

ЭКОНОМИКА

Мзотлов Кантемир Толевич

студент

Золотарюк Анатолий Васильевич

канд. техн. наук, доцент, профессор

ФГОБУ ВПО «Финансовый университет
при Правительстве Российской Федерации»

г. Москва

РАЗГРАНИЧЕНИЕ ПРОЦЕССА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ОТ ИНЫХ ФОРМ ФИНАНСИРОВАНИЯ

Аннотация: в данной статье исследованы отличительные особенности и преимущества секьюритизации активов от традиционных форм финансирования. Детально исследованы различия с факторингом и форфейтингом. Проведен сравнительный анализ с факторингом по таким параметрам, как: срочность и виды требований, вид финансирования, минимальный объем сделки, проверка кредитоспособности, нацеленность на получение дохода, временной характер и размер сделок. На основе проведенного анализа сделаны выводы.

Ключевые слова: секьюритизация активов, традиционные формы финансирования, факторинг, форфейтинг, пул активов, оригинатор.

Секьюритизация активов как форма финансирования имеет много схожих черт с иными способами и методами финансирования. К примеру:

- с финансированием через выпуск закладных листов;
- с факторингом и форфейтингом.

Одним из главных отличий секьюритизации активов от традиционных форм финансирования является то, что помимо основной цели, связанной с привлечением финансовых средств, достигается ряд вторичных целей, что может явиться плюсом в пользу секьюритизации при выборе метода финансирования. А именно, можно списать активы с баланса одновременно с соответствующими

обязательствами по ценным бумагам, расширить круг потенциальных инвесторов и благодаря снижению кредитного и процентного рисков, а также риска ликвидности повысить качество управления активами, пассивами и рисками. Все эти вторичные эффекты достигаются благодаря обособлению выделенных активов от общего кредитного риска, привлекающего финансовые средства, в чем и состоит «идея-фикс» секьюритизации активов. В силу такого разделения активов и прочего имущества originатора, в отличие от традиционных форм финансирования, открываются новые возможности. Еще одним плюсом является то, что секьюритизация позволяет превратить неликвидное имущество в первоклассные, ликвидные и обращающиеся на рынке ценные бумаги. Неопределенность положения кредитора, связанная с неспособностью или неготовностью заемщика возвращать долги, существенно снижается. Ведь вместо достаточно сложного финансового потока, порождаемого имущественным комплексом всей организации, теперь кредитор имеет дело с относительно однородным, точно определенным кругом активов, который гораздо проще поддается количественной и качественной оценке рисков. Наблюдение за конкретным пулом активов и его обслуживание куда проще чем контроль деятельности организации в целом, сторонам удастся снизить эффективные затраты на подобный контроль и предоставление необходимой информации.

Секьюритизацию активов следует также отличать от размещения таких займов, которые хотя и обеспечены некоторым пулом активов, однако при этом отсутствует прямая связь между порождаемым активами потоком платежей и процентными и капитальными выплатами по ценным бумагам. Обеспечение такого рода, в частности не предполагает юридического обособления активов, что в случае несостоятельности эмитента приводит к возникновению требований кредиторов по таким ценным бумагам в отношении иного имущества должника. Об отсутствии юридического обособления активов можно говорить также в случае закладных листов – еще одного финансового инструмента, очень похожего на обеспеченные ипотеками ценные бумаги. Форма этих двух сделок имеет следующие отличия:

– закладные листы являются долговыми обязательствами, по которым эмитент отвечает собственным капиталом;

– в случае закладных листов не возникает прямой связи между потоком платежей, поступающим от погашения кредитов, и выплатами по ценным бумагам, что свойственно ABS;

– экономические трудности эмитента закладных листов (ипотечного банка) могут непосредственно привести к неисполнению обязательств по выпущенным им ценным бумагам. Требования кредиторов по закладным листам в непокрытой части имеют ту же очередность и условия, что и требования остальных кредиторов, не располагающих обеспечением;

– пул секьюритизируемых активов в отличие от пула, выступающего покрытием закладных листов, является самостоятельным субъектом права. Этот субъект (Спецюрлицо) не располагает никакими иными активами, кроме приобретенного пула ипотек. В отличие от этого, эмитент закладных листов имеет на балансе иное имущество, например недвижимость, доли участия в капитале других предприятий, прочие активы;

– в случае конкурсного производства конкурсный управляющий прекращает осуществлять дальнейшие выплаты по закладным листам (мораторий), что может привести к задержке выплат. Такая ситуация исключена в случае с ипотечными ценными бумагами;

– состав кредитного портфеля (обеспечения) при выпуске закладных листов может меняться с течением времени. В случае эмиссии ипотечных ценных бумаг пул активов, выступающий покрытием ценных бумаг, точно определен и не может изменяться.

Секьюритизация активов является техникой финансирования, родственной факторингу. Это обстоятельство часто заставляет запутаться в различиях между двумя данными категориями, так как приобретение прав требования третьим лицом является у них общей чертой. Большая часть различий может быть также использована для отличия секьюритизации активов от форфейтинга, в виду большой схожести последнего с факторингом. Фактор также может принимать

на себя риск – делькредере (*Дель кредере – условие договора комиссии, по которому комиссионер за особое вознаграждение принимает на себя перед комитентом ручательство за исполнение сделки третьим лицом. Т.о. принимая обязательство делькредере, комиссионер берет на себя повышенный риск, связанный с реализацией товара или оказанием услуг, и за это он вправе требовать дополнительное вознаграждение, предусмотренное договором.*). В зависимости от условий договора факторинга клиент получает от фактора три разные услуги:

- финансирование в форме досрочной оплаты уступаемого требования;
- защиту от риска неисполнения со стороны должника (риск делькредере)
- услуги по управлению, т.е. обслуживание требования, включая инкассовые операции и взыскание задолженности.

При факторинге фактор как приобретатель прав требования самостоятельно истребует денежные средства. Другими словами, фактор занимает место продавца требования (кредитора).

Иначе обстоит дело при секьюритизации активов. В данном случае обслуживание требований осуществляет оригинатор. Спецюрлицо обслуживает проданные требования и даже получает за это некоторое вознаграждение. Оно способно осуществлять указанную деятельность, ведь продажа требований практически не разрушает первоначальные отношения между должником и кредитором. Резюмируя, следует отметить, что хотя между факторингом и секьюритизацией много общего, обе формы финансирования обнаруживают ряд принципиальных различий.

Таблица 1

Сравнительный анализ факторинга и секьюритизации активов

<i>Критерий</i>	<i>Секьюритизация активов</i>	<i>Факторинг</i>
Виды требований и их срочность	От краткосрочных требований по кредитным картам, договорам поставки, работ, услуг, до среднесрочных лизинговых платежей и долгосрочных 30-летних ипотек – буквально все поддается секьюритизации,	Исключительно краткосрочные требования (до 120 дней), в единичных случаях – до 150 дней. Факторинг осуществляется лишь в отношении платежей по договорам, предусматривающих поставку потребительских товаров и оказание

	как банковские, так и не банковские требования	услуг (требования по договорам поставки, оказанию услуг)
Вид финансирования. Отношение к денежному рынку и рынку капиталов.	Продажа требований оригинатором и финансирование Спецюрлицом покупной цены напрямую на денежном рынке и рынке капитала. Возможно также получение синдицированного кредита.	Предварительная оплата уступаемого требования, как правило, в размере до 80% от его размера. Поскольку факторинговая компания чаще всего является дочерним обществом банка, то следует говорить о внутренних источниках финансирования. В принципе возможно также финансирование на рынке капитала, однако из-за незначительного объема оно обычно привлекается от банка – члена группы.
Минимальный объем одной сделки	Минимальный объем сделки является весьма существенным (около 80 млн. долл.). Для отдельных сделок – несколько млрд. долл.	Объем сделки соответствует объему уступаемых требований. Сумма сделки не ограничена, однако обычно не столь значительна, как при секьюритизации.
Множественность требований	Продажа диверсифицированного пула активов (договор - купли продажи). В зависимости от вида сделки может допускать револьверную (возобновляемую) покупку, но как правило лишь в пределах определенного срока и объема.	Уступка прав требования по отдельным договорам, осуществляемая в рамках единого соглашения. Как правило, предусмотрена револьверная покупка краткосрочных требований. Множественность требований может распространяться либо на определенную долю, либо на все требования.
Проверка кредитоспособности	Количественная оценка кредитного риска пула активов с использованием методов математической статистики. Прогноз ожидаемого будущего поведения на основе исторических данных.	Проверка надежности индивидуальных дебиторов.
Обслуживание уступленных требований	Обслуживание активов (инкассо, взыскание и т.д.) как и прежде осуществляет оригинатор. Продавец должен располагать соответствующими системами обработки данных, чтобы удовлетворять критериям обслуживающей компании.	Передача обслуживания (управление, инкассо, ведение учета) специализированной факторинговой компании. Не продавец, а фактор должен располагать системами обработки данных, что требует дополнительных затрат.
Нацеленность на получение дохода	Спецюрлицо не преследует цели получения прибыли	Целью фактора является получение дохода
Определение цены продажи и размера вознаграждения	Цена продажи устанавливается в размере текущей стоимости требований за вычетом расходов на структурирование. В зависимости от категории активов будущие потоки платежей	Предварительная оплата требования, не превышающая определенного процента от его размера. Комиссия за оказание факторинговых услуг зависит

	дисконтируются с учетом риска или продаются со скидкой, которая например, включает в себя резерв на случай неисполнения и процентную компоненту. Продавец получает вознаграждение за обслуживание, которое выплачивается из разницы между потоком платежей, порождаемым пулом и выплатами по ценным бумагам.	от объема услуг, предоставляемых фактором и оговоренного распределения рисков. Она колеблется от 0,5% до 3% от общего размера требования или составляет фиксированную сумму за каждое требование. Помимо этого, в качестве финансирования денежные средства взимается банковский процент.
Изменение в отношениях с должниками	Сохранение и поддержание первоначальных отношений с должниками. Должник осуществляет платежи, как и прежде, продавцу актива.	Фактор юридически и экономически встает на место продавца. Должник платит фактору, который выступает кредитором в обязательстве.
Уведомление	Уведомление клиентов обычно не производится. Во взаимоотношениях оригинатора и его должников не происходит никаких изменений. Должники, как и прежде, осуществляют платежи оригинатору, несмотря на то, что требования были им проданы.	Зависит от вида факторинга. Должник обычно уведомляется о факте уступки. При передаче требования делается отметка, что должник должен уплачивать долг факторинговой организации.
Временной характер и размер сделок	Однократная передача точно определенного пула краткосрочных или долгосрочных требований. Спецюрлицу в размере, предусмотренном договором. Для краткосрочных требований возможно создание возобновляемых структур, однако, лишь в размере, не превышающем заранее установленный лимит, и в течение определенного срока. Сохранение договорных отношений сторон в течение всего срока сделки.	Непрерывная передача краткосрочных требований. Уступка всего будущего долга или его части в рамках глобальной цессии (договора факторинга). Клиент определяет размер кредита самостоятельно. Размер получаемого кредитного финансирования прямо зависит от объема уступленных требований. В договоре не предусматриваются ограничения по размеру кредита. Срок оказания факторинговых услуг не устанавливается в договоре, который может быть расторгнут обеими сторонами с предварительным уведомлением за шесть месяцев.

Источник: Hans Peter В. «Asset Securitization» p. 63–65.

Из приведенного сравнения видно, что секьюритизация активов представляет собой технику финансирования, которая может быть воспроизведена с помощью комбинации и модификации различных элементов традиционных форм финансирования и в то же время не может быть отождествлена ни с одной из

них. Техника секьюритизации активов возникла благодаря изощренному комбинированию и синтезу:

– элементов коммерческой и инвестиционной банковской деятельности, т.е. соединению услуг кредитования и традиционного облигационного финансирования;

– элементов факторинга;

– с идеей создания инвестиционного фонда;

– с механизмом предоставления гарантий (допобеспечения) третьими лицами.

Список литературы

1. Селивановский А.С. Конструируем SPV/ А.С. Селивановский // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №13.

2. Исеев Р. Проблемы секьюритизации на современном этапе / Р. Исеев // Рынок ценных бумаг. – №19. – 2004. – С. 42–43.

3. Энциклопедия российской секьюритизации: сборник тематических материалов. – 2015.