

Особенности и структура секьюритизации факторинговых активов

© 2012 М.С. Киселева

Национальный исследовательский университет “Высшая школа экономики”
E-mail: kiselevams@gmail.com

В статье предложены структуры, с помощью которых можно моделировать процесс секьюритизации факторинговых активов в зависимости от множества факторов, связанных с особенностями ведения факторингового бизнеса.

Ключевые слова: секьюритизация, факторинг, оригинатор, фактор, уступка по договору факторинга, дебитор, финансовые инструменты, ликвидность, качество активов.

Введение

Как показал кризис, факторинг за счет своей быстрой оборачиваемости и диверсификации рисков является менее рискованным инструментом, нежели кредитование. Финансирование реального бизнеса, а не выдача кредитов под труднореализуемые залоги стало для многих крупных банков приоритетным направлением. Усиление конкуренции на внутренних финансовых рынках заставляет участников факторингового бизнеса искать новые пути диверсификации капитала, прибегая к нетрадиционным способам финансирования бизнеса. Во многом от способности компании привлечь заемный капитал будет зависеть динамика роста портфеля факторинговых активов.

Секьюритизация представляет собой альтернативный источник финансирования, который может быть применен для финансирования сделок факторинга. Основное преимущество секьюритизации заключается в возможности более дешевого финансирования проектов, которая наделяет факторинговые компании дополнительным конкурентным преимуществом на рынке. Механизм секьюритизации позволяет реструктурировать факторинговый портфель таким образом, чтобы трансформировать активы факторинговой компании в высоколиквидные инструменты фондового рынка.

В отличие от секьюритизации кредитных портфелей, секьюритизация факторинга имеет ряд отличительных особенностей, связанных с природой секьюритизируемого актива и спецификой самого бизнеса. Структура сделки также зависит от множества факторов, связанных с особенностями ведения факторингового бизнеса, клиентской базы, структуры взаимоотношений с клиентами и т.п.

Сущность и экономические предпосылки секьюритизации

Секьюритизация - это финансовый инструмент, позволяющий компании привлечь финан-

сирование путем выпуска ценных бумаг, обеспеченных конкретным активом. 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).

Для привлечения денежных средств путем секьюритизации компания начинает отбирать активы, подходящие для данной цели. Этими активами обычно являются будущие права требования. Компания, которой принадлежат данные права требования, называется оригинатором. Риск того, что платежи не будут осуществлены в срок и в полном размере, является существенным фактором в установлении стоимости прав требования. После того как компания определила активы, которые могут быть использованы для секьюритизации, оригинатор передает права требования специально созданной компании, трасту или иной юридически самостоятельной организации, часто называемой специальным юридическим лицом (SPV). Передача активов необходима для их отделения от рисков, связанных с оригинатором, а также для отделения прав требования от конкурсной массы фактора.

Для привлечения денежных средств под цель приобретения прав требования SPV эмитирует ценные бумаги на фондовый рынок. Заметим, что SPV должно быть структурировано “защищенным от банкротства” оригинатора для того, чтобы оно было признано в качестве эмитента ценных бумаг на фондовом рынке. Защищенность от банкротства в данном случае означает, что банкротство оригинатора вряд ли негативным образом скажется на SPV. Для того чтобы защитить SPV от банкротства оригинатора, организационная структура SPV должна ограничиваться осуществлением строго определенных ви-

дов деятельности. Это делается для того, чтобы кредиторы (но не держатели ценных бумаг SPV) не могли подать иск о принудительном банкротстве SPV.

Особенности и структура секьюритизации факторинга

Считаем 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 в силу законодательства, так и в силу ведения бизнеса. Специфика факторинга в России связана с 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 и продажа счетов-фактур с дисконтом, 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. Сделки секьюритизации факторинговых активов предлагают прозрачное финансирование, так как они строятся на основе просто и четко построенных пулов активов. Для российских финансовых институтов характерно хорошее управление с надлежащим андеррайтингом и процессом построения пула, а также можно отметить, что специфические риски, связанные с данными активами, в значительной степени находятся под контролем.

Считаем необходимым подчеркнуть, что для сделок секьюритизации факторинговых активов, имеющих место в России, основным является риск признания недействительным договора 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.

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

Также необходимо отметить, что все сделки секьюритизации, имевшие место в России, так или иначе связаны с так называемым риском действительной продажи, который заключается в том, что договор купли-продажи секьюритизируемого портфеля активов будет признан недействительным и проданные активы будут возвращены компании-оригинатору, это приведет к тому, что заемное финансирование, предоставленное SPV, перестанет быть обеспеченным. Вместе с тем требование SPV к компании-оригинатору (денежные средства, уплаченные компании-оригинатору при покупке портфеля секьюритизируемых активов) 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. Согласно Гражданскому кодексу Российской Федерации, по договору финансирования под уступку денежного требования одна сторона (финансовый агент) 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. Денежное требование к должнику может быть уступлено клиентом финансовому агенту также в целях обеспечения исполнения обязательства клиента перед финансовым агентом.

Гражданский кодекс Российской Федерации 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 - между 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.

Поскольку вопрос действительной продажи является одним из ключевых в секьюритизации, минимизация вышеуказанного риска может потребовать пересмотра всей структуры взаимоотношений между финансовым агентом и его клиентами и должниками. Соответственно, перед началом секьюритизации необходимо обратить особое внимание на то, какое влияние секьюритизация может оказать на существующие взаимоотношения между финансовым агентом и его клиентами и должниками, а также на последствия таких изменений.

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 данной структуре возврат заемного финансирования, привлеченного SPV, зависит в первую очередь не от кредитоспособности должников, а от кредитоспособности клиентов. Соответственно, в этом случае минимизация воздействия кредитного риска каждого конкретного клиента на кредитный риск секьюритизированного портфеля в целом достигается путем диверсификации портфе-

ля клиентов, чья задолженность переуступается в рамках секьюритизации.

Как уже было отмечено выше, при секьюритизации возврат привлеченного заемного финансирования осуществляется исключительно за счет денежных потоков, генерируемых секьюритизированными активами. По этой причине размер активов SPV всегда должен соответствовать размеру ее обязательств. В противном случае у SPV не будет достаточно доходов, чтобы обслуживать заемное финансирование.

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. Иными словами, можно резюмировать, что SPV должно иметь возможность периодически приобретать долговые обязательства у финансового агента ("револьверная структура").

Также 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 компании-дублера, 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 такой 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 раз-

личных 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, если перевод обслуживания занимает много времени, денежные средства, полученные финансовым агентом за время перевода, вероятно, 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 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.

Заключение

В статье описаны особенности секьюритизации факторинговых активов: риск признания недействительным договор купли-продажи секьюритизируемого портфеля; краткосрочность секьюритизируемых активов; возможность реализации "револьверной структуры" сделки; риск смещения. На основе анализа особенностей предложены структуры сделок, позволяющие конструировать более эффективный, менее рискованный процесс секьюритизации факторинговых активов.

1. Газман В.Д. Секьюритизация лизинговых активов. М., 2010.

2. Шварц Ст.Ли. Алхимия секьюритизации активов // Закон. 2008. □ 12.

3. Бэр Х.П. Секьюритизация активов. Секьюритизация финансовых активов - инновационная техника финансирования банков. М., 2006.

Поступила в редакцию 04.12.2011 г.