования факторинговых операций. В пользу активизации российской индустрии факторинга говорит, в первую очередь стоимость заключенных договоров факторинга (см. диаграмму № 5).

По данным Ассоциации Факторинговых Компаний, более половины от общего объема рынка распределено между 5 крупнейшими факторинговыми компаниями России (см. Приложение № 1. Диаграмма № 6). Российский рынок факторинга в 2011 году вырос на 82% по обороту участников рынка по сравнению с данными за 2010 г. [10]. В 4 квартале 2011 г. оборот российского рынка факторинга вырос на 307 млрд (35%) по сравнению с 3-м кварталом того же года. Таким образом, в полной мере реализовался фактор сезонного роста, а

¹⁰ По данным Ассоциации Факторинговых Компаний <http://asfact.ru/analitika/reports/>

пессимистические прогнозы, связанные с ростом ставок комиссий и снижением уровня ликвидности не оправдались. Автор делает вывод, что российский факторинг в течение 2010-2011 г. прошел стадию посткризисного восстановления и вошел в фазу активного роста.

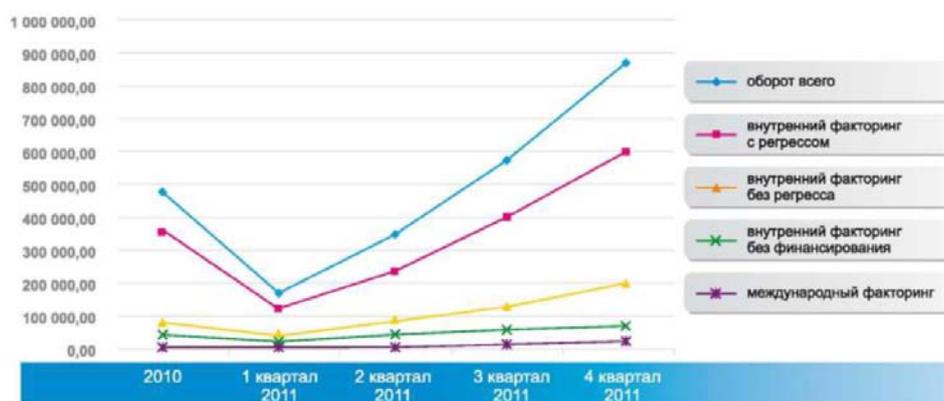
Диаграмма № 5. Динамика российского рынка факторинга (в млн. Евро).



По данным за 2010 год Factors Chain International

Диаграмма № 5-А. Динамика российского рынка факторинга (в млн. руб.).

Динамика оборотных данных рынка факторинга в 2011 году, млн. руб.



По данным Ассоциации Факторинговых Компаний <http://asfact.ru/analitika/reports/>

Объем выплаченного финансирования в 2011 г. составил 717 млрд. рублей, что на 94% выше показателей профинансированного товарооборота за 2010 год. Отношение объема финансирования к объему уступленных требований в 4 кв. 2011 года сохранилось на уровне 82% по сравнению с 3 кв. того же года.

Совокупный факторинговый портфель на 31.12.2011 г. составил 164,4 млрд. рублей. За 4 квартала 2011 г. совокупный факторинговый портфель вырос на 72%, что более чем вдвое выше показателя 1 квартала 2011 г.

Резюмирую, можно отметить, что дальнейшее развитие рынка факторинговых услуг в тоже темпе, реализация все новых схем факторинга требует дополнительных источников финансирования. Секьюритизация становится актуальной. Несмотря на то, что преобладающая позиция в структуре финансирования по-прежнему сохраняется за банковскими кредитами, диапазон инструментов финансирования расширяется. Секьюритизация, для факторинговых компаний, представляет собой новый альтернативный, довольно гибкий источник финансирования, который в целом расширяет доступ на рынки капитала, если используется как элемент единой финансовой стратегии компании. Снижение уровня рисков путем секьюритизации существующего факторингового портфеля позволяет фактору получить средства для новых факторинговых сделок при затратах, меньших по сравнению с банковскими кредитными ставками. Проведенный далее в исследовании автором анализ экономической сущности и правовой природы секьюритизации позволяет более детально исследовать этот нетрадиционный механизм финансирования.

1.1.2 Основные тенденции и направления развития секьюритизации.

В данной части работы, будет описанное развитие рынка на основе данных по Европейскому Союзу (EU далее) и Соединенных Штатах (US далее) в разрезе объема выпуска и классов активов. Важно подчеркнуть, что, несмотря на финансовый кризис 2008 года, выпуск секьюритизированных ценных бумаг продолжается. Великобритания, Нидерланды, Италия и Испания по-прежнему остаются основными эмитентами секьюритизированных продуктов в Европе.

После 2008 года развитие эмиссий ценных бумаг на рынках US и Европы проходило не одинаково [11]. Тенденция постоянного роста эмиссий, наблюдаемая вплоть до 2008 года, в Европе прервалась (см. Приложение № 2. Диаграмма № 6). Однако, в Соединенных штатах, несмотря на сокращение эмиссий в 2007 и 2008 годах, в 2009 и 2010 годах объем проводимых эмиссий увеличился (см. Приложение №2. Диаграмма № 7). Этот рост обусловлен в частности поддержкой рынка RMBS со стороны GSEs Freddie Mac, Fannie Mae and Ginnie Mae.

В Европе RMBSs представляет на сегодняшний день наиболее распространенный класс активов, и их выпуск оставался очень высоким и в период с 2008 по 2010 года, в диапазоне от 53% (2009) до 76% (2008) от общего

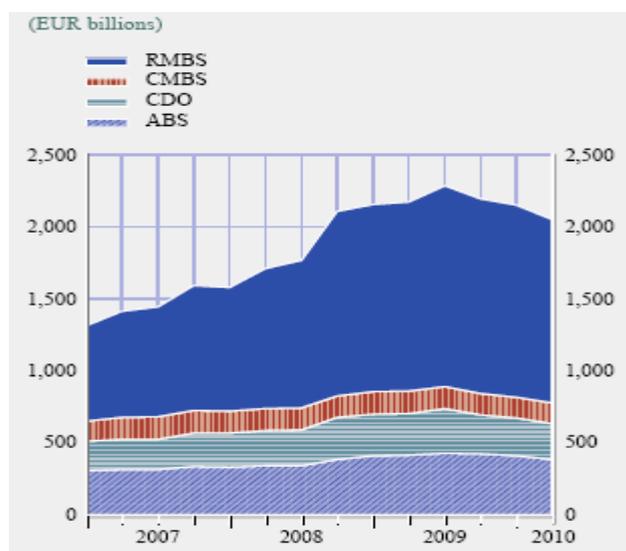
¹¹ <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recentdevelopmentinsecuritisation201102en.pdf>

объемы эмиссии. Commercial mortgage-backed securities (CMBSs) традиционно представляет собой небольшую часть от общего Европейского выпуска, которая снизилась еще больше в последние три года. Данный рынок очень пострадал от снижения цен на коммерческую недвижимость, увеличения дефолтов и отрицательных перспектив в данном секторе.

Так же стоит отметить, что, даже, не учитывая государственной поддержки, RMBS эмитируются, существенно больше, чем ABS на рынке US. Выпуск ABS сократился в 2007 и 2008 годах, и тенденция к восстановлению пока не наблюдается (см. Приложение № 2. Диаграмма №7). Однако наблюдается тенденция изменения структуры ABS в Соединенных Штатах. Так увеличилась доля ценных бумаг обеспеченных авто кредитами и прочими активами (куда включаются факторинговые и лизинговые активы), потеснив собой долю бумаг обеспеченных правами требования по кредитным картам (см. Приложение № 2, Диаграмма №8).

Так как пик секьюритизированных выпусков приходится на 2006-2007 года, то большой объем эмиссий в этот пиковый период все еще не погашены. Учитывая, что выпуск RMBS оставался динамичным, то на этот продукт приходится значительная доля общей суммы задолженности в Европе (см. Диаграмма № 9). Так же данная Диаграмма показывает, что объем эмиссии ABS как до кризиса, так и после занимает не большую долю в общем объеме эмиссии, однако в реальном выражении его объем сохранился.

Диаграмма № 9. Объемы эмиссии в Европа.



Источник: JP Morgan.

Что касается бумаг, обеспеченных ценных коммерческих бумаг (АВСР), то традиционно рынок АВСР в Соединенных Штатах развит сильнее, чем в Европе, даже не смотря на снижение объемов обоих. В Соединенных Штатах объем упал с 842 миллиардов долларов в январе 2008 до 396 миллиардов в октябре 2010, и в Европе с 125 миллиардов евро до 38 миллиардов евро [12]. Таким образом, хотя этот рынок остается активным в незначительной степени в Соединенных Штатах, он практически исчез в Европе.

В целом, влияние ухудшения экономических условий на эффективность обеспечения и повышение суверенного риска в некоторых странах подействовали как на спрос, так и на предложение секьюритизированных продуктов, привело к спредам, которые показывают основные различия между классами активов и стран. Понижение рейтингов дополняет картину. Очень высокие уровни спреда с конца 2008 до второй половины 2009 отражают широко распространенную неопределенность и высокий уровень рыночных рисков в острой фазе кризиса. Уровень спреда достиг максимума в США сразу после банкротства Lehman и несколько месяцев спустя в Европе. Спреды начали уменьшаться сначала в Европе, а за тем и в США, возвращаясь к уровням, которые реально отражают экономические базисы (см. Приложение № 2. Диаграммы № 10 и № 11).

Возвращение к базисам сопровождалось четким разграничением спредов по классам активов по различным причинам. Спреды RMBS и большинства ABS сохранились как в Европе так и в США, по причинам использования их в операциях рефинансирования и стимулирования проводимыми государствами-членами ЕС; а так же как результат устойчивой экономической безопасности лежащего в основе продукта. В отличие от этого, спреды остались высокими по продуктам, которые обладают высокими рисками из-за очень слабого экономического обеспечения и/или слабых стандартов кредитования, такие как CMBSs и HELs (home equity loans).

Как показывают статистические данные (см. Приложение № 2. Диаграмма № 12) большинство изменений рейтингов, в период с 2008 по 2010 года, произошли в сторону понижения. Хотя, в 2007 году понижение было в основном сфокусировано на ABS и RMBSs, данные снижения далее распространились и на

¹² ECB Recent developments in securitization February 2011
<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recentdevelopmentinsecuritisation201102en.pdf>

все секьюритизированные продукты в 2008 и 2009 годах, и эта тенденция продолжилась и в 2010 году. Например, S&P понизило 43 из 62 Европейских CMBSs, в течение четвертого квартала 2009 года. За то же самый период, Moody's понизило 63% траншей от номинального CMBSs и обновило только 1 % из них.

Крах рейтингов RMBS и жилищных ABS отражает кризис в сфере недвижимости и последующий нижний уровень уверенности в структурированных продуктах. Понижение рейтингов так же может быть связано с меньшей, чем ожидалось эффективностью обеспечения, пересмотренных ожиданий в отношении эффективности обеспечения, или изменения методологии рейтингования для решения недооценивания факторов риска (таких как концентрация и корреляции риска). Так же снижение рейтингов может быть результатом комбинации всех этих факторов. Следовательно, новые и старые рейтинги не могут быть непосредственно сравнены, и переходные рейтинги не могут быть легко интерпретированы [¹³].

Резюмируя, необходимо отметить, что выпуск секьюритизированных продуктов продолжается в Европе и Соединенных штатах, не смотря на кризис, так как, ценные бумаги, обладающие хорошим надежным обеспечением, сохранили спрос инвесторов. Данные за 2010 г. свидетельствуют о том, что деятельность факторов была нацелена на достижение прозрачности, упрощение структур проводимых сделок, снижение риска обеспечения. Вводятся необходимые новые стандарты, регулирующие секьюритизацию, включая Базель III, с целью корректной оценки и снижения возможных рисков, формирования резервов и обоснования увеличения ликвидности на рынке.

1.1.3 Динамика Российского рынка секьюритизации.

В качестве первой сделки секьюритизации в России можно привести сделку, проведенную в 2004 г., которая была осуществлена в интересах ОАО "Газпром" и представляла собой секьюритизацию будущих экспортных поступлений за газ. Объем сделки составил 1,25 млрд. долл. Так же в 2004 году Росбанк, выпустив на 300 млн. долл. облигации, обеспеченных потоком платежей по выпущенным Росбанком кредитным картам.

В 2005 г. на рынок вышли 2 небольшие сделки по секьюритизации автокредитов и потребительских ссуд на общую сумму 240 млн. долл. Одна из

¹³ "European securitisation outlook 2010", Barclays Capital, January 2010.

них - банк «Союз» разместил 5-летние облигации на сумму 50 млн. долл., секьюритизировав портфель автомобильных кредитов. Агентство Moody's присвоило облигациям банка рейтинг, соответствующий рейтингу России, что существенно отразилось на снижении доходности бумаг. Ставка составила LIBOR+1,75%. Эмитентом облигаций стала Нидерландская Компания Russian Auto Loans Finance, предварительно выкупившая портфель у банка.

В 2006 г. на рынок вышло 8 сделок секьюритизации существующих активов (лизинговых поступлений, потребительских кредитов, автокредитов, ипотечных кредитов) и 3 сделки секьюритизации будущих поступлений. К интересным сделкам в 2006 году можно отнести выпуск облигаций «Русского стандарта» на общую сумму 300 млн. евро, обеспеченных пулом из 2 млн. номинированных в рублях потребительских кредитов, а также секьюритизация Российских железных дорог на 14 млрд. руб., секьюритизируемыми активами по которой стали будущие поступления по лизинговым платежам.

К концу 2007 года было проведено 23 сделки секьюритизации с участием российских originаторов. Общий объем секьюритизированных активов в 2007 году составил около 2,5 млрд. долларов США. В качестве originаторов в 2007 году приняли участие 7 банков и АИЖК. Тем не менее, планы ряда российских банков по проведению секьюритизации во второй половине 2007 года изменились после кризиса на мировом рынке долгового капитала и в частности на рынке структурированных ценных бумаг. Кризис ликвидности на европейском долговом рынке перечеркнул прогнозы предстоящего бума секьюритизации.

В декабре 2007 года «Еврокоммерц» первой среди факторинговых компаний России и Восточной Европы совместно с Deutsche Bank и ВТБ разработала и успешно реализовала проект по секьюритизации факторингового портфеля (дебиторской задолженности). Поскольку секьюритизация является для факторингового бизнеса очень важным инструментом финансирования, то была сделана револьверную секьюритизацию, которая могла бы проводиться на протяжении неограниченного срока [¹⁴]. Объем эмиссии составил 11,75 млрд. руб. [¹⁵]. В ходе эмиссии были выпущены купонные Еврооблигации, с

¹⁴ Интервью президента компании «Еврокоммерц», 2008-03-12
<http://www.ippnou.ru/article.php?idarticle=003995>

¹⁵ <http://www.cbonds.info/rus/emissions/emission.phtml/params/id/8642>

амортизационной системой погашения номинала, с плавающей ставкой, базовая ставка 1M MOSPRIME, агентами по размещению выступили DEUTSCHE Bank, VTB Bank Europe, листинг: внебиржевые торги, и частное размещение.

Standard & Poor's и Fitch присвоили рейтинг "BBB" основному траншу бумаг, выпущенных на 7,5 миллиардов рублей в рамках сделки по секьюритизации (ABS) дебиторской задолженности, связанной с реализационной деятельностью факторинговой компанией Еврокоммерц. Мезонинный транш - на 0,5 миллиарда рублей. Второму траншу присвоен рейтинг "BB". SPV - Russian Factoring No. 1 S.A. Условная сумма приоритетных облигаций, обеспеченных активами, повысилась в конце марта на 3,75 млрд. руб., с 7,5 млрд. руб. до 11,25 млрд. руб. Субординированный кредит, который обеспечивает повышение кредитного качества (требуемое по документации по сделке), также был увеличен для поддержки рейтингов. Увеличение последовало за запросом Оригинатора о повышении фондирования, предоставляемого Оригинатором Eurokommerz FC в целях дальнейшего роста активов. Общая сумма, предоставленная компанией Eurokommerz FC, примерно составляла 26 млрд. руб. на 31 января 2008 г. и 27,2 млрд. руб. на 29 февраля 2008 г.

В июле 2008 года Межрегиональная Факторинговая Компания "Траст", входящая в банковскую группу "Траст", завершила сделку по секьюритизации дебиторской задолженности по факторинговым договорам. Организаторами сделки выступили Deutsche Bank AG, Лондон, и VTB Bank Europe Plc. Специальное юридическое лицо Russian Structured Factoring Receivables No. 1 S.A. завершило выпуск облигаций с плавающей процентной ставкой на сумму в 4,12 млрд. руб., обеспеченных поступлениями по договорам факторинга Межрегиональной Факторинговой Компанией "Траст", Россия.

Выпуск облигаций состоял из старшего транша (Class A) на сумму 3,8 млрд. руб. с купонной ставкой Mosprime + 6% годовых и мезонинного транша (Class B) на сумму 320 млн. руб. с купонной ставкой Mosprime + 8,5% годовых. По облигациям предусмотрены ежемесячные купонные выплаты. В течение револьверного периода поступающие платежи в счет погашения факторинговой задолженности использовались, в том числе, для пополнения пула новыми правами требования по факторинговым соглашениям, заключенным оригинатором.



Облигации размещены по номиналу. Облигации прошли листинг на Ирландской фондовой бирже (Irish Stock Exchange), выпущены в зарегистрированной форме и обращались в системах Euroclear и Clearstream. Международное рейтинговое агентство Standard & Poor's присвоило старшему траншу облигаций рейтинг BBB и мезонинному траншу - рейтинг BB. В настоящее время все обязательства по облигациям погашены.

Как уже отмечалось ранее, абсолютное большинство сделок секьюритизации существующих активов, произведенных в России, имеет трансграничную структуру. Тем не менее, в России начинают проводиться внутренние сделки секьюритизации, однако только, ипотечных кредитов на основе закона "Об ипотечных ценных бумагах". Таким образом, можно ожидать дальнейшего роста внутренних сделок ипотечной секьюритизации в России, но в ближайшей перспективе, очевидно, будут преобладать именно трансграничные структуры секьюритизации активов, нацеленные на международных инвесторов, обладающих более широким финансовым потенциалом.

1.2 Сущность и экономические предпосылки секьюритизации.

1.2.1 Определение и механизм секьюритизации.

Поскольку секьюритизация является достаточно новым явлением на российском рынке, то автор считает целесообразным рассмотреть ее определения. Однако важно отметить, что на текущий момент времени ни среди участников рынка, ни в литературе не сложилось единого мнения по определению понятия «секьюритизация». Таким образом, в данном параграфе, будут представлены основные, наиболее распространенные определения и понятия.

Так, например, швейцарский специалист Х.П. Бэр, автор широко известной монографии «Секьюритизация активов», выделяет секьюритизацию в широком смысле и в узком смысле (собственно секьюритизация активов). В широком смысле «секьюритизация» понимается как «перемещение международного финансирования с рынка кредитов на денежный рынок и рынки капитала; замена кредитного финансирования схемами, основанными на выпуске ценных бумаг; исключение банков из схем финансирования; понятие заимствовано из английского языка».¹⁶ «Секьюритизация» в узком смысле, или «секьюритизация

¹⁶ Бэр Х.П. Секьюритизация активов. – М.: Волтерс Клувер, 2006. – С. 27.

активов», представляет собой следующее: «инновационная техника финансирования; специфическая форма в рамках общей тенденции к секьюритизации; основная идея: списание финансовых активов с баланса предприятия и их рефинансирование посредством выпуска ценных бумаг на международном рынке и рынке капиталов».¹⁷

Согласно финансово-кредитному энциклопедическому словарю под общей редакцией А.Г. Грязновой, под секьюритизацией (securitisation) от английского – securities, что означает ценные бумаги, следует понимать тенденцию возрастания роли ценных бумаг и инструментов на их основе на рынке капиталов, привлечение финансирования путем выпуска ценных бумаг и инструментов на их основе вместо привлечения банковских ссуд.

А. Селивановский указывает, что «секьюритизация представляет собой финансирование или рефинансирование каких-либо активов компании, приносящих доход, посредством «преобразования» таких активов в торгуемую, ликвидную форму через выпуск облигаций или иных ценных бумаг».¹⁸

Ю. Туктаров определяет секьюритизацию с точки зрения права: «секьюритизация представляет собой совокупность норм, которые позволяют эффективно рефинансировать договорные денежные требования за счет фондового рынка».¹⁹ Туктаров так же считает, что секьюритизация носит институциональный характер: «институт секьюритизации представляет собой систему норм, которые направлены на снижение правовых и экономических рисков, возникающих при рефинансировании денежных требований путем размещения ценных бумаг».²⁰

В Положении Комиссии по ценным бумагам и биржам США от 18 января 2005 г. указывается, что секьюритизация активов представляет собой «ценные бумаги, выпускаемые под определенный дискретный поток будущих денежных поступлений или иные финансовые активы, постоянные или оборотные, которые по своей природе конвертируются в денежные поступления в течение установленного периода времени, а также определенные права или иные финансовые активы, предназначенные для обеспечения выпуска или

¹⁷ Бэр Х.П. Секьюритизация активов. – М.: Волтерс Клувер, 2006. – С. 27.

¹⁸ Селивановский А. Правовые риски ипотечного агента //Хозяйство и право. – 2005. - №8-9.

¹⁹ Туктаров Ю. Секьюритизация и инвестиционные фонды //Рынок ценных бумаг. – 2005. - № 16.

²⁰ Туктаров Ю. Секьюритизация и инвестиционные фонды //Рынок ценных бумаг. – 2005. - № 16.

своевременного распределения денежных поступлений держателю этих ценных бумаг»^[21].

Анализ нескольких десятков работ зарубежных и российских исследователей, в которых дается определение термина «секьюритизация активов», позволяет сделать вывод, что однозначных трактовок нет, но имеется широкий спектр мнений и толкований данного понятия. Следовательно, существует различное понимание сущности секьюритизации и форм ее проявления. В настоящее время превалирует мнение тех авторов, которые акцентируют внимание на том, что секьюритизация – это процесс трансформации неликвидных или низколиквидных активов в ликвидные [²² стр. 452; ²³ стр. 488; ²⁴ стр. 37; ²⁵ стр. 917; ²⁶ стр. 429].

С своей статье «The Alchemy of Asset Securitization» профессор С. Шварцем определяет секьюритизацию, как преобразования простого камня (денежных требований) в драгоценные (высоколиквидные ценные бумаги)²⁷. Однако, с точки зрения автора применительно к факторинговым операциям секьюритизацию нельзя определить как «алхимию» по следующим причинам. Еще на стадии проектирования факторинговой сделки, когда банк решает вопрос о предоставлении кредитных средств фактору для финансирования, осуществляется обязательное рейтингование как самого фактора, так и его факторингового проекта (Клиента/Должника), то есть секьюритизируемого в будущем актива. По мере реализации факторингового проекта, если должник несвоевременно или не в полном объеме выплачивает факторинговые платежи, то возникает сомнительная или проблемная задолженность по данному активу, в силу чего он не сможет стать предметом секьюритизации.

В связи со всем вышеизложенным, возникает необходимость дать собственное определение, которое охватывало бы основные признаки и

²¹ www.sec.gov/divisions/marketreg/securitiesanalysts.htm.

²² Арнольд Г. Руководство по корпоративным финансам: пособие по финансовым рынкам, решениям, методам. Днепропетровск: Баланс Бизнес Бук, 2007

²³ Бланк И.А. Основы инвестиционного менеджмента. Т. 2. 3-е. Изд. Киев: Эльга –Н, Ника-Центр, 2008.

²⁴ Бер Х.П. Секьюритизация активов. М: Волтер Клувер, 2006

²⁵ Ван Хорн Д.К. Вахович (мл.) Дж.М. Основы финансового менеджмента. 12-е изд. / пер. с англ. М.: Изд. дом «Вильямс», 2007.

²⁶ Роуз П.С. Банковский менеджмент / пер. С англ. М.: Дело, 1997.

²⁷ *Schwarcz S. L. The Alchemy of Asset Securitization // Stanford Journal of Law Business and Finance. 1994. Vol. 1, No 1. P. 133—154.*

сущностные характеристики секьюритизации активов, выделяемые как отечественными, так и зарубежными авторами.

По мнению автора, *секьюритизация факторинговых активов представляет собой комплекс имущественных отношений, которые складываются между участниками сделки в рамках системы взаимосвязанных договоров по поводу привлечения факторами выгодного финансирования новых факторинговых проектов. Это осуществляется посредством селекции и обособления ликвидных активов, генерирующих денежные потоки, продажи или уступки прав по дебиторской задолженности, перераспределения рисков и проведения эмиссии ценных бумаг.*

Далее, автор считает необходимым дать определение факторинговым активам, так как данное понятие применимо на практике, однако оно имеет ряд различных толкований. *Факторинговые активы – совокупность прав факторинговой компании по договору факторинга и включает в себя права требования на факторинговые платежи.*

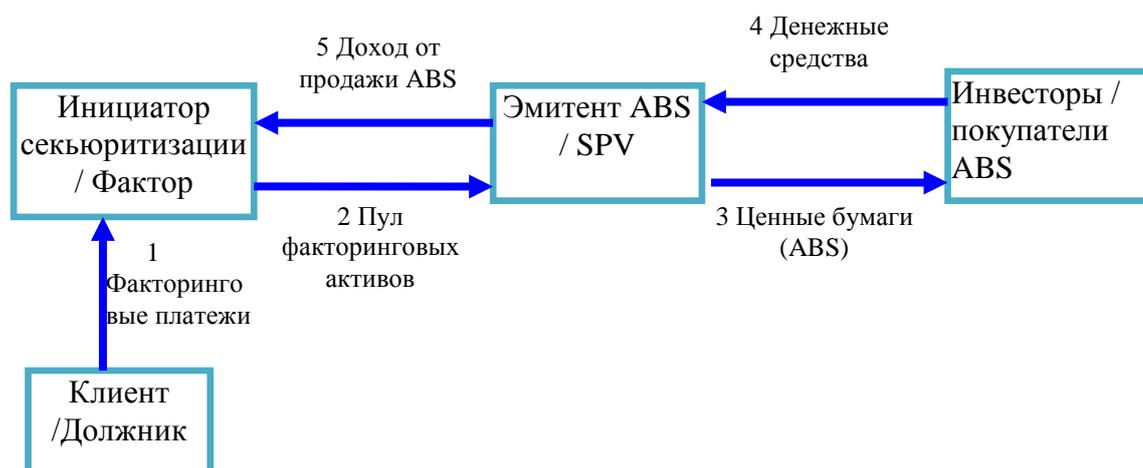
Как следует из определения, секьюритизация факторинговых активов охватывает сложный комплекс договорных отношений, состоящий из трех важнейших элементов: отношений по уступке или продаже прав на активы; формирования залогового обеспечения для их использования при эмиссии ценных бумаг; проведения эмиссии таких бумаг. Все названные элементы тесно взаимосвязаны и взаимообусловлены, играют определяющую роль в секьюритизации.

Секьюритизация так же может быть представлена и как инструмент, позволяющий компании привлечь финансирование путем выпуска ценных бумаг, обеспеченных конкретным активом. Механизм секьюритизации заключается в отделении некоторых активов от остального имущества предприятия для их передачи специально созданному финансовому посреднику (SPV), который рефинансирует их на денежном рынке или на рынке капитала. Как правило, в качестве такого актива выступает портфель однородных денежных требований (например, кредитный портфель, портфель лизинговых контрактов, портфель факторинговых активов и т.д.). Впоследствии денежные потоки, генерируемые секьюритизированным активом, будут направлены на обслуживание привлеченного долга (на выплату процентов и погашение основного долга).

Существующий мировой опыт свидетельствует о том, что возможны различные схемы реализации секьюритизации. Во многом это зависит от предмета секьюритизации, состава участников и характера передачи секьюритизируемого портфеля активов. С точки зрения автора, с учетом российских условий функционирования бизнеса более предпочтительной является схема, при которой производится продажа активов SPV, при этом уступка прав на факторинговые платежи сопровождается привлечением дополнительного обеспечения, использование револьверной схемы, а так же прав регресса в отношении originатора и возврата этого контракта предыдущему собственнику.

Далее в Схеме № 1 представлены основные этапы реализации секьюритизации факторинговых активов.

Схема № 1. Возможная схема секьюритизации факторинговых активов.



1. Факторинговая компания – инициатор сделки аккумулирует факторинговые активы и обособливает их в единый портфель активов.

2. Фактор продает пул факторинговых активов SPV, созданной и функционирующей исключительно в целях секьюритизации. Юридически передача портфеля может быть организована в форме договора купли-продажи.

3. SPV проводит эмиссию собственных ценных бумаг, которая обеспечивается предстоящими денежными поступлениями по факторинговым контрактам (факторинговые платежи). Для формирования пула обеспечения эмиссии SPV может скупать активы как у одной, так и у нескольких факторинговых компаний. Как правило, SPV эмитирует облигации.

4. Инвесторы приобретают обеспеченные ценные бумаги, получая определенный инвестиционный доход.

5. Разместив ценные бумаги на рынке капитала, SPV распределяет поступления по дебиторской задолженности в пользу инвесторов.

Резюмируя все вышеописанное, автор отмечает, что в результате секьюритизации для инвестора снижаются риски. Так как SPV обладает понятным набором активов, в виде факторинговых платежей, с достаточно предсказуемыми поступлениями, условия наступления которых определены договорами; инвестиции осуществляются под конкретные хорошо проверенные факторинговые сделки, по которым идут платежи, а не предоставление заемных средств факторинговой компании при выпуске необеспеченных бумаг. Фактор за счет секьюритизации получает дополнительные средства, которые могут быть использованы для финансирования новых проектов.

Как отмечалось ранее, секьюритизацию можно отнести к концепции структурированного финансирования. Основная отличительная особенность сделок со структурированными финансами заключается в выделении активов и денежных потоков, генерируемых этими активами, и использовании активов в качестве обеспечения. Выделенные активы и денежные потоки может происходить, например, в момент размещения ценных бумаг. Встроенный в модель структурированного финансирования механизм транширования предполагает сложную структуру эмиссии, состоящую из классов субординированных ценных бумаг.

Анализ возможных альтернатив финансирования факторинговой деятельности, представленный во второй главе настоящего исследования, позволил автору определить секьюритизацию как комбинированный механизм финансирования, объединяющий эмиссию и факторинг, каждый из которых может существовать отдельно в качестве источника финансирования.

Далее представлены основные принципы секьюритизации, выявленные в ходе настоящего исследования:

1. Принцип обособления активов и «действительной продажи».
2. Принцип «защищенности от банкротства или нейтрализации риска».
3. Принцип «ограниченной правоспособности»
4. Принцип субординации или договорной очередности платежей.

Далее будет описан каждый из принципов более детально.

1. Принцип обособления активов и «действительной продажи».

Данный принцип является основополагающим для проведения секьюритизации



активов. Он означает, что инициатор сделки секьюритизации передает требования со своего баланса на баланс покупателя активов (SPV). В данном случае, сделка будет носить «истинный» характер и называться классической. В противоположном случае, когда передачи активов не происходит, а производится только передача рисков компании, то такая сделка секьюритизации будет именоваться синтетической. Дополнительно необходимо отметить, что отделение кредитного риска компании от кредитного риска по обособленным в процессе секьюритизации активам делает бумаги более надежными. Вследствие меньшего риска доходность обеспеченных бумаг будет так же ниже, чем по необеспеченным корпоративным ценным бумагам, что создает преимущества в стоимости заимствования.

2. Принцип «защищенности от банкротства». Принцип предполагает, что SPV изначально ограничивается в возможности инициировать процедуру своей добровольной ликвидации или реорганизации, и одновременно все участники отношений с таким лицом принимают на себя обязательство не ходатайствовать о ликвидации специального юридического лица или о возбуждении в отношении него процедуры банкротства. Более того, стороны сделки признают, что любые требования, которыми они могут быть наделены, ограничиваются стоимостью свободных активов специально образованного юридического лица.

3. Принцип «ограниченной правоспособности». Данный принцип означает, что SPV в силу положений его учредительных документов (и/или законодательных положений) не разрешается выпускать какие-либо дополнительные долговые инструменты, участвовать в объединении компаний или осуществлять иные сделки и действия, в том числе наем сотрудников, кроме тех, которые непосредственно необходимы для осуществления секьюритизации. Необходимо подчеркнуть, что специальный характер правоспособности SPV минимизирует вероятность его несостоятельности.

4. Принцип субординации или договорной очередности платежей. Принцип субординации ценных бумаг утверждает приоритетность в погашении долга и заключается в том, что платежи, осуществляемые SPV, производятся в строго предусмотренной последовательности согласно очередности, заранее оговоренной в документации по секьюритизации и, таким образом, некоторым участникам вся сумма полностью будет выплачена раньше, чем другим. В первую

очередь, поступающие средства направляются на погашение основного долга и процентов по первым классам ценных бумаг. И только после полной оплаты требований по более приоритетным бумагам оплачиваются требования по оставшимся классам ценных бумаг. Используемая система транширования предполагает, что менее привилегированные бумаги служат в качестве обеспечения более привилегированных бумаг. Выпуская данные субординированные ценные бумаги, SPV распределяет финансовые потоки от пула активов между классами эмитируемых бумаг младшей, средней и старшей категории, отличным по уровню доходности и срокам погашения.

1.2.2 Классификация видов секьюритизации.

В мировой практике структурные сделки отличаются большим разнообразием. Ниже приводятся наиболее традиционные способы их классификации.

В зависимости от типа активов:

- Секьюритизация будущих поступлений (future flow securitization) - банковские переводы, поступления по торговым и экспортным операциям и т. д.;
- Секьюритизация существующих активов (existing-assets securitization); ценные бумаги, обеспеченные активами (Asset-backed securities, ABS) - розничными кредитами, кредитными картами, автокредитами, лизинговыми платежами и т. д.; ценные бумаги, обеспеченные жилищной ипотекой (Residential Mortgage-Backed Securities, RMBS); ценные бумаги, обеспеченные коммерческой ипотекой (Commercial Mortgage-Backed Securities, CMBS);
- Секьюритизация долговых обязательств (Collateralized Debt Obligations, CDOs);
- Корпоративная секьюритизация (corporate securitization). Секьюритизация бизнеса, где речь идет о предоставлении обеспеченного кредита SPV соответствующему оригинатору. SPV осуществляет выпуск облигаций на рынке капитала и предоставляет поступления от эмиссии в виде займа оригинатору. Оригинаитор обслуживает свои обязательства по кредиту из прибылей, генерируемых его бизнесом, и предоставляет обеспечение в отношении большинства своих активов в конечном итоге в пользу Инвесторов.

В зависимости от способа обособления активов от оригинатора:

- Секьюритизация посредством прямой продажи активов (классическая);



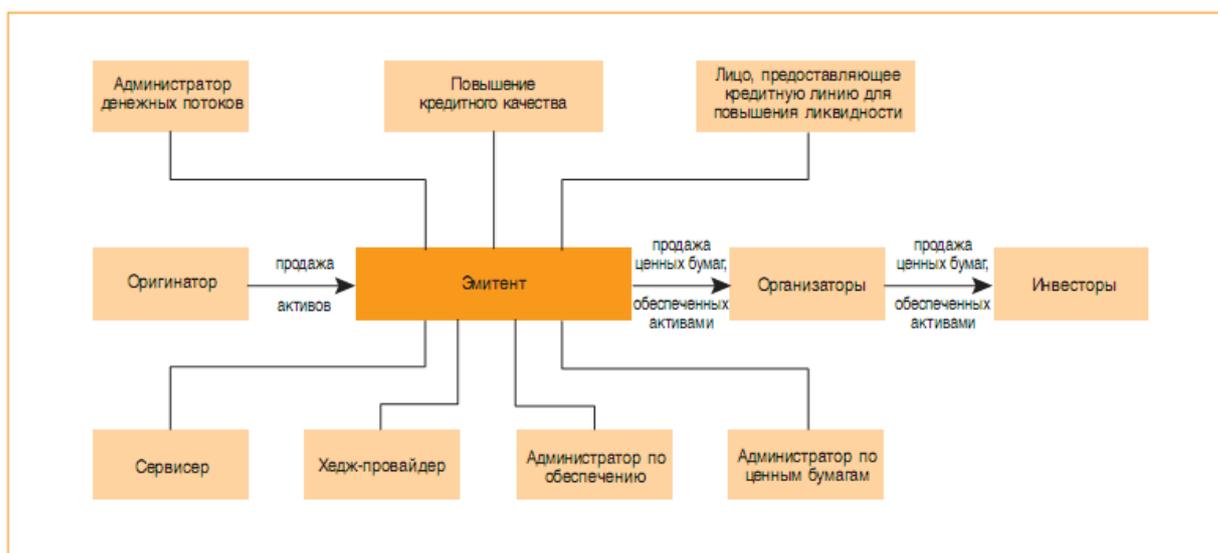
- Секьюритизация посредством искусственного обособления или создания активов (синтетическая).

В дальнейшей работе под видами секьюритизации автор будет понимать классические сделки, предполагающие реальную продажу, и синтетические сделки.

Классическая секьюритизация.

На приведенной схеме показана структура секьюритизации посредством "действительной продажи". Оригинатор продает некоторый портфель активов эмитенту. Активы будут обслуживаться сервисером (нередко им является оригинатор). Ввиду отсутствия у эмитента соответствующего персонала, он поручает администратору денежных потоков осуществление всех необходимых платежей от своего имени и, помимо этого, вероятнее всего, поручает какой-либо компании выполнение административных функций.

Схема № 2. Классическая секьюритизация.



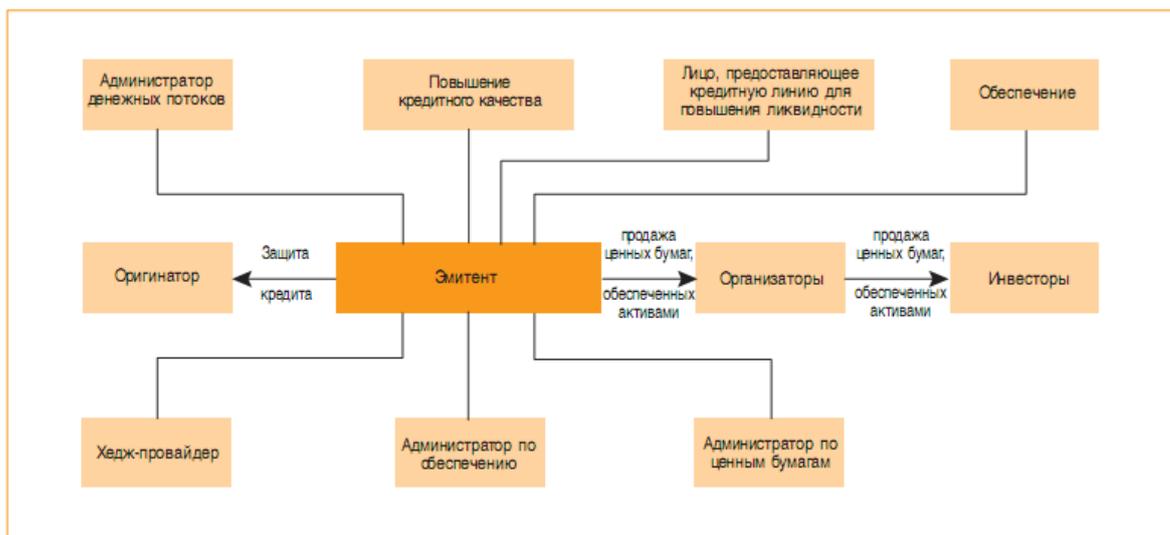
Эмитент финансирует покупку упомянутых выше активов путем продажи обеспеченных активами ценных бумаг (чьи параметры зависят от параметров активов) организаторам, которые, в свою очередь, продают эти бумаги инвесторам. Инвесторы могут продать данные ценные бумаги или оставить их у себя.

Синтетическая секьюритизация.

На схеме № 3 отображена структура синтетической секьюритизации. Стоит отметить, что она схожа со структурой классической секьюритизации. Ключевое отличие состоит в том, что реальной продажи активов не происходит, а

производиться передача кредитного риска, который выступает в качестве самостоятельного объекта торговли. В случае банкротства банка владельцы облигаций имеют приоритетное право на обеспечение по облигациям, включая обеспечение, превышающее объем требований по облигациям.

Схема № 3. Синтетическая секьюритизация.



Так же сделки могут классифицироваться как автономные и кондуитные, при которых покупатель (именуемый кондуитом) приобретает и секьюритизирует активы нескольких различных инициаторов. Как правило, кондуитом является структура, состоящая из одного или нескольких SPV, связанных определенными контрактными отношениями, и извлекающая прибыль из арбитража между долгосрочными и краткосрочными процентными ставками.

В зависимости от местонахождения эмитента:

- Внутренние сделки (domestic transactions) - когда эмитент находится в той же стране, что и оригинатор;
- Трансграничные сделки (cross-border transactions) - когда эмитент и оригинатор находятся в разных странах.

Существуют различные схемы построения секьюритизации активов, зависящие от цели проведения и разработанной для нее структуры. В целях настоящего исследования автором была разработана многокритериальная классификация сделок секьюритизации, представленная в Таблице № 5. Данная классификация включает в себя, не только традиционные критерии анализа, такие как вид актива, степень его передачи, но так же специфические, например, такие как, способы хеджирования и структурирования сделки. Что качественно

отличает ее от приводимых ранее существующих классификаций, и позволяет проводить более детальную и четкую классификацию сделок.

Таблица № 5. Классификация сделок секьюритизации.

Критерий анализа	Разновидности сделки	Краткая характеристика
Специализация бизнеса	Секьюритизация небольших сделок факторинга Секьюритизация крупномасштабных сделок факторинга Секьюритизация бизнеса или корпоративная секьюритизация.	Малые/средние предприятия; Крупные универсальные компании; Промышленное оборудование; Диверсифицированные факторинговый портфель из различных видов активов
Вид используемых активов	Жилищная, коммерческая ипотека Неипотечные кредиты (автокредиты, ссуды студентам, потребительские кредиты) Дебиторская задолженность по кредитным картам Торгово-экспортные контракты Задолженность по договорам лизинга Запасы предприятия Задолженность по договорам факторинга	Секьюритизация ипотеки Секьюритизация активов
Степень передачи активов компании специального назначения	Классические сделки Синтетические сделки	Предполагает реальную продажу активов SPV, Предполагает передачу риска SPV, но не приводящих к продаже активов
Форма передачи активов	Договор купли-продажи Договор мены Договор цессии	Продажа Обмен Уступка
Состав участников	Автономная Конduitная	Проводится одним SPV Конduit может состоять из нескольких SPV
Способ структурирования сделки	Прямое распределение: переводная структура платежей; Косвенное распределение: платежная структура платежей	Пропорциональное распределение потока платежей Последовательное распределение платежей между субординированными траншами бумаг
Способ хеджирования рисков	Внутренние способы защиты <i>Субординация ценных бумаг</i> <i>Избыточное обеспечение</i> <i>Структурные «триггеры»</i> <i>Создание резервов</i> <i>Управление показателями покрытия</i>	Использование механизмов, встроенных в сделку секьюритизации

	Внешние способы защиты <i>Гарантии, поручительства</i> <i>Аккредитивы</i> <i>Андеррайтинг</i> <i>Страхование возврата процентов</i>	Привлечение сторон, не участвующих в сделке
--	---	--

1.2.3 Предмет секьюритизации.

Практически любой вид денежного потока может быть секьюритизирован. В качестве задолженности могут выступать как текущие обязательства по контрактам, так и права требования на будущие поступления.

На рынке Соединенных Штатах и Великобритании преобладают следующие классы секьюритизированных активов: права требования по жилищной ипотеке, права требования по коммерческой ипотеке, права требования по кредитным картам, автокредиты, потребительские кредиты, торговые права требования (дебиторская задолженность) и недоговорные поступления денежных средств в будущем (например, расписки в получении оплаты услуг). Однако перечень видов активов, который подлежит секьюритизации, продолжает расширяться. В принципе, возможно проведение секьюритизация абсолютно любых активов или прав, обеспечивающих будущие (прогнозируемые) поступления денежных средств, в той степени, в которой они могут быть переданы SPV. Такими активами могут быть, например, налоговые поступления или поступления от оплаты коммунальных услуг.

Резюмируя все выше сказанное, автором была составлена таблица с наглядным представлением активов, подлежащих секьюритизации.

Таблица № 6. Активы подлежащие секьюритизации.

Розничные кредитные инструменты	Дебиторская задолженность	Прочие виды активов
Ипотечные кредиты и займы	По договорам оказания услуг	Банковские клиентские поступления
Потребительские кредиты	По экспортным поставкам	Поступления по договорам лизинга
Автокредиты	По услугам, оказанным компаниям публичного сектора	Ипотечные кредиты по залог коммерческой недвижимости
Кредиты малому бизнесу		Рыночные долговые инструменты
Поступления от кредитных карт		Whole business

Критерии для признания активов секьюритизируемыми

Должны генерировать денежные потоки, которые могут быть определены заранее или спрогнозированы

Должны быть отделимы от прочих активов инициатора сделки как экономически, так и юридически

Согласно распространенной Европейской методике существует две базовые квалификации активов, служащие обеспечением для эмитируемых ценных бумаг: ипотека, в данном случае секьюритизация называется Mortgage-Backed Securitisation, и другие активы, Asset-Backed Securitisation. При секьюритизации прочих активов, данные активы принято делить на коммерческие активы (commercial assets) и потребительские активы (consumer assets), а выпущенные на их основании ценные бумаги классифицируются соответственно, как ABS of commercial assets и ABS of consumer assets.

Как уже отмечалось ранее, в ряде стран на сегодняшний день все большую популярность приобретает секьюритизация бизнеса или корпоративная секьюритизация (Whole Business Securitisation), которая предполагает выпуск ценных бумаг, обеспеченных всеми активами, генерирующими денежные потоки, и запасами компании.

Что же касается факторинговых активов, то они тоже могут быть секьюритизированы, так как они обеспечивают прогнозируемый поток денежных средств. Так как, в соответствии со статьей 826 Гражданского кодекса РФ (глава 43 «Финансирование под уступку денежного требования») «предметом уступки, под которую предоставляется финансирование, может быть как денежное требование, срок платежа по которому уже наступил (существующее требование), так и право на получение денежных средств, которое возникнет в будущем (будущее требование).

Предметом факторинга (финансирования под уступку денежного требования) согласно статье 824 Гражданского кодекса РФ (глава 43 «Финансирование под уступку денежного требования») могут быть денежные требования клиента (кредитора) к третьему лицу (должнику), вытекающего из предоставления клиентом товаров, выполнения им работ или оказания услуг третьему лицу».

Таким образом, можно резюмировать, что факторинговые активы, подлежащие секьюритизации должны обладать следующими качествами:

- были хорошо сбалансированы и диверсифицированы по географическому признаку, количеству и виду клиента фактора, секторам экономики (должны быть достаточно стандартизированными, типовыми);
- могли достаточно свободно продаваться и передаваться с точки зрения законодательства данной юрисдикции (например, в некоторых странах, Италии, Франции, Японии и др., в ряде случаев необходимо получить согласие клиента/ дебитора);
- приносили постоянный и стабильный поток денежной наличности, структура которого в основном должна совпадать со структурой выплат по обязательствам;
- обладали достаточно высоким рейтингом;
- наконец, требуется, чтобы сделка была «нейтральной» с налоговой точки зрения. То есть, должны отсутствовать регистрационные или иные сборы, а так же «двойное» налогообложение по оборотным налогам.

Оценка качества факторинговых активов очень важна для последующей секьюритизации и предполагает отбор наилучших из них. Факторинговая компания проводит оценку клиента/дебитора еще на стадии, предшествующей заключению договора факторинга. Таким образом, в ходе отбора оригинатор выбирает активы наилучшего качества для проведения секьюритизации, с целью получения высокого рейтинга, и как следствие приобретения преимущества в стоимости финансирования.

1.2.4 Инструмент секьюритизации: ценные бумаги, обеспеченные активами

Необходимо отметить, что обеспеченные ценные бумаги можно определить как бумаги, кредитные характеристики которых обуславливаются, прежде всего, обеспечивающими их активами. Иными словами, секьюритизация активов предполагает избавление держателей ценных бумаг (инвесторов) от риска лица, которое создало активы, обеспечивающие эти ценные бумаги (оригинатора), посредством их физического и/или юридического обособления от оригинатора.

Можно выделить следующие основные виды ценных бумаг, эмитируемых при секьюритизации:

1. MBS (Mortgage-Backed Security) – ценные бумаги, обеспеченные ипотекой – закладная на квартиры (Residential Mortgage-Backed Securities - RMBS),



– закладная на объекты коммерческой недвижимости (Commercial Mortgage-Backed Securities - CMBS)

2. ABS (Asset-Backed Security) – ценные бумаги, обеспеченные активами

– автокредиты,
– потребительские кредиты,
– кредитные карты,
– лизинговые договоры,
– кредиты малому и среднему бизнесу,
– поступления будущих периодов (например, расписки в получении оплаты услуг)

3. CDO (Collateralised Debt Obligations) – долговые обязательства, обеспеченные кредитами или облигациями.

Примерами таких ценных бумаг могут служить облигации, обеспеченные пулом ипотек; сертификаты, выпущенные на основе пула кредитов на покупку автомобилей; и сертификаты на амортизацию возобновляемого долга (погашения дебиторской задолженности по кредитным картам).

Ценные бумаги с исполнением за счет денежных средств, поступающих от обособленного пула договорных денежных требований, заметно отличаются от обычных ценных бумаг. Платежи по первым бумагам в первую очередь зависят от денежного потока, который создается пулом денежных требований, а также гарантий или других способов обеспечения исполнения обязательств, которые именуется кредитным обеспечением. Для такого рода ценных бумаг отсутствует потребность в описании предпринимательской деятельности, поскольку их эмитент никакой деятельности не ведет. В случае с ABS наиболее важной для инвесторов информацией является:

1. описание структуры сделки секьюритизации,
2. качества пула договорных денежных требований (статистические данные о должниках, денежных обязательствах), а также
3. информация об опыте и роли различных участников сделки секьюритизации, в том числе инициатора, сервисного агента, депозитария, управляющей компании, предоставляющих обеспечение лицам.

Как было отмечено ранее, секьюритизация может рассматриваться как концепция структурированного финансирования. Что означает создание эмиссии



из различных классов ценных бумаг. Транширование позволяет выпускать ценные бумаги, кредитный риск по которым ниже, чем по обычным обязательствам компании.

Ниже приведена оценка инструментов фондового рынка с помощью сравнительного анализа базовых параметров данных ценных бумаг. Ценные бумаги, обеспеченные активами, можно сравнить с тремя классами ценных бумаг, которые отличаются по риску и доходности: государственные ценные бумаги, облигации и акции. Далее приведен график с изображением геометрического сета точек каждой из обозначенной категории в координатах риск-доходность.

Диаграмма № 17. Соотношение риска и доходности для различных типов ценных бумаг.



Проведенный в работе сравнительный анализ инструментов инвестирования позволил выявить следующие инвестиционные характеристики обеспеченных ценных бумаг в координатах «риск – доходность – ликвидность». Во-первых, это высокая надежность эмитируемых бумаг, подтвержденная присвоенным им рейтингом. Во-вторых, это сравнительно низкий риск, вследствие наличия обеспечения. Наконец, это ликвидность бумаг, выраженная в потенциале обращения на вторичном рынке.

В соответствии с Гражданским кодексом РФ Статья 143 к ценным бумагам, допущенным в обращение в Российской Федерации, относятся: государственная облигация, вексель, чек, депозитный и сберегательный сертификаты, банковская сберегательная книжка на предъявителя, коносамент, акция, приватизационные ценные бумаги и другие документы, которые законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке отнесены к числу ценных бумаг.

ГК РФ определяет ценную бумагу как документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные

права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении (статья 142 ГК РФ).

Заемный характер финансирования, заложенный в эмиссионную составляющую секьюритизации, позволяет сделать вывод о том, что из приведенного выше перечня ценных бумаг, разрешенных к обращению на территории Российской Федерации, наиболее релевантными концепции секьюритизации будут облигации, вексель и инвестиционный пай.

Вместе с тем из обозначенных категорий наибольший интерес вызывают эмиссионные ценные бумаги. В соответствии со статьей 2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ эмиссионная ценная бумага – любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками:

- закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных настоящим Федеральным законом формы и порядка;

- размещается выпусками;

- имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

Исходя из всего вышеописанного, можно сделать вывод, что облигация будет наиболее реализуемой формой обеспеченных ценных бумаг. Как правило, срок обращения обеспеченных ценных бумаг, превышает один год, однако точный период обращения зависит от среднего срока базового актива.

Отмечу, что согласно мировой практике, SPV выпускает сразу два типа ценных бумаг: долговые и долевые (акционерные). Долговые бумаги, обеспеченные активами SPV, выпускаются в форме среднесрочных финансовых нот или ABCP (Asset-Backed Commercial Papers). Данные ноты представляют собой коммерческие бумаги, обеспеченные активами. Термин коммерческие бумаги, впервые появился в США еще в начале XIX века, и по общему стандарту к ним в настоящее время относятся краткосрочные долговые обязательства. Они выпускаются в основном на предъявителя, преимущественно небанковскими учреждениями, и являются бескупонными, дисконтными ценными бумагами большого номинала. В России на настоящий момент не существует понятийного определения коммерческой бумаги.



Акционерные бумаги, в мировой практике, выпускаются в форме сертификатов участия в SPV и представляют собой доли в собственности SPV. Часто сделка секьюритизации структурируется так, чтобы в результате выполнения своих обязательств перед инвесторами в долговые бумаги у SPV могла образоваться «остаточная собственность» как в форме денежных средств, так и в форме собственности на некоторую часть активов. Как правило, эти долевые бумаги остаются у инициатора и служат одной из линий защиты долговых бумаг SPV, которые удовлетворяются в первую очередь.

В Федеральном законе от 11 ноября 2003 года № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» предлагается два вида ипотечных эмиссионных бумаг – облигации с ипотечным покрытием и ипотечные сертификаты участия. Речь в законе фактически идет о секьюритизации ипотечных активов (MBS), которые и служат обеспечением по эмитируемым ипотечным бумагам [28]. Облигации с ипотечным покрытием закрепляют право их владельцев на получение фиксированного процента от номинальной стоимости, тогда как сертификаты участия предполагают долю инвестора в уставном капитале предприятия.

Ценные бумаги, обеспеченные активами, демонстрируют три вида структур платежей:

- транзитную или переводную (pass-through),
- платежную (pay-through),
- «баллонную» структуру или погашение «пулей» («bullet»).

Выбор структуры платежей зависит от масштаба программы по секьюритизации и определяет форму ценных бумаг в процессе их планирования, этапы которого приведены далее:

- маркетинговые исследования финансового рынка;
- анализ целевых потребностей эмитента в дополнительных финансовых ресурсах;
- определение основных ресурсных ограничений у эмитента;
- установление общих целей: создание нового финансового продукта;
- выбор вариантов видов ценных бумаг, предназначенных к выпуску;

²⁸ Статья 15 Федерального закона от 11 ноября 2003 года № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» - «Обращение взыскания на ипотечное покрытие облигаций».

- анализ и предварительный выбор из различных характеристик, элементов, модификаций ценных бумаг, максимально удовлетворяющих спросу инвесторов и эмитентов;
- оценка затрат и финансовой нагрузки на эмитента при различных вариантах выбора ценных бумаг – новых финансовых продуктов;
- окончательный выбор и подготовка проекта выпуска ценных бумаг в модификации, удовлетворяющей спросу эмитента и инвесторов;
- решение организационных, технических и финансовых вопросов, связанных с выпуском нового финансового продукта.

Как правило, крупные облигационные выпуски имеют платежную структуру, тогда как небольшим сделкам свойственна переводная структура. «Баллонную» структуру выплат нельзя отнести к типичной схеме погашения долга в договорах факторинга.

Наиболее характерной структурой выплат по факторинговой сделке секьюритизации, автор считает, переводную структуру. На практике факторинговые платежи, как правило, представляют собой равномерные платежи в период действия договора факторинга, однако важно отметить, что неравномерные платежи тоже имеют место быть, например влияние сезонных факторов и пр.

Как отмечалось ранее, бумаги, обеспеченные активами, зависят от класса секьюритизируемых активов. Их характеристика и свойства определяются характеристиками и свойствами базового актива, а так же зависят от прогнозируемой способности данного актива генерировать достаточный бесперебойный денежный поток, чтобы выполнять функцию обеспечения по ценным бумагам. Если данные условия не выполняются или выполняются не в полном размере, то возникает необходимость в дополнительной, кредитной и ликвидной поддержке. Данная поддержка присуща любой сделке секьюритизации, однако, ее конкретные формы зависят от качества и степени рискованности актива.

Как правило, функции ликвидной поддержки выполняет сам инициатор в случае временного кассового разрыва у SPV. Что же касается кредитной поддержки, то для выполнения этой функции, привлекаются специальные

институты, обладающие высоким рейтингом и имеющим международное значение.

Необходимо отметить, что в отличие от эмитентов публичного долга эмитенты облигаций, размещаемых частным образом, как правило, менее известны. Если заемщики рынка публичного размещения – в основном крупные корпорации, то эмитенты облигаций, размещаемых частным образом – компании средних размеров, поэтому ставки на бумаги последних будут сравнительно выше при отсутствии достойного кредитного рейтинга.

Резюмируя необходимо отметить, что эмиссия ценных бумаг, выпускаемых в процессе секьюритизации, как правило, осуществляется на основе отношений складывающихся по поводу использования облигаций, обеспеченных денежным потоком по активам, и залладным облигациям.

Важно дополнительно подчеркнуть, что существуют отдельные научные разработки, в которых отмечается, что класс активов можно признать полностью пригодным для секьюритизации, только когда он достаточно высокой ликвидности²⁹. Так же в литературе высказывается соображения, что выплаты по ценным бумагам, выпускаемым в ходе секьюритизации, осуществляются из средств, поступающих от объединения активов, и поэтому такие активы, как несостоятельные долги, никак не могут быть использованы в качестве источника платежа.³⁰

Итак, активы приемлемы для секьюритизации тогда и поскольку, когда и постольку они связаны со стабильным и предсказуемым денежным потоком. Более подробно данный вопрос рассмотрен далее в Главе 2 данной работы.

1.2.5 Правовая природа и законодательное обеспечение секьюритизации.

Необходимо отметить, что механизм секьюритизации функционирует по-разному во многих странах мира. Это зависит как от правового обеспечения инструмента, так и от существующей в стране системы права. В данном разделе автор в краткой форме описывается законодательство о секьюритизации, принятое в некоторых европейских странах (Италии, Испании, Франция,

²⁹ Ранне О. Секьюритизация кредито в схемах финансирования малого и среднего предпринимательства// де Вриз Робе Ж.Ж., Али П. Секьюритизация и право. М.: Вольтерс Клувер, 2008, стр 432.

³⁰ Рачкевич А.Ю., Алексеева И.А. Секьюритиация: характерные признаки и определение// Деньги и кредит. 2008. №8, стр 26

Португалии и Греции) и в России. Необходимо отметить, что данное краткое описание не является полным анализом соответствующего законодательства по секьюритизации.

Отдельный Закон, направленный на поддержание сделок секьюритизации в Италии № 130 был принят 4 апреля 1999 года, которые разрешает проведение секьюритизации прав требования через специально созданные компании (SPV) с низкой капитализацией, зарегистрированные в Италии. Данный закон прописывает следующие моменты: проценты, уплачиваемые держателям ценных бумаг, обеспеченных активами, не являющимся резидентами Италии, освобождены от налога на доход; SPV контролируются Банком Италии; в случае несостоятельности SPV активы, участвующие в секьюритизации, обособляются и распределяются исключительно в пользу держателей ценных бумаг, обеспеченных активами. Так же в соответствии с данным Законом уступка прав требования SPV вступает в силу после публикации соответствующего объявления в официальной итальянской газете, а не после направления уведомления каждому отдельному Должнику.

В Испании правовой режим секьюритизации устанавливается следующими тремя законами: Королевским Указом 926/1998 от 14 мая 1998 года (Королевский Указ), регулирующим деятельность фондов секьюритизации активов и компаний, управляющих фондами секьюритизации; Законом 19/1992 о регулировании деятельности компаний, занимающихся операциями с недвижимостью, инвестиционных фондов, и фондов секьюритизации ипотечных активов; Финансовым Законом Испании 44/2002 от 22 ноября 2002 года (Финансовый Закон). Также, центральным парламентом Испании 9 июля 2003 года был одобрен новый Закон о несостоятельности, вступающий в силу 1 сентября 2004 года. Так, Королевский Указ определяет фонды секьюритизации как обособленное имущество, не имеющее статуса юридического лица, и устанавливает, что в его состав включаются активы в виде финансовых активов и других прав и пассивы в виде долговых ценных бумаг и займов, предоставленных ему кредитными организациями, не менее 50% финансовых средств фонда секьюритизации должны быть привлечены через эмиссию долговых инструментов. В соответствии с Королевским Указом секьюритизация может осуществляться как в отношении существующих, так и в отношении будущих прав требования. Данный Указ так же устанавливает требования к оригинаторам: наличие аудированной отчетность

за период не менее чем три последних финансовых года; представление своей ежегодной отчетности в Комиссию по рынку ценных бумаг. Финансовый Закон создал новый вид долговых ценных бумаг (так называемые "территориальные облигации"), которые могут выпускаться кредитными организациями для рефинансирования прав требования к заемщикам из государственного сектора. Новый Закон о несостоятельности устанавливает новый режим в отношении несостоятельности в Испании. В частности, он устраняет существовавший ранее риск отмены сделок в связи с банкротством.

Во Франции правовые основы для сделок секьюритизации были созданы еще в начале 1988 года. Секьюритизация прав требования осуществляется через так называемые "Fonds communs de CRÉANCES" (FCCs), представляющие собой фонды без образования юридического лица. FCCs выпускает паи, которые, в свою очередь, представляют собой требование об уплате дохода, полученного от активов FCCs, в пользу держателя пая. С 1998 года FCCs могут секьюритизировать права требования не только кредитных организаций, но и других originаторов, а так же в секьюритизации могут участвовать будущие права требования, а также безнадежная дебиторская задолженность, хотя установлены ограничения в отношении круга инвесторов, имеющих право инвестировать в такие активы.

К числу законодательных актов, которые внесли наиболее существенные благоприятные изменения в правовой режим секьюритизации можно отнести loi de sécurité financière №2003 -706 от 1 августа 2003 года (Закон о Финансовом Обеспечении). В частности, Закон о Финансовом Обеспечении позволяет FCCs выпускать долговые инструменты (в дополнение к паям, удостоверяющим право общей собственности), также дополнительно защищает FCCs от риска смешения активов. Закон о Финансовом Обеспечении устанавливает также, что уступка прав требования влечет передачу обеспечения, гарантий и других дополнительных прав, относящихся к правам требования. Уступка имеет законную силу для третьих лиц без каких-либо дополнительных формальностей.

Португальское правительство приняло Закон о секьюритизации (Указ - Закон 453/99) от 5 ноября 1999 года с изменениями от 5 апреля 2002 года, внесенными Указом - Законом 82/2002 (Закон о секьюритизации). 4 августа 2001 года был принят Закон о налогообложении сделок секьюритизации (Указ - Закон 219/2001), устанавливающий режим налогообложения при секьюритизации в



Португалии (Закон о налогообложении секьюритизации). 6 декабря 2003 года вступил в силу Закон 103/2003, и 5 декабря 2003 года вступил в силу Указ - Закон 303/2003, которые определили правовой режим секьюритизации прав требования, принадлежащих португальскому государству и другим публичным образованиям, а также расширили круг активов, которые могут участвовать в секьюритизации. В соответствии с Законом о секьюритизации возможны два типа SPV, а именно: фонды секьюритизации (Fundos de Titularizaeco - FTCs) и компании секьюритизации (Sociedades de Titlarizaeco - STCs). Так же в соответствии с Законом о секьюритизации, в секьюритизации могут участвовать права требования, возникающие на основании договорных или иных правовых отношений, которые должны иметь денежный характер и быть безусловными. Если оригинатор является банком, финансовой компанией, страховой компанией, пенсионным фондом или управляющим пенсионным фондом, уступка права требования не требует согласия или признания ее должником, или направления должнику уведомления. В соответствии с Законом 103/2003 государство и другие государственные организации вправе использовать для секьюритизации налоговые поступления, поступления в социальные фонды, в также судебные пошлины в пользу государства. Так же, Закон допускает использование для секьюритизации просроченной дебиторской задолженности, условных или спорных прав, и прав, в отношении которых ведется судебный спор. Закон о налогообложении секьюритизации устанавливает особый режим налогообложения, так проценты, уплачиваемые FTCs и STCs инвесторам - нерезидентам Португалии, не будут облагаться налогом на доход, и некоторые платежи, связанные с FTCs и STCs, освобождены от уплаты госпошлины.

В 2003 году Правительство Греции приняло Закон L3156/2003, облегчающий осуществление секьюритизации в Греции. Данный Закон вводит концепцию SPV для целей секьюритизации на территории страны. Исключительной целью SPV должно быть законное приобретение прав требования, эмиссия долговых инструментов и заключение контрактов страхования и хеджирования (включая контракты на производные инструменты) для целей секьюритизации. Долговые бумаги, предлагаемые SPV, могут размещаться только по закрытой подписке, и число инвесторов не может превышать 150 лиц.

Согласно греческому законодательству, к секьюритизированным активам относятся следующие права требования: существующие или будущие требования

к третьим лицам, которые могут быть идентифицированы, также возможна передача некоторых вспомогательных прав в отношении прав требования, договорные права, право на зачет, или даже некоторые права на льготный процессуальный режим.

Закон вводит новые требования к совершению сделок по уступке, а именно регистрация договора уступки, обязательное уведомление должников SPV или оригинатором. При регистрации договора уступки в силу закона возникает право залога на права требования и денежные средства, зачисленные на счет поступлений. Законное право залога возникает для держателей долговых бумаг и других "обеспеченных" кредиторов, требования таких кредиторов являются приоритетными по отношению к любым законным привилегированным кредиторам, указанным в статье 976 Гражданского процессуального кодекса Греции, включая налоговые органы.

Так же законодательно установлено, что сделки секьюритизации являются исключением из общего требования о соблюдении банковской тайны и законодательства о защите информации с целью обеспечения возможности передачи прав требования без необходимости получения согласия должников или органа по защите информации. Обязанность соблюдения конфиденциальности не применяется в рамках отношений между оригинатором и SPV, и в рамках отношений между SPV и его кредиторами, но сохраняется в отношении любых третьих лиц.

Резюмируя вышеописанные законодательства разных стран, можно сделать вывод, что в одних странах регулирование секьюритизации происходит с помощью целого свода актов, соответствующих отраслей законодательства. А в других странах посвящают секьюритизации единый акт комплексного характера, который, как правило, называется «Закон о секьюритизации», например, в таких странах как Италия, Филиппины, Тайвань, Чили. Так же есть группа стран, где правовая инфраструктура формируется за счет введения одного из элементов секьюритизации. Так, например, в Таиланде принят Закон об организациях, создаваемых для цели секьюритизации, аналогично этому, в Южной Корее – Закон о компаниях ипотечной секьюритизации.

Необходимо отметить, что секьюритизация пока законодательно не урегулирована на территории Российской Федерации. самого понятия «Секьюритизация» на сегодняшний день в российском законодательстве не



существует. Как отмечалось ранее в данной главе исследования, секьюритизация может быть определена как механизм комбинированного финансирования, объединяющий эмиссию ценных бумаг и финансирование по уступку денежного требования. Это комплексный институт, включающий в себя многие элементы российского права: уступку права денежного требования (цессия), что составляет юридическую основу факторинга, перемену лиц в обязательстве, агентский договор.

Несмотря на то, что правовая природа секьюритизации имеет много общего с перечисленными выше договорами, она отличается от каждого из них. По этой причине ни один из них невозможно определить как основной договор для механизма секьюритизации. Автор считает возможным определить правовую природу секьюритизации как уникальный комплекс договорных отношений. Проведенный в ходе исследования анализ альтернативных источников финансирования факторинговых сделок, предоставленный во второй главе, подтверждает вышесказанное.

В Федеральном законе от 11 ноября 2003 года № 152-ФЗ « Об ипотечных ценных бумагах» предлагается два вида ипотечных эмиссионных бумаг – облигации с ипотечным покрытием и ипотечные сертификаты участия.^[31] Так же в данном Законе № 152 прописана возможность структурирования облигаций с ипотечным покрытием, и в п. 2 ст. 11 говорится, что ипотечное покрытие может быть заложено в обеспечение исполнения обязательств по облигациям двух или более выпусков ^[32]. Однако, данная возможность для структурирования облигаций с ипотечным покрытием имеет важное ограничение. Так как согласно ст. 816 ГК РФ облигация удостоверяет право на получение ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента в срок, указанный в облигации. С учетом этой нормы в рамках российского права могли быть созданы несколько выпусков облигаций с одним ипотечным покрытием, срок исполнения по которым будет последовательным от одного выпуска к другому. Однако, такая ситуация не всегда предоставляет твердые преимущества одного выпуска над другим, поскольку не создает никаких препятствий для исполнения по

³¹ Статья 15 Федерального закона от 11 ноября 2003 года № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» - «Обращение взыскания на ипотечное покрытие облигаций».

³² Статья 11 Федерального закона от 11 ноября 2003 года № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» - «Обращение взыскания на ипотечное покрытие облигаций».

облигациям с более поздним сроком погашения с ущербом для облигаций с более ранним сроком погашения.

Так же согласно, Закона об ипотечных ценных бумагах в редакции от 29.12.2004 г. «в случае эмиссии облигаций с одним ипотечным покрытием двух и более выпусков их эмитент вправе установить очередность исполнения обязательств по облигациям с ипотечным покрытием» (абз. 2 ч. 2 ст. 11).

Резюмируя можно отметить, что Федеральный закон от 11 ноября 2003 года № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» обозначил направление развития рынка ипотечных ценных бумаг, а конструкция ипотечных сертификатов и облигации с ипотечным покрытием, введенная Законом, близка к привычным технологиям секьюритизации. Вместе с тем, закон охватывает лишь один класс активов – ипотечные кредиты и не содержит общих положений, которые регулировали бы правоотношения по секьюритизации целого ряда других активов. Ценные бумаги, обеспеченные пулом активов, в частности, факторинговых, не могут существовать отдельно и вне рамок сделки. Для этого автор считает необходимым разработать общий закон, регулирующий институт секьюритизации, как единый механизм. При этом особое внимание стоит обратить на вопрос защиты инвесторов посредством обособления пула активов на случай банкротства изначального владельца активов.

Важно подчеркнуть, что на текущий момент времени большинство сделок секьюритизации Российских компаний является трансграничными. Можно выделить две основные причины данного явления. Во-первых, на рынках других стран стоимость капитала ниже, чем в России. Именно разница в стоимости капитала предопределяет проведение сделок секьюритизации в других странах. Во-вторых, в отличие от Российского законодательства, Английское законодательство позволяет в качестве обеспечения эмитируемых ценных бумаг использовать залог денежных прав (требования). Кроме того, при проектировании сделок секьюритизации повышенное внимание уделяется минимизации рисков, признания сделки продажи пула требований недействительной, так как тогда механизм обособления активов, служащих обеспечением ценных бумаг, может оказаться разрушенным. При таком разрушении происходит реституция, и SPV теряет права требования, а инвесторы рискуют потерять будущие поступления по

ценным бумагам³³. Подчинение соглашения об уступке прав требования английскому праву, в частности нормам таких законодательных актов, как «The Sale of Goods Act 1979», «Law of Property (Viscellaneous Provisions) Act 1994», и передача споров из этого соглашения английскому суду являются одним из способов, которые используют стороны для устранения риска оспаривания продажи.

Необходимо дополнительно отметить, что Российское законодательство содержит ограниченный перечень имущества, которое может быть использовано в качестве предмета залога для обеспечения использования обязательств эмитента по облигациям. Так в частности ст.27 Федерального закона от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» предусмотрено, что предметом залога по облигациям с залоговым обеспечением могут быть только ценные бумаги и недвижимое имущество. Обязательства эмитента облигаций с ипотечным покрытием согласно ст.2 Федерального закона от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «об ипотечных ценных бумагах» обеспечиваются залогом ипотечного покрытия. Однако в качестве секьюритизируемого имущества, которое передается SPV, наиболее часто выступают денежные права (требования). Поэтому они используются как залог по облигациям, эмитируемым SPV. В отличие от английских, российские законодательные нормы об облигациях с обеспечением не предусматривают возможность обеспечить залогом прав (требований) обязательства эмитента облигаций. В связи с этим обстоятельством юрист компании «Barker & McKenzie» А.Лебедев сделал вывод, что создание такого обеспечения по российскому праву допускается только при выпуске облигаций с ипотечным покрытием, когда в состав закладываемого ипотечного покрытия входят права (требования) по ипотечным кредитам (ст.3 Федерального закона «Об ипотечных ценных бумагах»). Следовательно, на данный момент в России возможно секьюритизировать с участием российского эмитента только права по ипотечным кредитам путем выпуска ипотечных ценных бумаг. Именно по этой причине большинство сделок секьюритизации, проведенных российскими организациями, было осуществлено с привлечением иностранных эмитентов, путем выпуска ими за рубежом ценных бумаг, обеспеченных российскими активами в виде прав (требований)³⁴. Действительно, отмеченное в юридической

³³ Газман В.Д. Ценообразование лизинга. М.: Изд. Дом ГУ ВШЭ, 2006

³⁴ Лебедев А. Особенности залога при секьюритизации // Хозяйство и право. 2010. №2, стр 77-78.

литературе обстоятельство является одним из определяющих и при проведении трансграничных сделок по секьюритизации активов российских факторинговых компаний.

В следующем параграфе работы, автор обозначит основные проблемы и барьеры в развитии и применения секьюритизации на российских условиях. Предлагаемые автором рекомендации представлены далее в первой главе данного исследования.

1.2.6 Барьеры в развитии института секьюритизации в России.

Проведенный автором в исследовании анализ перспектив развития института секьюритизации в российских условиях позволил выделить два основных типа проблем, с которыми могут столкнуться потенциальные участники сделки. Во-первых, это отсутствие законодательства по секьюритизации в целом. Во-вторых, это проблемы для каждого из участников в модели секьюритизации. Итак, к ключевым проблемам к общеправовым вопросам регулирования секьюритизации автор отнести следующие:

- Отсутствие законодательного понятия «Секьюритизация». По мнению автора, первым шагом в законодательном оформлении секьюритизации является принятие закона, специально посвященного секьюритизации активов, а также внесения изменений в ряд действующих законов.

- Неопределенность правовой природы секьюритизации, сложный характер секьюритизации предполагает комплекс договоров, сопряжены с будущими правоотношениями сторон по сделке. Автор считает необходимым присвоение секьюритизации конкретного правового статуса с наделением определенного экономического содержания. Так же необходимо определить основные принципы работы института секьюритизации с обозначением возможных областей для его применения на рынке.

- Различие в системе права в России и Англо-американской системе права. Так в российской «континентальной» системе не предусматривается такого понятия как траст (наиболее часто встречающаяся форма организации SPV), заменяется понятием доверительного управления.

- Проблемы в законодательстве о банкротстве. Назначенный в обанкротившуюся компанию-оригинатора эмиссии российский внешний управляющий может получить полномочия по отмене ранее заключенных сделок,

в том числе и секьюритизации. Договор купли-продажи может быть признан недействительным, а размещение SPV за границей может трактоваться налоговыми органами как вывод активов из компании-банкрота.

- Проблемы валютного регулирования. Наличие в законодательстве о валютном регулировании и валютном контроле мер регулирования, которые могут увеличить издержки по сделке секьюритизации, а так же невозможность осуществления секьюритизации с нейтральными налоговыми последствиями в соответствии с действующим законодательством о налогах и сборах.

- Отсутствие законодательной базы для обеспеченных ценных бумаг. В России отсутствует законодательно прописанные формы ценных бумаг, которые соответствовали бы по форме структуре ABS. На текущий момент, заключение договора о передаче прав на будущие поступления от активов может гарантировать сами будущие поступления в случае несостоятельности инициатора. Более того, использование структурированных инструментов в контексте развивающихся рынков может привести к неявному переводу кредитного риска в валютный и процентный риск, а так же риск ликвидности, которые могут оказаться не менее, а в некоторых случаях и более опасными для инвесторов.

- Неопределенность относительно организационно-правовой формы SPV. Автор считает необходимым законодательное оформление системы функционирования «компаний специального назначения» SPV. Она должна позволять создавать SPV, передавать в SPV права на активы, на которые не распространялись бы требования кредиторов в случае банкротства эмитента, и обеспечивать достаточный контроль над SPV со стороны наблюдательных органов. Необходимо отметить, что введение в законодательство понятия «SPV» в условиях низкого уровня корпоративного управления может привести к нежелательным последствиям, связанным, с одной стороны, с нарушением прав других кредиторов, и с другой стороны, с возможным использованием SPV для налоговой оптимизации.

- Трудности идентификации деятельности покупателя активов. Закон разрешает ипотечному агенту выпускать ипотечные облигации в форме, описанной в Законе. По сути, это не АВСР, а классические корпоративные облигации. Поэтому при невыполнении или хотя бы задержки выполнения одного

из обязательств по таким облигациям, инвесторы в ипотечные облигации SPV могут подать в суд и инициировать банкротство SPV. Такой подход к перераспределению рисков отчасти оправдан в случае, когда корпоративные облигации выпускают корпорации, которые ведут активную коммерческую деятельность, несут трудно прогнозируемые риски и поэтому отвечают по своим обязательствам всем своим имуществом. Но это совершенно неоправданно в случае SPV, для которого закон сильно ограничивает виды деятельности, которыми он может заниматься. По существу, все риски SPV состоят из рисков самих активов и рыночного риска. Поэтому автор считает целесообразным разрешить SPV гибко разделить риски между инициатором и инвесторами в тех пропорциях, которые определяются рынком, а не продиктованы Законом.

- Отсутствие прописанной системы приоритетности траншей. В настоящее время в Гражданском кодексе, Законе «О несостоятельности (банкротстве)» и Законе «О рынке ценных бумаг» присутствует прямой запрет на выпуск ценных бумаг с фиксированной доходностью с разным приоритетом. Существующая формулировка Закона «Об ипотечных ценных бумагах» препятствует реализации идеи структурированных бумаг.

- Незрелость российских рыночных структур, прежде всего банковской системы, низкая диверсификация экономики и ее подверженность внешним воздействиям. Эти экономические ограничения существенно влияют на кредитное качество всех выпускаемых внутри страны долговых инструментов.

- Низкий уровень развития и узость российского фондового рынка, невысокий уровень доверия инвесторов. На рынке отсутствует надежный механизм защиты прав инвесторов и обеспечения прозрачности информации, а, следовательно, эффективные рычаги стимулирования их участия. Об узости фондового рынка говорит недостаточный объем предложения инвестиционных ресурсов и ограниченное число компаний, преимущественно нефтяной промышленности, бумаги которых обращаются на рынке.

- Противоречия налогового законодательства. Налоговые особенности секьюритизации как комплекса операций, могут создавать неоднозначные последствия для участников сделки и заключают в себе следующие:

- Наличие эмитента как отдельного лица в структуре не меняет сути операций: конечным получателем средств от размещения бумаг

является инициатор, а конечным получателем доходов от инициатора является инвестор;

- Формальная трактовка операций (т.е. основанная на договорной базе) – это уступка активов инициатором эмитенту и выпуск бумаг эмитентом. Различие формальной и сущностной стороны создает последствия в виде различной трактовки операций для налогообложения и для бухгалтерского учета и влечет за собой отдаленные риски реклассификации операций на основании их сути для трактовки в налоговых органах;
- При расположении эмитента за пределами Российской Федерации возникают аспекты, которые регулируются положениями российского законодательства в отношении налогообложения доходов иностранных компаний, а так же межгосударственными соглашениями об избежании двойного налогообложения.

Так же помимо указанных ранее проблем, автору удалось дополнительно выявить следующие:

- узкий круг прав требований, которые могут быть использованы для целей секьюритизации ввиду жестких требований предъявляемых судами к уступке прав требования;

- отсутствие у участников секьюритизации возможности обеспечить «действительную продажу» прав требования покупателю ввиду рисков перекалфикации и отмены уступки актива покупателю в случае банкротства инициатора;

- отсутствие возможности гарантировать защищенность покупателя от банкротства по существующему законодательству;

- недопустимость по действующему законодательству или непризнания судами традиционных способов повышения кредитного качества, таких как страхование рисков неисполнения должниками обязательств по погашению задолженности, хеджирование, залог банковского счета, обеспечительный счет, разделение обеспеченных активами ценных бумаг на транши;

- отсутствие ясности в вопросе о том, может ли инициатор продолжать обслуживание секьюритизируемых прав требований, и можно ли избежать риска смещения активов в случае банкротства оригинатора;



- возможные проблемы с передачей прав требования покупателю в связи с отсутствием четких положений о режиме информации, подпадающей под требования законодательства о банковской тайне и о защите информации;

- отсутствие в российском законодательстве по рынку ценных бумаг эффективных инструментов (ценных бумаг) для реализации сделок секьюритизации.

1.3. Структура базовой сделки факторинга и определение факторинга.

Для того, что бы в дальнейшем описывать секьюритизации факторинговых активов, автор считает необходимым привести определение понятия факторинг и описать структуру базовых сделок.

Финансирование под уступку денежного требования, именуемого в бизнес практике так же факторингом, является новым институтом российского гражданского права, который регулируется 43 главой Гражданского кодекса РФ. Согласно статье 824, по договору финансирования под уступку денежного требования одна сторона (финансовый агент или фактор) передает или обязуется передать другой стороне (клиенту) денежные средства в счет денежного требования клиента (кредитора) к третьему лицу (должнику), вытекающего из предоставления клиентом товаров, выполнения им работ или оказания услуг третьему лицу, а клиент уступает или обязуется уступить финансовому агенту это денежное требование.

Необходимо отметить, что уступка может быть произведена либо в обмен на предоставление фактором денежных средств, либо в качестве обеспечения исполнения клиентом обязательств, существующего между фактором и клиентом. Таким образом, в классической сделке факторинга фактор одновременно является стороной предоставляющей финансирование и покупающей права требования.

Как правило, факторинг регулирует отношения между поставщиком (продавцом) и должником (покупателем) по договору купли-продажи. Договор финансирования под уступку денежного требования имеет отношение к переходу прав кредитора к другому лицу (ст.382 ГК), поскольку к финансовому агенту переходит право требования клиента к должнику по переуступленному финансовому агенту требованию. Вместе с тем глава 43 ГК РФ не содержит положений о том, что нормы, регулирующие цессию, могут применяться к

отношениям, вытекающим из финансирования под уступку денежного требования. Далее приведен сравнительный анализ договоров факторинга и уступкой требования (см. таблицу № 8).

Таблица № 8.

Факторинг	Уступка требования
<p>1. Сторонами договора являются: поставщики товаров (услуг) и специализированная компания (банк);</p> <p>2. Договор факторинга всегда возмездный - фактор, приобретая право требования, рассчитывает на определенную выгоду для себя;</p> <p>3. Договор факторинга всегда двухсторонний (на практике встречаются и трехсторонние договоры факторинга)</p> <p>4. Цель эффективное вложение денежных средств, так как факторинг - это форма финансирования поставщика;</p> <p>5. Предмет факторинга - только денежные обязательства, вытекающие из договора купли-продажи (оказания услуг);</p> <p>6. Факторинг - дящийся договор, т.к. объектом договора в большинстве своем является передача задолженностей покупателей перед поставщиком по мере их появления;</p> <p>7. Основание передачи требования - договор купли-продажи прав требования;</p> <p>8. Сообщить должнику о сделке может и бывший кредитор, и фактор. Однако возможны случаи, когда должник не ставит в известность о факторинговой сделке.</p>	<p>1. Сторонами цессии могут быть любые участники гражданского оборота;</p> <p>2. Не всегда предполагает наличие выгоды для себя, уступка требования может быть безвозмездной;</p> <p>3. Может представлять одностороннее обязательство (при безвозмездной цессии);</p> <p>4. Цели могут быть разнообразные: гражданско-правовая уступка права требования имеет цель получения долга, когда должник не может рассчитаться с цессионарием и в качестве формы уплаты долга передает ему право требования;</p> <p>5. Предмет уступки требования - любые обязательства;</p> <p>6. Как правило, уступка требования - одномоментный акт;</p> <p>7. Общие основания цессии могут быть шире;</p> <p>8. Кредитор ставит должника в известность о сделке.</p>

Согласно ст. 825 ГК РФ, в качестве финансового агента договоры финансирования под уступку денежного требования могут заключать любые коммерческие организации. Гражданский кодекс РФ в статье 829 глава 43 предусматривает последующую уступку денежного требования по договору факторинга. Если договором финансирования под уступку денежного требования не предусмотрено иное, последующая уступка денежного требования финансовым агентом не допускается. В случае, когда последующая уступка денежного требования допускается договором, к ней соответственно применяются положения главы 43 ГК РФ.

Согласно статье 826 ГК РФ Предметом уступки, под которую предоставляется финансирования, может быть как денежное требование, срок платежа по которому уже наступил (существующее требование), так и право на

получение денежных средств, которое возникнет в будущем (будущее требование). Денежное требование, являющееся предметом уступки, должно быть определено в договоре клиента с финансовым агентом, таким образом, который позволяет идентифицировать существующее требование в момент заключения договора, а будущее требование – не позднее чем в момент его возникновения.

При уступке будущего денежного требования оно считается перешедшим к финансовому агенту после того, как возникло само право на получение с должника денежных средств, которые являются предметом уступки требования, предусмотренной договором. Если уступка денежного требования обусловлена определенными событиями, она вступает в силу после наступления этого события.

Основные виды факторинга:

1. Факторинг внутренний (domestic factoring) и факторинг внешний (international factoring). Факторинг называется внутренним, если стороны по договору купли-продажи, а также факторинговая компания являются резидентами одной и той же страны. **Факторинг называется внешним (или международным),** если поставщик и его клиент являются резидентами разных государств. При обслуживании таких поставок в большинстве случаев используется схема косвенного факторинга, при котором происходит распределение обязанностей между двумя факторинговыми компаниями: факторинговая компания в стране продавца берет на себя финансирование экспортера, а факторинговая компания в стране покупателя принимает на себя кредитные риски и берется за инкассацию дебиторской задолженности.

2. Факторинг с регрессом (recourse factoring) и без регресса (non recourse factoring). При факторинге с регрессом факторинговая компания берет на себя ликвидный риск (риск неуплаты/несвоевременной уплаты), но кредитный риск остается на поставщике. Клиент по истечении льготного периода возвращает средства факторинговой компании. Денежные требования в случае факторинга с регрессом выступают, по сути, обеспечением краткосрочного финансирования. Тем не менее, риск для продавца становится меньше, так как каждый дебитор предварительно проходит процедуру профессиональной оценки платежеспособности. При факторинге без регресса в случае несвоевременной уплаты факторинговая компания продолжает работать с покупателем самостоятельно. Соответственно, весь риск неуплаты принимает фактор.



3. Факторинг открытый (disclosed factoring) и закрытый (undisclosed factoring). При открытом факторинге должник-покупатель ставится в известность о том, что в сделке участвует третье лицо – факторинговая компания, и осуществляет платежи на ее счет, выполняя тем самым свои обязательства по договору поставки. При использовании закрытого факторинга продавец вправе не информировать покупателя о наличии договора факторингового обслуживания, и продолжать получать платежи от поставщика, который в свою очередь направляет их в пользу фактора.

4. Факторинг Реальный (денежное требование существует на момент подписания договора) и **Консенсуальный** (денежное требование возникнет в будущем)

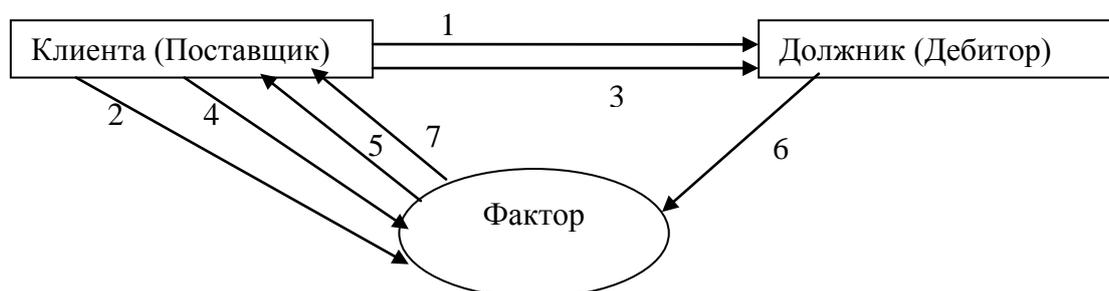
5. Факторинга Прямой (при участии одного Фактора в сделке факторинга) и **Взаимный** (при наличии двух Факторов).

В мировой практике факторинг без регресса обычно бывает открытым, факторинг с регрессом как открытым, так и закрытым.

В операции факторинга обычно участвуют три лица: фактор (факторинговая компания или банк) - покупатель требования, поставщик товара (кредитор/клиент) и покупатель товара (дебитор). Основной деятельностью факторинговой компании является финансирование поставщиков путём выкупа или взятие в обеспечение краткосрочной дебиторской задолженности, как правило, не превышающей 180 дней. Между факторинговой компанией и поставщиком товара заключается договор о том, что ей по мере возникновения требований по оплате поставок продукции предъявляются счета-фактуры или другие платёжные документы. Факторинговая компания осуществляет дисконтирование этих документов в путём выплаты клиенту 690 % стоимости требований. После оплаты продукции покупателем факторинговая компания доплачивает остаток суммы поставщику, удерживая с него процент за предоставленное финансирование и комиссионные платежи за оказанные услуги.

Для более наглядного изложение вышеперечисленных видов факторинга, далее приведена схема одного из наиболее распространенного вида факторинга в России (открытый, регрессный) (Схема № 5)

Схема № 5. Схема взаимодействия контрагентов при осуществлении факторинговой сделки.



1. Поставщик предоставляет товар или оказывает услуги с отсрочкой платежа.
2. Поставщик уступает право денежного требования по поставке Фактору.
3. Поставщик подписывает Уведомление об уступке права денежного требования у дебитора.
4. Поставщик предоставляет Фактору первичные документы по отгрузке.
5. Фактор выплачивает поставщику до 90% от суммы денежного требования.
6. Дебитор при наступлении срока оплаты перечисляет деньги за поставленный товар Фактору.
7. Фактор перечисляет поставщику оставшиеся 10% минус комиссия.
Комиссия факторинговой компании зависит от характеристик уступленной дебиторской задолженности и от финансовых показателей компании поставщика.

Как уже отмечалось ранее, факторинг является альтернативным источником финансирования для компании, который кардинально отличается от рядовых банковских продуктов финансирования.

ГЛАВА 2. ИНВЕСТИЦИОННЫЙ АСПЕКТ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ФАКТОРИНГОВЫХ АКТИВОВ

2.1 Секьюритизация и Альтернативные источники финансирования факторинга

Как известно, ведущие банки и компании России имеют доступ к мировому рынку капитала. Более того, для крупных банков, выдающих кредиты и специализирующихся на розничном кредитовании заимствования, на свободном рынке являются основным источником фондирования. На сегодняшний день самые распространенные виды заимствования - это выпуск евробондов и привлечение синдицированных кредитов. Однако спрос инвесторов на

необеспеченные долговые обязательства не безграничен. Исходя из мировой практики, структурированные продукты ввиду их сложности в основном приобретаются институциональными инвесторами, такими как управляющие компании и пр. Секьюритизация открывает доступ к новым инвесторам и, следовательно, позволяет снизить риск рефинансирования. То есть крупные, средние и даже небольшие компании могут получить альтернативный источник финансирования в виде секьюритизации обеспеченной активами. Однако на текущий момент времени, как отмечалось ранее, секьюритизация не является одним из основных источников финансирования факторинговой компании.

Можно отметить, что, как и любая другая компания, факторинговая может использовать различные источники финансирования в зависимости от целей и финансовой стратегии предприятия. По мнению автора, анализ следующих факторов при выборе источника финансирования позволит факторинговой компании сделать выбор в пользу одного или другого инструмента:

1. Стоимость данного источника финансирования.
2. Влияние на финансовые показатели компании.
3. Воздействие на рейтинг кредитоспособности.
4. Риски, связанные с использованием данного финансового инструмента.
5. Ограничения, выставляемые кредитором в зависимости от источника финансирования.
6. Гибкость выплат по данному источнику (схема погашения платежей, сроки и периодичность).
7. Конъюнктура денежных рынков (прогноз будущих процентных ставок).
8. Доходность компании и наличие ликвидного обеспечения.
9. Стабильность и своевременность выполнения операций (процент безнадежных долгов в дебиторской задолженности).
10. Ставки налогов.
11. Макроэкономические параметры страны кредитора (темпы инфляции, политическая стабильность, рейтинг, др.).

К традиционным источникам финансирования относятся: собственный капитал, банковский заём и эмиссия ценных бумаг. Необходимо отметить, что привлечение средства на международных рынках заемного капитала, а так же использование схемы «льготного» финансирования от материнской компании,

дает компании значительные сравнительные преимущества в цене, однако, не для всех компаний это является возможным.

Факторинговая компания больше, чем какая-либо другая компания и кредитное учреждение испытывает потребность в заемном капитале. Данная потребность обусловлена основным видом деятельности компании, финансирование по уступку денежного требования, что и объясняет наличие высокого финансового рычага у любой компании, занимающейся данным видом деятельности. Подчеркну, что в России, как правило, факторинговые компании представляют собой дочерние фирмы при крупных банках. Это связано с тем, что факторинговые операции требуют привлечения крупных денежных средств, которыми сами факторинговые компании изначально не обладают, а получают их от «родительского банка» на условиях льготного кредитования.

Как отмечалось ранее к основным источникам привлечения финансирования можно отнести договоры займа, корпоративные формы финансироваться путем увеличения уставного капитала и размещения облигаций. Итак, рассмотрим каждый из них отдельно и более подробно.

Договор кредита и договор займа. Как известно кредит – наиболее часто используемый источник финансирования факторинговых сделок. По кредитному договору банк или иная кредитная организация (кредитор) обязуется предоставить денежные средства (кредит) заемщику в размере и на условиях, предусмотренных договором, а заемщик обязуется возвратить полученную денежную сумму и уплатить проценты по ней.

Как показывает практика, наиболее распространены случаи предоставления займов юридическими лицами, являющимися учредителями факторинговой компании. В первую очередь, это относится к крупным компаниям, созданным в рамках финансовой/банковской группы, как дочерняя компания крупного банка (ЗАО «ТрансКредитфакторинг», ООО «ВТБ Факторинг»), или как управление внутри банка (ОАО «Промсвязьбанк», ОАО «Альфа-банк», ОАО «Банк Петрокоммерц»). В ходе проведенного анализа автору удалось выделить следующие особенности использования данного источника финансирования:

- *Возможность установления суммы займа в свободной конвертируемой валюте.* В целях минимизации рисков кредитора в условиях инфляции и политической нестабильности цена хозяйственного договора в России часто привязывается к курсу иностранной валюты. Возможность установления суммы

займа в эквивалентной какой-нибудь иностранной валюте (когда и договор займа, и договор факторинг заключены в одинаковой валюте) является ключевым преимуществом данной формы финансирования.

- *Уплата процентов по договору займа.* Факторинговые компании могут определять размер процентов и срок их уплаты еще на стадии заключения договор. Если договор не содержит информации о размере процентов, они определяются по тем же правилам, что и проценты за пользование чужими денежными средствами (п.1 ст. 395 ГК РФ). Проценты по договору займа могут выплачиваться в определенном сторонами порядке, но при отсутствии соответствующего указаний в договоре должны выплачиваться ежемесячно.

- *Срок возврата заемных средств.* Согласно статье 810 ГК РФ заемщик обязан вернуть займодавцу полученную сумму займа в предусмотренный договором срок. При отсутствии в договоре соответствующих положений, сумма займа должна быть возвращена в течение 30 дней со дня предъявления займодавцем требования. В связи с тем, что факторинговая компания связывает выполнение своих обязательств по погашению заемных средств с уплатой факторинговых платежей, автор считает целесообразным указывать конкретные сроки возврата денежных средств в договоре займа.

Корпоративные способы финансирования. К данному источнику финансирования можно отнести следующие способы дополнительного привлечения капитала: увеличение уставного капитала компании и размещение облигационных займов. Отмечу, что корпоративные источники финансирования требуют больше всего времени на их осуществление и сопряжены с регистрационными процедурами.

На российском рынке факторинговые компании созданы в форме обществ с ограниченной ответственностью, акционерных обществ как открытого, так и закрытого типа. По этой причине, с точки зрения привлечения дополнительного капитала факторинговой компанией можно рассматривать такую разновидность увеличения уставного капитала, как размещение дополнительных акций в акционерных обществах и внесение дополнительных вкладов в обществах с ограниченной ответственностью.

Согласно пункту 2 статьи 28 Федерального закона «Об акционерных обществах» решение об увеличении уставного капитала общества, путем размещения дополнительных акций, принимается общим собранием акционеров



или советом директоров, если в соответствии с уставом акционерного общества, ему предоставлено право, принимать данное решение. Закрепление права на принятие решения об увеличении уставного капитала общества путем размещения дополнительных акций за советом директоров позволит факторинговой компании более оперативно привлекать необходимые дополнительные денежные средства.

В соответствии со статьей 19 Федерального закона «Об обществах с ограниченной ответственностью» увеличение уставного капитала общества возможно как за счет дополнительных вкладов его участников, так и за счет вкладов третьих лиц, принимаемых в общество. Решение об увеличении уставного капитала может приниматься только общим собранием участников общества. При этом, в отличие от акционерных обществ, процедура увеличения уставного капитала обществом с ограниченной ответственностью всегда сопряжена с внесением соответствующих изменений в устав общества.

Отмечу, что увеличение уставного капитала положительно характеризует факторинговую компанию как потенциального заемщика, повышая рейтинг ее кредитоспособности. В свою очередь это повышает возможность фактора по привлечению кредитных ресурсов в будущем.

Другим способом корпоративного финансирования считается размещение облигаций. Облигации могут размещать как акционерные общества, так и общества с ограниченной ответственностью, законодательство по которым одинаковым образом регулирует порядок размещения облигаций. Решение о размещении облигаций принимается в акционерных обществах советом директоров, а в обществе с ограниченной ответственностью – общим собранием участников. При отсутствии обеспечения выпуск облигаций допускается не ранее третьего года существования общества и при условии надлежащего утверждения к этому времени баланса предприятия за два последних года деятельности компании.

Резюмируя все вышесказанное, автор считает важным отметить, что стоимость финансирования, и как следствие, привлекательность того или иного источника для факторинговой компании во многом будут зависеть от того, как структурирована сделка. В ходе проведенного в работе сравнительного анализа автором были выявлены определенные преимущества и недостатки каждого из

рассмотренных вариантов финансирования. Результат анализа представлены в ниже следующей таблице (см. таблицу № 10).

Таблица № 10.

Источник финансирования	Преимущества/выгоды	Недостатки/риски
Банковский кредит	Простота реализации; Определенные временные затраты.	Трудность выхода на рынок заемного капитала; Высокий банковский процент;
Заём	Возможность использования малоизвестными или новыми компаниями; Возможность выбора валюты расчета.	Трудность поиска заимодавца; Дополнительное поручительство.
Эмиссия ценных бумаг	Стоимость финансирования; Ликвидность инструмента.	Сложная процедура и организация; Регистрация ценных бумаг и подготовка проспекта эмиссии.
Секьюритизация	Реструктуризация портфеля; Ускорение оборотного капитала; Ликвидный инструмент; Улучшение финансового состояния; Забалансовое финансирование.	Расходы на подготовку и организацию; Высокие накладные расходы (в т.ч. на оплату услуг юристов, налоговых специалистов, оценщиков и др.); Минимальная граница эффективности.

2.2 Классификация субъектов секьюритизации и их роли в сделке.

В данной части работы автор приводит перечень основных участников процесса секьюритизации, а также описывает выполняемые ими роли (в зависимости от структуры конкретной сделки возможно участие других сторон):

Автор предлагает следующую классификацию субъектов секьюритизации:

Прямые участники сделки секьюритизации:

■ Оригинатор - владелец секьюритизируемых активов. Оригинаторами могут быть банки и другие кредитно-финансовые учреждения, корпорации, государственные органы и муниципалитеты.

■ Продавец - продавец секьюритизируемых активов. Во многих случаях продавец и оригинатор сделки являются одним и тем же лицом. Однако это не всегда так. На пример предприятие может приобрести активы у своих аффилированных лиц и затем выступить в роли основного продавца в рамках секьюритизации.

■ Покупатель - юридическое лицо специального назначения (SPV), которое приобретает секьюритизируемые активы. SPV финансирует покупку путем

эмиссии ценных бумаг, обеспеченных активами, на рынке капитала (в этом качестве SPV также именуется эмитентом).

■ Инвестор – покупать ценных бумаг, выпущенных SPV и обеспеченных факторинговыми активами.

Косвенные участники сделки секьюритизации:

■ Сервисер - обслуживает секьюритизируемые активы: осуществляет сбор, мониторинг и распределение факторинговых платежей (нередко эту роль оставляет за собой оригинатор). В тех случаях, когда секьюритизируется дебиторская задолженность, сервисер получает и управляет денежными потоками, генерируемыми секьюритизированными активами, и при необходимости обеспечивает взыскание дебиторской задолженности в судебном порядке.

■ Резервный сервисер - обслуживает активы в случае, если их не может обслуживать сервисер, или в случае, если покупатель воспользуется своим правом отменить назначение сервисера (в результате неплатежеспособности сервисера).

■ Провайдеры кредитной и ликвидной поддержки - предоставляет кредитную линию эмитенту для повышения ликвидности, покрытия возможных кассовых разрывов по сделке. Как правило, кредитная линия для повышения ликвидности предоставляется при кондуитных сделках, когда покупатель выпускает возобновляемые краткосрочные долговые ценные бумаги для финансирования покупки активов. SPV может воспользоваться кредитной линией для повышения ликвидности, если из-за дестабилизации рынка он не в состоянии рефинансировать подлежащие погашению бумаги. Таким образом, кредитная линия для повышения ликвидности надежно защищает инвесторов, делающих вложения в секьюритизированные бумаги, от дефолта в случае нарушения ликвидности рынка. Кроме того, кредитные линии для повышения ликвидности иногда используются при автономных сделках секьюритизации.

■ Ведущий организатор выпуска - организатор сделки (в контексте кондуитных сделок также именуемый программным администратором). Ведущий организатор выпуска нередко является основным дистрибьютором обеспеченных активами ценных бумаг в рамках конкретной сделки. Индивидуальные дистрибьюторы также именуется организаторами.

■ Рейтинговые агентства - определяют рейтинг обеспеченных активами ценных бумаг. Тремя ключевыми рейтинговыми агентствами в области секьюритизации являются агентства Standard & Poor's, Moody's и Fitch.

■ Хедж-провайдеры - осуществляют хеджирование любых валютных или процентных рисков, которые могут возникнуть у эмитента.

■ Администратор денежных потоков - оказывает эмитенту банковские услуги и услуги по управлению денежными потоками.

■ Администратор по обеспечению - выступает в качестве лица, управляющего активами в интересах кредиторов эмитента, права которых обеспечены (он, в частности, является держателем активов эмитента, переданных ему в целях обеспечения обязательств эмитента, в интересах инвесторов).

■ Администратор по ценным бумагам - действует от имени держателей обеспеченных активами ценных бумаг.

■ Аудиторы - при необходимости выполняют аудиторскую проверку пула активов, что может требоваться согласно документации по соответствующей сделке.

■ Юридические фирмы и дополнительные консультанты, предоставляющие необходимые маркетинговые, юридические и другие консультации по структурированию сделок.

■ Страхование компаний, поручители и другие гаранты.

■ Клиринговые системы – облегчают торговлю бумагами.

Необходимо, отметить, что полный список участников необходим для формирования схем и условий взаимодействия, включая порядок формирования договорных отношений между участниками, а так же для определения степени разделения рисков между участниками. Необходимо подчеркнуть, что верное определение состава участников сделки позволит определить состав налогоплательщиков, участвующих в сделке секьюритизации, и объектов налогообложения.

Должник не относится к числу прямых участников сделки секьюритизации, однако, именно от его добросовестности и платежеспособности зависит своевременность факторинговых платежей, что в свою очередь определяет точность выплаты инвесторам. При подготовке секьюритизации первостепенное значение имеет характер задолженности по договорам факторинга и структуру факторинговой сделки. Как отмечалось ранее, надежность самого должника

факторинговой компании определяется еще на этапе, предшествующем заключению договора факторинга. Оценка проводится по таким показателям как: анализ финансового состояния, оценка уровня риска и т.п.

Так же участники сделки могут быть разделены на следующие классы в зависимости от стадии реализации, времени вступления в сделку: до эмиссии и после эмиссии ценных бумаг. Первая - это стадия конструирования ценных бумаг, когда происходит оценка качества активов, служащих обеспечением эмитируемых ценных бумаг и присвоение им определенного рейтинга. Как отмечалось ранее, именно от рейтинга ценных бумаг зависит их цена и в конечном итоге спрос инвесторов. Вторая - это стадия размещения ценных бумаг после того, как их форма и структура определены. Фигура андеррайтера играет в данный момент самую важную роль, так как именно от него зависит риск неразмещения ценных бумаг на рынке. Определяемый сторонами минимальный процент обязательного выкупа эмиссии позволят факторинговой компании заранее оценить риск возможного неразмещения бумаг на рынке, когда ценные бумаги могут оказаться либо неинтересными, либо их ценовой диапазон не будет соответствовать ценовым ожиданиям и возможностям предполагаемых покупателей. К основным функциям андеррайтера при эмиссии ценных бумаг можно отнести следующие:

1. Подготовка эмиссии:

- Конструирование эмиссии совместно с эмитентов, юридическими фирмами, инвестиционными консультациями;
- Оценка эмитента;
- Оценка эмитируемых ценных бумаг, установление связей между эмитентом и ключевыми инвесторами, членами синдиката по распространению ценных бумаг.

2. Распределение:

- Выкуп части или всего объема эмиссии;
- Прямое распределение эмиссии (продажа непосредственно инвесторам);
- Продажа через эмиссионный синдикат, гарантирование рисков;
- Поддержка курса ценной бумаги на первичном рынке в период первичного размещения.

3. После рыночная поддержка:



- Поддержка курса ценной бумаги на вторичном рынке (как правило, в течение года)

4. Аналитическая и исследовательская поддержка:

- Контроль динамики курса ценной бумаги и факторов его определяющих.

Оригинатор сделки – факторинговая компания. Как уже отмечалось ранее, в целях исследования в качестве инициатора секьюритизации выступает факторинговая компания. Для анализа операторов факторингового рынка автором была разработана многокритериальная классификация факторинговых компаний (см. таблицу № 11). Данная классификация не только позволит определить дифференцированность портфеля, но и выявить основные риски, которые возможны по данному пулу активов, как, например, отраслевые, так и юридические и пр.

Таблица № 11.

Классифицирующий признак	Характеристика факторинговой компании
Стоимость сделки	Крупномасштабные сделки
	Мелкие и средние сделки
	разовые сделки
Учредители компании	Банки и другие финансовые институты
	Независимые факторинговые компании
Отраслевая специализация	по сектору:
	промышленность
	сельское хозяйство
	полиграфия
	телекоммуникация
	торговля
	транспорт
строительство и т.д.	
Предмет факторинга	Денежные требования, вытекающие из договора:
	купи-продажи
	оказания услуг
	подряда и т.д.
Продолжительность функционирования на рынке	Вновь созданное предприятие (менее 3 лет)
	Вновь созданное предприятие, аффилированное к другой давно существующей на рынке структуре;
	Компания, существующая на рынке более 3 лет
Форма хозяйственной деятельности	Акционерное общество открытого или закрытого типа (ОАО, ЗАО)
	Общество с ограниченной ответственностью (ООО)
Категория клиентов	Малый и средний бизнес;
	Крупные предприятия
Источник финансирования	Собственные средства
	Заемный капитал кредитных учреждений;
	Другие внешние источники финансирования;
	Финансирование материнской компании;

	Смешанные источники финансирования.
Степень рискованности проектов	высокорисковые
	низкорисковые
Регион деятельности	внутренний факторинг
	международный факторинг
Предоставляемый продукт	факторинг с регрессом
	факторинг без регресса
	факторинг открытый
	факторинг закрытый
	бездокументарный факторинг и т.д.
Период оборачиваемости денежных средств	быстрая оборачиваемость до 30 дней
	средняя оборачиваемость от 30 до 60 дней
	длинная оборачиваемость от 60 до 90 дней
	сверхдлинная оборачиваемость от 90 дней

Эмитент - SPV. SPV - это структура, создаваемая специально в целях секьюритизации, которая и является покупателем, а, следовательно, новым собственником активов и эмитентом обеспеченных ценных бумаг. Аналогично приведенной ранее классификации инициатора секьюритизации, эмитент так же может быть классифицирован по ряду признаков:

1. Организационно-правовая форма компании.
2. Принадлежность к той или иной юрисдикции.
3. Вид секьюритизации (истинная или синтетическая).
4. Форма эмитируемых ценных бумаг (долговые или долевые бумаги).

Структура SPV может быть создана в форме траста, компании с ограниченной ответственностью, а так же в других юридических формах, допускаемых юрисдикцией страны, где осуществляется секьюритизация. Основной целью SPV является покупка активов у их владельца, синхронизация их в пуле, эмиссия и распространение ценных бумаг, обеспеченных этим пулом. Конкретная форма SPV выбирается в соответствии с особенностями сделки, для оптимального разделения рисков и минимизации расходов на ее содержание, в том числе налоговых. Наиболее важной особенностью SPV можно назвать, тот факт, что оно не является дочерней структурой инициатора секьюритизации, и поэтому при возникновении финансовых затруднений у организатора обращение взыскания на активы SPV невозможно (SPV создается как предприятие, совершенно юридически независимое от инициатора секьюритизации).

Как отмечалось ранее, в России в Федеральном законе «Об ипотечных ценных бумагах» предложена конструкция SPV, носящая название «ипотечный агент» и предназначена для секьюритизации только ипотечных активов.

Определенные требования предъявляются к SPV с целью достижения защищенности от банкротства, которое поддерживается следующими способами:

1. Гарантией того, что у SPV нет кредиторов, требования которых не связаны с ABS;
2. Структурированием SPV таким образом, чтобы максимально осложнить возможность возбуждения против него процедуры банкротства;
3. Структурирование сделок по передачи активов, так чтобы снизить вероятность вовлечения SPV в процедуру банкротства продавца (владельца) активов или аффилированных с ним лиц.

Инвестор – покупатель ABS. Структуризация сделок секьюритизации во многом будет определяться той целевой группой инвесторов, на которую рассчитан выпуск ценных бумаг. Так как инвестор – это конечный покупатель вновь созданных финансовых продуктов, поэтому правильная его идентификация – половина успеха эмиссии обеспеченных ценных бумаг.

В качестве инвесторов могут выступать институты, включая государство, страховые компании. Инвесторами так же могут быть фонды взаимного, коллективного инвестирования и паевые инвестиционные фонды, преследующие различные цели. Очевидно, что степень принятия риска и требуемый уровень доходности у разных категорий инвесторов будут различны. От этого соотношения будет зависеть цена размещения ценных бумаг на рынке. Применяемая при секьюритизации модель субординированного финансирования, предполагающая создание траншей ценных бумаг, будет также рассчитываться на определенную категорию инвесторов.

Как известно, активность инвесторов можно оценить, исходя из рыночных предпочтений. Большинство инвесторов представлено только на рынке старших (или несубординированных бумаг), тогда как лишь небольшой процент инвестиционного рынка заинтересован в младших, субординированных инструментах рынка. Проанализировав инвесторов, так же можно резюмировать, что они демонстрируют равный интерес в отношении к новым выпускам и уже выпущенными бумагами на вторичном рынке.

Можно отметить, что успех секьюритизации по большей мере часто зависит от того, какой рейтинг будет присвоен эмитированным бумагам (дополнительный рейтинг повышается с помощью следующих мер: гарантий известных компаний или страхования). Ведь в конечном итоге рейтинг будут оценивать инвесторы,

взвешивая все «за» и «против» покупки бумаг типа ABS. Рейтинговые агентства определяют кредитный рейтинг обеспеченных активами ценных бумаг, выпущенных эмитентом. Кредитный рейтинг представляет собой заключение о вероятности того, что эмитент будет в состоянии своевременно и полностью выплатить сумму основного долга и проценты по ценной бумаге, в отношении которой установлен рейтинг, в соответствии с условиями выпуска ценной бумаги.

Рейтинговые агентства, как правило, анализируют тип и качество секьюритизируемых активов; структуру сделки и предполагаемый механизм выплаты процентов и сумму основного долга инвесторам; риски, присущие сделке (в том числе рыночные риски, риски контрагента, риски суверенитета и юридические риски); движение денежных средств, включая покрытие всех расходов по сделке; и покрытие долга, будь то внутреннее покрытие или покрытие за счет кредита третьей стороны и/или лица, обеспечивающего повышение ликвидности. Весь анализ обычно осуществляется на основе критериев, которые публикуются соответствующим Рейтинговым агентством.

В ходе рейтингового процесса проводится оценка по трем фундаментальным аспектам кредитных рисков: кредитоспособности обеспечения, финансовой структуре ценной бумаги и юридической независимости эмитента. Отмечу, что методология, используемая для присвоения рейтингов, также предусматривает анализ по количественным и качественным параметрам. Наиболее важными оцениваемыми характеристиками являются следующие:

1. вероятность неплатежа и готовности каждого к выплатам в срок текущих процентов и возврату основной суммы в соответствии с условиями облигации;
2. природе и обеспечении обязательства;
3. гарантии исполнения обязательства и положении владельца обязательства среди других кредиторов в случае банкротства, реорганизации или других трансформаций, регулируемых законом о банкротстве, и иными законами, защищающими права кредиторов/ инвесторов.

Так же необходимо отметить, что при установлении рейтинга учитывается суверенный рейтинг страны, который оценивает политическую и социальную стабильность, экономическую систему и уровень жизни в стране, налоговую политику и гибкость бюджета, размер государственного долга и уровень его обслуживания, национальную денежную политику и размер инфляции.



В общем случае кредитный рейтинг представляет собой текущую оценку кредитоспособности должника по отношению к конкретной облигации и не является рекомендацией для покупки, продажи или владения ценными бумагами, однако, каждое его повышение приводит к увеличению числа инвесторов. Основываясь на текущей информации, предоставляемой эмитентом, или полученной рейтинговым агентством из других источников, рейтинг может быть изменен, приостановлен или отозван в результате изменения или недействительности предоставленной информации, или в случае других обстоятельств.

При оценке экономической целесообразности сделки секьюритизации для инвестора рейтинговое агентство проводит подробный анализ четырех основных компонентов:

1. Анализ юридической структуры сделки (одним из наиболее важных условий является признание операции продажи активов инициатором в пользу SPV).

2. Анализ операционных, технических и финансовых ресурсов сервисного агента и присвоение ему так называемого рейтинга сервисного агента. Данный рейтинг дает некоторое представление о предполагаемом качестве исполнения сервисным агентом своих функций по обслуживанию пула, а так же используется при определении окончательного уровня субординации.

3. Анализ потоков платежей по сделке, включающий в себя построение финансовой модели денежных потоков, сопряженных с пулом активов, с учетом установленной очередности платежей, а также ежемесячных транзакционных издержек.

4. Анализ кредитного качества пула активов, предлагаемых к секьюритизации, от результатов которого во многом зависит окончательный уровень субординации. Анализ кредитного качества производится для каждого актива, в его методология включает целый ряд параметров, в том числе вероятность дефолта и величину потерь.

2.3 Экономические выгоды и риски секьюритизации для участников сделки.

Анализ, проведенный в ходе исследования, позволил автору выделить основные выгоды и риски каждого из основных участников сделки: инициатора, SPV, инвестора.

Компания специального назначения SPV выступает в роли посредника и действует по поручению собственника активов. В данном случае основным побудительным мотивом участия в сделке является возможность получения дополнительного дохода. Косвенные участники сделки секьюритизации, в первую очередь, компания, обслуживающая счета должника, андеррайтер, а так же провайдер ликвидной и кредитной защиты получают соответствующий процент комиссии за предоставленную услугу.

Автор считает целесообразным проанализировать преимущества секьюритизации как источника финансирования для факторинговой компании, поскольку именно она является получателем финансового обеспечения. Так же в данном разделе представлены результаты проведенного анализа рисков и оценка эффективности секьюритизации для факторинговой компании.

2.3.1. Преимущества секьюритизации для факторинговой компании.

Как уже было отмечено, основная масса сделок секьюритизации в России осуществляется в интересах финансовых институтов. На быстрорастущем рынке факторинговых услуг объем предоставляемого финансирования напрямую зависит от способности фактора обеспечить необходимую ресурсную базу. Разнообразие и стоимость источников ресурсов, а также качество управления активами и пассивами - это важнейшие факторы, определяющие заинтересованность компании в осуществлении сделок секьюритизации. Оригинаторы, к которым могут относиться компании, банки и пр., осуществляют секьюритизацию своих активов, исходя из целого ряда различных соображений. Ниже приводится перечень наиболее основных и частых причин для осуществления секьюритизации:

- **Диверсификация источников финансирования.** Секьюритизация позволяет оригинатору диверсифицировать источники финансирования, не ограничиваясь банками, и получить доступ к рынкам капитала напрямую без необходимости выпуска собственных ценных бумаг. Инициаторы

секьюритизации, уже добившиеся прямого доступа к рынкам капитала, иногда осуществляют секьюритизацию для поддержания имиджа, а так же чтобы продемонстрировать рынкам капитала наличие у них возможности использования секьюритизацию как источник финансирования и доступа к инвесторам различного типа. Диверсификация имеет особое значение, так как колебания во времени, происходящие на рынке любого источника заимствования, могут ограничить возможность компании в долгосрочном финансировании. Использование множественных источников финансирования позволит секьюритизировать портфель, захеджировать его от изменений в процентной ставке.

■ **Снижение стоимости финансирования.** Средневзвешенные затраты на секьюритизацию могут быть ниже, чем текущие затраты на привлечение финансирования через банки или на другие виды заимствований. Привлекательная стоимость финансовых ресурсов является основным конкурентным преимуществом данного источника финансирования. Следует отметить, что это преимущество секьюритизации наиболее наглядно, когда кредитное качество активов, участвующих в секьюритизации, выше, чем кредитное качество баланса originатора в целом, из чего следует более высокий кредитный инвестиционный рейтинг и меньшая процентная ставка по бумагам, обеспеченным активами, чем при размещении необеспеченных. Очевидно, что данная разница в рейтингах создает основу для прямой экономической выгоды от секьюритизации. Тем не менее, поскольку структурные сделки сопряжены с высокими транзакционными издержками, чистый экономический эффект секьюритизации труднодостижим при нынешних объемах выпусков и с учетом новизны подобных сделок в России. По мере роста объемов рынка и при использовании уже отработанных правовых и структурных конструкций сделки секьюритизации, начнут приносить чистую выгоду по сравнению с обыкновенными облигациями.

■ **Гибкий источник финансирования.** Многие компании продолжают использовать программы секьюритизации даже во времена снижения их кредитоспособности. Это особенно заметно в тяжелые времена развития экономики, когда банки и другие кредитные организации осторожно относятся к выдаче кредитов и пролонгации ранее открытых кредитных линий своим клиентам. Потребность в надежном и разнообразном финансировании, прежде

всего, наблюдается у небольших не обеспеченных финансовой поддержкой материнской компании предприятий.

■ **Повышение ликвидности.** Проведение секьюритизации позволяет компании варьировать размер и состав финансового портфеля в зависимости от изменения рыночной процентной ставки, условий предоставления кредита, доступности средств и т.п. Ликвидность – одно из наиболее важных преимуществ секьюритизации по сравнению с прочими источниками финансирования. Секьюритизация так же позволяет повысить ликвидность на рынке факторинговых услуг, что является важным достижением с точки зрения макроэкономической политики. Секьюритизация увеличивает объем свободных средств на рынке среднесрочного финансирования, так как предполагает непосредственный выход компании на рынок инвесторов, минуя кредитных посредников (банки и прочие финансовые институты).

■ **Эффективное разделение рисков.** Секьюритизация активов позволяет распределить риск между собственниками активов, инвесторами, провайдерами кредитной и ликвидной поддержки. Риск можно распределить во времени, путем создания траншей с различными сроками погашения. SPV будет структурировать эмиссию, разделяя выпуск ценных бумаг по классам: младшей, средней и старшей категории. Данная процедура определяется как субординирование ценных бумаг и может рассматриваться так же в качестве одного из способов хеджирования рисков.

Автор считает необходимым отметить еще раз, что секьюритизация так же снижает риски для инвесторов, так как новое юридическое лицо обладает понятным и определенным набором активов с достаточно предсказуемыми денежными потоками. Как результат, риск для инвестора становится ниже по сравнению с прямыми инвестициями в компанию.

■ **Улучшение показателей баланса.** При секьюритизации через "действительную продажу" активы могут быть сняты с баланса originатора и замещены денежными средствами, что приведет к улучшению соответствующих балансовых показателей. Согласно Базельскому соглашению, финансовые организации обязаны поддерживать определенный объем капитала против рискованных активов. Для целей бухгалтерского учета секьюритизация рассматривается как продажа активов, а не заем, что позволяет не показывать долг на балансе (забалансовое финансирование), как это было бы при ином

источнике финансирования. Так же, необходимо подчеркнуть, что средства, полученные от секьюритизации, могут быть использованы для погашения существующих обязательств, будет уменьшено соотношение заемных и собственных средств.

■ **Балансирование активов и пассивов.** Секьюритизация обеспечивает более гибкий инструмент балансирования активов и пассивов. Так же она позволяет наиболее эффективным способом согласовать потоки платежей по активам и пассивам и тем самым снизить процентный риск и риск досрочного погашения. Традиционный выпуск облигаций не позволяет решить эту задачу.

■ **Улучшение финансовых показателей.**

Рост доходности активов (коэффициент ROA). При неизменной величине выручки компании сокращение объема активов на балансе предприятия приводит к увеличению доходности активов, тем самым делая финансовое состояние компании более привлекательным для кредиторов и инвесторов.

Рост доходности собственного капитала (коэффициента ROC). Капитал, не требуемый для поддержания секьюритизируемых активов, будет способствовать росту доходности капитала при неизменности величины получаемого дохода.

■ **Расширение бизнеса.** Средства, получаемые компанией при секьюритизации, могут быть размещены в иные активы, способствуя заключению новых контрактов и получения дополнительных доходов. Ускорение оборачиваемости капитала будет способствовать оптимизации денежных потоков компании. В результате компания будет демонстрировать темпы роста, что представляет собой еще одно преимущество секьюритизации. Умеренный рост компании может укрепить ее позиции на рынке, тем самым привлекая новых инвесторов.

Автор, считает необходимым подчеркнуть, что сделки секьюритизации будущих поступлений, к которым можно отнести и секьюритизацию факторинговых активов, эмитентам позволяют использовать денежные потоки в качестве залога на протяжении нескольких лет и таким образом получить возможность привлечения средств на рынке капиталов в объеме, в разы превышающем планируемые поступления за отдельно взятый год.

В дополнении к описанному ранее можно отметить, что сама подготовка к секьюритизации несет дополнительные преимущества, а именно позволяет изучить саму компанию и оценить качество проводимого обслуживания

дебиторской задолженности и финансирования клиентов. Информация требуется андеррайтеру для оценки качества инфраструктуры эмитента, а также для анализа возможных нарушений в соблюдении стандартов андеррайтинга. Кроме того, немаловажным является оценка способности компании эффективно управлять своим портфелем. Такая оценка позволит подробно отслеживать ежедневные операции компании и делать вывод о том, насколько она успешна.

Резюмируя, все вышесказанное можно утверждать, что секьюритизация играет важную роль в составлении финансового профиля компании, в частности, в присвоении ей определенного кредитного рейтинга.

2.3.2. Преимущества секьюритизации для инвесторов

Для инвестора результатом секьюритизации являются инвестиционные продукты с определенным набором активов и достаточно предсказуемыми поступлениями: инвестиции осуществляются под конкретные, хорошо проверенные сделки, а риски, связанные с секьюритизированными активами, инвесторам оценить легче, чем риски, связанные с совокупностью всех материальных и нематериальных активов фирмы.

Инвесторы, приобретающие ценные бумаги, обеспеченные активами, получают ряд преимуществ, в том числе:

- через ценные бумаги, обеспеченные активами, они могут по своему выбору инвестировать в различные виды активов и транши, несущие различную степень риска, и получать соответствующий доход. Это дает инвесторам возможность оптимизировать структуру своих портфелей и выходить на рынки, на которых иначе они не могли бы осуществлять инвестиции;

- ценные бумаги, обеспеченные активами, исторически были менее подвержены ценовым колебаниям по сравнению с корпоративными облигациями;

- известно, что по ценным бумагам, обеспеченным активами, предлагается более высокий доход, чем по государственным, банковским и корпоративным облигациям, имеющим сопоставимый рейтинг;

- ценные бумаги, обеспеченные активами, обычно не подвержены событийному риску или риску снижения рейтинга у единичного заемщика.

Так же важно отметить, что при секьюритизации факторинговых активов риски инвесторов снижаются, так как проводится двойной анализ, а именно оценивается не только качество уступаемой задолженности, но и финансовое

состояние фактора – originатора, так как он сам чаще всего является первичным заемщиком, еще до заключения факторинговой сделки.

Автор считает важным подчеркнуть дополнительно, что при секьюритизации факторинговых активов инвестиции осуществляются под конкретные хорошо проверенные факторинговые сделки, по которым налажен денежный поток и идут платежи, в соответствии с договорами. Портфель секьюритизированных факторинговых активов обладает лучшими качественными характеристиками из-за диверсификации кредитного риска, пространственной диверсификации, размерами транзакций и т.п. Транширование так же позволяет дополнительно управлять рисками проекта секьюритизации.

2.3.3 Эффективность секьюритизации факторинговых активов.

Важно отметить, что секьюритизация является прибыльной в том случае, когда стоимость финансовых активов, отраженная в процентной ставке, необходимой для привлечения инвесторов и приобретения ими ценных бумаг SPV, не превышает стоимость иных, прямых источников финансирования originатора. Основной целью секьюритизации для фактора, как отмечалось выше, является получение дешевых источников финансирования на фондовом рынке путем отделения всех или части прав требования от рисков, связанных с деятельностью originатора.

В сделках секьюритизации банковских кредитов в качестве обеспечения эмиссии облигаций выступают платежи по обязательствам заемщиков. В сделках секьюритизации факторинговых активов обеспечением эмиссии облигаций служат сами факторинговые активы: переданные права на получение факторинговых платежей. А именно, при финансировании факторинга первым заемщиков является фактор (за исключением тех случаев, когда используются собственные средства), который в свою очередь становится кредитором клиента факторинговой компании. В результате при секьюритизации факторинговых активов обеспечением выступают платежи по переуступленным правам требованиям, то есть обязательства заемщиков второго порядка. Процесс структурирования и реализации сделки секьюритизации обусловлен большими рисками. Необходимо отметить, что очень важно определиться, насколько риски, присущие факторинговым операциям, накладываются на риски, характерные только для сделок секьюритизации.

Анализируя риски, возникающие в процессе секьюритизации, как правило, оцениваются активы, подлежащие секьюритизации, однако оценка originатора так же является необходимой. Для этого осуществляется оценка финансовой устойчивости и перспективы развития клиента факторинговой компании, выясняется уровень сбалансированности передаваемого портфеля, проводится мониторинг ситуации на рынке активов, передаваемых SPV, составляется подробная информация, характеризующая репутацию фактора, определяются условия привлечения финансирования.

Из всего вышеописанного следует вывод, что одним из основных пунктов при секьюритизации факторинговых активов является качество секьюритизируемых активов. Под качеством в данном случае подразумевается полнота и своевременность возврата факторинговых платежей с учетом сомнительной и проблемной задолженности в привязке с общим риском платежеспособности участников факторинговой сделки по портфелю договоров.

Автор, считает целесообразным подчеркнуть еще раз, что активы приемлемые для секьюритизации тогда и поскольку, когда и поскольку они связаны со стабильным и предсказуемым денежным потоком^[35].

Таким образом, к секьюритизированным факторинговым активам предъявляется ряд требований, наиболее важные из которых представлены далее.

1. В процессе сделки должно возникнуть право получения денежных потоков от должника, а так же определенных сумм на конкретные даты, закрепленные в графике платежей, т.е. активы могут рассматриваться как серии денежных потоков.

2. Необходима однородность секьюритизированных активов по структуре, условиям и виду секьюритизируемых факторинговых активов: регрессивный факторинг, международный факторинг, реверсивный факторинг, безрегрессный факторинг.

3. Активы, подлежащие секьюритизации, должны быть актуальными, действительными и действующими, все требования по активам должны исполняться в срок, даже в случае финансовых трудностей или банкротства originатора.

³⁵ Газман В.Д. Секьюритизация лизинговых активов. М.: Экономический журнал ВШЭ, 2010.

4. Активы должны быть независимы от результатов деятельности originатора.

5. Секьюритизация используется наиболее эффективно при больших объемах финансирования, так как имеет место экономия на масштабе. То есть существует минимально необходимый объем сделки, при котором проведение секьюритизации является экономически целесообразным.

6. Секьюритизированные активы должны иметь характеристики распределенного риска либо рейтинговую кредитную поддержку. Таким образом, когда один факторинговый контракт имеет относительно не небольшую стоимость в общем объеме заключенных контрактов, то и характеристики этого актива нерелевантны для характеристик всего портфеля, и наоборот, качественные характеристики портфеля не всегда адекватны рейтингу отдельного актива, предназначенного для секьюритизации. При секьюритизации факторинговых активов, необходимо следить за балансом качества всех активов originатора, так как в случае если лучшие активы выйдут из портфеля, то его качество ухудшится, что отразится на рейтингах фактора.

Как отмечалось ранее в работе, секьюритизация является не единственным способом привлечения заемного финансирования, который originатор будет использовать для финансирования своего бизнеса. Более того, инвестиционные банки рекомендуют, чтобы размер секьюритизированных активов не превышал 40–50% размера валюты баланса компании-originатора, особенно в таком моно продуктивном виде бизнеса, как факторинг.

Эффективность привлечения кредитных ресурсов с помощью эмиссии облигаций тесно связана с их ликвидностью. Если облигация ликвидна и у держателя данной бумаги есть реальная возможность продать её на вторичном фондовом рынке облигаций, то процент, установленный при её эмиссии, может быть минимальным. В свою очередь цена привлечения средств с помощью облигационного займа определяется её рейтингом.

Рейтинг можно определить как информацию для инвесторов; однако российский фондовый рынок выдвигает новые задачи перед эмитентом - добиться такого рейтинга, который обеспечивал бы эффективность размещения его облигационного займа. Следует учитывать, что рейтинг - это не формула, а качественная интерпретация количественных показателей (подробно роль Рейтингового агентства была описано ранее в исследовании).



Цивилизованный рынок ценных бумаг вынуждает эмитента обратиться с заказом в известные рейтинговые агентства, уплатив определенную сумму денег, для того, чтобы специалисты-аналитики проверили качество ценной бумаги и присвоили ей рейтинговую категорию. Таким образом, на эффективном фондовом рынке только долговые обязательства, которые прошли процедуру рейтинга, могут обеспечить эмитенту доступ к получению заемных средств. При этом цена займа для эмитента определяется категорией, которую присваивает рейтинговое агентство.

Суммируя вышесказанное, можно отметить, что рейтинг обеспечивает эмитенту доступ к рынку облигаций, а его повышение - лучшие ценовые условия. Вместе с тем, снижение рейтинга приводит к удорожанию облигационного займа. При этом эмитент очень рискует, так как любое снижение качества его ценных бумаг означает дополнительные издержки. Итак, очевидно, что рейтинг для эмитента определяет цену займа, делает рынок выпускаемой им ценной бумаги ликвидным и в конечном итоге определяет ее место на рынке. В связи с этим для эмитента, желающего получить приемлемую цену привлеченных с помощью выпуска облигационного займа ресурсов, важно иметь высокий рейтинг. Следует отметить, что, не имея достаточно высокого рейтинга, эмитенты не смогут повысить эффективность выпуска облигации путем выхода на внешние рынки.

Оценить эффективность секьюритизации можно, проведя оценку и сравнительный анализ секьюритизации с другими источниками финансирования. Для факторинговой компании базой для сравнения будет служить банковский кредит, ставка по которому представляет собой альтернативную стоимость финансирования. Результаты сравнительного анализа преимуществ секьюритизации к банковскому кредиту представлены далее.

К преимуществам секьюритизации по сравнению с кредитом можно отнести следующие факты: широкая инвестиционная база, снижение стоимости фондирования, возможность привлечения большего объема денежных средств и на более длительный период времени. К недостаткам относятся следующие характеристики процесса секьюритизации: сложная подготовка процесса, дополнительные расходы: получение кредитного рейтинга, правовые услуги юридической компании, аудиторские услуги, налоговый консалтинг.

Оценить непосредственно эффективность секьюритизации в сравнении с кредитом, автор считает возможным, действуя по следующему алгоритму:



1. Рассчитать затраты и построить входящие и исходящие платежи по секьюритизации (денежные потоки);
2. Построить денежный поток по банковскому кредиту (выплата тела долга и проценты);
3. Сравнить NPV для каждого источника финансирования.

Как отмечалось ранее, каждая сделка секьюритизация сопряжена с высокими фиксированными расходами, не зависящими от объема сделки. Таким образом, чем больше пул секьюритизируемых активов, тем выгоднее секьюритизация. К числу постоянных затрат связанные с проведением сделки секьюритизации можно отнести следующие транзакционные издержки: получение кредитного рейтинга (50-200 тыс. долл.); правовые услуги юридической компании (50 – 100 долл. в час за услуги специалиста); аудиторские услуги (150 -300 долл. в день); налоговый консалтинг (50-100 долл. в час за услуги специалиста). Однако проведение сделки секьюритизации так же предполагает и наличие переменных затрат в части обслуживания эмиссии, данные затраты зависят от объема эмиссии. Переменные затраты можно сопоставить с процентными выплатами по кредиту, которые в свою очередь зависят от размера банковского кредита. К переменным затратам относятся следующие: кредитная поддержка (5-10% от пула обеспечения), дополнительная гарантия (8-10% от пула обеспечения), страхование пул активов (1,2-6% от пула обеспечения), комиссия андеррайтеру сделки (1,1-4,4 % от объема выпуска), вознаграждение организатору (1-3% от объема выпуска), оплата услуг депозитария (0,075-0,095% от объема выпуска), комиссия биржи при размещении и т.п.

Проанализировав все имеющиеся затраты на проведение процесса секьюритизации, можно сделать вывод, что существует некоторый минимальный размер выпуска обеспеченных ценных бумаг, ниже которого секьюритизация является убыточной. Итак, выпуск обеспеченных ценных бумаг будет эффективен, если его обслуживание для эмитента будет дешевле обслуживания кредита. Иными словами, если сумма постоянных и переменных затрат по секьюритизации должна быть меньше процентных выплат по банковскому кредиту.

По мнению автора, границы эффективности можно оценить, исходя из формулы расчета экономической безубыточности. Так если предположить, что средняя стоимость отчуждаемого компанией, входящей в Топ-10 факторинговых

компаний России, пула активов, подлежащих секьюритизации, составляет 6 млрд руб., постоянные и переменные затраты составляют величины приведенные ранее, а цена обслуживания выпуска - 7,5%, цена банковского кредита - 9% (данные на 3 кв. 2011 года на Российском рынке), то минимальный размер выпуска обеспеченных ценных бумаг составить от 3,5 до 4,5 млрд руб.

Важно отметить, что в США средний объем эмиссии ценных бумаг составляет 100 млн. долл., а сделки с одним продавцом осуществляются при объеме от 300 млн. долл., возможны случаи частичного размещения ABS на сумму от 50 млн. долл.^[36]

Подводя итоги, можно сделать вывод, что эффективность секьюритизации факторинговых активов носит комплексный характер. Помимо достижения экономической эффективности, секьюритизация позволяет компании повысить имидж на рынке. Создание кредитной истории позволяет упростить для компании получение кредитов в будущем. Так же, возникающий эффект от снижения доходности выпущенных ценных бумаг при их размещении относительно факторингового процента можно назвать эффектом «открытого рынка». В тоже время наблюдается еще один эффект секьюритизации, когда за счет реструктурирования потока платежей по факторинговому портфелю удается изменить дюрацию портфеля ценных бумаг при их размещении. Это позволяет аккумулировать дополнительные средства для финансирования факторинговых проектов. Итак, в связи с данными эффектами секьюритизации и формализации расчетов факторинговых платежей можно реинвестировать временно свободные денежные средства под процент. Это эффект секьюритизации может быть назван «эффект реинвестирования», позволяющий извлечь выгоду от сделки, снизив конечную стоимость фондирования. Однако важно отметить, что отсутствие возможности существенно понизить доходность при размещении и при высокой дюрации факторингового портфеля секьюритизация не даст значимых выгод.

2.3.4. Анализ и управление рисками секьюритизации

Как уже отмечалось в предыдущей главе исследования, рейтинг ценных бумаг, обеспеченных активами, отражает вероятность того, что эмитент своевременно и в полном объеме будет производить процентные выплаты и погасит весь основной долг до (и включая) окончательной даты погашения

³⁶ Газман В.Д. Секьюритизация лизинговых активов. М.: Экономический журнал ВШЭ, 2010.

облигаций. Иными словами, рейтинг структурной сделки означает, что при определенном уровне стресса созданная финансовая конструкция генерирует денежный поток, достаточный для своевременной выплаты процентов и полного погашения основной суммы задолженности перед держателями отрейтингованных ценных бумаг.

Ранее в работе были описаны риски, учитываемые рейтинговыми агентствами при установлении рейтинга тому или иному выпуску обеспеченных ценных бумаг. Далее автором представлена собственная классификация рисков, построенная на основе особенностей работы с факторинговыми компаниями. Отдельно стоит отметить, что, как и любой финансовый инструмент, секьюритизации несет в себе определенные риски, а задача факторинговой компании сводится к эффективному ими управлению. Проведенный в ходе исследования комплексный анализ факторинговой компании позволил автору систематизировать риски, возникающие при секьюритизации и разработать механизмы защиты.

Риски, связанные с секьюритизацией факторинговых активов:

- Риск несостоятельности эмитента.
- Риск банкротства факторинговой компании.
- Риск структурирования сделки.
- Правовой риск.
- Риск налогового бремени.

1. Риск несостоятельности эмитента.

Секьюритизация позволяет эмитенту минимизировать риск дефолта эмитента для инвестора. Однако, секьюритизация не обеспечивает полную минимизацию риска, так как секьюритизированные активы сохраняют за собой значительные кредитный и финансовый риск. Создание SPV в качестве независимой от инициатора компании исключает для нее риск факторинговой компании и ограничивает ее риск купленными у инициатора активами.

2. Риск банкротства факторинговой компании.

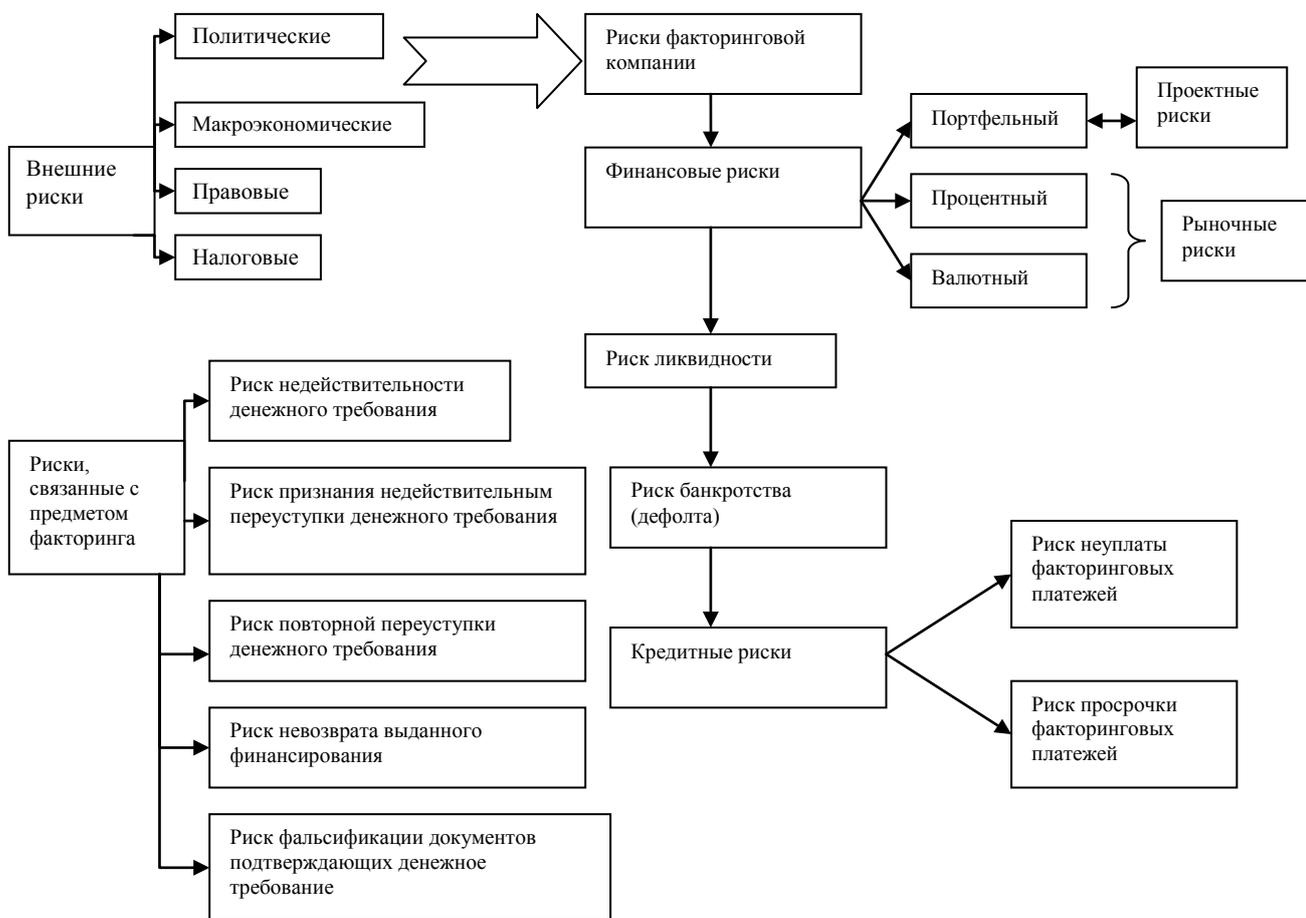
В случае признания факторинговой компании банкротом платежи по договорам факторинга могут быть приостановлены (то есть прекратятся денежные поступления по активам, проданным эмитенту ценных бумаг). Для оценки вероятности такого развития событий факторинговая компания предоставляет подробную информацию о собственной деятельности, финансовом

состоянии и долгах перед третьими лицами для ее адекватного отражения в проспекте эмиссии.

2.1. Общий риск портфеля факторинговой компании.

Риск факторинговой компании можно классифицировать как риски, свойственные факторинговой деятельности (рыночный риск, процентный и п.т.) и риски, которые связаны с должниками, переуступленными ими денежными требованиями и переданными ими документами, подтверждающие данные денежные требования.

Схема № 6. Классификация рисков факторинговой компании.



2.2 Риск неплатежеспособности должника и управления предметом факторинга.

С одной стороны, риски факторинговой компанией оцениваются на стадии до заключения факторинговой сделки, когда платежеспособность клиента/дебитора оценивается по следующим параметрам:

- Эффективность проекта (анализ будущего);

- Финансовое состояние должника реализующего проект, платежная дисциплина дебиторов (анализ прошлого).

С другой стороны, добросовестность клиента/дебитора (должника) проверяется в ходе исполнения им обязательств по договору факторинга. В первую очередь, в расчет принимается платежная дисциплина (момент и периодичность выплат, структура платежей, соблюдение срока оплаты по договору, денежные требования по которому были уступлены фактору) и встроенные параметры сделки: типы предоставляемого факторинга (регресс, без регресса, открытый, закрытый), дополнительное обеспечение, поручительства и гарантии по сделке.

Как видно из приведенной выше Схемы № 6, риски управления дебиторской задолженностью включают в себя риск признания недействительным уступаемое денежное требование, риск признания недействительным факт переуступки прав требования, риск повторной переуступки денежного требования, риск фальсификации документов подтверждающих уступаемое денежное требование, риск не возврата выданного финансирования в полном или частичном размере, риск не исполнения денежного требования должником (дебитором/клиентом) фактору, риск возникновения встречных требований.

Согласно статье 827 ГК РФ, если договором финансирования под уступку денежного требования не предусмотрено иное, клиент несет перед финансовым агентом ответственность за действительность денежного требования, являющего предметом переуступки. На практике ни одна факторинговая компания не будет добровольно приписывать это положение в своем контракте.

Так же законодательно предусмотрено статьей 828 ГКРФ, что уступка финансовому агенту денежного требования является действительным, даже если между клиентом и его должником существует соглашение о ее запрете или ограничении.

С другой стороны, законодательство дает право клиенту не отвечать за неисполнение или ненадлежащее исполнение должником требования, являющегося предметом уступки, в случае предъявления его финансовым агентом к исполнению, если иное не предусмотрено договором между клиентом и финансовым агентом. Так же согласно статье 830 п.3 исполнение денежного требования должником финансовому агенту в соответствии с правилами статьи 830 (с применением письменного уведомления должника о переуступке

денежного требования) освобождаем должника от соответствующего обязательства перед клиентом.

3. Риск структурирования сделки.

Данный вид риска носит комплексный характер, элементы которого будут рассмотрены в третьей главе. К наиболее распространенным можно отнести:

- изначально неправильно отобранные активы;
- неверное построение структуры платежей;
- недостаточное кредитное покрытие и отсутствие внутренних механизмов защиты;
- риск обособления (отчуждения) активов;
- структура SPV.

4. Правовой риск.

4.1. Риск признания договора (купли-продажи) не действительным, по которому уступаются денежные требования SPV.

Основание для этого может быть запрет на отчуждение уступки денежного требования, переданного по договору факторинга и санкции против нарушившего его клиента. Велик риск признания договора недействительным или отказа от его исполнения в случае возбуждения дела о банкротстве компании; договор купли-продажи может быть пересмотрен для включения его в конкурсную массу банкрота. Недействительность сделки влечет за собой двустороннюю реституцию: компания должна получить обратно денежные требования и вернуть полученные средства инвестору – эмитенту. Однако если компания находится в процессе банкротства, то вероятность получения инвесторами своих средств крайне невелика.

4.2. Риск валютного регулирования.

Если кредиторская и дебиторская задолженность SPV имеет разрыв по валюте, поток денежных средств от облигаций подвергается риску, связанному с колебаниями обменного курса. Так же важно отметить, что меры валютного регулирования приводят к увеличению издержек по сделке секьюритизации с зарегистрированной за пределами России компанией-эмитентом. Поэтому секьюритизация прав требования, выраженных в иностранной валюте, или приобретение иностранными инвесторами российских ценных бумаг,

обеспеченных активами, становится менее привлекательной для участников сделки.

5. Риск налогового бремени.

Налоговые последствия, возникающие при секьюритизации специфичны. Далее будут рассмотрены основные из вопросов налогового бремени:

- наличие уступки прав или требований, включая уступку будущих активов, получение средств, в том числе в виде предоплаты за будущие уступки;
- особые условия обращения долговых обязательств (возможна амортизация основной суммы, случаи досрочного выкупа бумаг эмитентом, что требует накопления ресурсов у эмитента для финансирования этих операций);
- наличие дополнительного обеспечения в структуре операций, то есть уступка инициатором эмитенту активов, по стоимости превышающих номинал займа и, как следствие – необходимость компенсации или возврата дополнительного обеспечения инициатору;
- в случае расположения эмитента за пределами Российской Федерации, необходимо учитывать налоговый режим государства, где расположен эмитент.

Формально (на основании договора) сделка между инициатором и эмитентом является уступкой требований. С экономической точки зрения операция представляет собой предоставление займа originatorу. Если говорить об операции как об уступке, то она создает инициатору убыток, в то время как у эмитента образуется доход при последующем получении исполнения по приобретенным требованиям. Доход иностранной организации при последующем получении исполнения по уступке не является доходом от источника в РФ на основании ст.309 НК РФ.

Если средства, полученные инициатором от эмитента за существующие и будущие требования, рассматривать как долговое обязательство originatorа – инициатора, то доход эмитента может быть признан в качестве процентного дохода. Статья 309 НК РФ дает достаточно широкий перечень источников процентного дохода: «процентный» доход от долговых обязательств любого вида, включая облигации с правом на участие в прибылях и конвертируемые облигации, в том числе: доходы, полученные по государственным и муниципальным эмиссионным ценным бумагам, условиями выпуска и обращения которых предусмотрено получение доходов в виде процентов; доходы по иным

долговым обязательствам российских организаций, не указанным в абзаце втором настоящего подпункта (1пл., 3п., ст.309)

Другой подход, который может быть применен при трактовке дохода эмитента, это отнесение дохода в категории «иных аналогичных доходов». При этом, по мнению налоговых органов, изложенному в Методических рекомендациях, аналогичность доходов заключается не в схожести их с каким-либо их доходов, обозначенных в пп.1-9 пункта 1 статьи 309, а в том, что они относятся к доходам от источников в Российской Федерации, не связанных с деятельностью через постоянное представительство, за исключением доходов, прямо упомянутых в статье 309 как не относящихся к доходам в Российской Федерации.

Механизмы управления рисками секьюритизации.

Важно отметить, что ни одна сделка секьюритизации не обходится без методов управления рисками, способов защиты и ее объем от рисков, сопряженных с конкретной сделкой секьюритизации.

Методы управления рисками приводят к снижению риска инвестора, повышению кредитного рейтинга эмитируемых бумаг и в конечном итоге - к снижению стоимости финансирования активов.

Инструменты управления рисками секьюритизации можно условно разделить на две категории:

- Внутренние механизмы защиты от рисков – обеспечиваются организатором секьюритизации или закладываются в структуру сделки (дополнительное обеспечение, субординация ценных бумаг, избыточный спрэд, структурная поддержка и др.).

- Внешние механизмы защиты от рисков – обеспечиваются сторонними организациями, известными на рынке компаниями, не являющимися прямыми участниками сделки (андеррайтеры, банки и финансовые институты: провайдеры кредитной и ликвидной поддержки, рейтинговые агентства, страховые компании, другие гаранты).

Внутренние механизмы защиты.

1. Дополнительное обеспечение – превышение стоимости продажи активов над минимально необходимым объемом погашения эмитируемых SPV бумаг. То есть, активы передаются не по номинальной стоимости, а с некоторым

спрэдом в цене, что обеспечивает минимальный резерв покрытия на случай неплатежеспособности должника.

Дополнительное обеспечение требуется практически в каждой сделке секьюритизации, а его величина определяется совместно рейтинговым агентством и андеррайтером, и, как правило, составляет 20-25% от пула активов. Процент требуемого дополнительного обеспечения зависит от типа и качества секьюритизированных активов, от стабильности и рейтинга и сервисного агента, сектора экономики и странового риска.

Дополнительное обеспечение можно было бы сравнить с полисом страхования, который платит инициатор секьюритизации компании специального назначения за участие в сделке. Часть из этой суммы удерживается компанией на покрытие организационных и других административных расходов и в числе прочего может рассматриваться как комиссионное вознаграждение эмитенту. Остальная часть дополнительного обеспечения в случае исполнения должником (клиентом/дебитором) обязательств по договору факторинга возвращается инициатору секьюритизации. Другими словами, при секьюритизации SPV выплачивает инициатору стоимость покупки активов за вычетом дополнительного обеспечения, а остальная часть (в размере, скорректированном на величину вознаграждения) выплачивается по мере поступления платежей от должников.

2. Избыточный спред. – избыточная доходность, определяемая как разница между процентом по базовому активу, доходностью по эмитированным бумагам и процентом комиссионного вознаграждения за обслуживание секьюритизированных требований.

3. Субординированная структура – эмиссия нескольких классов эмитируемых бумаг SPV, различающихся по степени риска, скорости погашения и другим параметрам. В данной структуре подразумевается обязательное наличие старших и младших классов, причем младшие классы почти всегда имеют более низкий рейтинг и более высокий купон. В классической схеме секьюритизации бумаг SPV обязательства по бумагам старшего класса будут выполняться прежде обязательств по бумагам младшего класса, которые в свою очередь будут выполняться прежде сертификатов участия в SPV. Таким образом, младшие классы защищают старшие от потерь, повышая их надежность и кредитный рейтинг.

Отмечу, что младшие транши также могут быть разделены по уровню риска, так например, на мезонин-транш и equity-транш. Мезонин-транш, имеет более высокую доходность по сравнению со старшими траншами и может быть продан инвесторам, для которых данный уровень риска является приемлемым. Как правило, equity-транш, имеющий самый большой купон в сделке, выкупается самим организатором секьюритизации.

4. Структурная поддержка – фиксация событий «триггеров», наступление которых приводит к перераспределению денежных потоков по сделке. В случае наступления негативных событий, определенных в проспекте ценных бумаг, все платежи от пула активов направляются по погашению бумаг старшего класса. К структурной поддержке относится установление минимального коэффициента покрытия долга активов – отношение доходов от активов к сумме необходимых выплат по облигациям за определенный период времени, который характеризует качество обеспечения по сделке и обратно пропорционален вероятности дефолта.

5. Резервный фонд.

5.1. Амортизационный резервный фонд, где часть бумаг соподчиненных классов передается управляющей компании в качестве резервного фонда, который будет использован в случае недостатка средств на погашение бумаг старшего класса.

5.2. Процентный резервный фонд, когда купоны бумаг соподчиненных классов искусственно занижаются, а избыток процентных платежей начинает накапливаться в резервном фонде до достижения определенного размера резервного фонда. Это фонд будет использован в случае нехватки средств для погашения бумаг старших классов.

Внешние механизмы защиты.

1. Обеспечение ликвидности и кредитной поддержки – гарантии, выданные инициатором или другим финансовым институтом, на полное или частичное погашение обязательств по бумагам SPV или на выкуп этих бумаг. В случае секьюритизации банковских кредитов банк, инициирующий секьюритизацию, открывает кредитную линию SPV для финансирования покупки активов.

2. Подтвержденный аккредитив – обязательство сторонней финансовой организации (банка) выплатить полностью основную сумму долга и проценты в случае дефолта эмитента.



3. Страхование рисков активов, которое осуществляется специализированной страховой компанией. Такая компания занимается только одним видом страхования – страхованием финансовых активов в отличие от универсальных страховых компаний, предоставляющих целый комплекс различного вида страховых услуг.

Стоимость данной услуги будет зависеть от категории клиента и при прочих равных условиях будет меньше для первоклассного заемщика и выше для заемщика с более высокими показателями риска. В целом страховая премия будет составлять 0,5- 1 % от стоимости кредита в год. Выбор страховой компании, как правило, осуществляет банк. Зачастую ей становится аффилированная или дочерняя с банком структура, с которой у кредитора подписан договор страхования и в пользу которой производится страховой взнос. Расходы по страхованию закладываются в цену финансирования, которые в конечном итоге несет покупатель кредита. Западная практика по страхованию пула секьюритизируемых активов может быть применена в России и в случае рефинансирования факторинговых активов.

Резюмируя, автор считает необходимым отметить следующее, что обеспечением эмиссии облигаций служат сами факторинговые активы: переданные права на получение факторинговых платежей. Перед совершением сделки купли-продажи факторинговых активов, определяется ликвидность уступаемых активов. Для этого осуществляется оценка финансовой устойчивости и перспектив развития клиента факторинговой компании, выясняется уровень сбалансированности передаваемого портфеля, проводится мониторинг ситуации на рынке активов, передаваемых SPV, составляется подробная информация, характеризующая фактора, условия привлечения финансирования.

С целью защиты от правовых рисков в договоре купли-продажи факторинговых активов можно предусмотреть следующие аспекты:

- Право регресса в отношении originатора и возврата этого контракта предыдущему собственнику.
- Право перехода всего обеспечения по первичному договору факторинга к SPV.
- Возможность выплаты покупателем сразу не всей суммы, а только, например 80%.

2.3.5 Ценообразование секьюритизации факторинговых активов.

В данном разделе диссертации, автор представит модель ценообразование секьюритизации факторинговых активов, которая формировалась на базисе системы неравенств, на основе которых достигается баланс интересов участников сделок. И так, интерес инвесторов облигаций, связан с доходностью, и может быть представлен в следующем виде:

$$(1) \quad I_{YT} < I_{YTM} < I_{YC}$$

где, I_{yt} – процентная ставка, характеризующая стоимость долгосрочных или среднесрочных денег, I_{ytm} – сложная процентная ставка стоимости денег на рынке, I_{yc} – купонная ставка облигаций ABC, рассчитываемая как отношение суммы купонных платежей за год к номинальной ставке.

Одной из более важных задач, стоящих перед Оригинатором и SPV, является задача по установлению цены, а именно процента по облигации, на том уровне, который ожидают инвесторы на рынке.

$$(2) \quad I_{YC} = I_{YTM} + S$$

где S - это спред между среднерыночной доходностью облигаций и доходностью по купонам инвесторов сделок секьюритизации. Так, например, в сделке секьюритизации активов с участием российской факторинговой компании «Еврокоммерц» была установлена процентная ставка на уровне плюс 950 - 976 б.п. к бескупонной кривой доходности ОФЗ [37].

Соответственно, инвесторы получают выгоду на величину разницы между ставками доходности по приобретенным ценным бумагам российских компаний и доходностью на мировом рынке капитала.

Интерес другого участника сделки SPV определяется величиной маржи этой организации:

$$(3) \quad I_{YC} < I_{SPV}, \text{ где } I_{SPV} \text{ это доходность SPV. Причем}$$

$$(4) \quad I_{SPV} = I_{YC} + I_{IC}, \text{ где } I_{IC} \text{ это расходы по проведению сделки секьюритизации, включая эмиссию облигаций.}$$

$$(5) \quad I_{IC} = F_O + F_{OB} + F_{SPV} + F_L + F_{PA} + F_T + F_A + F_{MA} + F_{INS} + F_{SPV}$$

где F_O - премия банку-оригинатору сделки секьюритизации и менеджерам;
 F_{OB} - премия оригинатору сделки секьюритизации за размещение облигаций;

³⁷ http://data.cbonds.info/comments/30608/Eurokommerz_0307_ru.pdf

F_{SPV} - вознаграждение SPV; F_L - вознаграждение за юридическое сопровождение сделки; F_{PA} - вознаграждение платежному агенту, F_T - вознаграждение трасти; F_A - вознаграждение аудиторам; F_{MA} - вознаграждение распорядителю счетов; F_{RS} - расходы по презентации проекта.

Важно отметить, что в ходе оформления и проведения сделки секьюритизации могут возникнуть дополнительные расходы, таким образом, в формуле (5) могут появиться новые слагаемые.

Российская практика показывает, что разница между I_{YC} и I_{SRV} , т.е. маржа SPV, которая включает затраты на содержание организации и прибыль, составляла 110 б.п. [38] в размере платежа или 43 б.п., если произвести пересчет на условия кредитной схемы погашения задолженности. Это означает, что

$$I_{SPV} = I_{OФЗ} + 1019б.п.$$

Как уже отмечалось автором ранее, факторинговая компания принимает решение о выборе нового источника финансирования с целью минимизировать процентные ставки по привлеченным ресурсам и максимизации своей маржи. Интерес originатора представляет собой величину факторингового процента - $I_{Factoring}$, заложенного в контрактной стоимости договора факторинга. Финансирование по данному договору осуществляется с учетом привлечения средств, полученных при секьюритизации, и формируется с учетом ставки процента и маржи фактора. При этом :

$$(6) \quad I_{Factoring} = I_{CB} + I_{FM}$$

где I_{CB} - процент за кредит или другую форму заимствования; I_{FM} - маржа фактора. Автор считает необходимым заметить, что величина маржи фактора может быть установлена, как исходя из норм, прописанных в финансовой политике компании, либо исходя из приемлемой, сложившейся средневзвешенной доходности факторинговой операции (расчет см. формулу 7):

$$(7) \quad P_{cp} = \frac{\sum_1^n (S_{пк} - S_{пк/6}) \cdot 365 \cdot 100}{\sum_1^n S_{пф} \cdot (D_{пф} - D_{ф})},$$

где P_{cp} - средневзвешенная доходность факторинговой операции; $S_{пк}$ - сумма комиссионного вознаграждения фактора, полученная с каждого погашения

³⁸ Бэр Х.П. отмечает, что дополнительные затраты в размере 25-40 б.п. вполне реалистичны. Секьюритизация активов. М. Вотерс Клувер, стр 349

финансирования; Дф – дата финансирования; Дпф – дата погашения финансирования; n – количество погашений финансирования; Spф – сумма отдельного погашения финансирования.

Формула средневзвешенной доходности факторинговой операции (7) позволяет рассчитать маржу по факторинговым операциям, а также оценить в целом деятельность фактора с точки зрения экономической эффективности. Полученные значения могут служить достоверной информацией для собственников и акционеров, а также могут быть использованы при оценке стоимости бизнеса компании в случае реорганизации, слияния или поглощения.

С учетом формулы (6), получаем :

$$(8) \quad I_{SPV} < I_{Factoring}.$$

Сравнение суммарных расходов, связанных с кредитным финансированием факторинговых операций и секьюритизацией факторинговых активов, и определение экономической выгоды фактора можно осуществить с помощью различных методов, в том числе основываясь на методе аннуитетов, предусматривающем равномерное внесение платежей. В ходе работы, производится новое предположение, что фактор аккумулирует все поступающие от дебиторов платежи у себя, а потом равномерно в указанный срок переводит их SPV, для дальнейшего перевода инвесторам с оплатой купонов. Автор, считает целесообразным, привести определение метода аннуитета - метод оценки инвестиционного проекта, при котором все поступления и выплаты приводятся к современной стоимости таким образом, что они становятся равновеликими в каждом году в течение экономического срока службы. Оценка проекта производится посредством сравнения поступлений и выплат одного года. Если при этом аннуитет выше нуля, то проект считается рентабельным. Аннуитет - вид периодической уплаты фиксированной или варьирующейся суммы, вытекающей из контрактных обязательств.

Согласно принятого предположения :

$$(9) \quad D = C \cdot \left[\frac{I_{CP} / T}{1 - 1 / (1 + I_{CP})^{P \cdot T}} - \frac{(I_{CS} + I_{IC}) / T}{1 - 1 / (1 + I_{CS} + I_{IC})^{P \cdot T}} \right] \cdot P \cdot T,$$

Где D – доход originатора от применения секьюритизации факторинговых активов; C - стоимость уступаемого SPV пула факторинговых контрактов при секьюритизации (стоимость пула будет постоянной, так как возможно пополнение пула новыми контрактами и клиента, отвечающими первоначально

установленным требованиям); I_{CP} - факторинговый процент с учетом ставки по кредиту для договора факторинга; I_{CS} - факторинговый процент с учетом ставки по кредиту, полученному при секьюритизации; I_C - расходы по проведению сделки секьюритизации, включая эмиссию облигаций; P – срок облигационного займа, T - периодичность факторинговых платежей в течение одного года из срока договора факторинга. Под периодичностью платежей может подразумеваться, как ежемесячные платежи, переводимые на SPV с целью выплаты купонов; так и оборачиваемость дебиторской задолженности, входящей в пул секьюритизированных активов, в периоде облигационного займа ($O_{ДЗ}$), которая может быть рассчитана, следующим образом:

$$O_{ДЗ} = \frac{\sum_1^{nл} S_{пл} \cdot (D_{пл} - D_{п})}{\sum_1^{nл} S_{пл}} \quad (10)$$

где $O_{ДЗ}$ – оборачиваемость дебиторской задолженности в периоде; $nл$ - количество платежей дебиторов в периоде; $S_{пл}$ -сумма отдельного платежа дебитора; $D_{пл}$ - дата платежа дебитора; $D_{п}$ -дата поставки.

Проведенный расчет формирования минимального дохода originатора на основе предположенной модели (9) показал, что российская компания сможет при проведении секьюритизации на сумму в 8 322,5 млн. рублей и сроком 5 лет получить выгоду в размере 54 млн. рублей, то есть 70 б.п. [39]. Однако данный расчет строиться на консервативном предположении о размере эффекта.

Полученные результаты могут показаться скромными, но необходимо учесть инновационность и сложность применяемого инструмента, нуждающегося в соответствующей отработке, в частности, апробации механизмов выхода на международные рынка заимствований, а также, что важно для последующих сделок, накопить практический опыт реализации подобных проектов. Следовательно, крупные расходы, связанные с первым выходом originатора на рынок, в дальнейшем будут сокращаться, возможно, в некоторых из них отпадет необходимость.

Необходимо подчеркнуть, что при расчете следует учитывать рыночную стоимость долгосрочных кредитов факторинговых договоров. Данное

³⁹ Газман В.Д. Секьюритизация лизинговых активов, Экономический журнал ВШЭ 2010, №3, стр 19

обстоятельство особенно важно при сценарии, когда в прологе сделки секьюритизации фактор получает краткосрочный кредит банка, ставка по которому меньше ставки по долгосрочному кредиту. В таком случае при расчете D вместо I_{CP} в формулу (9) необходимо подставить значение ставки долгосрочного кредита на соответствующий проекту срок по условиям внутреннего российского рынка капитала, для аналогичного класса заемщиков.

Кроме того, оригинатор может получить доход по облигациям младших траншей, которые он приобрел при эмиссии. Таким образом, заработать на сделке секьюритизации можно и больше, чем сумму D. Так, например, при продаже контрактов в сделке, когда осуществлялась реализация схемы классической секьюритизации на 13730 млн. рублей со сроком на 6 лет и 3 месяца, минимальный эффект, рассчитанный по формуле (9), равнялся 133 млн. рублей или 100 б.п. [40].

Резюмирую, все вышеописанное, можно сделать вывод, что проект секьюритизации факторинговых активов будет финансово реализуем и эффективен в случае, если (чтобы SPV самостоятельно могло покрыть все необходимые расходы на свое содержание, дополнительные расходы на проведение секьюритизации и пр.):

$$(11) \quad I_{SPV} - I_{Factoring} > 0 \quad \text{или} \quad I_{SPV} / I_{Factoring} > 1.$$

В результате поэтапного анализа сделки секьюритизации автор получил следующую систему неравенств, отражающую экономическую целесообразность проекта:

$$(12) \quad I_{YT} < I_{YTM} < I_{CouponABC} < I_{SPV} < I_{Factoring} < I_{Client}$$

где I_{Client} - доходность клиента факторинговой компании по инвестиционному проекту.

Определение доходности клиента факторинговой компании осуществляется на основе расчета суммы всех расходов клиента по договору факторинга, то есть сумма всех расходов и доходов факторинговой компании по сделке. В данном случае следует сравнивать: ставки факторингового процента фактора по старым и новым факторинговым проектам, сравнить общие расходы клиента по новым факторинговым проектам с вариантом привлечения денежных средств за счет кредита, полученного в банке.

⁴⁰ Газман В.Д. Секьюритизация лизинговых активов, Экономический журнал ВШЭ 2010, №3, стр 20

Резюмирую, необходимо отметить, что полученная модель разработана на основе системы неравенств, характеризующей соотношение процента доходности каждого из участников сделки секьюритизации факторинговых активов, является подтверждением существующей практики и учитывает все факторы формирующие спрэд.

ГЛАВА 3. УПРАВЛЕНИЕ ПРОЦЕССОМ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

3.1 Структурирование секьюритизации факторинговых активов.

Важно отметить, что в отличие от секьюритизации кредитных портфелей секьюритизация факторинговых активов имеет ряд отличительных особенностей, в первую очередь связанных с природой секьюритизируемого актива и особенностями самого бизнеса. Так же взаимодействие участников секьюритизации во многом зависит от того, как организована сделка, как она структурирована и какой схемы придерживаются ее участники:

- во-первых, это структура базовой сделки, в том числе вид факторинговой сделки и характеристики, лежащие в основе факторингового актива (состав участников, распределение рисков, источник финансирования);
- во-вторых, это выбранный вид секьюритизации (классическая или синтетическая);
- в-третьих, это параметры собственно секьюритизации (структура платежей и сегментация денежного потока, структура SPV) и практическая схема реализации.

3.1.1 Особенности секьюритизация факторинга.

Автор считает необходимым отметить, что сам рынок факторинга в России имеет ряд отличительных особенностей от мирового, а, следовательно, и секьюритизация факторинговых активов будет иметь ряд особенностей как с силу законодательства, так и ведения бизнес. Особенность факторинга в России связана с его моделью финансирования, обычно используемой факторинговыми

компаниями: андеррайтинг индивидуальных счетов-фактур и вовлечение дебиторов в процесс финансирования путем уведомления или побуждения их произвести платеж по счету-фактуре напрямую факторинговой компании. Это и отличает российский факторинг от западно-европейской и американской специфики, где для факторинга характерны менее надежные модели, такие как конфиденциальный факторинг (confidential factoring) и продажа счетов-фактур с дисконтом (invoice discounting), которые более подвержены риску подделок и менее поддаются контролю.

Процесс секьюритизации факторинга может быть описан следующим образом. Факторинговые активы (переуступленные денежные требования) продаются SPV, которое затем выпускает облигации и размещает их среди инвесторов для финансирования данной сделки. Оригинатор предоставляет часть средств SPV-компании на субординированной основе (например, от 10% до 20%), таким образом, инвесторы, предоставившие финансирование старшего долга компании, оказываются более защищенными от некоторой доли убытков. Рассматривая в комплексе субординацию, характер пула активов и структуру сделки, рейтинговые агентства впоследствии могут присвоить хороший кредитный рейтинг старшему долгу.

Сделки секьюритизации факторинговых активов предлагают прозрачное финансирование, так как они структурируются на основе просто и четко построенных пулов активов. Отмечу дополнительно, что для российских финансовых институтов характерно хорошее управление с надлежащим андеррайтингом и процессом построения пула, а так же можно отметить, что специфические риски, связанные с данными активами, в значительной степени находятся под контролем.

Как уже отмечалось ранее, одним из наиболее важных пунктов в секьюритизации является возможность изолировать секьюритизируемый актив от возможных претензий кредиторов к оригинатору в случае банкротства последней. В случае если такая изоляция не будет эффективной, ценные бумаги, выпускаемые SPV, не смогут получить кредитный рейтинг выше, чем кредитный рейтинг самого оригинатора, что в итоге негативно скажется на цене заемного привлеченного финансирования. А так же, может привести к неконкурентоспособности секьюритизации, по сравнению с прочими альтернативными источниками финансирования.

Автор считает необходимым подчеркнуть, что для сделок секьюритизации факторинговых активов, имеющие место в России, основным является риск признания недействительным договор купли-продажи секьюритизируемого портфеля. Наступление данного риска приведет к возврату проданных активов оригинатору, вследствие чего заемное финансирование, предоставленное SPV, перестанет быть обеспеченным. Вместе с тем требование SPV к оригинатору также будет необеспеченным и будет удовлетворяться в общем порядке в соответствии с российским законодательством.

В случае с секьюритизацией факторинга вопрос действительной продажи имеет ряд существенных особенностей. ГК РФ предусматривает две возможные конструкции осуществления факторинга: финансирование клиента путем покупки у него финансовым агентом денежного требования; предоставление клиенту заемного финансирования, обеспеченного уступкой денежного требования к должнику.

В случае если уступка денежного требования структурирована первым способом, то при секьюритизации будут иметь место две продажи: первая - продажа дебиторской задолженности клиентом финансовому агенту, а вторая - финансовым агентом и SPV. Соответственно риск признания недействительности продажи (судом по иску конкурсного управляющего в ходе процедуры банкротства финансового агента) может произойти как в отношении сделки между финансовым агентом и SPV, так и в отношении сделки между финансовым агентом и клиентом. В этом случае, для минимизации возможных рисков, признания недействительности купли-продажи долговых требований необходимо уделить особое внимание юридическому оформлению договоров купли-продажи как между финансовым агентом и SPV, так и между финансовым агентом и клиентом.

Если уступка денежного требования финансовому агенту структурирована вторым способом, существует определенный риск того, что переход прав собственности на денежное требование от клиента к финансовому агенту может быть оспорен в ходе процедуры банкротства самого клиента. В этом случае предметом секьюритизации может являться не долговое требование клиента к должнику, а задолженность самого клиента перед финансовым агентом, обеспеченная таким денежным требованием. В такой структуре возврат заемного финансирования, привлеченного SPV, зависит в первую очередь не от

кредитоспособности должников, а от кредитоспособности клиентов. Соответственно в данном случае минимизация воздействия кредитного риска каждого конкретного клиента на кредитный риск секьюритизированного портфеля в целом достигается путем диверсификации портфеля клиентов, чья задолженность переуступается в рамках секьюритизации.

Еще одной особенностью секьюритизации факторинга является краткосрочность секьюритизируемых активов, так как средний срок погашения долговых обязательств по факторингу составляет порядка 60-90 дней. Таким образом, при структурировании сделки необходимо предусматривать возможность для SPV периодически пополнять портфель долговых обязательств, то есть должна быть реализована «револьверная структура» сделки.

Так же важно отметить следующий момент, касающийся обслуживания активов после их продажи SPV. Как уже отмечалось ранее, SPV не имеет какого-либо персонала или присутствия в России, оно не может самостоятельно обслуживать приобретенные активы. По этой причине, выполнение данных функций после продажи актива, как правило, остается за самим финансовым агентом.

В то же время в структуру сделки необходимо заложить наличие компания-дублер, которая позволит SPV в случае банкротства финансового агента получать денежные средства, причитающиеся ей в погашение приобретенных активов. Резервный Сервесер в случае наступления событий, в результате которых финансовый агент не сможет выполнять функции по обслуживанию секьюритизированных активов, сможет выполнить эти функции вместо финансового агента. Как правило, в качестве компании-дублера выступает другая факторинговая компания. Это связано с тем, что при наступлении банкротства или иных событий компании-дублеру будет необходимо оперативно занять место финансового агента и обеспечить сбор и перевод задолженности в пользу SPV. При выборе дублера, необходимо учитывать следующие основные характеристики: наличие у компании систем, позволяющих оперативно начать обслуживать секьюритизированные активы; наличие не менее развитой филиальной сети, как и у финансового агента (в случае, если должники находятся в различных регионах); наличие необходимого персонала, который может оперативно начать выполнять функции по сбору задолженности, возможность готовить периодическую отчетность и т.д..

Важно подчеркнуть, что оперативность начала функционирования компании-дублера, в случае с факторингом является особенно важной в связи с высокой скоростью обращаемости секьюритизируемого актива. Так как в противном случае, когда перевод обслуживания занимает много времени, то денежные средства, полученные финансовым агентом за время перевода, вероятнее, не будут возвращены SPV либо их возврат будет существенно осложнен или отложен во времени. Для минимизации такого рода потерь, в структуру сделки может быть введен коллектор - независимая компания, в пользу которой будут направляться все платежи по секьюритизированным денежным требованиям. Наличие данного игрока, позволит не только избежать возможных проблем с получением SPV денежных средств, направляемых должниками на погашение их задолженности по долговым обязательствам, но и в целом положительно скажется на кредитном рейтинге транзакции в целом.

Важно отметить, что на текущий момент времени, для привлечения инвесторов недостаточно просто хорошо представить сделку, обеспечить прозрачность и грамотное построение структуры и привлечь сильного организатора, необходимо структурировать ее так, чтобы обеспечить защиту инвесторов.

В настоящее время инвесторы неохотно идут на заключение долгосрочных сделок в связи с волатильностью рынков и озабоченностью текущей ситуацией. Короткий срок обращения означает, что волатильность цен, будет низкой, ведь долгосрочные бумаги более подвержены значительным изменениям в цене вследствие изменения ситуации на кредитном рынке.

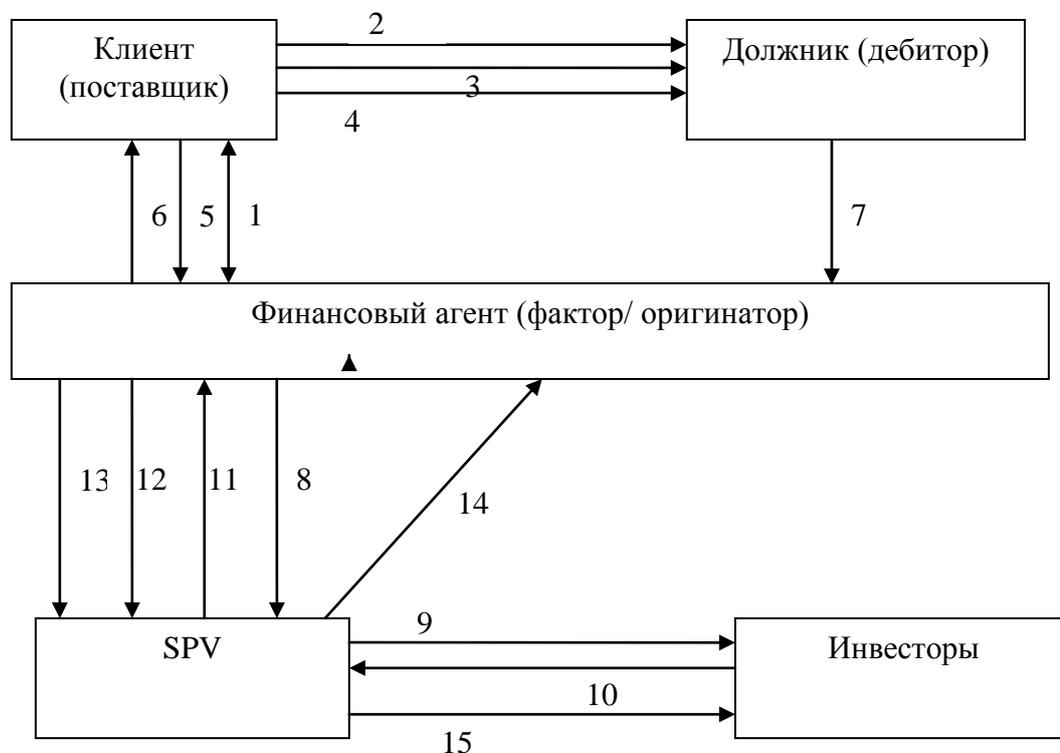
Базовое покрытие является достаточно простым, надежным и диверсифицированным, что позволяет инвесторам рассматривать эмиссию как краткосрочную сделку, основанную на разнице процентных ставок, которая подвержена российским макроэкономическим рискам.

3.1.2. Виды и схемы секьюритизации факторинга

Структура секьюритизации может зависеть от множества факторов, связанных с особенностями ведения факторингового бизнеса, клиентской базы, структуры взаимоотношений с клиентами и т.п. В данном параграфе будут приведены наиболее типичные структуры секьюритизации факторинговых активов.

Итак, первоначально будет рассмотрена структуры секьюритизации факторинга, основанные на действительной продаже (см. Схемы 7 и 8).

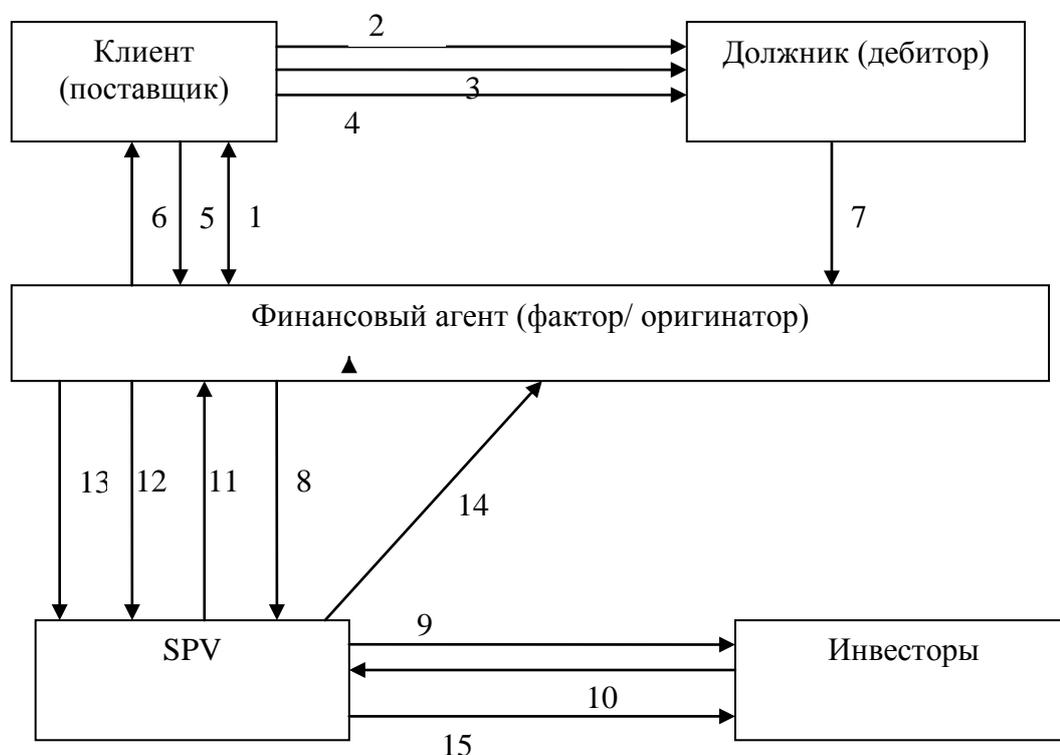
Схема 7 Действительная продажа. Вариант 1



1. Заключение договора факторингового обслуживания
2. Подписание уведомления об уступке прав требования
3. Продажа товара (оказание услуг)
4. Выставление счетов на оплату товара (оказанных услуг)
5. Уступка счетов, накладных и пр.
6. Финансирование фактором уступленной дебиторской задолженности (денежные средства)
7. Оплата задолженности дебитором
8. Уступка задолженности дебитора (счетов, накладных)
9. Выпуск облигаций
10. Предоставление заемного финансирования
11. Финансирование, предоставление заемного финансирования
12. Оплата счетов
13. Обслуживание платежей
14. Плата за обслуживание платежей
15. Погашение облигаций

На Схеме 7 изображена структура, когда финансирование под уступку денежного требования осуществляется через продажу клиентом денежного требования финансовому агенту, и финансовый агент так же продает SPV портфель долговых требований клиента к должнику. SPV, в свою очередь, финансирует данную покупку путем выпуска ценных бумаг и продажи данных бумаг инвесторам (или за счет привлечения заемного финансирования в ходе частного размещения). Стоит отметить, что после продажи портфеля финансовый агент продолжает его обслуживать, то есть собирать средства с должников и перечислять их SPV, отслеживать своевременность погашения задолженности, проводить процедуры принудительного взыскания просроченной задолженности, готовить периодическую задолженность о состоянии секьюритизированного портфеля и т.п. Полученные денежные средства от фактора SPV может использовать в следующих целях: либо, на приобретение новых денежных требований у финансового агента, либо направлять на погашение привлеченного заемного финансирования. Как уже отмечалось ранее, в данную структуру может быть включен коллектор, который будет выполнять функции финансового агента по сбору денежных средств от должников и их переводу SPV или клиенту.

Схема № 8. Действительная продажа. Вариант 2



1. Заключение договора факторингового обслуживания

2. Подписание уведомления об уступке прав требования
3. Продажа товара (оказание услуг)
4. Выставление счетов на оплату товара (оказанных услуг)
5. Уступка счетов, накладных и пр.
6. Финансирование фактором уступленной дебиторской задолженности (денежные средства)
7. Оплата задолженности дебитором
8. Уступка задолженности клиента
9. Выпуск облигаций
10. Предоставление заемного финансирования
11. Финансирование, предоставление заемного финансирования
12. Оплата счетов
13. Обслуживание платежей
14. Плата за обслуживание платежей
15. Погашение облигаций

На Схеме № 8 представлен другой вариант структурирования сделки, когда финансовый агент уступает задолженность клиента перед собой по предоставленному финансированию, то есть финансирование клиента происходит путем предоставления ему займа под уступку денежного требования. Так же отмечу, что данная структура может быть более предпочтительной для банковских организаций или иных факторинговых компаний, если организация не хотят или не могут в силу разных причин учитывать денежные требования к должникам у себя на балансе.

Следующим этапом будет детальное рассмотрение структуры синтетической секьюритизации факторинга, представленная на Схеме № 9. В рамках данной структуры финансовый агент получает от SPV заём под залог денежных потоков, генерируемых секьюритизируемыми активами, а не продает SPV денежные требования, как было описано ранее в структуре на основе действительно продажи.

Для реализации данной структуры, задействуются клиенты, имеющие длительные деловые отношения, как с дебиторами, так и с фактором, далее должник уведомляется о том, что все платежи в погашение его задолженности должны направляться на счета коллектора. Коллектор в свою очередь перенаправляет денежные потоки от должника на SPV. Одновременно SPV

выпускает облигации и выдает заем финансовому агенту. В течение всего периода, реализации транзакции коллектор определяет, какая часть полученных от должников средств должна быть направлена на погашение обязательств финансового агента по привлеченному заемному финансированию (путем создания резервов по предстоящим платежам), и перечисляет оставшиеся средства финансовому агенту.

Важно подчеркнуть, что при осуществлении синтетической схемы секьюритизации, продажа активов не происходит, и они остаются на балансе факторинговой компании. Факторинговая компания передает SPV кредитные риски по активам, используя для этого кредитные деривативы к наиболее распространенным из них можно отнести дефолтные свопы (Credit Default Swaps - CDS), свопы на совокупный доход и облигации, абсорбирующие кредитные риски, или кредитные ноты (Credit Linked Notes - CLN). Дефолтный своп представляет собой контракт, в соответствии с которым продавец кредитной защиты выплачивает покупателю определенную сумму в случае наступления определенного кредитного события, а покупатель выплачивает взамен определенную премию. CLN является комбинацией облигаций, с плавающей процентной ставкой, и дефолтного свопа.

Сделки синтетической секьюритизации могут быть реализованы по схемам, предусматривающим разную степень передачи кредитного риска. Федеральная Резервная Система США определяет три наиболее распространенных способа структурирования синтетических сделок:

- полностью профинансированные синтетические сделки;
- частично профинансированные синтетические сделки;
- не профинансированные синтетические сделки.

По мнению автора, первые две схемы могут быть реализованы в России в части секьюритизации факторинговых активов. В случае полностью профинансированных синтетических сделок SPV принимает на себя все риски пула путем покупки CLN, выпускаемых спонсирующей стороной (факторинговой компанией). Средства на покупку SPV получает путем выпуска облигаций для инвесторов, обеспеченных CLN.

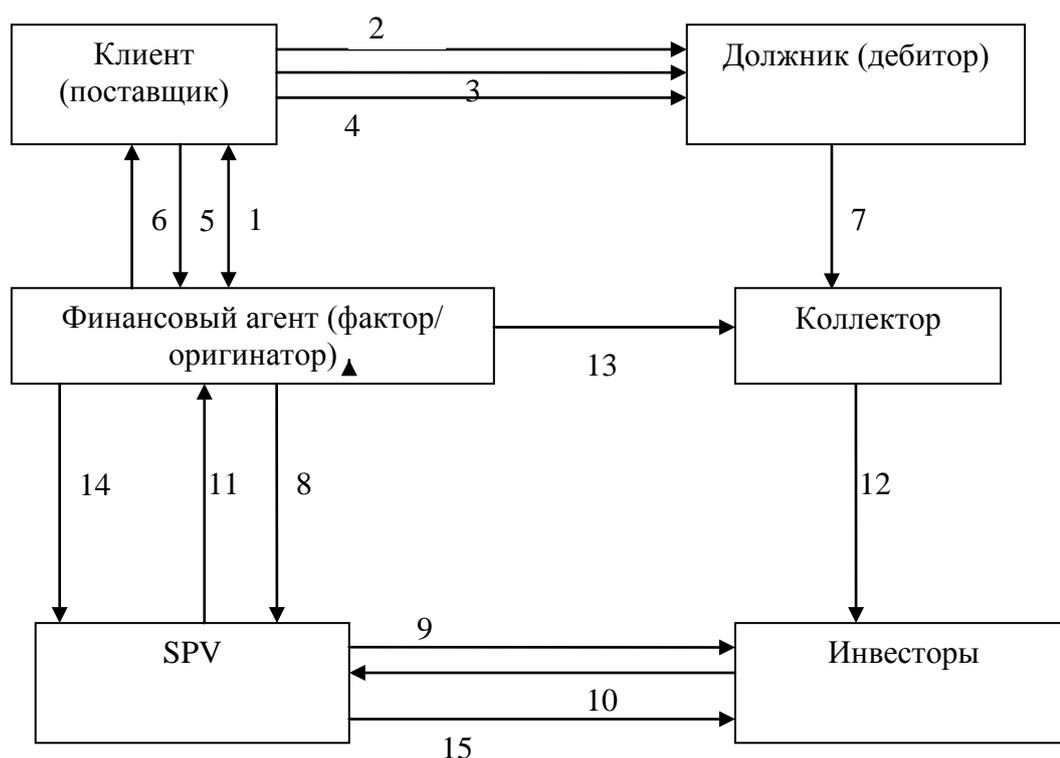
Для достижения арбитража по процентным ставкам ценные бумаги выпускаются несколькими траншами. Для защиты от валютных (в случае, если валюта активов не соответствует валюте выпуска ценных бумаг) и процентных (в

случае разницы в определении базисной процентной ставки по активам и ценными бумагами) рисков SPV может заключить долгосрочный договор свопа с надежным партнером. Для повышения кредитного качества выпускаемых ценных бумаг может привлекаться дополнительная гарантия от страховой компании [41].

Необходимо отметить, что синтетическая структура секьюритизации, в отличие от действительной продажи, не позволяет полностью уйти от кредитного риска финансового агента, так как погашение финансовым агентом привлеченного финансирования напрямую связано с его кредитоспособностью.

Важно заметить, что структура синтетической секьюритизации, из-за ранее описанных причин, позволяет привлечь финансирование дороже, чем структура действительной продажи. Однако, структура синтетической секьюритизации проще в создании и обслуживании (см. Схема № 9).

Схема № 9. Синтетическая секьюритизация



1. Заключение договора факторингового обслуживания
2. Подписание уведомления об уступке прав требования
3. Продажа товара (оказание услуг)
4. Выставление счетов на оплату товара (оказанных услуг)

⁴¹ Солдатова А.О. Секьюритизация сделок лизинга: структурирование и построение возможных схем // Лизинг ревю. – 2004.-№1-2

5. Уступка счетов, накладных и пр.
6. Финансирование фактором уступленной дебиторской задолженности (денежные средства)
7. Оплата задолженности дебитором
8. Уступка счетов накладных
9. Выпуск облигаций
10. Предоставление заемного финансирования
11. Финансирование, предоставление заемного финансирования
12. Оплата счетов
13. Перевод остатка средств, от погашения должника
14. Погашение Займа
15. Погашение облигаций

Передача активов SPV будет предшествовать эмиссии для небольших факторинговых компаний, а необходимый для обеспечения эмиссии пул активов будет формироваться целевой компанией путем покупки факторинговых активов у нескольких компаний. Крупные факторинговые компании могут секьюритизировать портфель активов, минуя посредников в виде целевой компании.

Параметры секьюритизации

При структурировании сделок по секьюритизации необходимо учитывать множество факторов, среди которых автор выделяет следующие:

1. Профиль и структура продавца активов (факторинговой компании).
2. Качество активов.
3. Цена и условия продажи активов.
4. Валюта сделки.
5. Структура денежных потоков.
6. Структура покупателя активов (SPV), в т.ч. его местонахождение и организационно-правовая форма хозяйственной деятельности.
7. Налогообложение сделки секьюритизации.

1. Профиль и структура продавца активов (факторинговой компании)

Детальный анализ деятельности факторинговой компании как продавца активов был проведен ранее во второй главе данного исследования. Результаты

анализа, включающие в себя основные параметры, представленные автором во второй главе, а так же в ниже следующее таблице.

Таблица № 12.

Классифицирующий признак	Характеристика факторинговой компании
Стоимость сделки	Крупномасштабные сделки
	Мелкие и средние сделки
	разовые сделки
Учредители компании	Банки и другие финансовые институты
	Независимые факторинговые компании
Отраслевая специализация	по сектору:
	промышленность
	сельское хозяйство
	полиграфия
	телекоммуникация
	торговля
	транспорт
строительство и т.д.	
Предмет факторинга	Денежные требования, вытекающие из договора:
	купли-продажи
	оказания услуг
	подряда и т.д.
Продолжительность функционирования на рынке	Вновь созданное предприятие (менее 3 лет)
	Вновь созданное предприятие, аффилированное к другой давно существующей на рынке структуре;
	Компания, существующая на рынке более 3 лет
Форма хозяйственной деятельности	- Акционерное общество открытого или закрытого типа (ОАО, ЗАО)
	- Общество с ограниченной ответственностью (ООО)
Категория клиентов	Малый и средний бизнес;
	Крупные предприятия
Источник финансирования	Собственные средства
	Заемный капитал кредитных учреждений;
	Другие внешние источники финансирования;
	Финансирование материнской компании;
	Смешанные источники финансирования.
Степень рискованности проектов	высокорисковые
	низкорисковые
Регион деятельности	внутренний факторинг
	международный факторинг
Предоставляемый продукт	факторинг с регрессом
	факторинг без регресса
	факторинг открытый
	факторинг закрытый
	бездокументарный факторинг и т.д.

Период оборачиваемости денежных средств	быстрая оборачиваемость до 30 дней
	средняя оборачиваемость от 30 до 60 дней
	длинная оборачиваемость от 60 до 90 дней
	сверх длинная оборачиваемость от 90 дней

2. Качество активов

Оценка качества активов предполагает анализ платежеспособности клиента и дебиторов. Это предусматривает исследование структуры договора факторинга: график факторинговых платежей (платежная дисциплина) и вид факторинга (регрессный, безрегрессный и т.п.), форма факторинговых платежей (равными долями, или полная оплата требования). В целях диссертации автором была разработана оригинальная система показателей, представленная следующей таблицей.

Таблица № 13. Система показателей для оценки качества секьюритизируемых факторинговых активов

Коэффициент	Характеристика	Рекомендация автора
FL <i>Factoring Leverage</i>	Коэффициент финансового рычага факторинговой компании. Соотношение собственного и заемного капитала в данной факторинговой сделке. Коэффициент показывает, сколько собственных средств использовано факторинговой компанией с целью финансирования новой факторинговой сделки (может подразумеваться одноразовое, периодическое финансирование за счет собственных средств, а не постоянное финансирование определенного проекта только из собственных средств.)	Коэффициент измеряется как соотношение объема выданного финансирования факторинговой компании из собственных средств к величине полученной кредитной линии для осуществления сделки (или к общему объему, выданному финансированию). Чем ниже значение FL, тем меньше собственных средств фактор вложил в финансирование сделок.
FTV <i>Factoring-to-Value</i>	Отношение суммарной величины факторинговых платежей к первоначальной величине выданного финансирования.	Сумма факторинговых платежей от должника и составляет стоимость договора факторинга, поэтому ее соотношение с суммой выплаченного финансирования клиенту может рассматриваться как доход компании.
FM <i>Factoring Maturity</i> WAFM <i>Weighted-Average Factoring Maturity</i>	Период, оставшийся до наступления погашения денежного требования должником по договору факторинга.	Не должен превышать средневзвешенный по риску периода оборачиваемости актива (денежного требования) в секьюритизируемом портфеле (WAFM).
FPP <i>Factorings</i>	Процент, выплаченного факторингового	В качестве рекомендации можно отметить, что по секьюритизируемому договору

<i>Payments Finance</i>	финансирования к общему установленному лимиту финансирования на клиента.	факторинга должен быть произведено как минимум одно финансирование.
D <i>Delinquency</i>	Просрочка платежа.	Рекомендуется отбирать активы с просрочкой платежа не более 30 дней.
K_{GC} <i>Geographic Concentration</i>	Коэффициент географической концентрации.	Доля активов одного региона в общем портфеле факторинговой компании. Рекомендуется, чтобы на отдельный регион приходилось не более 20-25% от общего портфеля компании.
K_{ID} <i>Industry Diversification</i>	Коэффициент отраслевой диверсификации.	Доля активов одной отрасли в общем портфеле факторинговой компании. Рекомендуется, чтобы отдельная отрасль занимала не более 20-25% в общем портфеля компании.
FS <i>Factoring Share</i>	Удельный вес клиента в факторинговом портфеле компании.	На клиента компании может приходиться несколько договоров факторинга. Рекомендуется, чтобы доля одного клиента не превышала 5% в общем объеме активов.
FAS <i>Factored Asset Share</i>	Удельный вес факторингового актива в общем факторинговом портфеле компании.	Доля актива среди однородных активов по отрасли. Рекомендуемое значение - не более 1%.

Резюмирую все вышеописанное, можно отметить, что процесс секьюритизации является очень зависимым от представленных характеристик активов. Ведь именно значение, наличие той или иной характеристики факторингового актива и определяет итоговую структуру сделки секьюритизации.

3. Цена и условия продажи активов

Цена продажи активов – основополагающий вопрос при согласовании сделки секьюритизации. По мнению автора, на подготовительной стадии необходимо определить валюту сделки и условия продажи. Например, покупка активов может производиться с рассрочкой платежа, тем самым позволяя покупателю привлечь часть средств из внешних источников, однако, чаще всего получение средств, для финансирования покупки активов, предшествует договору купли-продажи.

В договоре купли-продажи или уступки прав по контракту может быть предусмотрено следующее:

- право возврата контракта (требование регресса);
- все обеспечение по первичному договору факторинга переходит SPV;
- компании единовременно выплачивается не вся сумма, а, скажем, 80%

Более подробное описание и расчет ценообразования секьюритизации факторинговых активов представлены автором во второй главе настоящего исследования.

4. Валюта сделки

В случае если валюта активов не соответствует валюте выпуска ценных бумаг, автор считает целесообразным использовать договор валютного свопа, что позволит SPV захеджировать свой валютный риск.

5. Структура денежных потоков

Как было отмечено ранее, существует два способа структурирования денежного потока в процедуре секьюритизации: *переводной*⁴² (*pass-through*) и *платежный* (*pay-through*). Каждый из них имеет свои особенности и может применяться к различным типам факторинговых правоотношений.

В случае переводной структуры, поступления от активов сразу поступают инвесторам в счет уплаты по долговым обязательствам и носят в западной практике название транзитных сертификатов (*pass-through certificates*). Наиболее распространенной формой переводной системы платежей является система «водопада» (*waterfall*).

Во втором случае SPV, аккумулировав поступления от активов, заключает на эти средства новые сделки, реинвестируя их, в частности, в другие финансовые инструменты, и в итоге расплачивается с инвесторами из поступлений по уже новым сделкам. Такого рода, косвенное распределение платежей в Западной практике носит название платежных сертификатов (*pay-through certificates*).

И так, выпуск субординированных ценных бумаг SPV так перестраивает финансовые потоки от пула, чтобы все поступающие средства первоначально использовались для погашения основного долга и процентов по первым классам ценных бумаг. А требования по оставшимся классам оплачиваются только после полного погашения требований по более приоритетным бумагам. Интерес инвесторов в данном случае аналогичен интересу кредитора по долговому обязательству. Используемая система транширования предполагает, что менее привилегированные бумаги служат в качестве обеспечения более привилегированных бумаг.

В силу специфики факторинговых операций проблема досрочного погашения, критичная по отношению к ипотечным кредитам, не является столь острой применительно к факторинговым активам. В договоре факторинга между факторинговой компанией и клиентом прописан алгоритм уплаты факторинговых платежей (разработанный на основе условий договора поставки/купли-

⁴² В литературе можно встретить перевод «сквозная».

продажи/оказания услуг между клиентом факторинговой компании и его дебитором), а его досрочное погашение будет менять величину остаточной стоимости предмета факторинга (остаточной задолженности дебитора перед фактором, в рамках исполнения своих обязательств по договору). В связи с этим, модели предоплаты, используемые для ипотечного кредитования, по мнению автора, не могут быть актуальны для практики факторингового бизнеса.

Так же важно подчеркнуть, что структура денежного потока зависит и от выбранной формы ценной бумаги. Облигация является той формой ценной бумаги, которая эмитируется чаще всего в рамках секьюритизации. Связанное с ней понятие “дюрации”, обозначает меру “средней зрелости” потока платежей, связанных с облигацией [43]. Применительно к портфелю из факторинговых активов дюрацию можно охарактеризовать как средневзвешенный срок до наступления оставшихся платежей.

В терминах показателей деятельности факторинговой компании, формула дюрации может быть представлена в следующем виде:

$$D = \sum_{t=1}^T PV (FLt) * t / FP_0,$$

где $PV(FL)$ - приведенная стоимость погашений используемого факторингового лимита в момент времени t , FP – сумма текущих задолженности. Это означает, что средний срок к погашению по эмитируемым траншам ценных бумаг должен быть не меньше рассчитанной величины дюрации пула активов.

Автор провел расчет дюрации для факторинговой компании входящую в пятерку крупнейших факторов России, которая на текущий момент разрабатывает проект привлечения дополнительного финансирования. Этой компанией был сформирован пул активов, подлежащих секьюритизации, в размере 4,1 млрд руб, дюрация данного пула по подсчетам автора составила 2,149. Таким образом, данная компания может выпустить ценные бумаги, обеспеченные факторинговыми активами, со сроком обращения 2 года.

Для поддержания средневзвешенной дюрации портфеля равной горизонту инвестирования необходимо выполнение дополнительного условия по сужению сектора договоров, права требования по которым подлежат секьюритизации. Договоры по длительности должны были равны или близки к периоду обращения

⁴³ Шарп У.Ф. Александер Г.Дж., Бэйли Дж.В. Инвестиции. –М.ИНФРА-М, 2001 стр 459

облигации. Либо пул активов должен пополняться идентичными правами требования с идентичными сроками и размерами факторинговых платежей. Необходимо включать в секьюритизированный портфель только те долги, по которым уже был произведен хотя бы один платеж.

Автор считает целесообразно отметить еще раз, что секьюритизация активов позволяет добиться иммунизации портфеля, защитив портфель от незначительных изменениях процентных ставок. Иными словами, это эластичность стоимости факторингового портфеля, взвешенная по весам приведенной стоимости денежных потоков. Таким образом, если активы и пассивы чувствительны к процентной ставке, необходимо сделать так, чтобы дюрация (или средневзвешенный период платежа) у них была одинаковой или, по крайней мере, близкой.

Для характеристики секьюритизации факторинговых активов, и дальнейшего процесса определение структуры денежных потоков, так же может использоваться такой показатель, как периодичность факторинговых платежей. Под периодичностью платежей может подразумеваться, как ежемесячные платежи, переводимые на SPV, с целью выплаты купонов; так и оборачиваемость дебиторской задолженности ($O_{дз}$), входящей в пул секьюритизированных активов в периоде облигационного займа ($O_{дз}$ см. расчет формулу № 10).

6. Структура покупателя активов (SPV), в т.ч. его местонахождение и организационно-правовая форма хозяйственной деятельности.

На практике встречаются различные формы организации SPV. Это могут быть как общества открытого и закрытого типов, так и товарищества с ограниченной ответственностью участников. Организационная форма накладывает ограничения по достаточности капитала компании и характеризует отношение компании к риску. В опыте Западных стран SPV, как правило, представляет собой вновь созданное образование в форме траста.

Как уже отмечалось ранее, одним из видов факторинга является международный факторинг. Сделка факторинга, при осуществлении которой поставщик (клиент) или должник (дебитор) является нерезидентом Российской Федерации, признается международной. В зависимости от того, какая сторона сделки является нерезидентом Российской Федерации, применяется либо российское законодательство, либо нормы международного права.

Одним из важнейших вопросов при структуризации международных сделок секьюритизации является выбор юрисдикции для регистрации эмитента. Автор рекомендует принимать во внимание следующие критерии анализа:

1. Наличие налогового режима с нулевой ставкой налогообложения, или возможность обложения минимальной ставкой прибыли в целях минимизации налоговых расходов эмитента.

2. В случае выбора юрисдикции, предполагающей наличие налога на доход\прибыль – возможность предварительного согласования способа расчета прибыли и ее приемлемой величины с местным налоговым органом.

3. В зависимости от юрисдикции эмитента и инвестора может возникать налог на процентный доход инвестора, подлежащий удержанию у источника выплаты и уплате эмитентом.

4. Наличие соглашений об избежание налогообложения между юрисдикциями эмитента и инвестора или освобождения от налогов на уровне национального законодательства эмитента. Соответствующее соглашение об избежание двойного налогообложения должно предусматривать налогообложение процентных и «прочих» доходов только в стране получателя дохода.

5. Вопросы налогообложения, таможенного и валютного регулирования и контроля, а также лицензирования деятельности (регистрация бизнеса) при размещении SPV в оффшорной зоне.

6. Применение налога на выпуск ценных бумаг (гербовый сбор) по законодательству страны эмитента.

7. Возможность использования в сделке т.н. “внутренних” оффшоров (регионов России в свободной экономической зоне, предоставляющих региональные льготы).

Сделки международной секьюритизации сопряжены с большими налоговыми последствиями для участников, чем сделки в рамках одной юрисдикции, поэтому и представляют собой одну из зон риска при их организации.

Итак, далее предоставлены основные возможные варианты структурирования сделки секьюритизации, в зависимости от местонахождения SPV.

Схема № 10 SPV: российское или иностранное юридическое лицо на территории России (однофакторная модель международного факторинга)

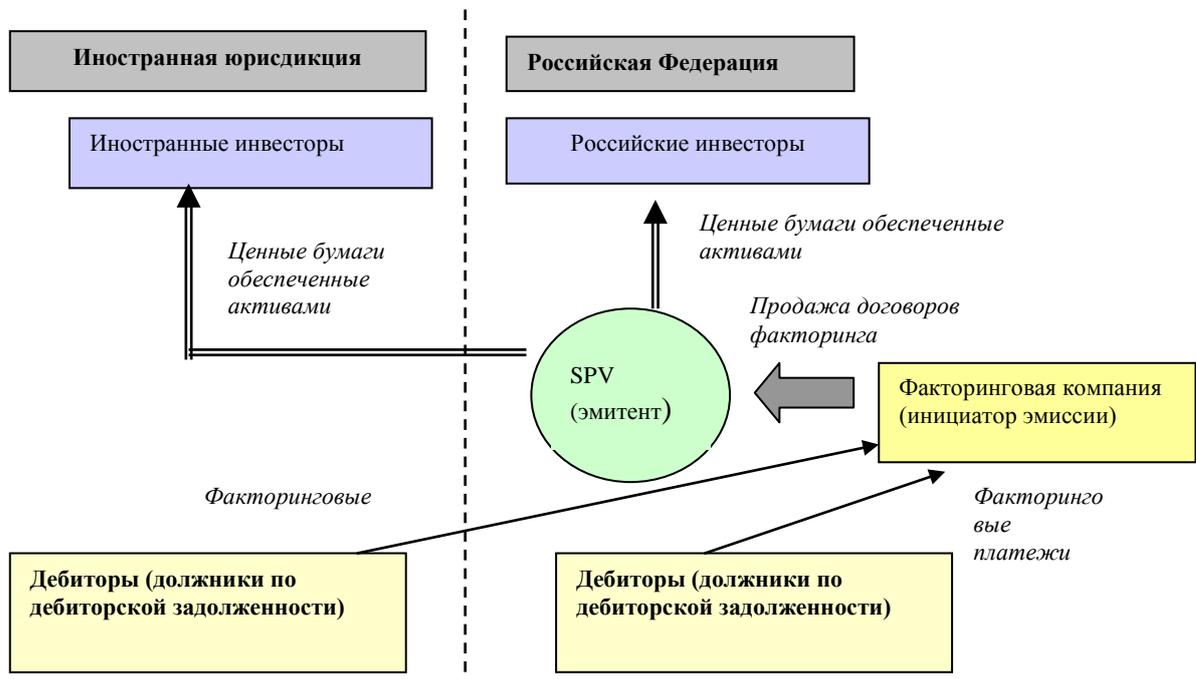


Схема № 11. SPV: российское или иностранное юридическое лицо на территории России (двухфакторная модель международного факторинга)

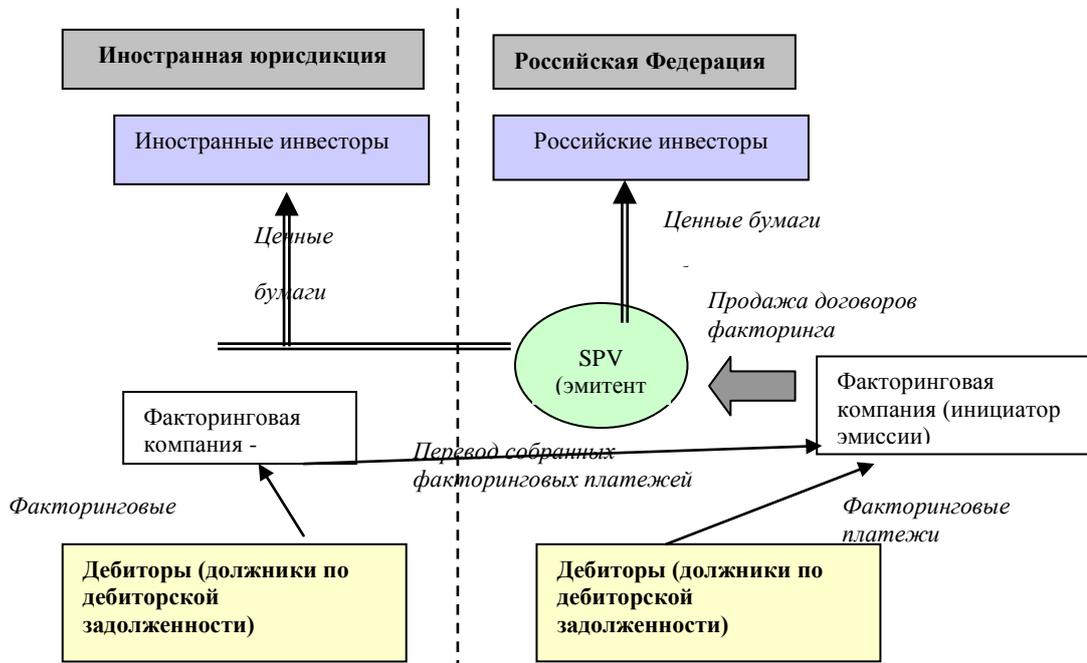
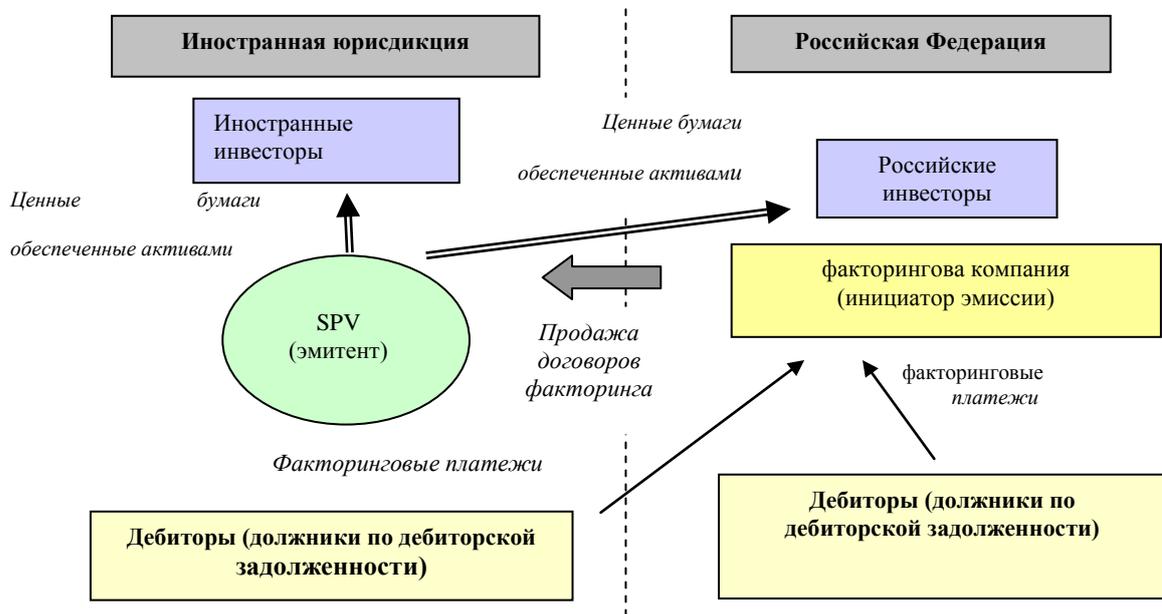


Схема № 12. SPV: иностранное юридическое лицо, или представительство российской компании (оффшорная компания) за пределами России



7. Налогообложение сделок секьюритизации

Фундаментальными вопросами в сделках секьюритизации являются три ключевых аспекта: налогообложение передачи активов, и, в первую очередь, НДС, налогообложение целевой компании (SPV) и налогообложение инвесторов.

Поступления от инвесторов в счет оплаты эмитированных ценных бумаг передаются бывшему владельцу активов, которые и являются покупной ценой пула. Все средства, оставшиеся после полной уплаты всем кредиторам, также направляются бывшему владельцу активов, поэтому SPV фактически является “пассивным” с экономической точки зрения агентом, о налогообложении прибыли которого было бы говорить, по мнению автора, не совсем корректно. Необходимо принимать во внимание вопрос налогообложения нерезидентов-физических лиц по процентам и дивидендам (в размере 30%) и налогообложение нерезидентов-юридических лиц по процентам (20%) и - по дивидендам (15%). Отдельный вопрос - об уступке прав требования за рубеж. По мнению автора, стимулирующий эффект могла бы иметь возможность приравнять сделку секьюритизации к экспорту, что позволило бы распространить на нее правило об освобождении от уплаты НДС при экспорте.

3.2 Методика секьюритизации для Российского рынка: пошаговый алгоритм секьюритизации факторинговых активов.

Процесс секьюритизации факторинговых активов, может быть представлен следующим трехфазовым механизмом, состоящий из подготовительной, реализационной и операционной фаз. Однако так же процесс секьюритизации может быть представлен в виде пошагового алгоритма секьюритизации факторинговых активов:

1. Принятие решения о секьюритизации.
2. Идентификация цели и задач секьюритизации.
3. Оценка целесообразности проведения секьюритизации.
4. Оценка качества и формирование пула секьюритизируемых активов.
5. Определение структуры (вид секьюритизации, форма передачи активов, форма разделения рисков, организационно-правовая форма и юрисдикция SPV) и состава участников сделки (проведение переговоров с рейтинговыми агентствами, аудиторами, юристами, провайдерами кредитной поддержки и андеррайтерами).
6. Анализ законодательного окружения и налоговая экспертиза.
7. Моделирование денежных потоков (налогообложение инициатора секьюритизации, налогообложение эмитента обеспеченных ценных бумаг, налогообложение инвесторов).
8. Оценка рисков и расчет эффективности планируемой сделки.
9. Окончательное согласование условий участниками.
10. Продажа факторинговых активов SPV.

1. Подготовительная фаза. Занимает от двух недель до нескольких месяцев. На данном этапе менеджмент принимает решение о секьюритизации факторинговых активов, а так же дает ответы на следующие организационно-правовые вопросы: в какой форме передавать активы, в какой форме организовывать SPV, какой метод кредитной поддержки использовать, какую форма распределения денежного потока применить и какова будет оптимальная форма трансформации денежного потока.

2. Реализационная фаза. В зависимости от анализируемого портфеля активов, оперативности и профессионализма подобранной команды может

занимать от 3-4 месяцев до 1 года. На схеме № 6 организация секьюритизации занимает 5 календарных месяцев.

Схема № 6. Временная шкала реализации проекта

	Месяц 1	Месяц 2	Месяц 3	Месяц 4	Месяц 5
1. Переговоры с рейтинговыми агентствами, аудиторами и юристами.	■	■	■		
2. Обсуждение предварительной структуры и состава участников сделки.		■	■		
3. Назначение структурного менеджера для проведения секьюритизации активов.		■			
4. Отбор секьюритизируемых активов.		■	■	■	
5. <small>Создание</small> SPV.		■	■	■	
6. Аудит отобранного пула.			■	■	■
7. Оценка качества активов и получение кредитного рейтинга.				■	■
8. <small>Создание</small> <small>структуры</small> <small>сделки</small> <small>и</small> <small>согласование</small> <small>условий</small> <small>сделки</small> .				■	■
9. <small>Согласование</small> <small>условий</small> <small>сделки</small> , <small>согласование</small> <small>условий</small> <small>сделки</small> <small>и</small> <small>согласование</small> <small>условий</small> <small>сделки</small> .				■	■
10. Утверждение структуры и окончательного состава сделки.					■
11. Согласование условий сделки со всеми участниками, в т.ч. цены продажи активов. Подготовка соответствующих соглашений.					■
12. Продажа активов SPV и предоставление дополнительного обеспечения в согласованном размере.					■

3. Операционная фаза, сроки которой зависят от средневзвешенного срока секьюритизированного актива (таблица № 18).

Таблица № 18 Рабочий план обслуживания секьюритизации

	Вид операции	Исполнитель	Временной интервал
1.	Сбор факторинговых платежей, подлежащих уплате SPV и их перечисление в Банк, обслуживающий SPV.	Платежный, сервисный агент или SPV.	Ежедневно.
2.	Расчет баланса по пулу активов, возмещение затрат сервисного, платежного агента, произведенных от имени и в интересах SPV.	Управляющий SPV.	Ежемесячно.
3.	Управление денежными средствами SPV: перечисление процентных выплат инвесторам и остаточной суммы инициатору.	Управляющий SPV.	В зависимости от периодичности купонных выплат (раз в квартал, раз в полгода).

Необходимо отметить, что в мировой практике секьюритизированные активы передаются в собственность доверительному управляющему. Однако в России пока не существует института доверительного управления, что не позволяет использовать данную схему на практике. Как уже отмечалось, при анализе факторингового контракта необходимо знать сроки и график факторинговых платежей по договору, так как на основе этих данных будет строиться схема погашения обязательств перед инвесторами. Автор считает

целесообразным проводить отбор факторинговых активов таким образом, чтобы в пуле секьюритизируемых активов находились договоры с различными отсрочками платежа. В этом случае договоры с более долгими отсрочками служили бы обеспечением по менее долгосрочным для корректного построения траншей из обязательств в будущем.

Отбор активов в секьюритизируемый портфель по качеству может проводиться с использованием метода экспертных оценок. Разработанная система из N показателей (представленная в главе 2) помещается в матрицу оценок со следующими основными столбцами: показатель (в порядке убывания значимости), удельный вес (значимость, критичность фактора), шкала ранжирования от 1 до 5 ($s=5$), ранг. Для каждого актива из портфеля в данной матрице присваивается определенный вес значимости по любому показателю из разработанных в главе 2. Эксперт, проводящий отбор активов, присваивает каждой характеристике для данного актива значение из s -бальной шкалы. Шкала носит субъективный характер, максимальные значения которой могут различаться. Ранг актива для каждого показателя вычисляется путем умножения доли на значение шкалы фактора, а общий ранг актива определяется как сумма рангов по каждому из показателей. Такая матрица составляется по каждому из рассматриваемых активов для отбора в пул, после чего полученные значения консолидируются в матрице оценок факторингового портфеля. Набор активов для последующей секьюритизации составляется из числа активов с общим значением ранга, превышающим некоторое минимально допустимое значение.

Стоит отметить, что границы для присвоения весов могут быть также установлены экспертным путем. Для оценки качественных переменных можно устанавливать дискретные значения (0 – если актив не обнаружил действие фактора, 1 – в обратном случае). Ненулевые значения могут быть откорректированы в зависимости от полученного знака результата: (-1) – для отрицательного значения, (+1) - для положительного.

Методические рекомендации для факторинговой компании по организации секьюритизации факторинговых активов.

1. Определение цели и задач секьюритизации.
2. Поиск, нахождение или создание компании специального назначения эмитента бумаг, обеспеченных факторинговыми активами (SPV).

3. Согласование с SPV параметров эмиссии (вид ценных бумаг, сроки, обязательства сторон).
4. Разработка (подготовка) договора с условием о продаже актива при реализации эмиссии.
5. Согласование с SPV условий передачи актива: обязательство купить активы в случае удачного размещения бумаг на рынке.
6. Определение типа секьюритизации: классический или синтетический вариант.
7. Структуризация секьюритизации в зависимости от структуры базовой факторинговой сделки, факторингового актива и характера платежей по договору факторинга.
8. Определение стороны, занимающейся сбором и мониторингом факторинговых платежей, сервисного агента (факторинговая компания сохраняет за собой это право или оно передается третьему лицу, некоторой управляющей компании).
9. Поиск провайдера кредитной и ликвидной защиты, организации, предоставляющей гарантию по сделке и выступающей в качестве источника дополнительного финансирования.

Автор считает важным отметить, что в связи с относительно небольшим объемом рынка факторинговых активов в России, по сравнению с факторинговым рынком и рынком секьюритизации в Европе, использование кондуитную схему для секьюритизации активов было бы наиболее целесообразно. Так как сейчас на рынке множество компаний, у которых нет возможности обособления большого пула активов для их единовременной секьюритизации.

Последовательность действий факторинговой компании по секьюритизации факторинговых активов может быть представлена следующим образом:

1. Оригинатор определяется с лицом, которые будет обслуживать денежные потоки от должников и направлять их на счет SPV. Во-первых, оригинатор сам может стать сервисным агентом по данному пулу. Во-вторых, он может заключить соглашение об обслуживании проданного пула активов с организацией, выполняющей функции оперативного управления активами SPV и платежного агента.

2. Далее заключается соглашение с третьей организацией об условиях выполнения последним функций резервного сервисного агента.



3. Инициатор секьюритизации продает пул активов компании-нерезиденту, которая имеет статус SPV и создана в юрисдикции, имеющей соглашение об избежание двойного налогообложения с Россией.

4. SPV выступает эмитентом выпуска обеспеченных ценных бумаг, разделенных в выпуске на старшие и младшие транши. Основное различие между старшим и младшим траншами заключается в очередности исполнения обязательств по ним. Старшие транши, обязательства по которым исполняются в первую очередь, менее рискованные по сравнению с младшими траншами.

3.3 Эконометрический подход к оценке факторингового рынка с учетом секьюритизации.

Согласно выводу, сделанному в диссертации о том, что развитие рынка факторинговых услуг формирует потребность в новых альтернативных источниках финансирования, в частности секьюритизации факторинговых активов, исследовательская модель построена для тестирования следующей гипотезы:

Объем рынка факторинговых услуг, то есть объем новых заключенных и профинансированных факторинговых контрактов зависит от объема проводимой компаниями, присутствующих на данном рынке, секьюритизации факторинговых активов.

В данном разделе исследования, автор в ходе проведенной работы выявил наличие математической зависимости между показателями секьюритизации и другими характеристиками факторингового рынка. Для этого построены две эконометрические факторообразующие модели факторингового рынка по данным Европы и Великобритании. Рынок Великобритании рассмотрен отдельно, так как данный рынок является наиболее развитым и на нем секьюритизируется большая часть факторинговых сделок. Поэтому автор считает целесообразным проведение детального исследования сущности происходящих на этих рынках процессов, и провести сравнительный анализ полученных результатов. Ранее в работе была определена функция секьюритизации, как функция от ряда факторов, $SEC=F(X_n)$, в данном разделе она будет рассмотрена, как один из объясняющих факторов рынка факторинговых услуг.

Цели и задачи модели.



Цель модели – выявить параметры, факторы, определяющих динамику развития рынка факторинга, выявить значение секьюритизации для рынка факторинговых услуг, оценить математическую зависимость между объемом факторингового рынка и объемом секьюритизации, построив эконометрическую модель факторингового рынка с учетом использования секьюритизации.

По этой причине, необходимо оценить секьюритизацию в числе других факторов, определяющих объем заключаемых на рынке факторинговых сделок.

Исходные данные и постановка задачи.

Модель была построена на основе информации, собранной автором по данным факторингового рынка Европы с помощью информации Factors Chain International (FCI), International Factors Group (IFGroup) и EU Federation for the Factoring & Commercial Finance Industry (EUF) за период с 2002 по 2010 гг.

Имеющиеся у автора данные (далее наблюдения) по рынку факторинговых услуг были разделены на две группы переменных, где:

Y_i – объясняемая (зависимая) переменная;

X_i – объясняющая переменная (фактор); $i=1, \dots, n$; где n – число наблюдений.

Зависимая переменная Y_i была представлена в виде функции $f(X, v)=f(X_1, \dots, X_k; v_1, \dots, v_r)$, где X_1, \dots, X_k – независимые объясняющие переменные, а v_1, \dots, v_r – параметры оценки. Проводился анализ по рынку факторинга Европы и Великобритании, где в качестве объясняемой переменной рассматривался объем профинансированных факторинговых договоров (объем рынка факторинга), а в качестве основной объясняющей переменной – объем проводимой «Секьюритизации» (SEC). Секьюритизация рассматривается как альтернативный источник внешнего финансирования, которое привлекается из-за нехватки внутреннего и (или) с целью получения более лучших условий финансирования факторинговых операций. Таким образом, включение переменной Объем проводимой компанией секьюритизацией (SEC) не только позволяет оценить влияние секьюритизации на развитие факторингового рынка, но так же показывает, что рост данного показателя свидетельствует о развитости факторингового рынка, наличие высокой конкуренции на рынке, как за клиентов, так и за источники финансирования. Объем внешнего финансирования, применяется в качестве основной объясняющей переменной, так как именно это показатель свидетельствует о расширении хозяйственной деятельности, которое в свою очередь требует привлечения дополнительных денежных средств.

Потребность в дополнительных капиталовложениях превышает собственные ресурсы факторинговой компании, из-за специфики деятельности.

Общий вид модели:

$Y_i = \alpha + \beta * X_i + \varepsilon$ - для случая одной объясняющей переменной, парная регрессия.

$Y = X * \beta + \varepsilon$ - для случая более чем одной объясняющей переменной (в количестве k штук) уравнение имеет матричный вид, где Y – матрица объясняемых переменных – вектор-столбец размером $(n \times 1)$; β - вектор коэффициентов размером $(k \times 1)$; X – матрица объясняющих переменных размером $n \times (k+1)$; ε - вектор ошибок размером $(n \times 1)$.

Модель регрессии включает в себя две составляющие : детерминирование (и не равные между собой) значения известных наблюдений по факторинговому рынку X и стохастический элемент в виде неизвестной случайной ошибки ε .

Задача анализа – подбор такой функции $Y=f(X)$ из параметрического семейства функций $f(X, \beta)$, которая наилучшим образом описывала бы зависимость Y и X . Для этого автор оценивал качество параметра β .

Предпосылки модели.

В качестве меры отклонения функции $f(X, \beta)$ от набора наблюдений использовалась сумма квадратов отклонений $f = \sum_{(i=1, n)} [Y_i - f(X_i, \beta)]^2$. Для этого применяется метод наименьших квадратов с задачей поиска наилучшей аппроксимации набора наблюдений X_i, Y_i линейной функции $F(x) = a + b * X$ в смысле минимизации функционала

$$F = \sum_{(i=1, n)} [Y_i - (a + b * X_i)]^2$$

где $\sum [Y_i - (a + b * X_i)]^2 = \sum \varepsilon^2$ - сумма квадратов отклонений.

Основные гипотезы модели.

При предположении о выполнении условий теоремы Гаусса – Маркова случайная ошибка распределена по нормальному закону.

1. $Y_i = \alpha + \beta * X_i + \varepsilon$ – модель правильно специфицирована.
2. X_i – детерминированная величин $X_i \neq X_j$, отсутствие мультиколлинеарности.
3. $E(\varepsilon_i) = 0$ равенство нулю математического ожидания ошибок, которое означает отсутствие систематической ошибки.
4. $Var(\varepsilon_i) = \sigma^2$ – дисперсия всех ошибок одинакова, свойство гомоскедастичности.

5. $\varepsilon_i = N(0, \sigma^2)$ – нормальная распределенная случайная величина со средним 0 и дисперсией σ^2 .

6. $Cov(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0, (i \neq j)$ – ошибки не коррелируют друг с другом; учитывая (5) они независимы, свойство отсутствия автокорреляции.

Если рассмотренные выше условия теоремы Гаусса-Маркова выполняются, то оценки β (1), полученные при использовании метода наименьших квадратов являются линейными, несмещенными и эффективными в классе линейных несмещенных оценок, а модель адекватна исходным данным.

3.3.1. Эконометрическая модель факторингового рынка Европы.

В основу модели была заложена система факторов (объясняющих переменных). Для этого использовались пространственные данные (cross-sectional data) о деятельности факторинговых компаний на рынке Европы за период с 2002 по 2010 гг., включающие данные по 895 факторинговым компаниям из 34 Европейских стран. Анализ состоял из 7 этапов.

Обозначение переменных модели:

V - Объем рынка факторинга;

SEC – Объем проводимой секьюритизацией;

IDt - Объем Invoice Discounting;

ID – Доля Invoice Discounting в общем объеме рынка факторинга;

TC – Объем оборота на одного клиента;

GDP – Доля общего оборота факторинга в ВВП страны;

EV/WV – Доля рынка Европы в мировом объеме рынка факторинга;

TEF – Общий объем внешнего финансирования;

TDF – Объем внутреннего факторинга;

R – Объем факторинга с правом регресса;

r - Доля факторинга с правом регресса в общем объеме рынка;

non R – объем факторинга без права регресса;

non r – доля факторинга без права регресса;

TIF – Общий объем внешнего факторинга;

IF/V - Доля международного факторинга в общем объеме рынка

In/Out - Отношение объема внутреннего факторинга к объему внешнего факторинга;

WT – Объем мирового рынка факторинга;



N – Количество компаний в Европе;

WSEC – Общий объем выпуска секьюритизированных ценных бумаг в Европе;

Первый этап отбор объясняющих переменных.

Из исходного набора объясняющих переменных были выбраны и включены в число регрессоров факторы, имеющие адекватные по модулю коэффициенты корреляции COR с объясняемой переменной, в качестве которой рассматривалась объем профинансированных факторинговых договоров (объем рынка факторинга).

Рынок Европы

	V	TEF	TDF	ID	доля ID	R	r	nonR	non r	TIF	IF/V	IN/OUT	TC	GDP	WT	EV/WV	N	WSEC	SEC
V	1,000																		
TEF	0,892	1,000																	
TDF	0,997	0,869	1,000																
ID	0,862	0,917	0,856	1,000															
доля ID	0,383	0,651	0,368	0,794	1,000														
R	0,989	0,851	0,992	0,807	0,294	1,000													
r	0,987	0,877	0,987	0,826	0,337	0,997	1,000												
nonR	0,915	0,815	0,918	0,702	0,215	0,936	0,931	1,000											
non r	-0,935	-0,858	-0,927	-0,915	-0,540	-0,889	-0,892	-0,717	1,000										
TIF	0,990	0,922	0,976	0,858	0,405	0,967	0,971	0,895	-0,935	1,000									
IF/V	0,952	0,960	0,928	0,894	0,527	0,908	0,922	0,836	-0,932	0,982	1,000								
IN/OUT	-0,912	-0,987	-0,887	-0,930	-0,646	-0,862	-0,885	-0,806	0,901	-0,944	-0,984	1,000							
TC	0,794	0,786	0,797	0,761	0,462	0,817	0,843	0,815	-0,684	0,777	0,764	-0,794	1,000						
GDP	0,764	0,711	0,756	0,519	0,084	0,774	0,765	0,916	-0,538	0,768	0,727	-0,698	0,696	1,000					
WT	0,992	0,853	0,992	0,807	0,290	0,997	0,994	0,920	-0,908	0,977	0,923	-0,871	0,799	0,765	1,000				
EV/WV	-0,350	-0,075	-0,366	0,047	0,519	-0,460	-0,451	-0,363	0,216	-0,315	-0,182	0,075	-0,338	-0,257	-0,462	1,000			
N	0,194	0,472	0,139	0,145	0,154	0,200	0,256	0,295	-0,075	0,295	0,373	-0,413	0,361	0,371	0,204	-0,153	1,000		
WSEC	0,492	0,595	0,488	0,774	0,788	0,398	0,404	0,225	-0,691	0,492	0,555	-0,592	0,193	0,049	0,408	0,389	-0,162	1,000	
SEC	0,299	0,546	0,281	0,630	0,802	0,192	0,206	0,175	-0,422	0,326	0,432	-0,516	0,077	0,099	0,190	0,691	0,034	0,866	1,000

По рынку Европы была обнаружена сильная положительная зависимость между: объемом профинансированных договоров факторинга и 12 объясняющими переменными: TEF, TDF, IDt, R, r, non R, non r, TIF, IF/V, IN/Out, WT, N (отсутствие зависимости), WSEC (взаимозависимость с SEC). Так же были выявлены прямая линейная зависимость между объясняемой переменной и объясняющими переменными, наличие трендов. Таким образом, данные переменные были исключены из рассмотрения.

Чтобы выяснить, существует ли зависимость между оставшимися объясняющими переменными (мультиколлинеарность), была дополнительно исследована коррелированность факторов друг с другом. Для этого были построены 5 вспомогательные регрессии каждой их объясняющих переменных на остальные объясняющие переменные как функции вида: $SEC = F(ID, TC, GDP, EV/WV)$, $ID = F(TC, GDP, EV/WV, SEC)$, $TC = F(GDP, EV/WV, SEC, ID)$, $GDP = F(EV/WV, SEC, ID, TC)$, $EV/WV = F(SEC, ID, TC, GDP)$ и рассчитан коэффициент множественной детерминации R^2 в каждой из подрегрессий:

R ² (ID, TC, GDP, EV/WV)=	0,93
R ² (TC, GDP, EV/WV, SEC)=	0,87
R ² (GDP, EV/WV, SEC, ID)=	0,86
R ² (EV/WV, SEC, ID, TC)=	0,91
R ² (SEC, ID, TC, GDP)=	0,8

Зная коэффициенты множественной детерминации вспомогательных регрессий, был рассчитан показатель VIF, как индикатор потенциальной мультиколлинеарности.

$$VIF = 1 / (1 - R^2_{x_i, x_j})$$

VIF(ID, TC, GDP, EV/WV)=	14,286
VIF(TC, GDP, EV/WV, SEC)=	7,6923
VIF(GDP, EV/WV, SEC, ID)=	7,1429
VIF(EV/WV, SEC, ID, TC)=	11,111
VIF(SEC, ID, TC, GDP)=	5

Большое значение показателя $VIF > 10$ позволило выявить наличие мультиколлинеарности. Если вторая, третья и пятая вспомогательные регрессии продемонстрировали отсутствие зависимости между переменными, то первая и четвертая представляли собой зону угрозы мультиколлинеарности, однако небольшой. С точки зрения автора значение VIF лишь немного превышает 10, чем можно пренебречь.

Таким образом можно сделать вывод, что мультиколлинеарность не выявлена.

Второй этап - построение собственно регрессии.

1) Была построена линейная регрессия объема профинансированных факторинговых контрактов (V) по переменной - объем проводимой секьюритизации (SEC). Расчет проводился автором в программе Microsoft Excel, полученные результаты представлены ниже в таблице.

Полученное уравнение регрессии имеет следующий вид:

$$V = 635520,3225 + 1,66534 * SEC + e \quad (I)$$

Таблица № 14

Регрессионная статистика								
Множественный R	0,729862353							
R-квадрат	0,689176012							
Нормированный R-квадрат	0,0409417							
Стандартная ошибка	125239,1941							
Наблюдения	306							
Дисперсионный анализ								
	df	SS	MS	F	Значимость F			
Регрессия	1	10749596323	10749596323	0,685348753	0,435062974			
Остаток	304	1,09794E+11	15684855737					
Итого	305	1,20544E+11						
	Коэффициенты	Стандартная ошибка	t-статистика	P-Значение	Нижние 95%	Верхние 95%	Нижние 95,0%	Верхние 95,0%
Y-пересечен	635520,3225	82930,00978	7,663333505	0,000119818	439422,0102	831618,6348	439422,0102	831618,6348
Переменная	1,66534015	2,011618121	4,827857931	0,435062974	-3,091386979	6,422055009	-3,09138698	6,422055009

Как представлено в таблице, стандартная ошибка коэффициента при переменной SEC невысока, а t-статистика (4,82) выше критическое значение t-статистики, поэтому коэффициент β при SEC является статистически значимым при любом разумном уровне значимости.

Для проверки значимости коэффициента здесь и далее автор использовал следующую гипотезу:

Основная гипотеза H_0 : $\beta = 0$ · коэффициент незначим

Альтернативная гипотеза H_1 : $\beta \neq 0$ - коэффициент значим. ()*

Таким образом, при любом разумном уровне значимости основную гипотезу о незначимости коэффициентов следует отвергнуть.

Для оценки построенной регрессии использовался коэффициент детерминации (R^2), обозначающий долю объясненной моделью дисперсии. Коэффициент принимает значения от нуля до единицы. Низкие значения R^2 свидетельствуют о том, что регрессия неадекватна исходным данным, тогда как высокое значение коэффициентов говорят об адекватности уравнения регрессии. Для проверки значимости R^2 рассматривается следующая гипотеза об адекватности модели:

Основная гипотеза H_0 : $R^2 = 0$ - модель неадекватна,

*Альтернативная гипотеза H_1 : $R^2 \neq 0$ - модель адекватна (**)*

Рассчитанный $R^2 = 0,68$ Он отличен от нуля и значим, как это показывает F-статистика в таблице № 14. Поэтому на первый взгляд значимость коэффициента детерминации и значимость коэффициента при объясняющей переменной свидетельствуют о том, что модель (I) может считаться адекватной исходящим данным.

Третий этап – включение в регрессию новых объясняющих переменных.

Оценив регрессию объема профинансированных факторинговых контрактов на величину объема секьюритизации, автор пришел к выводу о существовании между ними положительной зависимости: рост объема проводимой секьюритизации приводит к росту заключаемых факторинговых контрактов. Вызывают интерес дополнительные факторы, которые формируют рынок факторинговых услуг Европы. В модель линейной регрессии был добавлены следующие количественные факторы: доля рынка Европы в объеме мирового рынка факторинга (EV/WV); доля общего оборота факторинга в ВВП Европы (GDP).

Включение данных переменных в модель автор считает целесообразным по следующим причинам. С одной стороны, факторинговый рынок Европы давно сформировался, тесные торговые и финансовые международные взаимоотношения между странами подталкивают компании активно развивать такие продукты как экспортный и импортный факторинг. Таким образом, включение в анализ такого показателя как доля Рынка Европы в Объеме мирового рынка Факторинга (EV/WV) является целесообразным. С другой стороны, доля общего оборота факторинга в ВВП Европы (GDP) является важным показателем, характеризующим развитость факторингового рынка, перспективы развития и отражает реакцию рынка и любые внешние макроэкономические изменения, по этим причинам данный фактор так же был включен в регрессию.

Результаты, полученные на данном этапе исследования, позволяют адекватно оценить данные.

Уравнение регрессии имеет следующий вид:

$$V = 4310074 + 4,3064*SEC + 71486,1946*GDP - 7191313,1558 * (EV/WV) + e$$

(III) (3,01) (3,205) (2,73) (-3,053)

$$R^2=0,872$$

Четвертый этап - добавление в анализ качественных переменных.

На рынок могут оказывать влияние не только количественные, но и качественные переменные. В связи с этим автор проводил оценку зависимости объясняемой переменной от доли invoice discounting и объема финансирования на одного клиента, что позволяет оценить качество и разнообразие предоставляемых услуг факторинга. Для этого в модель регрессии была введена качественная переменная ID, означающая долю в invoice discounting в общем объеме рынка факторинга, и переменная TC, отражающая объем оборота факторинга на одного клиента.

Важно отметить, что на развитом и конкурентном Европейском рынке факторинговых услуг требуется все больше и больше усилий для поддержания прибыльности компании и темпов роста факторингового портфеля. Одно из направлений деятельности может, представляет собой развитие уже существующих клиентов, предоставления им различного вид услуг, так например не только услугу классического факторинга, но и услугу invoice discounting. Данный продукт представляет собой финансирование под уступку дебиторской задолженности без каких либо дополнительных услуг по работе с дебиторской

задолженность, например, таких как ведения учета и пр. Invoice discounting является прямым конкурентом кредитования. Таким образом, автор считает целесообразным включение в регрессию такого показателя как объем ID из общего объема предоставляемых факторинговых услуг. Важно отметить, что на сформировавшемся рынке факторинговых услуг, показатель объем оборота факторинга на одного клиента (ТС) является важным, так как именно он характеризует работу компании, ее эффективность и пр. По данным причинам считаю включение ТС в регрессию целесообразной.

Полученное уравнение регрессии приведено ниже:

$$(IV) V = 3693576 + 4,06534*SEC + 41178,4188GDP - 5873875,2630*(EV/WV) - 290921,8258 * ID + 33999,9647*ТС + e$$

$$(2,2838) \quad (1,054) \quad (0,4903) \quad (-1,592)$$

$$(-0,0714) \quad (0,3955)$$

$$R^2 = 0,913$$

Таким образом, в терминах модели можно резюмировать, что объем профинансированных факторинговых договоров, будет отрицательно зависеть от доли ID в общем объеме рынка, и положительно от показателя объема финансирования на одного клиента.

Однако данная модель не дает адекватной оценки и коэффициенты при объясняющих переменных незначимы.

Пятый этап – преобразование исходных данных.

На первом этапе исследования было установлено, что в числе используемых объясняющих переменных нет зависимых. Так что проведение данного этапа преобразований не требуется.

Шестой этап – изменение спецификации модели.

Спецификация модели отражает характер зависимости Y_i от X_i и сам выбор объясняющих переменных X_i . До этого рассматривалась модель линейной регрессии и по результатам большинства из проведенных экспериментов либо не все объясняющие переменные были значимыми, либо модель была неадекватна исходным данным. В связи с этим автором рассматривались дополнительно логарифмическая и полулогарифмическая модель регрессии.

Построенная логарифмическая модель вида: $LN(V) = F\{LN(SEC), LN(GDP), LN(EV/WV)\}$ улучшила ситуацию.

(XIII)



$$\text{LN}(V) = 6,9776 + 0,2226 \cdot \text{LN}(\text{SEC}) + 0,6090 \cdot \text{LN}(\text{GDP}) - 5,7133 \cdot \text{LN}(\text{EV}/\text{WV}) + e$$

(4,3912)
(2,9926)
(2,6826)
(-2,7359)

$$R^2 = 0,8436$$

Таблица №15.

Регрессионная статистика	
Множественный R	0,918487
R-квадрат	0,843618
Нормированный R-квадрат	0,749789
Стандартная ошибка	0,086082
Наблюдения	306

Дисперсионный анализ					
	df	SS	MS	F	Значимость F
Регрессия	300	0,199871	0,066623636	8,991014	0,018565191
Остаток	5	0,03705	0,007410025		
Итого	305	0,236921			

	Коэффициенты	Стандартная ошибка		P-значение	Верхние 95%		Нижние 95%	
		ошибка	t-статистика		Верхние 95,0%	Нижние 95,0%		
LN V	6,977614	1,588964	4,391298365	0,007079	2,893052552	11,06218	2,893053	11,06218
LN SEC	0,222605	0,074385	2,992630487	0,030355	0,031393887	0,413817	0,031394	0,413817
LN GDP	0,609067	0,266823	2,682657969	0,071301	-0,07682485	1,294958	-0,07682	1,294958
LN (EV/WV)	-5,71336	2,088278	-2,735916857	0,040991	-11,08144589	-0,34527	-11,0814	-0,34527

В данной модели все переменные значимы и данная модель может быть использована далее в исследовании.

Построенная логарифмическая модель вида: $\text{LN}(V) = F\{\text{LN}(\text{SEC}), \text{LN}(\text{GDP}), \text{LN}(\text{EV}/\text{WV}), \text{LN}(\text{ID}), \text{LN}(\text{TC})\}$ не улучшила ситуации.

(XIV)

$$\text{LN}(V) = 10,098 + 0,0356 \cdot \text{LN}(\text{SEC}) + 0,9234 \cdot \text{LN}(\text{GDP}) - 6,0582 \cdot \text{LN}(\text{EV}/\text{WV}) +$$

(2,3424)
(0,1390)
(1,3638)
(-1,9487)

$$+ 1,4050 \cdot \text{LN}(\text{ID}) - 0,1913 \cdot \text{LN}(\text{TC}) + e$$

(0,6995)
(-0,4799)

$$R^2 = 0,8716$$

А так же были построены модели вида: $\text{LN}(V) = F\{\text{LN}(\text{SEC}), \text{LN}(\text{GDP}), \text{LN}(\text{EV}/\text{WV}), \text{LN}(\text{ID})\}$, $\text{LN}(V) = F\{\text{LN}(\text{SEC}), \text{LN}(\text{GDP}), \text{LN}(\text{EV}/\text{WV}), \text{LN}(\text{TC})\}$.

В приведенных регрессиях коэффициенты объясняющих переменных незначимы, таким образом, автор считает нецелесообразным использовать в дальнейшем данную модель.

2) Построена полулогарифмическая модель. Полулогарифмическая функция позволят проанализировать однопроцентную чувствительность (эластичность) изменения объема при изменении объясняющих факторов. Однако модель, построенная на предпосылке, логарифм объема выпуска определяется как функция от логарифма количественных факторов, может быть использованы, так

как, все переменные значимы. Однако, для проверки была построена регрессия логарифма V от нелогарифмированных факторов.

Построенное уравнение, в виде $LN(V) = F\{SEC, GDP, EV/WV, ID, TC\}$, как и раньше свидетельствует о незначимости всех объясняющих переменных.

(XV)

$$LN(V) = 17,3102 + 0,0000564*SEC + 0,06357*GDP - 8,0048*EV/WV + 0,2948*ID + \\ (7,3973) \quad (0,9386) \quad (0,5233) \quad (-1,4999) \quad (0,0500) \\ + 0,0389*TC + e \\ (0,3134) \\ R^2 = 0,907$$

Данное уравнение (XV), свидетельствует о том, коэффициенты перед переменными не значимы, модель не может использоваться в дальнейшем исследовании.

Таким образом, логарифмическая модель, построенная на предпосылке, логарифм объема рынка факторинга определяется как функция от логарифма количественных переменных (SEC, GDP, EV/WV является наиболее адекватной. Модель имеет вид: (XIII) $LN(V) = 6,9776 + 0,2226*LN(SEC) + 0,6090*LN(GDP) - 5,7133*LN(EV/WV) + e$

Данная модель позволяет учитывать влияние основных представленных количественных факторов на объем профинансированных сделок. Из результатов анализ видно, что все коэффициенты при объясняющих переменных значимы, R^2 регрессии высок 0,8436.

Таким образом, можно сделать вывод, что на 84,36% вариации результирующего признака V объясняется вариацией регрессоров SEC, GDP, TC. Другими словами, 84,36% изменений признака Y описывается регрессионным уравнением, а 15,64% – другими причинами.

Интерпретация коэффициентов множественной логарифмической регрессии: коэффициент регрессии при переменной $\log X_1$ выражает эластичность зависимой переменной по переменной X_1 в момент времени t, при условии постоянства других переменных. Коэффициент интерпретируется следующим образом: эластичность Y по X постоянна и равна, то есть на сколько % изменится y при изменении x на 1 %

При прочих равных условиях можно утверждать, что рост совокупной стоимости новых заключенных и профинансированных факторинговых

контрактов на 0,22% может быть результатом увеличения на 1% объема проводимой компаниями секьюритизации (см. уравнение XIII). То есть воздействие проведение секьюритизации на объем факторинга соотноситься как 4,545 к 1.

Возвращаясь к первоначальным обозначения модели, уравнение регрессии примет следующий вид:

$$\text{LN}(V) = 6,9776 + 0,2226 \cdot \text{LN}(\text{SEC}) + 0,6090 \cdot \text{LN}(\text{GDP}) - 5,7133 \cdot \text{LN}(\text{EV}/\text{WV}) + e$$

Седьмой этап – тестирование модели.

Для проверки выполнимости гипотез, заложенных в основу построения регрессии, был проведен ряд тестов.

1) Проверка выполнения гипотезы (2) модели. Тестирование мультиколлинеарности.

$$VIF = 1 / (1 - R_{x_i, x_j}^2)$$

Рассчитанный индикатор, потенциальной мультиколлинеарности принимает низкие значения, что свидетельствует об отсутствии мультиколлинеарности и в итоге приводит к уменьшению дисперсии ошибок модели.

$R^2(\text{LN}(\text{GDP}), \text{LN}(\text{EV}/\text{WV})) =$	0,550775	$VIF(\text{LN}(\text{GDP}), \text{LN}(\text{EV}/\text{WV})) =$	2,226055
$R^2(\text{LN}(\text{EV}/\text{WV}), \text{LN}(\text{SEC})) =$	0,215742	$VIF(\text{LN}(\text{EV}/\text{WV}), \text{LN}(\text{SEC})) =$	1,275091
$R^2(\text{LN}(\text{SEC}), \text{LN}(\text{GDP})) =$	0,563474	$VIF(\text{LN}(\text{SEC}), \text{LN}(\text{GDP})) =$	2,290815

2) Проверка выполнения гипотезы (4) модели. Тестирование гетероскедастичности.

Для тестирования модели на гетероскедастичность был проведен ряд тестов. Задача автора – выяснить, существует ли разница в остатках модели в зависимости от переменной, иными словами, различаются ли дисперсии ошибок.

Был проведен тест Парка и оценена зависимость логарифма квадрата остатков от логарифма переменных. Если в ходе теста будет выявлено, что коэффициент при переменной SEC значим, то связь между объясняющей переменной и квадратом отклонений существует, а следовательно в модели присутствует гетероскедастичность остатков.

	Коэффициенты	Стандартная ошибка	t-статистика	P-Значение	Нижние 95%	Верхние 95%	Нижние 95,0%	Верхние 95,0%
LNE^2	0,508	17,374	0,029	0,977	-40,574	41,590	-40,574	41,590
LNSE								
C	-0,757	1,682	-0,450	0,666	-4,734	3,220	-4,734	3,220

Тесты Парка не выявили наличие гетероскедастичности ни по одной из рассматриваемых переменных. Приведенная выше в качестве примера таблица иллюстрирует, что t-статистика попадает в зону действия основной гипотезы, что свидетельствует об отсутствии гетероскедастичности в модели.

3) *Проверка выполнения гипотезы (б) модели. Тестирование автокорреляции.*

Задачей автора при тестировании автокорреляции было выяснить, коррелируют ли остатки модели друг с другом. Основной гипотезой модели является отсутствие $H_0 : Cov(\varepsilon_i; \varepsilon_j) = 0$:

Рассчитанная автором статистика Durbin-Watson: $DW=2,17$ так же подтвердила сделанный вывод об отсутствии автокорреляции в модели.

3.3.2. Эконометрическая модель факторингового рынка Великобритании.

В основу модели была заложена система факторов (объясняющих переменных). Для этого использовались пространственные данные (cross-sectional data) о деятельности факторинговых компаний на рынке Европы за период с 2002 по 2010 гг., включающие данные по 19 факторинговым компаниям из Великобритании. Анализ состоял из 7 этапов.

Обозначение переменных модели

V - Объем профинансированных факторинговых договоров;

SEC – Объем проводимой секьюритизацией;

ID – Доля Invoice Discounting в общем объеме рынка факторинга;

TC – Объем оборота факторинга на одного клиента (Turnover/Client);

GDP – Доля общего оборота факторинга в ВВП страны;

GBV/WV – Доля рынка Великобритании в Мировом объеме рынка факторинга;

TEF – Общий объем внешнего финансирования;

TDF – Объем внутреннего факторинга;

IDt - Объем Invoice Discounting;

R – Объем факторинга с правом регресса;

r - доля факторинга с правом регресса в общем объеме рынка;

non R – объем факторинга без права регресса;

non r – доля факторинга без права регресса;

TIF – Объем Международного факторинга;

IF/V - Доля международного факторинга в общем объеме рынка

In/Out - Отношение объема внутреннего факторинга к международному;

WT – Объем мирового рынка факторинга;

N - Количество компаний в Великобритании;

WSEC – Общий объем проводимых сделок секьюритизации в Европе.

Первый этап отбор объясняющих переменных.

Из исходного набора объясняющих переменных были выбраны и включены в число регрессоров факторы, имеющие адекватные по модулю коэффициенты корреляции COR с объясняемой переменной, в качестве которой рассматривалась объем профинансированных факторинговых договоров.

Рынок Великобритании

	V	TEF	TDF	IDt	ID	R	r	TIF	IF/V	внут/е неш	TC	GDP	WT	доля европы	N	WSEC	SEC
V	1,0000																
TEF	0,9730	1,0000															
TDF	0,9520	0,4190	1,0000														
IDt	0,6977	0,7511	0,8561	1,0000													
ID	0,7488	0,8745	0,3680	0,7938	1,0000												
R	0,2780	0,2671	-0,5733	-0,3396	0,0602	1,0000											
r	-0,1024	-0,1116	-0,8707	-0,7009	-0,2389	0,8942	1,0000										
TIF	0,8850	0,8720	-0,0152	0,3353	0,6474	0,6108	0,3396	1,0000									
IF/V	0,8726	0,7528	-0,2074	0,1443	0,5358	0,6832	0,4893	0,9742	1,0000								
внут/внеш	-0,6755	-0,6398	0,2955	-0,0125	-0,4020	-0,7129	-0,5605	-0,9114	-0,9674	1,0000							
TC	0,7027	0,6319	0,7970	0,7606	0,4620	-0,3724	-0,6481	0,3717	0,2379	-0,2135	1,0000						
GDP	0,6716	0,5241	0,0127	0,0340	0,0798	0,6000	0,3797	0,7462	0,7490	-0,7956	0,4106	1,0000					
WT	0,3970	0,3499	0,9922	0,8066	0,2899	-0,6398	-0,8991	-0,0728	-0,2567	0,3370	0,7992	-0,0055	1,0000				
доля Британии	0,6609	0,6543	-0,3628	0,0058	0,4666	0,7681	0,6222	0,9302	0,9812	-0,9486	0,0626	0,6906	-0,4160	1,0000			
N	0,0640	0,1334	-0,1149	-0,1582	-0,0895	-0,0269	0,0719	0,3559	0,4486	-0,5364	0,4317	0,5317	-0,0540	0,3864	1,0000		
WSEC	0,4670	0,6098	0,4884	0,7736	0,7880	-0,0455	-0,3511	0,2686	0,1059	0,0742	0,1929	-0,2400	0,4079	0,0645	-0,6196	1,0000	
SEC	0,4476	0,5849	0,2814	0,6302	0,8023	0,0902	-0,1605	0,3548	0,2689	-0,0945	0,0770	-0,1911	0,1899	0,2653	-0,4638	0,9658	1,0000

По рынку Великобритании была обнаружена сильная положительная зависимость между: объемом профинансированных договоров факторинга и десятью объясняющими переменными: TEF, TDF, IDt, R, r, TIF, IF/V, внут/внеш, WT и N (отсутствие зависимости). Так же были выявлены: прямая линейная зависимость между объясняемой переменной и объясняющими переменными, наличие трендов, таком образом ряд переменных был исключен из рассмотрения.

Чтобы выяснить, существует ли зависимость между оставшимися объясняющими переменными (мультиколлинеарность), была дополнительно исследована коррелированность факторов друг с другом. Для этого были построены 6 вспомогательные регрессии каждой их объясняющих переменных на остальные объясняющие переменные как функции вида: SEC= F(ID, R, TC, GDP, GBV/WV), ID= F(R, TC, GDP, GBV/WV, SEC), R= F(TC, GDP, GBV/WV, SEC, ID), TC= F(GDP, GBV/WV, SEC, ID, R), GDP= F(GBV/WV, SEC, ID, R, TC),

GBV/WV= F(SEC, ID, R, TC, GDP) и рассчитан коэффициент множественной детерминации R^2 в каждой из подрегрессий:

$R^2(\text{ID, R, TC, GDP, GBV/WV})=$	0,82
$R^2(\text{R, TC, GDP, GBV/WV, SEC})=$	0,91
$R^2(\text{TC, GDP, GBV/WV, SEC, ID})=$	0,87
$R^2(\text{GDP, GBV/WV, SEC, ID, R})=$	0,82
$R^2(\text{GBV/WV, SEC, ID, R, TC})=$	0,92
$R^2(\text{SEC, ID, R, TC, GDP})=$	0,91

Зная коэффициенты множественной детерминации вспомогательных регрессий, был рассчитан показатель VIF, как индикатор потенциальной мультиколлинеарности.

$$VIF = 1 / (1 - R^2_{x_i, x_j})$$

VIF(ID, R, TC, GDP, GBV/WV)=	5,56
VIF(R, TC, GDP, GBV/WV, SEC)=	11,1
VIF(TC, GDP, GBV/WV, SEC, ID)=	7,69
VIF(GDP, GBV/WV, SEC, ID, R)=	5,56
VIF(GBV/WV, SEC, ID, R, TC)=	12,5
VIF(SEC, ID, R, TC, GDP)=	11,1

Большое значение показателя $VIF > 10$ позволило выявить наличие мультиколлинеарности. Если вторая, третья и пятая вспомогательные регрессии продемонстрировали отсутствие зависимости между переменными, то первая и четвертая представляли собой зону угрозы мультиколлинеарности, однако небольшой. С точки автора значение VIF лишь немного превышает 10, чем можно пренебречь.

Второй этап - построение собственно регрессии.

1) Была построена линейная регрессия объема профинансированных факторинговых контрактов (V) по переменной - объем проводимой секьюритизации (SEC). Расчет проводился автором в программе Microsoft Excel, полученные результаты представлены ниже в таблице.

Полученное уравнение регрессии имеет следующий вид:

Таблица № 16

Регрессионная статистика									
Множественный R	0,44755								
R-квадрат	0,3003								
Нормированный R-квадрат	0,08606								
Стандартная ошибка	41339,6								
Наблюдения	171								
Дисперсионный анализ									
	df	SS	MS	F	Значимость F				
Регрессия	1	2996340325	2996340325	1,753307	0,227059134				
Остаток	169	11962757444	1708965349						
Итого	170	14959097769							
	Коэффициенты	Стандартная ошибка	t-статистика	P-значение	Верхние 95%	Нижние 95%	Верхние 95,0%	Нижние 95,0%	Верхние 95,0%
Y-пересечение	178050	27373,98852	6,504349302	0,000333	113320,786	242779,2	113321	242779,18	
Переменная X 1	2,93076	2,213352822	3,324124865	0,227059	-2,302992253	8,164503	-2,30299	8,1645033	

$$V = 178050 + 2,93076 * SEC + e \quad (I)$$

Как представлено в таблице, стандартная ошибка коэффициента при переменной SEC невысока, а t-статистика (3,32) выше критическое значение t-статистики, поэтому коэффициент β при SEC является статистически значимым при любом разумном уровне значимости.

Для проверки значимости коэффициента здесь и далее автор использовал следующую гипотезу:

Основная гипотеза H_0 : $\beta = 0$ - коэффициент незначим

Альтернативная гипотеза H_1 : $\beta \neq 0$ - коэффициент значим (*)

Таким образом, при любом разумном уровне значимости основную гипотезу о незначимости коэффициентов следует отвергнуть. Для оценки построенной регрессии использовался коэффициент детерминации (R^2), обозначающий долю объясненной моделью дисперсии. Коэффициент принимает значения от нуля до единицы. Низкие значения R^2 свидетельствуют о том, что регрессия неадекватна исходным данным, тогда как высокое значение коэффициентов говорят об адекватности уравнения регрессии. Для проверки значимости R^2 рассматривается следующая гипотеза об адекватности модели:

Основная гипотеза H_0 : $R^2 = 0$ - модель неадекватна,

Альтернативная гипотеза H_1 : $R^2 \neq 0$ - модель адекватна (**)

Рассчитанный $R^2 = 0,3$. Он отличен от нуля и значим, как это показывает F-статистика в таблице № 16. Поэтому на первый взгляд значимость коэффициента детерминации и значимость коэффициента при объясняющей переменной свидетельствуют о том, что модель (I) может считаться адекватной исходящим данным.

Третий этап – включение в регрессии новых объясняющих переменных.

Оценив регрессию объема профинансированных факторинговых контрактов на величину объема секьюритизации, автор пришел к выводу о существовании между ними сильно выраженной положительной зависимости: рост объема проводимой секьюритизации приводит к росту заключаемых ей факторинговых контрактов. Вызывают интерес дополнительные факторы, которые формируют рынок факторинговых услуг Европы. В модель линейной регрессии был добавлены следующие факторы : Доля Рынка Великобритании и объеме Мирового рынка Факторинга (GBV/WV); доля общего оборота факторинга в ВВП страны (GDP). Данные факторы характеризуют развитость и положение рынка факторинга Великобритании как внутри страны, так и за ее пределами, в Европе в целом.

Результаты, полученные на данном этапе исследования, не позволяют адекватно оценить данные.

Уравнение регрессии имеет следующий вид:

(III)

$$V = -28309,6813 + 4,21797*SEC + 16949,2473*GDP - 132869,912 * (EV/WV) + e$$

(-0,507) (2,618) (2,6600) (-0,3368)

$$R^2 = 0,779$$

Четвертый этап - добавление в анализ качественных переменных

На рынке могут оказывать влияние не только количественные, но и качественные переменные. Для этого в модель регрессии была введена качественная переменная ID, означающая долю в ID в общем объеме рынка факторинга, R объем факторинга с правом регресса в объем объема факторингового рынка Великобритании, и переменная TC, объем оборота факторинга на одного клиента.

Полученное уравнение регрессии приведено ниже:

$$(IV) V = 227034,453 + 0,853845*SEC + 25112,8724*GDP - 272067,1269*(EV/WV) +$$

(-1,469) (0,514) (1,3077) (-0,5016)

$$+ 4324096,8560* ID - 6,672059*R - 14235,4693*TC + e$$

(1,2544) (-0,7669) (-0,4664)

$$R^2 = 0,9769$$

Таким образом, в терминах модели можно резюмировать, что объем профинансированных факторинговых договоров, будет отрицательно зависеть от

доли в обороте компании факторинга с регрессом, и от оборота на одного клиента, и положительно от объема ID в общем объеме рынка. Однако данная модель не дает адекватной оценки.

Пятый этап – преобразование исходных данных.

На первом этапе исследования было установлено, что в числе используемых объясняющих переменных нет зависимых.

Шестой этап – изменение спецификации модели.

Спецификация модели отражает характер зависимости Y_i от X_i и сам выбор объясняющих переменных X_i . До этого рассматривалась модель линейной регрессии и по результатам большинства из проведенных экспериментов либо не все объясняющие переменные были значимыми, либо модель была неадекватна исходным данным. В связи с этим автором рассматривались дополнительно логарифмическая и полулогарифмическая модель регрессии.

1) Построенная логарифмическая модель вида

$LN(V) = F\{LN(SEC), LN(GDP), LN(GBV/WV)\}$ не улучшила ситуации.

(XIII)

$$LN(V) = 6,3705 + 0,2899*LN(SEC) + 1,03136*LN(GDP) - 0,3509*LN(EV/WV) + e$$

(3,9162)	(4,1080)	(3,6587)	(-1,2409)
----------	----------	----------	-----------

$$R^2 = 0,8698$$

Так же были построены модели вида $LN(V) = F\{LN(SEC), LN(GDP), LN(EV/WV), LN(ID)\}$, $LN(V) = F\{LN(SEC), LN(GDP), LN(EV/WV), LN(ID), LN(R)\}$, $LN(V) = F\{LN(SEC), LN(GDP), LN(EV/WV), LN(ID), LN(TC)\}$ и пр.

В приведенных регрессиях не все коэффициенты объясняющих переменных незначимы. Таким образом, автор считает нецелесообразным использовать в дальнейшем данную модель.

Построенная логарифмическая модель вида:

$LN(V) = F\{LN(SEC), LN(GDP), LN(EV/WV), LN(ID), LN(R), LN(TC)\}$

значительно улучшила ситуации.

(XIV)

$$LN(V) = 40,157 + 0,1548*LN(SEC) + 3,5121*LN(GDP) - 0,5858*LN(EV/WV) +$$

(4,2186)	(2,777)	(3,7057)	(-2,8003)
----------	---------	----------	-----------

$$+ 3,8089*LN(ID) + 2,7929*LN(R) - 1,3933*LN(TC) + e$$

(3,3879)	(3,1019)	(-2,7436)
----------	----------	-----------

$$R^2 = 0,8636$$



Таблица №17.

Регрессионная статистика	
Множественный R	0,896790168
R-квадрат	0,86359064
Нормированный R-кв	0,874362558
Стандартная ошибка	0,03263996
Наблюдения	171

Дисперсионный анализ					
	df	SS	MS	F	значимость F
Регрессия	168	0,330310235	0,055051706	51,67393586	0,0191051
Остаток	2	0,002130734	0,001065367		
Итого	170	0,332440969			

	Коэффициенты	Стандартная ошибка	t-статистика	P-значение	Нижние 95%	Верхние 95%	Нижние 95,0%	Верхние 95,0%
Y-пересечение	40,15785714	9,519194661	4,218619176	0,051857972	-0,79993175	81,11565	-0,79993	81,11565
Переменная X 1	0,154823258	0,055742062	2,777494282	0,108864967	-0,08501548	0,394662	-0,08502	0,394662
Переменная X 2	3,512158897	0,947750545	3,705784098	0,065720954	-0,56568257	7,59	-0,56568	7,59
Переменная X 3	-0,585861127	0,244076263	2,800319963	0,138420611	-1,63603653	0,464314	-1,63604	0,464314
Переменная X 4	3,808965284	1,124269209	3,387947702	0,077171674	-1,0283747	8,646305	-1,02837	8,646305
Переменная X 5	2,792905037	0,900397573	-3,101857582	0,090106886	1,08119304	6,667003	1,081193	6,667003
Переменная X 6	-1,393322482	0,507827894	-2,743690329	0,111130628	-3,57832956	0,791685	-3,57833	0,791685

В данной модели все переменные значимы и данная модель может быть использована далее в исследовании.

2) Построена полулогарифмическая модель. Полулогарифмическая функция позволит проанализировать однопроцентную чувствительность (эластичность) изменения объема при изменении объясняющих факторов. Однако модели, построенные на предпосылке, логарифм объема выпуска определяется как функция от логарифма количественных и качественных факторов, могут быть использованы, так как, все переменные значимы. Однако для проверки была построена регрессия логарифма V от нелогарифмированных факторов.

Построенное уравнение в виде $LN(V) = F\{SEC, GDP, EV/WV, ID, R, TC\}$, как и раньше свидетельствует о незначимости всех объясняющих переменных.

$$(XIV) \quad LN(V) = 10,5501 + 0,00000766 * SEC + 0,09934 * GDP - 0,22465 * EV/WV + \\ (18,3641) \quad (1,2408) \quad (1,3910) \quad (-0,1113) \\ + 14,2954 * ID - 0,0000306 * R - 0,03287 * TC + e \\ (1,1151) \quad (-0,9479) \quad (-0,2895) \\ R^2 = 0,985$$

Данное уравнение (XIV), свидетельствует о том, коэффициенты перед переменными не значимы, модель не может использоваться в дальнейшем исследовании.

Таким образом, опять логарифмическая модель (см. уравнение XIV), построенная на предпосылке, логарифм объема рынка факторинга определяется как функция от логарифма количественных и качественных переменных (SEC, GDP, EV/WV, ID, R, TC) является наиболее адекватной. Данная модель позволяет

учитывать влияние всех представленных факторов на объем профинансированных сделок. Из результатов анализ видно, что все коэффициенты при объясняющих переменных значимы, R^2 регрессии высок 0,863. Таким образом, можно сделать вывод, что на 86,3% вариации результирующего признака V объясняется вариацией регрессоров $LN(SEC)$, $LN(GDP)$, $LN(EV/WV)$, $LN(ID)$, $LN(R)$, $LN(TC)$. Другими словами, 86,3% изменений признака Y описывается регрессионным уравнением, а 13,7 % – другими причинами.

Коэффициент логарифмической спецификацией модели интерпретируется следующим образом: эластичность Y по X постоянна и равна, то есть на сколько % изменится Y при изменении x на 1 %. При прочих равных условиях можно утверждать, что рост совокупной стоимости заключенных и профинансированных новых факторинговых контрактов на 0,15% может быть результатом увеличения на 1% объема проводимой компаниями секьюритизации (см. уравнение XIV).

Важно отметить, что доля факторинга с правом регресса на рынке Великобритании среди общего объема рынка составляет примерно 80%, таким образом, результат модели является логичным, что увеличение объема факторинга с правом регресса на 1%, приведет к увеличению объема рынка факторинга Великобритании на 2,79%.

Возвращаясь к первоначальным обозначениям модели, уравнение регрессии примет следующий вид: $LN(V) = 40,157 + 0,1548*LN(SEC) + 3,5121*LN(GDP) - 0,5858*LN(EV/WV) + 3,8089*LN(ID) + 2,7929LN(R) - 1,3933*LN(TC) + e$

Седьмой этап – тестирование модели.

Для проверки выполнимости гипотез, заложенных в основу построения регрессии, был проведен ряд тестов.

- 1) Проверка выполнения гипотезы (2) модели. Тестирование мультиколлинеарности.

$$VIF = 1 / (1 - R^2_{x_i, x_j})$$

Рассчитанный индикатор, потенциальной мультиколлинеарности принимает низкие значения, что свидетельствует об отсутствии мультиколлинеарности и в итоге приводит к уменьшению дисперсии ошибок модели.

$R^2(LN(GDP); LN(GBV/WV); LN(ID); LN(R); LN(TC))=$	0,8850	$R^2(LN(GDP); LN(GBV/WV); LN(ID); LN(R); LN(TC))=$	8,6948
$R^2(LN(GBV/WV); LN(ID); LN(R); LN(TC); LN(SEC))=$	0,8959	$R^2(LN(GBV/WV); LN(ID); LN(R); LN(TC); LN(SEC))=$	9,6098
$R^2(LN(ID); LN(R); LN(TC); LN(SEC); LN(GDP))=$	0,8446	$R^2(LN(ID); LN(R); LN(TC); LN(SEC); LN(GDP))=$	6,4361
$R^2(LN(R); LN(TC); LN(SEC); LN(GDP); LN(GBV/WV))=$	0,8907	$R^2(LN(R); LN(TC); LN(SEC); LN(GDP); LN(GBV/WV))=$	9,1509
$R^2(LN(TC); LN(SEC); LN(GDP); LN(GBV/WV); LN(ID))=$	0,8939	$R^2(LN(TC); LN(SEC); LN(GDP); LN(GBV/WV); LN(ID))=$	9,4214
$R^2(LN(SEC); LN(GDP); LN(GBV/WV); LN(ID); LN(R))=$	0,8604	$R^2(LN(SEC); LN(GDP); LN(GBV/WV); LN(ID); LN(R))=$	7,1639

2) Проверка выполнения гипотезы (4) модели. Тестирование гетероскедастичности.

Для тестирования модели на гетероскедастичность был проведен ряд тестов. Задача автора – выяснить, существует ли разница в остатках модели в зависимости от переменной, иными словами, различаются ли дисперсии ошибок.

Был проведен тест Парка и оценена зависимость логарифма квадрата остатков от логарифма переменных. Если в ходе теста будет выявлено, что коэффициент при переменной SEC значим, то связь между объясняющей переменной и квадратом отклонений существует, а следовательно в модели присутствует гетероскедастичность остатков.

	Коэффициенты	Стандартная ошибка	t-статистика	P-Значение	Нижние 95%	Верхние 95%	Нижние 95,0%	Верхние 95,0%
LNE^2	10,772	8,655	1,245	0,253	-9,694	31,238	-9,694	31,238
LNSEC	-2,311	0,948	-1,438	0,045	-4,553	-0,069	-4,553	-0,069

Тесты Парка не выявили наличие гетероскедастичности ни по одной из рассматриваемых переменных. Приведенная выше в качестве примера таблица иллюстрирует, что t-статистика попадает в зону действия основной гипотезы, что свидетельствует об отсутствии гетероскедастичности в модели.

3) Проверка выполнения гипотезы (6) модели. Тестирование автокорреляции.

Задачей автора при тестировании автокорреляции было выяснить, коррелируют ли остатки модели друг с другом. Основной гипотезой модели является отсутствие $H_0 : Cov(\varepsilon_i; \varepsilon_j) = 0$:

Рассчитанная автором статистика Durbin-Watson: DW=2,34 так же подтвердила сделанный вывод об отсутствии автокорреляции в модели.

Итак, обе эконометрические модели дали нам одинаковые логарифмические формы:

Европа:

$$LN(V) = 6,9776 + 0,2226*LN(SEC) + 0,6090*LN(GDP) - 5,7133*LN(EV/WV) + e$$

Великобритания:

$$LN(V) = 40,157 + 0,1548*LN(SEC) + 3,5121*LN(GDP) - 0,5858*LN(GBV/WV) + 3,8089*LN(ID) + 2,7929*LN(R) - 1,3933*LN(TC) + e$$

Из выше приведенных моделей, можно сделать вывод, что как рынок Европы, так и рынок Великобритании положительно зависит от объема

проводимой секьюритизации, от доли рынка факторинга в ВВП и отрицательно от доли рынка Европы или Великобритании в объеме мирового рынка факторинга. Данная отрицательная зависимость может быть обоснована тем, что чем большую долю объем рынка, например Европы, занимает в Мировом объеме рынка факторинга, тем труднее удерживать данную долю и тем более ее увеличивать. Наблюдаемая положительная зависимость между объясняемой переменной и фактором GDP, является логичным. Как указывалось ранее, доля общего объема факторинговых операций в Объем ВВП, характеризует развитость факторингового рынка. Таким образом, совершенно логично, что увеличение объема факторинга в ВВП будет явно свидетельствовать об увеличении объема профинансированных факторинговых сделок.

Резюмируя можно отметить, что на развитие факторингового рынка Великобритании оказывают влияние как количественные факторы (SEC, GDP, EV/WV), так и качественные (ID, R, TC). В то время как на рынок факторинга в Европе большее влияние оказывают количественные объясняющие переменные SEC, GDP, EV/WV, как показывает модель.

Сравнение коэффициентов моделей, показывает, что коэффициенты при переменных SEC и EV/WV в модели факторингового рынка Европы являются больше, чем в модели рынка Великобритании. Так, например, коэффициент при SEC в модели Великобритании составляет 0,1548, а в модели Европы 0,2226, что является обоснованным тем, что фактор SEC оказывает меньшее влияние на рынок Великобритании, так как другие факторы, такие как R и ID, оказывают так же значительное влияние на развитие рынка. Это может объясняться тем, что при глобальном рассмотрении факторингового рынка Европы (занимающего около 60 % мирового рынка факторинга) большее влияние оказывают количественные переменные, свойственные всем рынкам, в том числе и мировому. В то время как качественные переменные, могут отличаться от страны к стране, от года к году. Так как данные показатели могут меняться, из-за уровня развития страны, ее экономической и финансовой стабильности, из-за заключения международных или внутренних крупных торговых контрактов и пр. В то время как количественные факторы всегда, более глобальные, оказывают более сильное, наблюдаемое влияние на оба рынка.

3.3.3. Эконометрическая модель факторингового рынка России.

Для построения модели для факторингового рынка России будем исходить из предпосылки, что рынок факторинга в России будет так же быстро развиваться, сохраняя все имеющиеся тенденции. Необходимо отметить, что рынок факторинга России развивается по пути развития рынка факторинга континентальной Европы, крупнейшего рынка факторинговых услуг в мире. Как в Европе, так и в России факторинг начал применяться в более широком секторе отраслей, чем скажем в США, где услуги факторинга исторически в основном используются к текстильной индустрии. Это связано в первую очередь с тем, что в Европе факторинг получил развитие начиная с 50-х годов XX века, именно в этот период предприятия стали все активнее применять рассрочку платежа при поставках товаров своим контрагентам. Факторинг явился своевременным ответом на возникшую у поставщиков потребность в оборотных средствах, и сразу же получил большую популярность. Так же между рынками факторинга России и Европы наблюдается ряд схожих тенденций развития. Например, как в Великобритании и в Европе, в России доля факторинга с правом регресса занимает наибольшую долю, и составляет примерно 85% от общего объема рынка, а доля *invoice discounting* - 2-3%. Важно отметить, что рынок факторинга в России более молодой и быстро растущий, поэтому доля российского рынка факторинга в ВВП чуть более одного процента, однако, как и для рынка Европы так и для рынка Великобритании данный показатель, является одним их ключевых.

Резюмируя проведенное выше моделирование, можно отметить, что полученные модели, как по рынку Европы, так и по рынку Великобритании являются адекватными и принципы их построения могут быть применимы для анализа Российского рынка факторинга. Так же важно подчеркнуть, что как рынок Европы, так и рынок факторинговых услуг Великобритании развиты очень давно. Из чего можно сделать вывод, что общие тенденции, свойственные обоим рынкам, будут свойственны и Российскому рынку факторинговых услуг.

Так, например, объем проводимого финансирования факторинговых сделок в России будет положительно зависеть как от объема привлеченного внешнего финансирования, а именно проводимого объема секьюритизации, а так же от роста доли объема факторинга в ВВП. Данный вывод не противоречит здравому смыслу, так как увеличение данных показателей будет свидетельствовать об

успешном развитии рынка факторинговых услуг в России, что, конечно же, будет сопровождаться увеличением объема профинансированных факторинговых сделок.

И так в результате моделирования, были выявлены факторы определяющие динамику развития рынка факторинга и оценена математическая зависимость между объемом факторингового рынка и объемом секьюритизации. Таким образом, данные выводы можно учитывать и на Российском рынке факторинга. Учитывая все выше сказанное, можно сделать вывод, что логарифмическая модель может быть применена и для прогнозирования рынка факторинга России. Экспертная авторская оценка развития рынка факторинга России, Европы и Великобритании выявила ряд сходных тенденций в развитии рынков.

На текущий момент времени по Российскому рынку факторинга имеется статистика с 2008 года. Для построения эконометрической модели статистических данных за 3 года явно не достаточно. Однако предположения, о тенденциях развития Российского рынка факторинга в ближайшие пять лет, по сценарию развития рынка Великобритании, позволяют спрогнозировать необходимые показатели переменных и построить модель. Например, в 2010 году доля факторинга в ВВП России составляет чуть более одного процента, а именно 1,06%. Сделав предпосылку, что в ближайшие 5 лет доля Российский рынок факторинга в ВВП будет увеличиваться с темпом характерным рынку факторинга в Великобритании на стадии его становления и развития, можно предположить, что при увеличении доли факторинга в ВВП в среднем на 0,35 % в год, через 5 лет в 2015 году доля факторинга в ВВП России составит примерно 2,81%. Так же делается дополнительное предположение, что Российский рынок факторинга сохранит текущий темп роста в ближайшие 5 лет. Данное предложение является жизнеспособным, так как рынок еще только начал развиваться и формироваться, не является насыщенным и обладает огромным потенциалом. Таким образом средний темп роста Российского рынка в год составляет 40-50% в год, следовательно к 2015 году объем рынка достигнет размера 3388,29 млрд руб. Следующее предположение, что текущая одинаковая с Европой и Великобританией доля факторинга с правом регресса в 85% сохраниться в России в ближайшие 5 лет. А доля ID в общем объеме рынка факторинга России увеличиться с 2% до 7%, достигнув уровня Великобритании. При данных предпосылках развития рынка факторинговых услуг России его доля с мировом

рынке факторинга с 1% увеличиться до 3-4%. Основным предложением, в данном разделе является следующее, что в России объем секьюритизации будет расти пропорционально росту объема рынка факторинга, с коэффициентом пропорции развития рынка Великобритании, примерно рост в 1,5 - 2% в год. Таким образом, доля секьюритизации факторинговых активов в России к 2015 года составит 12% от объема профинансированных сделок.

Исходя из описанных выше предпосылок, автором была построена модель, для факторингового рынка России. Полученная модель имеет вид:

$$\begin{aligned} \text{LN}(V) = & 12,080 + 0,0733 \cdot \text{LN}(\text{SEC}) + 1,0639 \cdot \text{LN}(\text{GDP}) - 0,46177 \cdot \text{LN}(\text{GBV}/\text{WV}) + \\ & (2,54) \qquad (5,83) \qquad (3,68) \qquad (3,24) \\ & + 2,0520 \cdot \text{LN}(\text{ID}) + 1,0325 \cdot \text{LN}(\text{R}) + 0,4269 \cdot \text{LN}(\text{TC}) + e \\ & (3,16) \qquad (4,78) \qquad (5,99) \\ R^2 = & 0,899 \end{aligned}$$

Данная модель адекватна и все переменные в ней значимы.

Таким образом, при прочих равных условиях можно утверждать, что рост совокупной стоимости заключенных и профинансированных факторинговых контрактов на рынке России на 0,17% может быть результатом увеличения на 1% объема проводимой компаниями секьюритизации. Данная относительно небольшая чувствительность может быть обоснована тем, что при текущем уровне развития рынка, наибольшую роль играет кредит – среди внешних источников финансирования.

Проведенное моделирование позволило сделать вывод, что зависимость расширения рынка и объема привлекаемых средств посредством секьюритизации в относительных величинах схожи и составляют для Великобритании - 0,15%, для России - 0,17% и для Европы - 0,22%.

В результате исследования автору удалось полностью подтвердить выдвинутую гипотезу. Таким образом, проведенный эмпирический анализ свидетельствует о положительном влиянии объема проводимой компаниями секьюритизации на объем заключенных и профинансированных факторинговых сделок. По результатам исследования российского рынка было выявлено, что объем проводимой секьюритизации будет оказывать положительное значимое (на уровне 5%) влияние на объем заключенных и профинансированных факторинговых сделок.

Так же расчеты, проведенные автором, показали что в 2010 году, объем проводимых сделок секьюритизации мог бы составить 45,98 млрд руб., при объеме рынка факторинга в 484 млрд руб. А по результатам 2011 года, при объеме профинансированных факторинговых сделок в 882 млрд руб, объем секьюритизации мог бы составить примерно 81,4 млрд. руб. Что в свою очередь способствовало бы не только развитию факторингового рынка, но и рынку капитала. Таким образом, применение на практике модели позволяет не только прогнозировать рынок секьюритизации факторинговых активов в России, но также позволяет определить размер рынка.

Построенные эконометрические модели выявили положительную зависимость факторингового рынка от объема проводимой секьюритизации. Данный вывод является логичным, так как секьюритизация, как было описано ранее в работе, является инновационным и альтернативным источником финансирования. Следовательно, как и в Европе в целом, так и в Великобритании в России в частности, будет наблюдаться положительное влияние секьюритизации на развитие рынка факторинга. А модель, построенная в данном разделе, поможет оценить влияние данного фактора более детально, а так же поможет спрогнозировать размер рынка факторинга России, при изменении объясняющих переменных в абсолютных величинах. Использование аналогичных моделей позволит оценить потенциал развития российского рынка факторинга при определенных экономических условиях, макроэкономических параметрах и уровне развитости факторингового рынка на текущий момент времени.

Результаты и Выводы Модели.

1. Установлено, что объем рынка факторинговых услуг зависит как от количественных, так и от качественных факторов. Его можно рассматривать, например, как функцию от доли объема страны в объеме рынка Европы, от объема проводимой компанией секьюритизацией, а так же такого качественного фактора как доля в обороте компании факторинга с регрессом и пр.
2. Логарифмическая модель регрессии оценивает эластичность к анализируемым факторам (на сколько % изменится объем рынка при изменении объясняющей переменной на 1%). Как показали построенные в работе модели факторингового рынка Великобритании и Европы, при прочих равных условиях можно утверждать, что рост совокупной стоимости заключенных и профинансированных факторинговых контрактов на рынке Великобритании на

0,15% может быть результатом увеличения на 1% объема проводимой компаниями секьюритизации, а на рынке Европы на 0,22% соответственно. Авторская модель, построенная для Российского рынка факторинга, показала, что рост совокупной стоимости новых заключенных и профинансированных факторинговых контрактов на рынке России на 0,17% может быть результатом увеличения на 1% объема внешнего финансирования путем проведения компаниями секьюритизации. Таким образом, секьюритизация играет существенную роль в развитии национального факторингового рынка. Использование данного механизма финансирования является дополнительным конкурентным преимуществом на рынке. Проведенное моделирование позволило сделать вывод, что зависимость расширения рынка и объема привлекаемых средств посредством секьюритизации в относительных величинах схожи и составляют для Великобритании - 0,15%, для России - 0,17% и для Европы - 0,22%.

3. Построенная автором модель является статичной. Возможно, динамическая модель была бы наглядна. Однако в данном случае пришлось бы использовать уже не пространственные данные, а временные ряды. В ходе работы автор располагал данными по компаниям только за девятилетний период, что является недостаточным для проведения динамического моделирования. Поэтому построение динамической модели на основе этих данных автор считает не целесообразным.

4. Построенная модель была рассчитана на основе наблюдаемых значений объясняющих переменных, поэтому она может быть использована для прогнозирования значений зависимой переменной в будущем или других наборов значений объясняющих переменных.

5. Актуальность разработанной модели объясняется также потребностью в макроэкономическом прогнозировании. Своевременное прогнозирование объемов факторинга на российском рынке позволяет государству корректировать свою макроэкономическую политику.

6. Модель может иметь большое значение и в деятельности конкретной факторинговой компании. Используя предложенный автором подход, факторинговая компания может рассматривать секьюритизацию на микро-уровне как функцию зависимости от ряда переменных и оценивая ее чувствительность к каждой из них. В качестве объясняющих переменных, возможно, было бы

использовать данные по деятельности компании, преимущественно показатель финансовой устойчивости и состоятельности компании, которые отличались бы от использованных в данной модели агрегированных макро параметров. Анализ функции подобного вида позволил бы оценить целесообразность проведения секьюритизации для данного предприятия.

3.4 Перспективы секьюритизации факторинга в России.

По мнению автора, Россия представляет собой крупный невостребованный рынок для сделок секьюритизации, даже не смотря на несовершенство законодательно-правовой базы и неразвитость финансовых рынков. Отмечу, что рыночный потенциал существует в различных секторах экономики, при этом часть из них более рентабельны, а для другой части понадобится больше времени для развития. Факторинговый рынок можно назвать одним из перспективных секторов финансового рынка российской экономики, так как секьюритизация позволит многим факторинговым компаниям, испытывающие трудности с доступом к среднесрочному кредитованию, привлечь финансирование альтернативным путем.

Однако пока невозможно говорить о примерах целостной секьюритизации в России в виду отсутствия необходимой рыночной инфраструктуры. Помимо, описанных в предыдущей главе сложностей проведения сделки секьюритизации, необходимо отметить неразвитость рынка производных инструментов – деривативов и низкий уровень доверия инвесторов к факторинговым компаниям. Участники рынка факторинговых услуг, так же с недоверием и скепсисом относятся к возможности использования секьюритизации в России в ближайшем будущем, считая данный инструмент неоправданно дорогим, неэффективным и нецелесообразным.

Как было отмечено в ходе исследования, при анализе данного механизма использовался зарубежный опыт секьюритизации и статистические данные по проведенным сделкам секьюритизации, из-за отсутствия аналогичной информации по российскому рынку. Вместе с тем, отмечу, что становление российского факторингового рынка, в свою очередь, способствует формированию производных рынков, в том числе рынков структурированного финансирования.

С точки зрения автора, у российских факторинговых компаний есть потенциал для использования инструмента секьюритизации в качестве дополнительного источника привлечения инвестиций. Отмечу, что для крупных факторинговых компаний, в том числе с иностранным участием, которые ведут большую часть своего бизнеса в крупных мегаполисах, с устойчивым ростом числа заключенных договоров факторинга в течение последних 2-3 лет, использование данного альтернативного источника финансирования является более перспективным. Данные компании могут использовать свое преимущество и формировать портфель активов, передаваемых на факторинг, имеющих безупречное качество и устойчивый денежный поток оплат. Так же к положительным особенностям работы данных компаний можно отнести: отсутствие риска девальвации, серьезную проверку потенциального клиента/дебитора, кредитный анализ, анализ платежеспособности и т.п.

Выделение привлекательных активов в пул с целью секьюритизации позволяет компании существенно повысить рейтинг выпускаемых ценных бумаг, что в свою очередь существенно расширяет круг потенциальных инвесторов. Резюмируя, можно утверждать, что секьюритизация может снизить стоимость заимствования для российских компаний, а так же способствовать появлению менее рискованных капиталовложений для инвестиционных фондов и страховых компаний.

Важно подчеркнуть, что для развития данного инструмента необходима полная прозрачность всех финансовых сделок в процессе секьюритизации и законодательно-правовая основа, с целью избежать использования схемы секьюритизации как механизма легального вывода активов и разнообразных махинаций. Для этого, автор считает возможным на первом этапе становления рынка секьюритизации создание специального гарантийного фонда с участием государства, муниципальных органов и самих участников – эмитентов, а так же страховых компаний и банков.

Секьюритизация – комплексный институт, который регулируется различными отраслями законодательства. Проведение сделки секьюритизации на современном этапе развития российского права, возможно, но осложнено рядом проблем. Наиболее острый из них, как уже отмечалось ранее, это непроработанность действующего законодательства. К примеру, в российском Налоговом кодексе ничего не сказано про секьюритизацию, однако при

осуществлении ее схемы, происходит передача имущества, при котором необходимо четко урегулировать вопросы по налогу на добавленную стоимость, налогу на прибыль и на имущество.

Как отмечалось ранее, механизм секьюритизации применим к большинству видов деятельности, где необходимо увеличение ликвидности, таким образом, развитие данного института способствовало бы развитию и преобразованию отечественной экономики в целом. По мнению автора, секьюритизации может служить мощным стимулом экономического прогресса: банковского сектора, жилищного и промышленного строительства, автомобильной отрасли и пр., что со временем смогло бы уменьшить зависимости России от отраслей, занимающихся разработкой природных ресурсов.

Так же перспективы развития секьюритизации в России зависят от развития фондового рынка, например, от того какие ценные бумаги имеют наибольший потенциал роста в России. В это же время, необходимо обеспечить ликвидность российского фондового рынка для привлечения широкого круга инвесторов. В целях активизации российского фондового рынка, по мнению автора, целесообразно ввести в деловой оборот новые финансовые инструменты. Рынок деривативов, как уже отмечалось, находится на начальной стадии своего развития, а банки и другие финансовые институты оказываются лишенными возможности оперативно управлять валютными и процентными рисками. Учитывая все вышеописанное, можно сделать вывод, что становление института секьюритизации – залог будущего развития фондового рынка.

В целях настоящего исследования особый интерес представляет перспективы развития структурированных финансовых инструментов. Они позволяют компаниям с высоким кредитным риском привлекать финансирование по цене, аналогичной цене необеспеченных облигаций надежных российских эмитентов.

В первую очередь необходимо разработать новые виды ценных бумаг, удостоверяющих права в отношении секьюритизируемых активов. Следует ввести в законодательство новые виды договорных обязательств, которые позволят контрагентам более свободно передавать друг другу кредитные риски. Так же необходимо проработать вопрос о банкротстве эмитента, и подготовить соответствующие поправки в Федеральный закон о банкротстве кредитных организаций. Подчеркну, что данные изменения в первую очередь должны быть

направлены на защиту владельцев ценных бумаг, права по которым тем ли иным образом связаны с исполнением обязательств по кредитам, денежным требованиям и пр. несостоятельной организации.

Следующим важным пунктом в развитии института секьюритизации, является оптимизации налогообложения. Как уже было установлено ранее, в российском законодательстве не прописано понятие «секьюритизация», в Налоговом кодексе также ничего не сказано о данном финансовом механизме. Поэтому на текущий момент времени, факт передачи актива налоговые органы будут рассматривать как объект налогообложения на добавленную стоимость, так же необходимо проработать механизмы начисления налога на прибыль и добавленную стоимость. Огромное значение здесь играет налоговая экспертиза, а также вынесение рекомендаций по структуре секьюритизации с тем, чтобы уровень налоговых затрат и рисков был приемлемым и не превышал уровень затрат и рисков при других формах заимствования.

По мнению автора, решения данных проблем, послужит стимулом для формирования института секьюритизации в стране, предопределив будущее развитие секьюритизации на рынке факторинговых активов.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ.

Использование финансовых инноваций на рынке факторинговых услуг, по мнению автора, может стать отправной точкой для финансовой оптимизации факторинговой компании. Секьюритизация является той финансовой инновацией, которая позволяет компаниям реструктуризировать свой текущий факторинговый портфель, способствуя реализации новых проектов и расширению факторингового бизнеса.

В диссертации были всесторонне исследованы теоретические аспекты секьюритизации, проведен комплексный анализ механизма секьюритизации и определена экономическая и правовая сущность секьюритизации. Рассмотрены основные тенденции, а также состав и структура мирового рынка секьюритизации. Проведена оценка потенциала рынка факторинговых услуг с точки зрения использования механизма секьюритизации. Определены возможности секьюритизации в России: обозначены проблемы и проведена оценка перспектив в развитии секьюритизации факторинговых активов,

разработан ряд мер и предложений для законодательного развития института секьюритизации в России.

Таким образом, цель диссертации была достигнута. Полученные в ходе исследования результаты и основные выводы работы представлены ниже.

Выводы и результаты исследования:

1. В диссертации систематизированы различные подходы к оценке секьюритизации, представлен критический анализ общетеоретических работ зарубежных авторов позволяющий определить экономическую сущность и правовую природу секьюритизации факторинговых активов. С учетом особенностей факторинга, как инструмента финансового рынка, разработано определение понятия секьюритизации факторинговых активов.

2. Разработаны классификация видов секьюритизации, основанная на авторских категориях оценки (специализация бизнеса и виды используемых активов, структурирование сделки, хеджирование рисков) и пошаговый алгоритм организации процесса секьюритизации факторинговых активов для его практической реализации компаниями на российском рынке.

3. Разработана классификация участников сделки секьюритизации, необходимая для формирования схем и условий взаимодействия хозяйствующих сторон, и для четкого определения состава налогоплательщиков, объектов налогообложения, порядка формирования договорных отношений между участниками сделки.

4. Оценена мотивация участников сделки секьюритизации по сравнению с альтернативными источниками финансирования факторинговых сделок. Выявлено, что проведение сделки секьюритизации сопряжено с оценкой минимально эффективного уровня секьюритизации. Расчеты показали, что проведение секьюритизации экономически оправдано в сумме от 3,5 до 4,5 млрд. руб., при этом средний объем сделок может составить 10 млрд. руб.

5. Построена классификация рисков факторинговой компании и разработана оригинальная схема рисков факторинговой компании при секьюритизации. Автор выделил пять блоков рисков: риск несостоятельности эмитента, риск банкротства факторинговой компании, риск структурирования сделки, правовой риск (в т.ч. риск признания недействительным договора купли-продажи, риск признания недействительным переуступки денежного требования,

риск повторной переуступки денежного требования, риск валютного регулирования) и риск налогового бремени.

6. Систематизированы методы управления рисками при проведении секьюритизации, включающие механизм внутренней защиты, к которой автор относит элементы, заложенные в сделку секьюритизации (дополнительное обеспечение, избыточный спред, система субординации траншей) и внешней защиты (дополнительная гарантия со стороны косвенных участников сделки: андеррайтинг сделки, кредитный рейтинг, страхование).

7. Разработанная автором система показателей для оценки качества факторинговых активов при секьюритизации может быть также использована в управлении факторинговым портфелем, в т.ч. для его своевременной диверсификации по отраслевому и географическому признакам. Осуществлена формализация дюрации пула факторинговых активов и реализация расчетов.

8. Разработана модель ценообразования секьюритизации факторинговых активов на основе системы неравенств, характеризующей соотношение процента ежегодной доходности каждого из участников сделки секьюритизации факторинговых активов.

9. Разработаны эконометрические модели, устанавливающие математическую зависимость между объемом заключенных и профинансированных факторинговых сделок и объемом проводимой секьюритизации. Как показали построенные в работе модели, при прочих равных условиях можно утверждать, что рост объема рынка факторинговых услуг Великобритании на 0,15% может быть результатом увеличения на 1% объема проводимой компаниями секьюритизации, а на рынке Европы на 0,22% соответственно. Авторская модель, построенная для российского рынка факторинга, показала, что рост - на 0,17% может быть результатом увеличения на 1% объема проводимой компаниями секьюритизации. Таким образом, секьюритизация играет существенную роль в развитии национального факторингового рынка. Использование данного механизма финансирования является дополнительным конкурентным преимуществом на рынке.

Сделан вывод, что в ближайшие 5 лет в России реально заключение ежегодных сделок секьюритизации факторинговых активов в размере до 12% от стоимости новых профинансированных договоров факторинга, то есть в объеме 400-410 млрд руб. Это позволит привлечь по ставкам мирового рынка не менее

20% более дешевого фондирования и в целом удешевить реализацию факторинговых проектов.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ И ИСТОЧНИКОВ

1. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 26.01.1996 N 14-ФЗ (принят ГД ФС РФ 22.12.1995) (ред. от 21.03.2005) (с изм. и доп., вступившими в силу с 01.01.2007)
2. Федеральный закон Российской Федерации (принят ГД РФ 13.07.2001) (ред. 13.03.2002 N 28) (с изм. и доп., вступившими в силу с 05.02.2007 N 13-ФЗ) // «О Лицензировании отдельных видов деятельности»
3. Федеральный закон Российской Федерации от 02.12.1990 № 395-1 // "О банках и банковской деятельности" (с изм. и доп., вступившими в силу с 29.12.2006 N 246-ФЗ)
4. Федеральный закон Российской Федерации от 10 июля 2002 г., N 86-ФЗ // «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)»: Собр. законодательства Рос. Федерации.- 2002 г.- N 28
5. Федеральный закон № 152-ФЗ "Об ипотечных ценных бумагах" от 11 ноября 2003 г.
6. Положение о порядке формирования кредитными организациями резервов на возможные потери по ссудам, по ссудной и приравненной к ней задолженности от 26.03.2004 №254-П
7. Алексеев А. Р. Факторинг в режиме «реверс» // Предприниматель Петербурга. – 2005.- № 4 (18 апреля).
8. Бабичева Ю. А. Банковское дело: Учебник. –М: Дашков и К, 2005
9. Бакланова В. Что готовит рынку структурного кредитования 2008 год / Аналитический обзор. 2008. N1 (12). Январь, www.rusipoteka.ru.
10. Белоглазова Г. Н. Банковское дело: Учебник. –М: Финансы и статистика, 2003.
11. В.В. Буров. "Факторинг и торговое финансирование". «Некоторые аспекты секьюритизации факторинга в Российской Федерации. Налоговые и юридические аспекты» 2008.
12. Бэр Ханс Питер. Секьюритизация активов. Секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков. - М.: Волтерс Клувер, 2006.



13. Бэр Х.П. Секьюритизация активов. М. Вотерс Клувер
14. Венедиктова В. И. Посреднические услуги коммерческих банков: М: Б. г., 2004.
15. Газман В.Д. Инновационное финансирование лизинга. М.: Вопросы экономики, 2011. № 9. С. 108—120
16. Газман В.Д. Секьюритизация лизинговых активов, Экономический журнал ВШЭ 2010, №3.
17. Газман В.Д. Аритмия лизингового рынка Вопросы экономики, 2010. № 3. С. 97—109
18. Гвоздев Б.Э. Факторинг в системе управления организацией: Автореф. дис... канд. экон. наук. - М., 2000.
19. Гришина О., Кашкин В. Факторы роста. Мнения игроков рынка факторинга// Банковское дело.- 2006.- № 3.
20. Гойденко Ю. Н. Факторинговое обслуживание клиентов в банке: теоретический аспект // Финансы.-2001.- № 5.
21. Ефимова Ю. Как превратить долги в оборотные средства // Финансы.- 2004.- № 5.
22. Интервью президента компании «Еврокоммерц», 2008-03-12 <http://www.ipnou.ru/article.php?idarticle=003995>
23. Жарковская Е. П. Банковское дело: Учебник.- М: ОМЕГА- Л, 2-е издание испр. и допол., 2004.
24. Земцов А., Гришина О. Факторинг в законе// Банковское дело - №7 2006
25. Иванова А. Черно-белый факторинг // Финансы.- 2003.- № 23.
26. Казаков А. Секьюритизация: сила инновации//Российский правовой журнал “Коллегия”. – 2002. - №2, опубликовано на сайте в Интернет: www.kolegia-journal.ru.
27. Казаков А. , Кадук С. Американский кризис subprime кредитов и его влияние на российский рынок/www. rusipoteka.ru.
28. Ковзанадзе И. К. Операции факторинга: их виды, регулирование, учет и анализ доходности// Деньги и кредит.- 2005. -№ 4.
29. Кузнецова М. В.Факторинг как средство расширения бизнеса // Банковское дело. -2005. - №5.
30. Лаврик М. Ю. Работа с клиентами в процессе факторингового обслуживания // Банковское дело.- 2005. - № 2.

31. Лаврик М. Ю. Риски факторинговых операций // Банковское дело. - 2005.- № 6.
32. Лаврушин О.И., Н.И. Валенцева и др.; Под ред. О.И. Лаврушина/. Банковское дело: Учеб. для вузов — М.: Финансы и статистика, 2000.
33. Максюттов А. А. Основы банковского дела: Учебник.- М: Бератор - 2003.
34. Мерфи О. Анализ пулов ипотечных кредитов. Школа делового администрирования Оклендского университета США, 2006,
35. Меньшикова А. Задачи и перспективы развития секьюритизации в России //Ипотека в России («Русьипотека»//www.rusipoteka.ru), март 2006.
36. Никитин А.В Развитие факторинговых операций в коммерческих банках России// Финансовый бизнес .- 2006 № 4
37. Орехов С. А. Факторинг, управление корпоративными финансами: Учебное пособие.- М: Компания спутник + , 2002.
38. Покаместов И.Е., Подлеснова А.Ю. Методический журнал "Факторинг и торговое финансирование", «Бюджетирование и бизнес-планирование факторинговой деятельности» 2008.
39. Писцов Г. И. О налогообложении факторинга с регрессом / Писцов Г. И.// Налоговый вестник.- 2005.- №
40. Романов В. И. Мудреные термины простыми словами. Факторинг// Механика бизнеса.- 2005.- №8.
41. Рябова Р. И. Факторинг: бухучет и налогообложение у банков и у клиентов/ Рябова Р. И. // Налоговый вестник.-2005.- №7.
42. Семикова П. В. Финансовые возможности факторинга// Дайджест – финансы. – 2005.- № 5.
43. Смирнов Е.Е. факторинг в России: проблемы, тенденции, перспективы// Банковское кредитование.- 2006.- №3.
44. Суворов.Г.П. Секьюритизация активов с использованием кондуита, опубликовано н сайте экспертного канала «Открытая Экономика» по адресу в Интернет: www.opec.ru/article_doc.asp?d_no=49416
45. Тавасиев А. М. и др. Банковское дело: дополнительные операции для клиентов: Учебник / Тавасиев А. М., Арсланбеков –Федоров А. А., Бездудный М. А. – М.: Финансы и статистика, 2005.
46. Тарачев В.А. Законодательные проблемы секьюритизации, опубликовано на сайте в Интернете: www.tarachev.ru

47. Трейвиш М.И. Управление ликвидностью при товарном кредитовании: роль и место факторинга // Аудит и финансовый анализ.- 2005- № 3.
48. Туктаров Ю. Секьюритизация и законодательство //Ипотека в России («Русьипотека»//www.rusipoteka.ru), март 2006.
49. Улюкаев С. Секьюритизация активов и секьюритизация банковских активов: как отличать, понимать и трактовать? Электронная публикация журнала «Экономическая политика». 2010. № 1-эл 1
50. Фабоцци Ф.Дж. Рынок облигаций: анализ и стратегия – М.; Альпина Бизнес Бук, 2005 год стр 330.
51. Факторинг. Управление корпоративными финансами. – М.: Спутник, 2002.
52. Шарп У.Ф. Александер Г.Дж., Бэйли Дж.В. Инвестиции. –М.ИНФРА-М, 1997 стр 459
53. Стивен Ли Шварц. Алхимия секьюритизации активов. Журнал ЗАКОН № 12, 2008.
54. Шеремет А. Д. Финансовый анализ в коммерческом банке: Учебник.- М: Финансы и статистика 2002.
55. Allen F. , Herring R. Banking Regulation versus Securities Market Regulation. Working Paper No. 01-29;
56. Allmon A. Simple Regression and Finncial Statement Analysis // UNC Greensboro Journal of Student Research in Accounting. – 2004.
57. Amato J., Remolona E. The credit spread puzzle/ BIS Quartely Review -2003
58. Belbase, Eknath Home Price & Prepayments: The new Andrew Davidson & Co., INC. Prepayment Model. 7/1/01. Andrew Davidson CO.
59. Berndt, Ernst. Econometrics. 1/1/96. Addison Wesley. 702 pgs
60. Bertsekas, Dimitri; Tsitsiklis, John. Introduction to Probability. 6/1/02. Athena Scientific, 417 pgs
61. Blum L., DiAngelo C. Structuring Efficient Asset-Backed Transactions. – New Hope, Pennsylvania: Frank J. Fabozzi Associates, 1998.
62. Boeri T. , Guiso L. Subprime crisis: Greenspan's Legacy // Eurointelligence, 28. 08. 2007. Available at: <http://www.eurointelligence.com/article.581+M5ee6dlef037.0.Html>
63. Choudhry M. Structured Credit Products and Synthetic Securitisation. – Singapore: John Wiley&Sons, 2004.
64. CRD 2: Directive 2009/111/EU and Directive 2009/83/EU amending the CRD.

65. CRD 3: Proposed directive amending CRD (in relation to trading book activities).
66. CRD comprises the Banking Consolidation Directive (Recast) 2006/48/EC and the Capital Adequacy Directive (Recast) 2006/49/EC.
67. Citi Global Structured Credit Strategy, 27 October 2010
68. Deacon J. Global Securitisation and CDOs - Chichester, West Sussex, England: John Wiley&Sons Ltd. -2004
69. Diane P. , Costello G. , Kelsh M. The impact of poor underwriting practices and Fraud in Subprime RMBS Performance. Fitch Ratings, November 28/www.rgemonitor.com/blog/economonitor/229372.
70. 2009 Review & 2010 Outlook Report, Deutsche Bank, February 2010.
71. ECB Recent developments in securitization February 2011
<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recentdevelopmentinsecuritisation201102en.pdf>
72. “European Securitised Products Weekly”, Barclays Capital, 11 October 2010.
73. “European securitisation outlook 2010”, Barclays Capital, January 2010
74. Fabozzi, Frank. The Handbook of Mortgage-Backed Securities (5th edition). 6/1/01 McGrawHill. 877 pgs
75. Golub, Bennet; Pohlman, Lawrence Mortgage Prepayments and an Analysis of the Wharton Prepayment Model. 6/1/94. Interfaces volume 24, issue 3, pgs 80-90
76. Gorton G., Souleles N.S. Special Purpose Vehicles and Securitisation. NBER. - 2005.
77. Greene, William. Econometric Analysis. 1/1/90. Prentice Hall. 791 pgs
78. Hayre, Lakhbir Anatomy of Prepayments: The Salomon Brothers Prepayment Model. 6/1/95. Salomon Brothers. 30 pgs
79. Hayre, Lakhbir Salomon Smith Barney Guide to Mortgage and Asset-Backed Securities. 1/1/01. Wiley and Sons. 876
80. Hayre, Lakhbir. Guide to MBS. 3/1/99. Salomon Smith Barney. 62 pgs
81. Hill C. A. Securitization: A Low-Cost Sweetener for Lemons. Washington University Law Quarterly. 1996. Vol. 74. No. 4. P. 1116. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract-333022>.
82. Hill C. A. Regulating the Rating Agencies. Washington University Law Quarterly. 2004. Vol. 8. P. 43. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract-452022>.

83. Jia He, Ming Liu «Mortgage Prepayment Behavior in a Market with ARMs only», JOURNAL of the ASIAN REAL ESTATE SOCIETY 1998 Vol. 1 No 1: pp. 64 – 80
84. Kaufman H. Our Risky New Financial Markets // The Wall Street Journal. 2007. August 15. P. A13;
85. Kregel, Jan A. The Natural Instability of Financial Markets. Levy Economics Institute Working Papers Series. 2007. December 17. P. 21 Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1075684>.
86. Kregel Jan. Financial Innovation and Crises - A Post-Keynesian-Minskyan Perspective. Presentation. 2007. August.
87. Mario Bonilla: Mortgagor Behavior and Prepayment Models, 07/03. Working paper.
88. Magnus G. What This Minsky Moment Means for Business. Financial Times. 2007. August 23. P. 11.
89. Moody's Proposes Enhancements to Non-Prime RMBS Securitization. Special Report. Moody's Investors Service. 2007. September 25.
90. Pindyck, Robert; Rubinfeld, Daniel. Econometric Models and Economic Forecasts. 1/1/98. Irwin McGraw-Hill. 634 pgs.
91. Randall L. Lessons from the Subprime Meltdown. Economics Working Paper Archive. Levy Economics Institute. 2007.
92. Randall L. , Wray R. Lessons from the Subprime Meltdown, Economics Working Paper Archive. Levy Economics Institute. 2007. P. 9.
93. “RMBS versus covered bonds: different but similar?”, Bank of America Merrill Lynch, 19 July 2010.
94. Schwartz, Eduardo; Tourus, Walter. Mortgage Prepayment and Default Decisions: A Poisson Regression Approach. 6/1/93. Journal American Real Estate. Vol 21, issue 431-449
95. Schwartz, Eduardo; Tourus, Walter. Prepayment and the Valuation of MBS. 6/1/89. The Journal of Finance. Vol 44, issue 2, pgs 375-392
96. Schwarcz S. L. Securitization Post-Enron (May 2003). Cardozo Law Review Symposium Issue on "Threats to Asset-Based Finance". 2003. Vol. 25. Available at SSRN: <http://ssm.com/abstract=386601> or DOI: 10. 2139/ssm. 386601
97. Schwarcz S. L. The Alchemy of Asset Securitization, 1 Stan. J. L. Bus. & Fin. 133. 1994.



98. Schwartz, Eduardo; Tourus, Walter. Prepayment, Default and the Valuation of Mortgage Pass-Through Securities. 4/1/92. The Journal of Business. Vol 65, issue 2, pgs 221-239
99. Schwarcz S. L, Steven L. The Alchemy of Asset Securitization. Stanford Journal of Law, Business, and Finance. 1994. Vol. 1. P. 154, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=868520>
100. Schwartz, Eduardo; Tourus, Walter. Prepayment and the Valuation of MBS 4/1/98
101. Stermann, John D. Business Dynamics. 1/1/00. Irwin McGraw-Hill. 982 pgs
102. "Solvency II and European ABS", *Special Report*, Deutsche Bank, 11 November 2010.
103. Richard, Scott; Roll, Richard. Prepayments on fixed-rate mortgage-backed securities 3/1/89 Journal of Portfolio Management 0 73-82Sadf
104. The depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980; The Garn-St. Germain Depository Institutions Act of 1982.
105. Tuckman, Bruce. Fixed Income Securities. 1/1/02. Wiley and Sons. 512 pgs
106. UCLA Working paper 33, 30 pgs
107. Whalen Ch. The U. S. Credit Crunch of 2007: A Minsky Moment. Public Policy Brief. Annandale-on-Hudson, New York: The Levy Economics Institute. 2007. No 92.
108. Wray R. The Political Economy of the Current US Financial Crisis. International Papers in Political Economy. 1994. Vol. 1. No. 3.
109. Wray L R. Lessons from the Subprime Meltdown. Economics Working Paper Archive. Levy Economics Institute. 2007. P. 13.
110. Wra L R. Lessons from the Subprime Meltdown. December 11. Levy Economics Institute Working Paper No. 522, P. 50 Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1070833>.
111. Zenios, Stavros; Kang, Pan. Complete Prepayment Models for Mortgage-Backed Securities 11/1/92. Management Science. Vol 38, issue 11. 1665-1685 pgs
112. Zipkin, Paul. Mortgages and Markov Chains: A simplified Evaluation Model. 6/1/93. Management Science, Vol 39, issue 6, pgs 683-691

Источники из интернета.

113. <http://www.americansecuritization.com/> Форум американской секьюритизации: обзор рынка секьюритизации США.
114. www.afme.eu - официальный сайт Association for Financial Markets in Europe

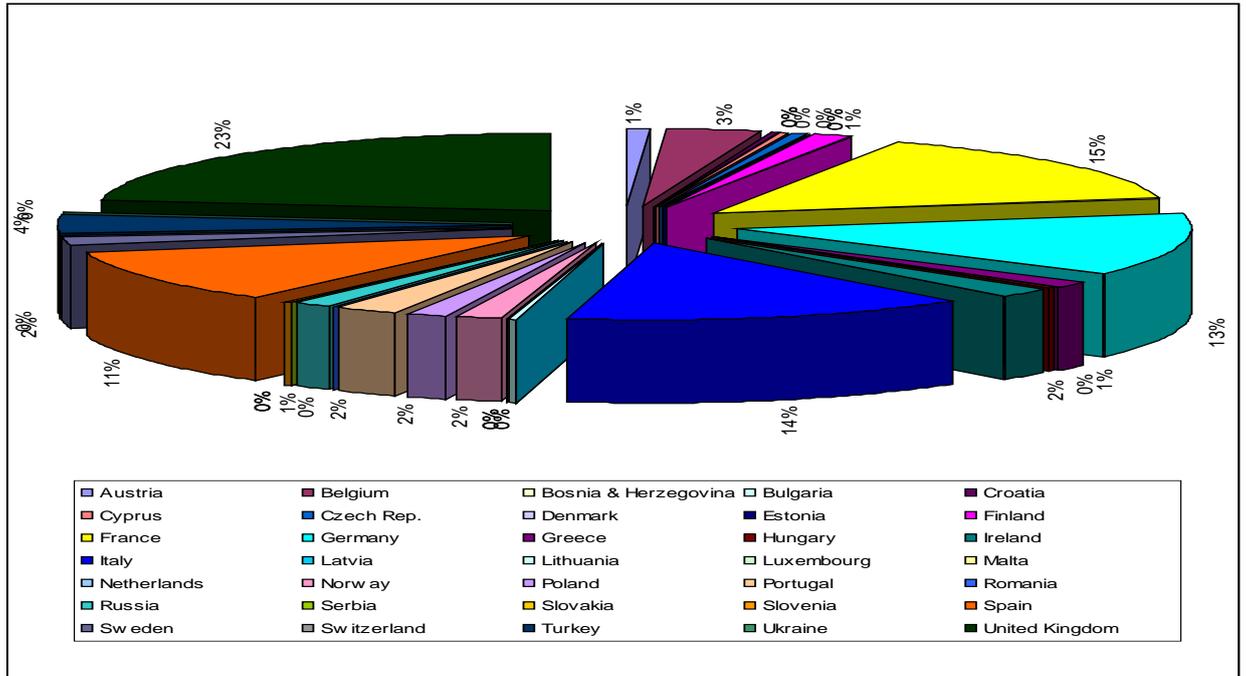


115. <http://asfact.ru> официальный сайт «Ассоциации факторинговых компаний»
116. <http://www.bis.org> официальный сайт «Bank for International Settlements»
117. www.bo.bdc.ru -официальный сайт журнала «банковское обозрение»
118. <http://www.cfin.ru> - официальный сайт «информационно-аналитического журнала»
119. <http://www.cbonds.info/rus/emissions/emission.phtml/params/id/8642>
120. <http://www.economer.khv.ru> - информационно-аналитический сайт
121. <http://www.elitarium.ru>- информационно-аналитический сайт
122. <http://www.euf.eu.com>
123. <http://www.euromoney.com> – Обзор и аналитика мировых финансовых рынков
124. www.europeansecuritization.com – Форум Европейской секьюритизации: обзор рынка европейской секьюритизации
125. <http://www.eurofactor.com/>
126. <http://www.factoringpro.ru>
127. <http://www.factoring.ru>- официальный сайт «НФК»
128. <http://www.fci.nl> – официальный сайт «Factors Chain International»
129. <http://finanal.ru>
130. <http://www.fitchratings.com> - Международное рейтинговой агенство Fitch Ratings
131. <http://www.ifgroup.com> – официальный сайт «International Factors Group»
132. <http://institutiones.com>
133. <http://www.moody.com/> - Международное рейтинговое агенство Moody's
134. <http://www.raexpert.ru/> - Рейтинговой агенство «Эксперт РА»
135. <http://www.securitization.net> - Ресурс по структурированному финансированию и секьюритизации.
136. <http://www.securitization.com> – Ресурс по секьюритизации
137. www.sec.gov/divisions/marketreg/securitiesanalysts.htm.
138. <http://www.securitizationnews.com> – Мировые новости рынка секьюритизации
139. www.sifma.org
140. <http://www.standardandpoors.com> – Международное рейтинговое агенство Standard & Poors.
141. <http://www.vinodkothari.com/> Сайт по секьюритизации В.Котари.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение № 1 Основные характеристики рынка факторинговых услуг.

Диаграмма № 2. Региональное распределение факторинга на Европейском рынке.



По данным за 2010 год Factors Chain International

Таблица № 1. Объем оборота факторинговых операций в странах Европы 2010 в млн евро.

Страна	Внутренний факторинга	Международный факторинг	ИТОГО
Austria	6,646	1,661	8,307
Belgium	24,203	8	32,203
Bosnia & Herzegovina	30	15	45
Bulgaria	400	150	550
Croatia	2,736	57	2,793
Cyprus	3,4	50	3,45
Czech Rep.	3,425	985	4,41
Denmark	5	3	8
Estonia	992	235	1,227
Finland	10,8	1,6	12,4
France	127,193	26,059	153,252
Germany	99,411	30,125	129,536
Greece	13,465	1,25	14,715
Hungary	3,024	315	3,339
Ireland	18,947	1,25	20,197
Italy	125,777	17,968	143,745
Latvia	235	93	328
Lithuania	590	950	1,54
Luxembourg	177	144	321

Malta	105	31	136
Netherlands	25	10	35
Norway	13,15	1,925	15,075
Poland	12,823	3,387	16,21
Portugal	18,8	1,956	20,756
Romania	1,3	500	1,8
Russia	12,083	80	12,163
Serbia	430	70	500
Slovakia	701	280	981
Slovenia	550	100	650
Spain	101,796	11,113	112,909
Sweden	17,76	1	18,76
Switzerland	3,5	500	4
Turkey	34,931	4,057	38,988
Ukraine	530	10	540
United Kingdom	210,745	15,498	226,243
Total Europe	900,655	144,415	1,045,069

По данным Factors Chain International <http://www.fci.nl/about-fci/statistics/current-factoring-turnover-by-country>

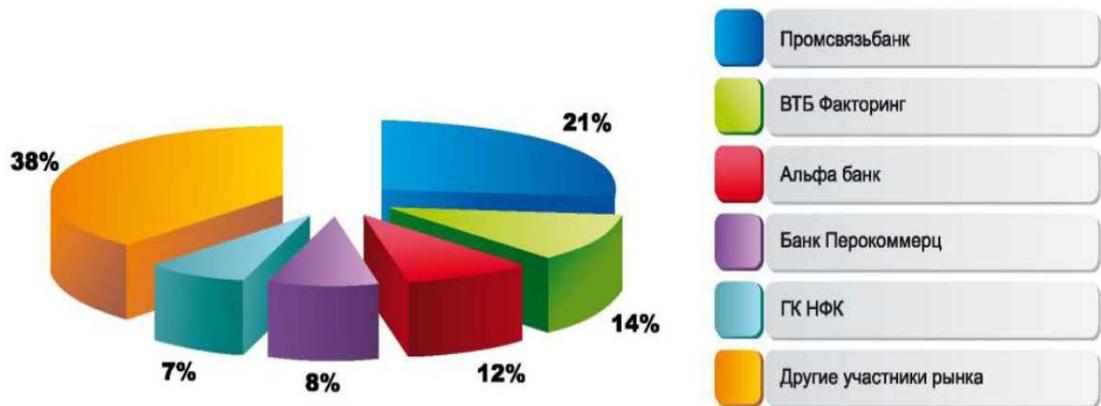
Таблица № 2. Стоимость заключенных факторинговых договоров в стране за период с 2004 по 2010 гг. (в млн.евро)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
EUROPE							
Austria	3,692	4,273	4,733	5,219	6,35	6,63	8,307
Belgium	13,5	14	16,7	19,2	22,5	23,921	32,203
Bosnia & Herzegovina	0	0	0	0	0	35	45
Bulgaria	0	0	35	300	450	340	550
Croatia	28	175	340	1,1	2,1	2,45	2,793
Cyprus	2,14	2,425	2,546	2,985	3,255	3,35	3,45
Czech Rep.	2,62	2,885	4,025	4,78	5	3,76	4,41
Denmark	6,78	7,775	7,685	8,474	5,5	7,1	8
Estonia	3,92	2,4	2,9	1,3	1,427	1	1,227
Finland	9,167	10,47	11,1	12,65	12,65	10,752	12,4
France	81,6	89,02	100,009	121,66	135	128,182	153,252
Germany	45	55,11	72	89	106	96,2	129,536
Greece	4,43	4,51	5,23	7,42	10,2	12,3	14,715
Hungary	1,375	1,82	2,88	3,1	3,2	2,52	3,339
Ireland	13,15	23,18	29,693	22,919	24	19,364	20,197
Italy	121	111,175	120,435	122,8	128,2	124,25	143,745
Latvia	155	20	276	1,16	1,52	900	328
Lithuania	1,04	1,64	1,896	2,69	3,35	1,755	1,54
Luxembourg	285	280	306	490	600	349	321
Malta	0	0	1	25	52	105	136
Netherlands	19,6	23,3	25,5	31,82	30	30	35
Norway	8,62	9,615	11,465	17	15	15,1	15,075
Poland	3,54	3,7	4,425	7,9	7,8	12	16,21
Portugal	14,7	16,965	16,886	16,888	18	17,711	20,756
Romania	420	550	750	1,3	1,65	1,4	1,8
Russia	1,13	2,54	8,555	13,1	16,15	8,58	12,163
Serbia	0	0	150	226	370	410	500
Slovakia	665	830	1,311	1,38	1,6	1,13	981
Slovenia	185	230	340	455	650	650	650
Spain	45,376	55,515	66,772	83,699	100	104,222	112,909
Sweden	14,5	19,8	21,7	21,7	16	18,76	18,76
Switzerland	1,4	1,9	2	2,513	2,59	5	4
Turkey	7,95	11,83	14,925	19,625	18,05	20,28	38,988
Ukraine	0	333	620	890	1,314	530	540
United Kingdom	184,52	237,205	248,769	286,496	188	195,613	226,243
Total Europe	612,488	715,471	806,958	932,264	888,528	876,649	1,045,069

По данным Factors Chain International <http://www.fci.nl/about-fci/statistics/total-factoring-volume-by-country-last-7-years>



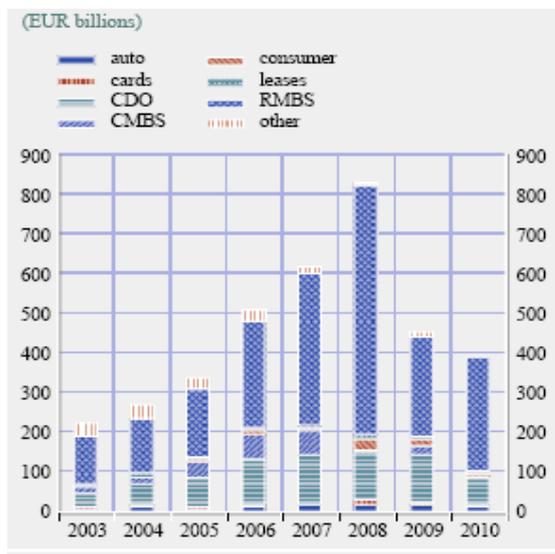
Диаграмма № 6. Доли крупнейших участников в обороте рынка по итогам 2011 г., в %.



По данным АФК <http://asfact.ru/>

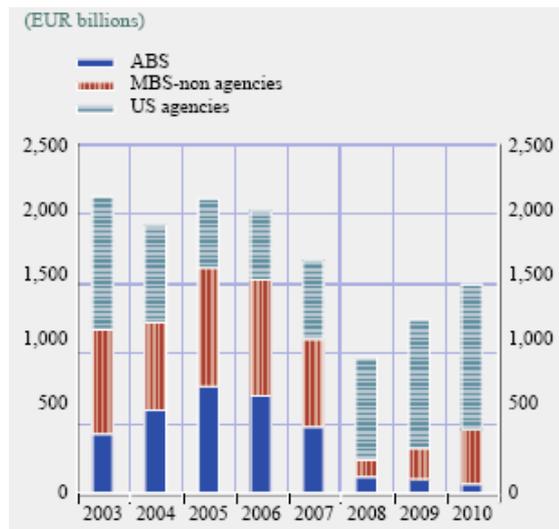
Приложение № 2 Основные характеристики рынка секьюритизации в мире.

Диаграмма № 6. Объем эмиссии всех классов активов проведенной в Европе.



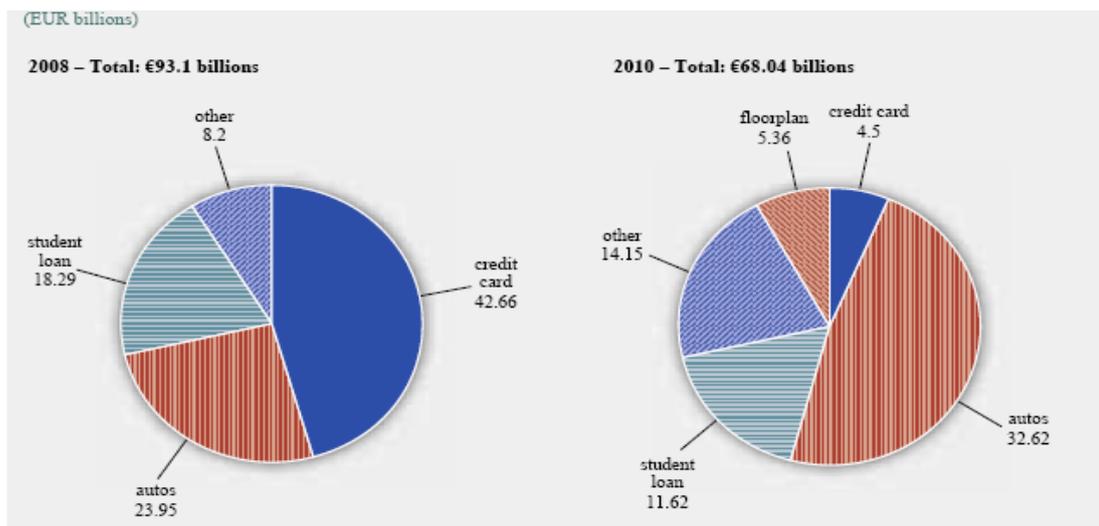
Источник: JP Morgan

Диаграмма №7 Объем эмиссии всех классов активов проведенной в US



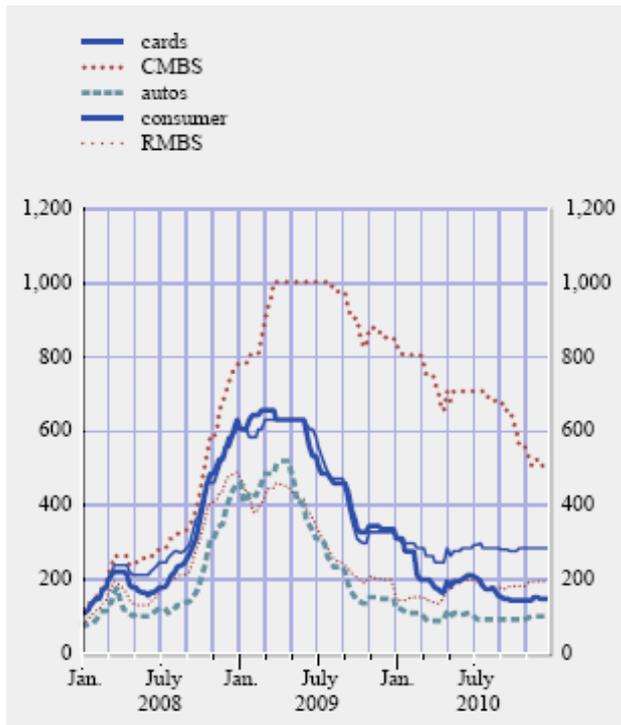
Источник: Dealogic

Диаграмма № 8. Структура эмиссии US ABS.



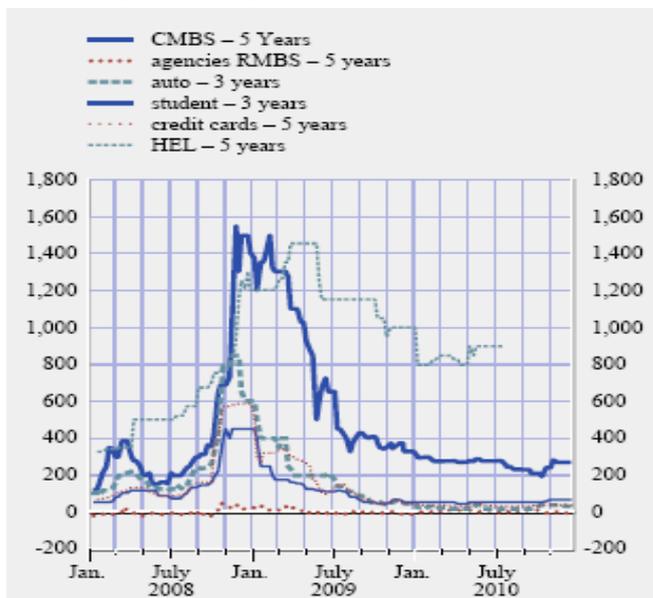
Источник: JP Morgan.

Диаграмма № 10. Сравнение спрэдов Euribor в Европе со сроком погашение от трех до пяти лет (AAA траншей)



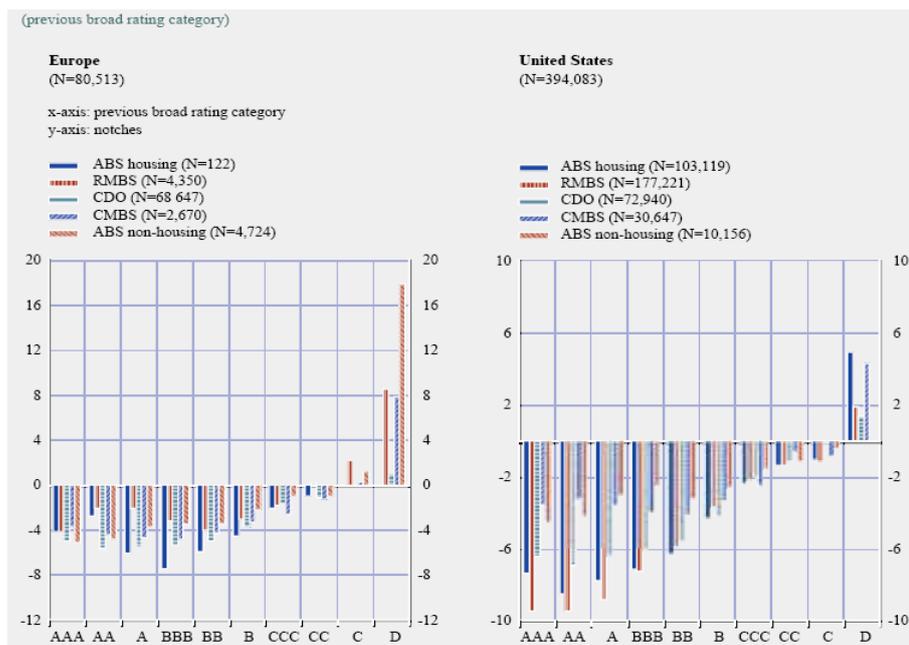
Источник: JP Morgan

Диаграмма № 11. Сравнение свопов в Соединенных Штатах (AAA траншей).



Источник : JP Morgan и Barclays Capital.

Диаграмма № 12. Эволюция рейтингов, 2008 – 2010 год.



Источник : Bloomberg.

Данные диаграммы показывают меры, принятые тремя основными рейтинговыми агентствами (S&P, Moody's и Fitch) в период с 2008 по 2010 год.

Таблица № 4. Основные причины понижения.

(в процентах)

	RMBSs	ABSs	Total
Weak performance	76	44	64
Counterparty risk	9	16	12
Methodology	4	30	14
Sovereign risk	8	5	7
Monoline	2	2	2
Other	0	2	1

Источник : Moody's

Таблица № 4 показывает, что снижение рейтингов больше указывает на слабые показатели в случае с RMBSs, тогда как рейтингов продуктов ABS чаще мотивированно изменениями с методологии выставления рейтингов.

Приложение № 3. Определение факторинга.

Таблица № 9. Сравнительная характеристика факторинга, кредита и овердрафта.

Ключевые параметры	Факторинг	Кредит на пополнение оборотных средств	Овердрафт
Доступность	<ul style="list-style-type: none"> • Финансирование может быть предоставлено компании, получившей отказ в кредите 	<ul style="list-style-type: none"> • При низких показателях финансовой отчетности клиент не получает кредит 	<ul style="list-style-type: none"> • При низких показателях финансовой отчетности овердрафт не предоставляется
Услуги	<ul style="list-style-type: none"> • Помимо финансирования включает в себя управление дебиторской задолженностью, страхование рисков, кредитный менеджмент, консалтинг 	<ul style="list-style-type: none"> • Дополнительных услуг клиенту не предоставляется 	<ul style="list-style-type: none"> • Дополнительных услуг клиенту не предоставляется
Объем денежных средств	<ul style="list-style-type: none"> • Может увеличиваться по мере роста объема продаж клиента 	<ul style="list-style-type: none"> • Строго ограничен кредитным лимитом 	<ul style="list-style-type: none"> • Как правило, не превышает 30 % от среднемесячных чистых поступлений на счет заемщика
Период действия	<ul style="list-style-type: none"> • Договор факторингового обслуживания носит бессрочный характер 	<ul style="list-style-type: none"> • Как правило, предоставляется на фиксированный срок 	<ul style="list-style-type: none"> • Как правило, предоставляется на фиксированный срок
Оценка рисков	<ul style="list-style-type: none"> • Лимит финансирования клиента устанавливается исходя из оценки финансового состояния дебитора и складывается из совокупных лимитов на каждого дебитора 	<ul style="list-style-type: none"> • Лимит финансирования устанавливается исходя из оценки финансового состояния клиента. 	<ul style="list-style-type: none"> • Лимит овердрафта рассчитывается в зависимости от среднемесячных чистых поступлений на счет заемщика и учитывает финансовое состояние клиента
Обеспечение	<ul style="list-style-type: none"> • Обеспечением является уступленное денежное требование клиента к поставщику 	<ul style="list-style-type: none"> • Как правило, требуется залоговое обеспечение в виде имущественных или иных активов компании 	<ul style="list-style-type: none"> • Необходимо поддержание определенного оборота по расчетному счету
Условия финансирования	<ul style="list-style-type: none"> • Оформляется автоматически при предоставлении накладных и счетов-фактур • Выплачивается сразу после получения отгрузочных документов и подписания реестра • Погашает дебитор • Погашается в день фактической оплаты дебитором поставленного 	<ul style="list-style-type: none"> • Получение нового кредита каждый раз требует оформления большого количества документов • Выплачивается в обусловленный кредитным договором день • Погашает клиент путем аккумулирования денежных средств • Погашение осуществляется в обусловленный 	<ul style="list-style-type: none"> • Получение нового овердрафта каждый раз требует оформления большого количества документов • Предоставляется при недостаточности или отсутствии на расчетном счете заемщика денежных средств • В конце каждого банковского дня путем автоматического списания кредитового остатка денежных

	<p>клиентом товара</p> <ul style="list-style-type: none"> • Комиссия <p>уплачивается только после того, как полностью погашено денежное требование</p>	<p>договором срок</p> <ul style="list-style-type: none"> • Проценты <p>уплачиваются ежемесячно</p>	<p>средств на счете заемщика в пределах задолженности по овердрафту.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Проценты <p>уплачиваются ежемесячно/ежедневно в зависимости от вида овердрафта</p>
--	---	---	---